



OESTERREICHISCHE NATIONALBANK

Stabilität und Sicherheit.

F I N A N Z M A R K T -
S T A B I L I T Ä T S B E R I C H T

10

Dezember 2005



EUROSYSTEM

Jeder Euro ist hart verdient. Darum müssen Finanzmarkt und Bankwesen stabil sein.

Ein stabiles Finanz- und Bankensystem ist die Voraussetzung für eine gut funktionierende Wirtschaft. Darauf achtet die Oesterreichische Nationalbank.

Nur wenn Kreditinstitute und Kreditnehmer vor Krisen geschützt sind, ist ein stabiles Finanzsystem möglich. Deshalb unterstützt die Oesterreichische Nationalbank die Finanzmarktaufsicht (FMA) bei der Kontrolle der Finanzinstitute. Sie beobachtet die Finanzmärkte und achtet darauf, dass die Regeln eingehalten werden. Basel II etwa ist ein modernes

Regelwerk, das Kreditrisiken für Banken und Unternehmer

durchschaubarer macht. Durch klare Regeln, Analyse und Kontrolle lassen sich Fehlentwicklungen rasch erkennen und rechtzeitig Maßnahmen dagegen ergreifen.

Die Oesterreichische Nationalbank beaufsichtigt außerdem die Zahlungssysteme in Österreich und informiert laufend Experten und Öffentlichkeit über die aktuellen Entwicklungen, Risiken und Chancen der



Finanzmärkte. Weiters vertritt sie die Interessen Österreichs in internationalen Finanzinstitutionen.

Gut zu wissen, dass sich die Oesterreichische Nationalbank für die Stabilität des Finanzmarktes einsetzt. Aber wussten Sie auch, dass die OeNB darüber hinaus für einen stabilen Geldwert sorgt, sich um sicheres Bargeld und sicheren Zahlungsverkehr kümmert, analysiert, vorausschauend steuert? Mehr dazu finden Sie auf www.oenb.at.

OeNB

OESTERREICHISCHE NATIONALBANK

Stabilität und Sicherheit.

BERICHTSTEIL

Österreichisches Finanzsystem in guter Verfassung	6
Internationales Umfeld mit zunehmenden Abwärtsrisiken	8
Erdölpreis bedingt verlangsamtes Wirtschaftswachstum und höhere Inflation in vielen Industrieländern	8
Nettokapitalzuflüsse in Emerging Markets 2005: Deutlicher Rückgang	11
Abnehmender Aufwertungsdruck in Zentral- und Osteuropa	17
Realwirtschaftliche Sektoren zunehmend kapitalmarktorientiert	24
Finanzposition der Unternehmen verbessert	24
Zunahme der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte	31
<i>Kasten: Pensionsvorsorge als Sparmotiv – Ergebnisse einer OeNB-Umfrage bei Wiener Haushalten</i>	37
Österreichische Finanzintermediäre entwickeln sich dynamisch	40
Bankensystem steigert Ertragskraft und Schockresistenz	40
Wachsendes Kreditvolumen bei weiterem Rückgang der Wertberichtigungen	44
<i>Kasten: Abschluss der OeNB/FMA-Leitfadenreihe zu Basel II</i>	50
Marktrisiko zeigt unterschiedliche Tendenzen	50
Zahlungs- und Wertpapierabwicklungssysteme erweisen sich als weiterhin stabil	51
Das Engagement österreichischer Banken in Zentral- und Osteuropa wächst mit lokal unterschiedlicher Dynamik weiter	52
<i>Kasten: Anhaltend hohe Rentabilität der Banken in Zentral- und Osteuropa</i>	55
Risikotragfähigkeit der österreichischen Banken verfestigt sich weiter	58
<i>Kasten: Einlagensicherung</i>	59
Versicherungen und Pensionskassen erholen sich weiter	63

SCHWERPUNKTTHEMEN

Payment Institutions – Potenzielle Auswirkungen der neuen Zahlungsdienstleister auf den österreichischen Finanzmarkt <i>Ulrike Elsenhuber, Benedict Schimka</i>	68
Die Risikopositionen von Banken gegenüber Hedgefonds in Österreich und regulatorische Aspekte <i>Eleonora Endlich, Markus S. Schwaiger, Gabriele Stöffler</i>	80
Kapitalmarktorientierte Finanzierungsperspektiven für den österreichischen Mittelstand <i>Michael Halling, Alexander Stomper, Josef Zechner</i>	90

TABELLENANHANG

HINWEISE

105

119

Redaktionsschluss: 4. November 2005

Die von den Autoren zum Ausdruck gebrachte Meinung kann von der Meinung der Oesterreichischen Nationalbank abweichen.

B E R I C H T S T E I L

Österreichisches Finanzsystem in guter Verfassung

Erdölpreis steigert Konjunkturrisiken – Renditeentwicklung als zusätzlicher Risikofaktor

Die Konjunktur entwickelte sich in vielen industrialisierten und aufstrebenden Volkswirtschaften über die letzten Quartale robust, wobei die Dynamik im Euroraum verhaltener blieb. Auch Österreich bildete hierbei keine Ausnahme. Sowohl Exporte als auch Inlandsnachfrage schwächten sich seit Beginn des Jahres 2005 ab. Die Konjunkturaussichten für die kommenden Quartale bleiben aber positiv, der hohe Erdölpreis stellt aber weiterhin eine Hauptrisikofaktorquelle für das Wirtschaftswachstum dar. Auch für die künftigen Inflationsentwicklungen spielt die weitere Kursbewegung des Rohölpreises eine entscheidende Rolle. Während in den meisten Industrieländern bereits die Auswirkungen des höheren Erdölpreises auf die Inflation bemerkbar sind, wurden diese in den neuen Mitgliedstaaten der Europäischen Union durch Aufwertungsbewegungen in den jeweiligen Währungen bisher zum Teil kompensiert.

Für das Wirtschaftswachstum und die Finanzmarktstabilität der aufstrebenden Volkswirtschaften in Zentral- und Osteuropa sind neben dem Erdölpreis auch die Entwicklung des internationalen kurz- und langfristigen Zinsniveaus sowie jene der Risikoeinstellung der Investoren eine potenzielle Gefahrenquelle, da die Bewertung der jeweiligen Währungen in etlichen Fällen bereits relativ hoch ist und die Risikoaufschläge auf Anleihen der aufstrebenden Volkswirtschaften (sowohl in nationaler als auch in fremder Währung) im Allgemeinen bereits relativ niedrig sind.

Anhaltend günstige Finanzierungsbedingungen für Unternehmen

Im inländischen Unternehmenssektor führten eine anhaltend gute Gewinnsituation und günstige Finanzierungsbedingungen sowohl auf den Kapitalmärkten als auch auf dem Kreditmarkt zu einer Verbesserung der Finanzposition. Eine relativ hohe Bedeutung für die Neufinanzierung von Unternehmen nahmen abermals Kapitalmarktinstrumente ein. Die Begebung sowohl von Aktien als auch von Anleihen nahmen gegenüber einem nur leichten Kreditwachstum stark zu, wodurch sich die Bilanzstruktur der Unternehmen weiter verbesserte. Hauptrisikofaktoren für den Unternehmenssektor sind neben den erwähnten Konjunkturrisiken potenzielle Verschlechterungen bei den Finanzierungsbedingungen.

Finanzposition der privaten Haushalte wird riskanter

Obwohl sich die realen Einkommen weiterhin nur verhalten entwickeln, steigerten die privaten Haushalte in Österreich ihr Geldvermögen in beträchtlichem Umfang. Neben den hierfür mitverantwortlichen Bewertungsgewinnen veranlagten die privaten Haushalte in letzter Zeit wieder vermehrt in Wertpapiere, Investmentzertifikate und Versicherungsprodukte. In diesem Zusammenhang wird insbesondere die zunehmende Bedeutung der privaten Pensionsvorsorge deutlich. Gleichzeitig kam es zu einem weiteren, wenn auch weniger ausgeprägten Anwachsen der Verpflichtungen, wobei der Fremdwährungskreditboom ungebrochen anhält. Sowohl die Anzahl der Insolvenzen als auch das Volumen der Ausstände bei diesen Insolvenzen stieg zuletzt wiederum

an. Insgesamt geht der Haushaltssektor durch diese Entwicklungen vermehrt Risiken ein. Während er auf der Aktivseite zunehmend Kursrisiken ausgesetzt ist, steigt auf der Passivseite sowohl sein Währungsrisiko (durch die Finanzierung in fremder Währung) als auch sein Zinsrisiko (durch den hohen und steigenden Anteil von variabel verzinsten Krediten in Österreich).

Dynamische Geschäftsentwicklung der österreichischen Kreditinstitute

Mitbedingt durch die gute Ausgangslage im Unternehmenssektor entwickelte sich auch die Gewinnsituation der österreichischen Kreditinstitute bei weiterhin hohem Wachstum der Bilanzsumme gut. Hierbei schlug sich im Inlandsgeschäft vor allem die angesprochene verstärkte Kapitalmarktorientierung in der Unternehmensfinanzierung und im Anlageverhalten der privaten Haushalte in den Provisionserträgen nieder. Dadurch gelang es den Banken, die moderate Kreditnachfrage mehr als zu kompensieren. Die Aufwand/Ertrag-Relation (Cost-Income-Ratio) ist so gut wie noch nie in der gesamten Beobachtungsperiode seit dem Jahr 1995, die Ergebnisspanne erreicht wieder die Werte aus den für die Banken erfolgreichen Jahren 2000 und 2001. Die Zinsspanne im Inland blieb jedoch aufgrund des starken Wettbewerbs auf einem niedrigen Niveau. Den wichtigsten Beitrag für die verbesserte Rentabilität lieferte allerdings das Geschäft in Zentral- und Osteuropa, das weiterhin von einem starken Kreditwachstum und anhaltend hohen Gewinnmargen profitierte. Mit den gestiegenen Gewinnen und den anhaltend hohen Eigenmittelquoten sowie den deutlich rückläufigen Einzelwertberichtigungen im Ver-

hältnis zu den Kundenforderungen verbesserte sich die Risikoexponierung der österreichischen Kreditinstitute weiter. Stresstests hinsichtlich der wesentlichen Risikokategorien zeigten darüber hinaus eine Reduktion des Zinsrisikos.

Durch die von den österreichischen Banken wahrgenommenen Chancen im zentral- und osteuropäischen Raum entstand bereits seit längerem eine zunehmende Abhängigkeit von der Ertragsstärke dieser Bankmärkte. Dies macht einerseits weitere Bemühungen im Inlandsgeschäft unerlässlich, andererseits erscheint es dadurch auch noch stärker geboten, angesichts rasch wachsender Kreditportfolios auf diesen Märkten auf eine nachhaltig gesunde Portfolioqualität zu achten. Hinsichtlich der Kreditqualität im Inland lässt das sich in Österreich seit Ende 2003 erholende Kreditwachstum nach einer längeren Periode von Rückgängen – entsprechend der Erfahrung aus vergangenen Kreditzyklen – auch wieder ein moderates Ansteigen der Kreditrisikokosten erwarten. Zudem könnte sich die erwähnte gestiegene Risikoexponierung der privaten Haushalte entsprechend auf die Qualität des inländischen Kundenportfolios auswirken. Auch das Engagement der Banken in Hedgefonds bedarf eines wachsenden Risikomanagements, um den erhöhten Risiken dieser Anlageform gerecht zu werden.

Die österreichischen Versicherungen sehen sich wie die Kreditinstitute einer günstigen Geschäftsentwicklung gegenüber, die ebenfalls von den zentral- und osteuropäischen Ländern positiv beeinflusst wird. Das Wachstum von Vermögensbestand und Veranlagungsergebnis der Pensionskassen findet auch im Jahr 2005 seine Fortsetzung.

Internationales Umfeld mit zunehmenden Abwärtsrisiken

Erdölpreis bedingt verlangsamtes Wirtschaftswachstum und höhere Inflation in vielen Industrieländern

Das Wirtschaftswachstum in der OECD betrug im Jahr 2004 3,4%, ein im langjährigen Durchschnitt relativ hoher Wert. Seit Mitte 2004 setzte eine Verlangsamung auf einen weniger steilen Wachstumspfad ein. Wesentliche Ursache dieser Verlangsamung waren die gestiegenen Preise von Rohöl und Rohölprodukten, wobei nach wie vor günstige Finanzierungsbedingungen sowie relativ hohe Budgetdefizite unterstützend wirkten. Der Erdölpreis hat sich seit Anfang 2004 in etwa verdoppelt und übertraf damit wiederholt die in den Wirtschaftsprognosen angenommene Entwicklung. Die meisten aktuellen Prognosen nehmen einen auch in den nächsten Jahren anhaltend hohen Erdölpreis an; die Spanne der Prognosen von Consensus Forecasts für Ende 2006 liegt derzeit bei 45 USD bis 75 USD. Die Inflationsraten erhöhten sich erdölpreisbedingt in vielen Ländern, wobei die Kerninflation bislang moderat geblieben ist. Offenbar haben verschiedene Faktoren wie z.B. der verstärkte internationale Wettbewerb auf den Arbeits- und Gütermärkten sowie bestehende Überkapazitäten und hohe Gewinnmargen einen Teil

des erdölpreisbedingten Preisdrucks bislang abgefangen. Für die Jahre 2005 und 2006 geht der Internationale Währungsfonds (IWF) in seiner aktuellen Prognose von einer weiterhin guten weltwirtschaftlichen Entwicklung aus, mit Wachstumsraten in der Nähe der langjährigen Durchschnitte sowie moderater Inflation. Die Widerstandsfähigkeit des globalen Finanzsystems gegen Schocks ist nach Einschätzung des IWF vor allem aufgrund der in der jüngeren Vergangenheit guten Gewinnlage der Finanzintermediäre sowie der Unternehmen für die nähere Zukunft hoch.

Die Risiken für den nach wie vor positiven Ausblick für das Wachstum sind allerdings überwiegend nach unten gerichtet, während die Risiken für die Inflation aufgrund von möglichen Zweitrundeneffekten des hohen Erdölpreises nach oben gerichtet sind. Zu den Abwärtsrisiken für das Wachstum zählen neben den Effekten des höheren Erdölpreises eine ungeordnete Korrektur des allgemein als zu hoch eingeschätzten Leistungsbilanzdefizits der USA sowie ein rascher und deutlicher Anstieg der in Renditen langfristiger Anleihen enthaltenen Laufzeit- und Inflationsrisikoprämien mit negativen Effekten auf die in etlichen Ländern stark gestiegenen Preise von Immobilien.

Tabelle 1

Wirtschaftsprognosen des IWF von April und September 2005

in %

	BIP-Wachstum				Inflationsrate			
	April 2005	Sep. 2005	April 2005	Sep. 2005	April 2005	Sep. 2005	April 2005	Sep. 2005
	2005		2006		2005		2006	
USA	3,6	3,5	3,6	3,3	2,7	3,1	2,4	2,8
EU-12	1,6	1,2	2,3	1,8	1,9	2,1	1,7	1,8
Japan	0,8	2,0	1,9	2,0	-0,2	-0,4	..	-0,1

Quelle: World Economic Outlook, IWF.

Tabelle 1 gibt einen Überblick über die Veränderung der wirtschaftlichen Aussichten für die USA, den Euroraum sowie für Japan.

Stabile Anleihemärkte, Kurszuwächse europäischer und japanischer Aktien, robuster US-Dollar

Auf den *Geldmärkten* kam es seit Anfang Mai 2005 zu weiteren drei Leitzinsanhebungen der US-amerikanischen Notenbank um kumuliert 75 Basispunkte auf 3,75%, während die Leitzinsen im Euroraum und in Japan weiter konstant bei 2% bzw. 0% gehalten wurden. Die US-amerikanische Notenbank stellte angesichts der Notwendigkeit zur Sicherung der Preisstabilität und der nach wie vor unterstützenden Natur der geldpolitischen Ausrichtung weitere maßvolle Zinsanhebungen in Aussicht. Bezüglich der Geldpolitik in Japan wurde die Möglichkeit einer Rücknahme der Politik quantitativer geldpolitischer Lockerung aufgrund der gestiegenen Wahrscheinlichkeit einer nachhaltigen Rückkehr zu positiven Kerninflationraten auf den Märkten verstärkt diskutiert. Der EZB-Rat betonte im Zeitraum von Mai bis Oktober 2005 die Notwendigkeit zur Wachsamkeit angesichts der bestehenden Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität im Euroraum. Die Zinssätze für Laufzeiten bis zwölf Monate stiegen in den USA gemeinsam mit den Leitzinsen weiter an, wobei die Naturkatastrophen im Süden der USA zu temporären Rückgängen führten. Im Euroraum verringerten sich die Geldmarktsätze bis Juni 2005 aufgrund von Erwartungen der Verschiebung einer Leitzinsanhebung in die Zukunft bzw. der Möglichkeit einer weiteren Leitzinssenkung. Von Juni bis Oktober 2005 stiegen sie wieder um rund 20 Basispunkte an. Auch in Japan begannen die 12-Monats-Zins-

sätze ab Juni 2005 zu steigen, was die Erwartung von in der Zukunft ansteigenden Leitzinsen reflektieren könnte. Die impliziten Volatilitäten von Optionen auf in Euro und US-Dollar denominatede Geldmarkt-Futures sind von Mai bis Juni 2005 weiter gefallen und haben sich seither auf niedrigem Niveau stabilisiert. Dies deutet auf eine relativ geringe Unsicherheit auf den Märkten bezüglich künftiger Leitzinsniveaus hin. Ein hohes Maß an Sicherheit über künftige kurzfristige Zinsniveaus trägt tendenziell zu niedrigeren langfristigen Zinsen bei.

Auf den *Staatsanleihemärkten* in den USA verflachte sich die Zinsstruktur von Mai bis Oktober 2005 aufgrund des am kurzen Ende deutlicheren Zinsanstiegs weiter. Im Euroraum kam es aufgrund gleichzeitig steigender kurzfristiger und fallender langfristiger Zinsen zu einer leichten Drehung der Zinsstruktur, wobei die Zinsstruktur nach wie vor einen ansteigenden Verlauf aufweist. Das Niveau der langfristigen Zinsen in diesen beiden Wirtschaftsräumen ist nach wie vor im langfristigen Vergleich niedrig, wobei dies vor allem für den Euroraum auch durch eine Abwärtsrevision der Erwartungen der Anleihemärkte für das langfristige Wachstum erklärt werden kann. In Japan kam es zu Zinsanstiegen vor allem bei den mittleren, aber auch den langen Laufzeiten, wodurch die Zinsstruktur steiler wurde und ihre negative Konvexität einbüßte. Dies dürfte in Zusammenhang mit verstärkten Erwartungen einer Beendigung der Politik der quantitativen Lockerung stehen. Die aus inflationsindexierten Anleihen mit 10-jähriger Laufzeit gewonnenen Inflationsrisikoprämien sind in den USA und im Euroraum seit Juli 2005 wieder leicht angestiegen. Hierfür dürfte der weiter gestiegene Erdölpreis verantwortlich sein, der

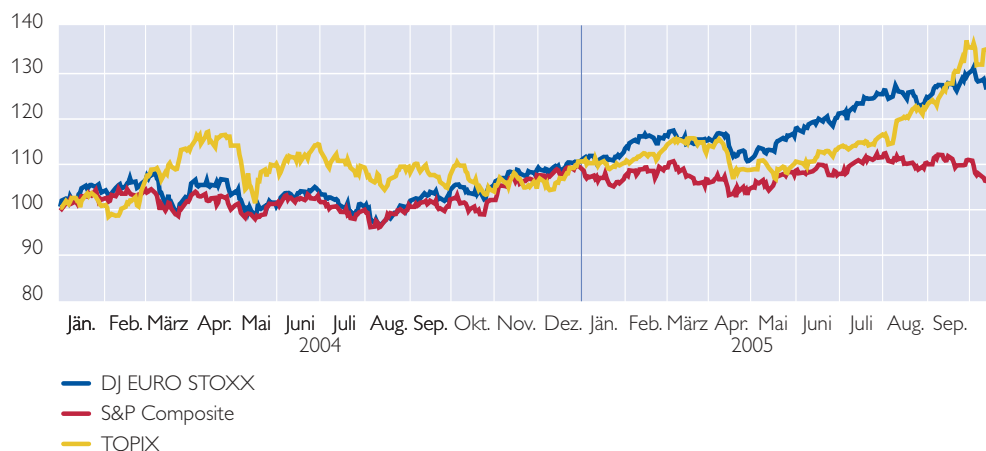
zumindest einen temporären Effekt auf die Inflationsraten hat. Insgesamt scheinen die Inflationserwartungen auf den Anleihemärkten in den USA und im Euroraum nach wie vor gut im Ziel der Preisstabilität verankert. Die an den Renditen dieser Anleihen gemessenen langfristigen Realzinsen sind im Euroraum weiter gefallen, während sie in den USA leicht gestiegen sind. Die Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen verringerten sich nach den deutlichen Anstiegen von März bis Mai 2005 leicht und befinden sich derzeit auf einem im langfristigen Vergleich niedrigen Niveau. Dies dürfte nicht zuletzt auf die in der jüngeren Vergangenheit gute Gewinnlage der Unternehmen bei gleichzeitig geringerer Investitionsneigung zurückzuführen sein, wodurch sich die Verschuldungskennziffern verbessert haben. Auch eine hohe Bereitschaft zur Übernahme von Kreditrisiken zur Erreichung von Renditevorgaben („hunt for yields“) dürfte eine Rolle gespielt haben.

Auf den *Aktienmärkten* verzeichneten die Investoren in europäische und japanische Aktien von Mai bis Mitte Oktober 2005 erhebliche Kurszuwächse von rund 12% bzw. 20%, während das Kurswachstum in den USA mit rund 3% deutlich geringer ausfiel. Aktien von im Erdöl- und Erdgasgeschäft tätigen Firmen konnten überdurchschnittlich zulegen. Die positive Entwicklung der japanischen Aktienindizes kann u.a. durch den verbesserten Wirtschaftsausblick sowie möglicherweise auch durch den Ausgang der Parlamentswahlen erklärt werden, während im Euroraum stärker die gute Gewinnlage bzw. der positive Gewinnausblick wichtig gewesen sein dürfte. An den US-amerikanischen Börsen dürften die Naturkatastrophen im Süden der USA und hohe Preisanstiege für Erdöl und vor allem Mineralöl-Verarbeitungsprodukte die Stimmung der Investoren und damit das Kurswachstum gedämpft haben.

Grafik 1

Aktienindizes in den USA, dem Euroraum und Japan

1. Jänner 2004 = 100



Quelle: Thomson Financial.

Auf den *Devisenmärkten* verzeichnete der Euro von Mai bis Juni 2005 Kursverluste gegenüber dem US-Dollar und dem japanischen Yen, blieb aber gegenüber dem Schweizer Franken relativ stabil. Während die Kursverluste des Euro gegenüber dem japanischen Yen wieder aufgeholt werden konnten, erfolgte gegenüber dem US-Dollar nur eine temporäre Korrektur der vergangenen Verluste, nach der sich der Kurs wieder abschwächte und sich bis Mitte Oktober 2005 bei etwas über 1,20 USD/EUR stabilisierte. Eine wesentliche Ursache für die Festigung des US-Dollar seit Mai 2005 dürfte der gestiegene Renditevorteil von Veranlagungen auf US-Dollar lautender Finanztitel sein. Die Ablehnung des Verfassungsvertrags in den Referenden in Frankreich und den Niederlanden dürfte den Euro zumindest temporär geschwächt haben. Die ansatzweise Flexibilisierung des chinesischen Währungsregimes im Juli 2005 hatte keinen merklichen Einfluss auf die Währungsrelationen zwischen Euro, US-Dollar und japanischem Yen bzw. dem Schweizer Franken.

Nettokapitalzuflüsse in Emerging Markets 2005: Deutlicher Rückgang

Robustes, aber leicht abgeschwächtes Wirtschaftswachstum 2005 und 2006

Das diesjährige Wirtschaftswachstum in den *aufstrebenden Volkswirtschaften* (*Emerging Market Economies – EMEs*) dürfte mit einer durchschnittlichen Zuwachsrate von 6½ % in allen Regionen unter dem Rekordwachstum des Vorjahres (7,3%) liegen. Die weitgehend unveränderte aggregierte Wachstumsprognose verdeckt aber substantielle Änderungen in regionalen und individuellen Prognosen, in denen sich der Einfluss der Preisänderungen von Erdöl und anderen Rohstoffen, die

Risiken der globalen Produktion und des Handels sowie länderspezifische Faktoren widerspiegeln. Auch im Jahr 2006 bleiben die konjunkturellen Aussichten für die EMEs robust, der IWF hat das reale BIP-Wachstum leicht auf 6,1% bei einem deutlich stärkeren Preisauftrieb hinaufrevidiert. Die bedeutsamsten Risiken für die Konjunktur in den EMEs stellen ein hoher und volatiler Erdölpreis, ein rascher und deutlicher Anstieg des historisch nach wie vor niedrigen langfristigen Zinsniveaus in den Industrieländern sowie deren wachsender Protektionismus, zuletzt bei den Textilimporten aus China, dar. Der IWF mahnt fiskalische Anstrengungen bei den EMEs ein, um deren derzeitige öffentliche Verschuldungsquote von 60% des BIP zu senken. Auch sollte die Verschuldungsstruktur verbessert werden. *Asiens* Wirtschaften haben ihr robustes Wachstumstempo im ersten Halbjahr 2005 fortgesetzt; sie bleiben weiterhin neben den USA der wichtigste globale Wachstumsmotor. Die Exporte weisen ein stabiles Wachstum auf, und von der Inlandsnachfrage gehen in den meisten großen Wirtschaften der Region kräftige Wachstumsimpulse aus. Gleichzeitig bleibt der Inflationsdruck moderat, da einige Länder bereits im Jahr 2004 begonnen haben, ihre Geldpolitik zu straffen. In China und in Indien geschah dies sowohl im Wege der Erhöhung der Mindestreserven für die Banken als auch durch Zinserhöhungen. Zuletzt verstärkte sich der Inflationsdruck in einigen Ländern aufgrund der Kürzung von Subventionen auf Treibstoffe. Chinas Wirtschaftswachstum sollte im Gesamtjahr 2005 trotz Dämpfungsversuchen (Aufwertung, Ausgabenbegrenzungen) nur geringfügig unter dem Vorjahreswert von 9,5% liegen, dürfte im Jahr 2006 aber infolge schwächerer

Exporte und Investitionen allmählich nachlassen. Zuletzt lag die Jahresinflationsrate in China bei nur 1,3% (August 2005). Auch in *Indien* bleiben die Wachstumsaussichten robust. Dank des Anstiegs der Inlandsnachfrage, insbesondere des privaten Konsums, bleiben die wirtschaftlichen Aussichten der Region günstig, wenngleich die hohen Erdölpreise ein erhebliches Risiko darstellen. Die starken externen Zuflüsse – die Reserven werden im Jahr 2005 aufgrund fortbestehender beachtlicher Leistungsbilanzüberschüsse und spekulativer Kapitalzuflüsse laut IWF weiter um knapp 300 Mrd USD auf nahezu 1.200 Mrd USD ansteigen, womit mehr als vier Fünftel der jährlichen Importe gedeckt werden können – werden in den meisten Ländern großteils kostenaufwändig sterilisiert; zusätzlich drohen Kapitalverluste, sollte der US-Dollar gegenüber diesen Währungen weiter nachgeben. In *Lateinamerika* setzt sich die rasche konjunkturelle Gangart in abgeschwächter Form fort, wobei die Expansion weiter von den Exporten getragen und der Inlandsnachfrage gestützt wird. Aufgrund der relativ größeren Auslandsverschuldung gilt für diese Region das oben angesprochene Risiko eines Anstiegs der langfristigen Zinsen in den Industrieländern in besonderem Maße. Im *Mittleren Osten* stützen die steigende Erdölproduktion und die steigenden Erdölpreise das Wirtschaftswachstum, begleitet von erheblichen Verbesserungen in der Leistungsbilanz und der fiskalischen Lage. Der Aufbau der Infrastruktur zur Stärkung des Nicht-Erdölsektors schreitet voran, doch ist eine umsichtige Fiskal- und Strukturpolitik erforderlich, um die gestiegenen Erdöleinnahmen effizient zu absorbieren. In der *Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS)* verlangsamte

sich das reale BIP-Wachstum im Jahr 2005. Zwar profitiert Russlands Wirtschaft vom hohen Erdölpreis, doch hat sich das Investitionsklima nicht zuletzt infolge stärkerer Staatsinterventionen (u.a. bei der Yukos-Affäre) und der starken Steueranhebung im Erdölsektor eingetrübt, sodass auch für das Jahr 2006 mit einer weiteren Abkühlung des realen BIP-Wachstums gerechnet wird. Das Wachstum in den EMEs in *Europa* bleibt robust, obwohl sich seit Mitte 2004 die Expansionsrate verlangsamt hat. Während sich in der *Türkei* das Wirtschaftswachstum parallel zu anhaltender Disinflation auf einen nachhaltigeren Pfad verlangsamt (2005 und 2006: jeweils 5%), steigt das Leistungsbilanzdefizit weiter auf über 5½ % des BIP. Der IWF unterstützt das Land mit massiver Finanzhilfe, um Strukturreformen voranzutreiben, allen voran jene des Bankensystems und der Sozialversicherung. Als weiterer Stabilitätsanker können die am 3. Oktober 2005 eröffneten EU-Beitrittsverhandlungen gewertet werden. In mehreren Ländern *Afrikas* werden nach Ansicht des IWF die Institutionen gestärkt und die Governance verbessert. Trotzdem sei die Unterstützung der internationalen Gemeinschaft notwendig, insbesondere in Form des Subventionsabbaus im globalen Agrarhandel sowie der Vergabe zusätzlicher Finanzhilfen. Regionsspezifische Risiken stellen der Preisverfall von Baumwolle und die schwache Wettbewerbsposition dar.

Während die *privaten Nettokapitalzuflüsse* in die EMEs im Jahr 2004 nach IWF-Betrachtung vom dynamischen Wachstum der Weltwirtschaft profitieren konnten, dürften sich diese 2005 insgesamt deutlich verlangsamen. Dabei nimmt jedoch die Position *FDI-Nettozuflüsse* praktisch in allen Regionen zu, nicht zuletzt wegen der von den

Akteuren als günstig eingeschätzten Ertragsaussichten in den EMEs bei grenzüberschreitenden Mergers & Acquisitions und der Teilnahme an Privatisierungen von Staatsbetrieben. Die FDI-Zuflüsse konzentrieren sich auf die Bereiche Erdöl und Erdgas, Telekommunikation und den Bankensektor. Die Steigerung der Nettozuflüsse an FDIs verdeckt jedoch, dass auch die FDI-Abflüsse aus EMEs – insbesondere jene aus Asien – ein rasches Wachstum aufweisen, zur Erschließung neuer Märkte und zur Sicherung der Versorgung mit Vorprodukten. Bei den Positionen der volatilen *Portfolioinvestitionen* sowie *Andere Flüsse* (*Banken, Handelskredite und Derivative*) hingegen wird es laut IWF zu deutlichen Abflüssen kommen, die den gesamten privaten Nettokapitalzufluss abschwächen. Verantwortlich dafür ist, dass in einigen Regionen Finanzie-

rungslücken in höherem Maße über lokale Kapitalmärkte geschlossen werden. Die Veranlagung der hohen Einnahmen seitens Erdöl exportierender Länder, das verstärkte Engagement Asiens (v.a. Chinas) in ausländischen Märkten sowie der vorzeitige Schuldenrückkauf durch Russland und Polen im Rahmen eines Umschuldungsabkommens mit dem Pariser Club tragen ebenfalls dazu bei. In regionaler Betrachtung bleibt *Asien* trotz deutlich geringerer Zuflüsse Hauptempfänger der Nettokapitalzuflüsse in EMEs. Neben den Wirtschaften des *Mittleren Ostens* sind nun auch die *GUS* Nettokapitalexporture – als Folge höherer Einnahmen aus der Ausfuhr von Erdöl und Erdgas sowie auch im Zusammenhang mit dem vorzeitigen Schuldenrückkauf durch Russland. Die anderen Regionen verzeichnen höhere Zuflüsse.

Tabelle 2

Private Kapitalströme in Emerging Markets und Entwicklungsländer

laut IWF¹⁾

in Mrd USD

	2002	2003	2004	2005 ²⁾	2006 ²⁾
Nettokapitalfluss laut IWF	68,2	158,2	232,0	132,9	53,8
Nach Instrumenten					
Direktinvestitionen	142,7	153,4	189,1	209,2	206,1
Portfolioinvestitionen	-87,6	-7,3	64,0	-28,6	-19,0
Andere Flüsse	13,0	12,1	-21,1	-47,7	-133,3
Nach Regionen (Länder)					
Lateinamerika (31)	0,4	18,5	9,9	15,2	8,5
Europa (13)	55,8	48,1	58,0	72,3	58,6
GUS (12)	-9,5	16,5	9,4	-10,3	0,4
Mittlerer Osten (14)	-2,8	2,4	7,5	-51,7	-66,2
Afrika (46)	3,4	10,7	14,2	22,7	18,3
Asien (15)	21,0	62,0	132,9	84,6	34,1
Nachrichtlich					
Leistungsbilanzsaldo	143,8	229,9	319,4	490,2	570,9
Währungsreserven ³⁾	-185,7	-364,6	-517,4	-510,5	-506,8
davon: China	-75,7	-117,2	-206,3	-210,0	-160,0

Quelle: World Economic Outlook, IWF.

¹⁾ Dargestellt sind aggregierte Zahlungsbilanzdatensätze von 131 Nichtindustrielländern, darunter die wirtschaftlich dominierenden 44 EMEs. Wegen wiederholter Revisionen in den nationalen Zahlungsbilanzen, von denen auch die Vorjahre betroffen sind, können die Kapitalströme nachträglich stark abweichen.

²⁾ Prognose.

³⁾ – = Anstieg.

Grenzüberschreitende Forderungspositionen österreichischer Banken gegenüber Zentral- und Osteuropa im internationalen Vergleich überdurchschnittlich stark

Ende März 2005 entfielen von den gesamten Forderungspositionen des österreichischen Bankensektors gegenüber EMEs und Entwicklungsländern knapp 58% auf die zehn neuen EU-Mitgliedstaaten und unter Hinzuzählung von Zentral- und Osteuropa einschließlich der GUS über vier Fünftel.

Der österreichische Bankensektor belegte Ende März 2005 bei den Auslandsforderungen der internationalen Banken gegenüber Zentral- und Osteuropa und der Türkei auf Basis der neuen Datenaufbereitung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)¹ den fünften Platz; die Forderungen der österreichischen Tochterbanken und die Haftungszusagen österreichischer Muttergesellschaften an die Töchter in diesen Ländern sind nicht eingerechnet.

Tabelle 3

Forderungen der an die BIZ meldenden Banken gegenüber Zentral- und Osteuropa und der Türkei¹⁾

in % des BIP des Empfängerlandes

	Österreich	Deutschland	Italien	Frankreich	Niederlande	Schweden	Belgien	Vereinigtes Königreich	Europa ²⁾	USA	Japan
Zentral- und Osteuropa plus Türkei	2,1	9,8	3,9	2,8	2,4	1,6	1,9	1,3	29,7	1,9	0,5
EU-Mitgliedstaaten											
Zentraleuropas											
Polen	1,6	13,8	7,1	1,3	5,0	0,8	3,7	0,4	40,5	3,3	0,9
Slowakische Republik	7,6	12,6	21,3	1,4	7,7	0,1	8,3	0,2	60,7	2,5	0,2
Slowenien	5,5	13,4	2,2	5,7	0,4	0,0	4,5	0,2	32,8	0,1	0,5
Tschechische Republik	4,5	11,6	1,9	18,4	3,4	0,0	2,8	..	45,3	2,4	0,3
Ungarn	5,6	27,3	8,4	2,8	2,7	0,1	9,3	0,7	59,1	2,5	0,8
Rest Zentral- und Osteuropas											
Bulgarien	2,0	10,6	6,4	2,3	2,0	0,1	0,3	0,5	33,6	1,6	0,2
Kroatien	10,2	20,5	45,1	0,7	0,6	0,0	0,6	0,8	79,7	0,8	1,0
Rumänien	1,4	5,3	1,9	4,3	4,4	0,3	0,1	0,3	22,4	1,3	0,1
Russland	0,4	4,0	0,2	0,8	0,9	0,1	0,1	..	8,5	1,0	0,3
Türkei	0,1	4,6	..	1,5	1,3	0,1	0,5	..	12,4	1,9	0,6

Quelle: BIZ, IWF und eigene Berechnungen.

Anmerkung: Die hier dargestellten Forderungen entsprechen den von der BIZ veröffentlichten „Konsolidierten Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken“ (BIZ Quartalsbericht, September 2005, Tabelle 9B). Diese umfassen die grenzüberschreitenden Forderungen auf unmittelbarer Basis, d.h., Haftungsübernahmen von Muttergesellschaften gegenüber ausländischen Töchtern sind dabei nicht berücksichtigt.

¹⁾ Stand: Ende März 2005.

²⁾ Europa umfasst neben den hier aufgelisteten Herkunftsländern auch Dänemark, Griechenland, Irland, Portugal, Finnland, Spanien, die Schweiz und Norwegen.

¹⁾ Die konsolidierte BIZ-Statistik zum internationalen Bankgeschäft ist die umfassendste Quelle von aggregierten Daten zu Auslandsforderungen von Banken und liefert international vergleichbare Messwerte des vom Bankgewerbe der einzelnen Länder eingegangenen Länderrisikos. Zu den neuesten Verbesserungen dieser Statistik gehören u. a. detailliertere Angaben zu Risikotransfers.

Weitere Verengung der Renditeabstände zu Referenzanleihen auf den Eurobondmärkten

Die Stimmung auf den internationalen Eurobondmärkten blieb während der ersten neun Monate des Jahres 2005 sehr gut. Ein wesentlicher Faktor dafür war die international weiterhin niedrige Risikoaversion der Investoren gegenüber den EMEs und die anhaltende Suche nach höheren Erträgen angesichts tiefer langfristiger Zinsen in den USA und Europa. Verbesserte Fundamentaldaten und Schuldenprofile (fallende Zinslasten, Verlängerung der Laufzeiten, vorzeitige Refinanzierung künftiger Fälligkeiten) der Emittentenländer und in Reaktion darauf höhere Ratingeinstufungen, die eine Verbreiterung der Investorenbasis ermöglichen, wirkten ebenfalls positiv. Auch strategische Reallokationen durch institutionelle Investoren wie Investment- und Pensionsfonds aufgrund rechtlicher Änderungen und auch angesichts der überdurchschnittlichen Ertragsentwicklung von Eurobonds in den letzten Jahren wirkten unterstützend.

Das gesamte Volumen an Nettoportfolioinvestitionen in die EMEs im Jahr 2005 dürfte gemäß IWF-Prognose rückläufig sein. Dies resultiert jedoch aus der Wiederveranlagung der Erdöleinnahmen der Erdöl exportierenden Länder (einschließlich Russlands), während Positionen an Eurobonds aufstrebender Volkswirtschaften weiter ausgebaut werden dürften. Der durchschnittliche Renditeabstand von *in US-Dollar denominierten Staatsanleihen* von Emittenten aus aufstrebenden Märkten gegenüber den Benchmarkanleihen der USA (gemessen am EMBI Global von J.P. Morgan) fiel von etwa 350 Basispunkten zu Jahresbeginn auf 235 Basispunkte Ende September 2005. Dies war – nach Marktturbulen-

zen zwischen Anfang März und Anfang Juni 2005 – vor allem auf die Entwicklung seit Jahresmitte zurückzuführen. Die stärkste Spreadverringering wurde bei Anleihen lateinamerikanischer Emittenten verzeichnet, was der starken Verringerung der Renditeaufschläge von Argentinien und der Dominikanischen Republik (nach erfolgreichen Umschuldungsaktionen) zu verdanken war. Hervorzuheben ist auch die beachtliche weitere Verringerung der Renditeabstände von Anleihen zentral- und osteuropäischer Emittenten von bereits zu Jahresbeginn 2005 vergleichsweise tiefen Niveaus. Spitzenreiter hier waren russische und ukrainische Staatsanleihen, deren Renditeabstände zwischen Ende 2004 und Ende September 2005 um 121 bzw. 98 Basispunkte auf 90 bzw. 157 Basispunkte fielen. Zu erwähnen ist die Begebung von in US-Dollar denominierten Anleihen durch Serbien und Montenegro im April 2005 (im Zuge des Tausches von „Altschulden“ gegenüber seinen im Londoner Club vereinigten Gläubigerbanken in Eurobonds). Diese boten Ende September 2005 einen Renditeaufschlag von etwa 230 Basispunkten, vergleichbar mit Anleihen der Türkei. Die Verringerung der Renditeabstände trug zu einer beachtlichen Ertragsentwicklung von in US-Dollar denominierten Eurobonds bei. Der Gesamtindex legte während der ersten neun Monate des Jahres 2005 um 8,7% (nicht annualisiert) zu, nachdem bereits im Jahr 2004 eine Performance von +11,7% realisiert worden war. Den höchsten Gesamtertrag warfen mit +10,4% Anleihen zentral- und osteuropäischer Emittenten ab (2004: +10,6%), gefolgt von Anleihen aus Lateinamerika mit +8,7%. Unter den zentral- und osteuropäischen Ländern war Russland mit einem Gesamtertrag von 14,1%

Tabelle 4

Eurobonds: Renditeabstände zu Referenzanleihen und Ertragsentwicklung nach Weltregionen

	EMBI Global (in USD)					Euro-EMBI Global (in EUR)						
	Anteil am Gesamtindex in %	Renditeabstand in Basispunkten		Gesamtertrag in %	Rating	Duration	Anteil am Gesamtindex in %	Renditeabstand in Basispunkten		Gesamtertrag in %	Rating	Duration
	30. Sep. 2005	30. Sep. 2005	Änderung seit Jahresanfang	seit Jahresanfang	30. Sep. 2005	30. Sep. 2005	30. Sep. 2005	30. Sep. 2005	Änderung seit Jahresanfang	seit Jahresanfang	30. Sep. 2005	30. Sep. 2005
Gesamtindex	100,0	235	-112	8,7	BB+	6,62	100,0	70	-34	7,3	BBB-	5,54
Afrika	3,7	247	-38	5,5	BBB	3,94	2,9	64	-22	6,4	BBB+	5,06
Asien	12,1	253	-13	6,9	BBB-	6,07	4,9	42	-84	6,8	BBB	4,22
Europa	24,3	136	-81	10,4	BB+	6,81	63,3	38	-14	7,0	BBB	5,90
Lateinamerika	58,4	267	-148	8,7	BB	6,90	28,9	92	-148	8,3	BB+	5,02
Mittlerer Osten	1,6	304	-30	5,1	B-	3,50	0,0	x	x	x	x	x

Quelle: Bloomberg, J.P. Morgan, OeNB-Berechnungen.

Anmerkung: EMBI Global und Euro-EMBI Global unterscheiden sich in ihrer Zusammensetzung (z.B. hinsichtlich Währung, Länderkreis, Instrumenten, Laufzeit etc.). Dies und die unterschiedliche Anlegerstruktur erklären z.T. die Unterschiede in Niveau und Entwicklung der Renditeabstände und der Erträge sowie Unterschiede in anderen Indexmerkmalen. Das Rating wird ermittelt als der Durchschnitt der von Moody's, Standard & Poor's und Fitch vergebenen Ratings für langfristige Fremdwährungsverbindlichkeiten der öffentlichen Hand und ist ausgedrückt in den Kategorien von Standard & Poor's.

Spitzenreiter. Ukrainische und türkische Eurobonds wiesen einen Gesamtertrag von 7,8% bzw. 6,6% auf.

Die gute Stimmungslage auf dem Eurobondmarkt lässt sich auch anhand von *in Euro denominierten Staatsanleihen* (gemessen am Euro-EMBI Global von J.P. Morgan) nachvollziehen. Allerdings führen Unterschiede in der Zusammensetzung der beiden Indizes (hinsichtlich Währung sowie der inkludierten Instrumente, Länder und Laufzeiten) und in der Investorenstruktur zu unterschiedlichen Niveaus und Entwicklungen der Renditeabstände und der Erträge. So verringerte sich der durchschnittliche Renditeabstand des Euro-EMBI Global von 104 Basispunkten zu Jahresende 2004 auf 70 Basispunkte Ende September 2005. Somit war die Spreadverringering viel geringer als beim EMBI Global, nicht zuletzt weil sie von einer deutlich niedrigeren Basis ausging. Dennoch war die Dynamik der beiden Indizes während der ersten neun Monate des Jahres 2005 insofern ähnlich, als die Spread-

verringering auch bei den in Euro denominierten Anleihen primär seit Jahresmitte 2005 stattfand – nach einer vorübergehenden Ausweitung im zweiten Quartal. Staatsanleihen lateinamerikanischer Emittenten sahen den stärksten Spreadrückgang (-148 Basispunkte), gefolgt von Eurobonds aus Asien (-84 Basispunkte). Bei den Anleihen aus Lateinamerika war die Spreadverringering in Brasilien am stärksten, bei Anleihen aus Asien auf den Philippinen. Die Renditeabstände von Anleihen zentral- und osteuropäischer Emittenten, die den Kern des Euro-EMBI Global bilden, verringerten sich am geringsten, um nur 14 Basispunkte auf 38 Basispunkte Ende September 2005. Die Spreadverringering bei Anleihen der Türkei (-46 Basispunkte), Kroatiens (-25 Basispunkte) und Rumäniens (-22 Basispunkte) lagen über dem zentral- und osteuropäischen Durchschnitt. Dennoch wiesen zentral- und osteuropäische Eurobonds mit einem Gesamtertrag von 7,0% (nicht-annua-

lisiert) während der ersten neun Monate des Jahres 2005 (2004: 10,8%) eine Performance auf, die mit 7,3% nur knapp unter dem Durchschnitt des Euro-EMBI Global (2004: 11,8%) lag. Zentral- und osteuropäische Eurobonds erzielten im Vergleich zu asiatischen Eurobonds trotz deutlich geringeren Spreadrückgangs einen höheren Ertrag, da sie eine höhere Duration aufwiesen. Einen überdurchschnittlichen Ertrag warfen nur lateinamerikanische Eurobonds ab.

Über die kommenden Monate bedeutet die künftige Entwicklung von Renditen in den USA und im Euroraum den größten Unsicherheitsfaktor für den Eurobondmarkt. Ein Anstieg der langfristigen Zinsen könnte die Suche nach höher verzinsten, aber mit mehr Risiko behafteten Veranlagungsalternativen dämpfen. Neben dem Anstieg der langfristigen Zinsen könnte auch ein (weiterer) starker Anstieg der kurzfristigen Zinsen zur Auflösung von kreditfinanzierten Eurobondpositionen führen, wie dies im zweiten Quartal 2005 im begrenzten Ausmaß beobachtet werden konnte. Die im historischen Vergleich sehr tiefen derzeitigen Renditeabstände würden eine Korrektur begünstigen. Allerdings lassen die verbesserten Fundamentaldaten und Marktstrukturen sowie die Erfahrungen der jüngeren Vergangenheit vermuten, dass das Risiko einer undifferenzierten Kurskorrektur in ungeordneten Bahnen relativ begrenzt ist.

Abnehmender Aufwertungsdruck in Zentral- und Osteuropa

Gemischte Entwicklung der zentral- und osteuropäischen Wechselkurse

Nach der relativ starken Aufwertung der tschechischen Krone, des ungarischen Forint, des polnischen Zloty und der slowakischen Krone gegenüber dem Euro im Jahr 2004 fielen die Wechselkursbewegungen dieser Währungen zwischen Ende 2004 und Ende September 2005 deutlich geringer aus. Der *polnische Zloty*, der im Jahr 2004 um 15,2% gegenüber dem Euro aufgewertet hatte,² legte in dieser Periode noch um 4,0% zu. Auch die *tschechische Krone*, die 2004 um 6,6% gegenüber dem Euro aufgewertet hatte, festigte sich um weitere 2,7%. Im Fall des *ungarischen Forint* und der *slowakischen Krone*, die im Jahr 2004 Kurssteigerungen von 7,2% bzw. 6,3% gegenüber dem Euro verbucht hatten, kam es während der ersten neun Monate des Jahres 2005 zu einer leichten Gegenbewegung: der Forint schloss Ende September 2005 um 1,8% und die slowakische Krone um 0,4% schwächer als Ende 2004. Die Dynamik dieser vier Wechselkurse folgte jedoch einem weitgehend ähnlichen Muster: Auf eine relativ starke Aufwertung zwischen Ende 2004 und Anfang März 2005 folgte im Zuge des vorübergehenden Anstiegs der Renditen langfristiger in US-Dollar denominierten Staatsanleihen eine Schwächephase, die bei der tschechischen und der slowakischen Krone sowie beim Zloty bis gegen Ende April und beim Forint bis Ende Mai 2005 anhielt. Während der Sommermonate 2005 erholten sich alle vier Währungen. Seit Anfang September 2005 kam es dann bei der tsche-

² Wechselkursbewegungen werden hier aus der Sicht der lokalen Währung angegeben, das heißt Euro je Einheit lokaler Währung.

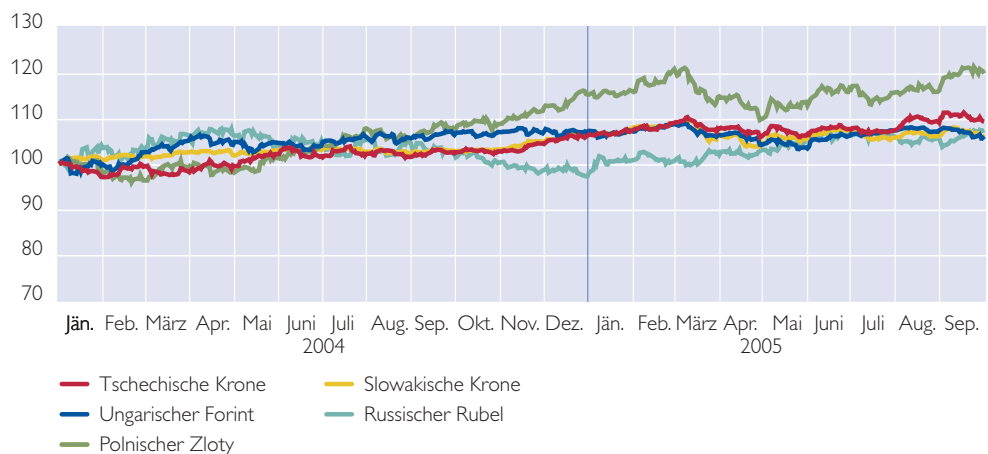
chischen und der slowakischen Krone sowie dem Forint zu leichten Kurseinbußen, während sich der Zloty auf relativ hohem Niveau stabilisierte. Die Aufwertung des rumänischen Leu, die Anfang November 2004 begonnen hatte, setzte sich bis Anfang März 2005 fort. Zinssenkungen und rege Interventionen seitens der Notenbank brachten dann eine Phase der Stabilität, bevor der Leu zwischen Mitte Juli und Mitte August 2005 erneut kräftig zulegte. Nach erneuten Notenbankmaßnahmen kam es danach zu einer Kurskorrektur, die jedoch den Aufwertungsstrend nicht brach, was ein „Sägezahnmuster“ der Kursbewegung zur Folge hatte. Auch die kroatische Kuna wertete gegenüber dem Euro zwischen Ende 2004 und Ende September 2005 um 2,8% auf. Dabei dauerte der Aufwertungsstrend bis etwa Mitte Mai 2005 an, gefolgt von weitgehender Wechselkursstabilität während der Sommermonate und einer leichten Abschwächung zwischen Anfang August und Ende September 2005. Der russische Rubel festigte sich zwischen Ende 2004 und Ende September

2005 deutlich gegenüber dem Euro (+9,6%). Abgesehen von einer Korrekturphase im Juli bzw. August 2005 war diese Entwicklung weitgehend kontinuierlich. Die Entwicklung des Rubels gegenüber dem US-Dollar verlief spiegelbildlich zur Entwicklung des Rubel-Euro-Wechselkurses, wenn auch das Gesamtausmaß dieser Bewegung geringer war, da der Rubel nur etwa 2,7% seines Wertes gegenüber dem US-Dollar einbüßte. Der Grund für diese spiegelbildliche Entwicklung liegt darin, dass sich die russische Notenbank seit Anfang Februar 2005 in ihrer Wechselkurspolitik an einem aus US-Dollar und Euro bestehenden Währungskorb orientiert. Das Gewicht des Euro in diesem Währungskorb wurde in mehreren Schritten von ursprünglich 10% auf zuletzt 35% angehoben. Gegenüber diesem Währungskorb blieb der Rubel seit Anfang Februar 2005 weitgehend stabil. Der slowenische Tolar, der seit Juni 2004 dem Wechselkursmechanismus II (WKM II) angehört, verhielt sich weitgehend stabil gegenüber dem Euro. Der leichte aber kontinuierliche Auf-

Grafik 2

Wechselkurse nationaler Währungen gegenüber dem Euro

31. Dezember 2003 = 100



Quelle: Bloomberg.

Anmerkung: In Euro pro Einheit nationaler Währung.

wertungstrend, der Anfang Oktober 2004 begonnen hatte, hielt bis Ende Juni 2005 an; seither stabilisierte sich die Währung bei etwa 0,05% bis 0,10% von der Zentralrate entfernt in der starken Hälfte des ± 15 -Prozent-Fluktuationsbands. An der Anbindung des *bulgarischen Lew* an den Euro im Rahmen einer Currency-Board-Vereinbarung änderte sich nichts während der Beobachtungsperiode.

In der Tschechischen Republik, Ungarn, Polen und Slowenien war die Entwicklung des *kombinierten Leistungsbilanz- und Vermögensübertragungssaldos* relativ zum BIP ein stärkerer Faktor für den Wechselkurs. Während des ersten Halbjahres 2005 verringerte sich das Defizit in allen vier Ländern zum Teil deutlich. Dies war trotz des erdölpreisbedingten Anstiegs der Importpreise primär einer Verbesserung des Saldos der Güter- und Dienstleistungsbilanz zuzuschreiben. Lediglich in Polen kam es auch in den Einkommens- und Transferbilanzen zu einer deutlichen Verbesserung. Als Ergebnis war der externe Finanzierungsbedarf in diesen Ländern mit Ausnahme Ungarns im ersten Halbjahr 2005 nahe null; Slowenien konnte sogar einen geringen Überschuss in seinen außenwirtschaftlichen Beziehungen erwirtschaften. Das ungarische Defizit war allerdings mit 7,1% des BIP weiterhin sehr hoch und führte – mangels ausreichenden Zuflusses an ausländischen Direktinvestitionen – zum kontinuierlichen Anstieg der Auslandsschulden. In der Slowakei kam es im ersten Halbjahr 2005 zu einer deutlichen Verschlechterung des kombinierten Leistungsbilanz- und Vermögensübertragungssaldos, dessen Defizit auf 6,9% des BIP anstieg (von 2,5% im ersten Halbjahr 2004). Diese Verschlechterung wurde zu etwa je einer Hälfte von der Güter- und Dienstleis-

tungsbilanz sowie von der Einkommens- und Transferbilanz verursacht. Die Verschlechterung in der Einkommensbilanz ist dabei jedoch zumindest teilweise auf eine Anpassung der statistischen Erfassungsmethode zurückzuführen (verbesserte Erfassung von reinvestierten Gewinnen als Abfluss in der Einkommensbilanz und Zufluss unter den Direktinvestitionen). Ausländische Direktinvestitionen deckten im ersten Halbjahr 2005 etwa zwei Drittel des Finanzierungsbedarfs. Auch in Bulgarien, Rumänien und Kroatien verschlechterten sich die Außenbilanzen gegenüber dem ersten Halbjahr 2004. Überdies liegen in Bulgarien und Kroatien die Halbjahresdefizite aus saisonalen Gründen üblicherweise besonders hoch. Parallel zur Verschlechterung der Leistungsbilanz schwächte sich in Bulgarien und Rumänien auch die Zufuhr von ausländischen Direktinvestitionen ab.

Aufgrund der Zinsrückgänge der letzten Jahre übt die *Zinsdifferenz* in den meisten zentral- und osteuropäischen Ländern zwar immer weniger Aufwertungsdruck auf die Währungen aus, dennoch bleibt sie ein die Währungen stärkender Faktor. In Rumänien, wo die hohe Zinsdifferenz seit Oktober 2004 für verstärkten Kapitalzufluss und eine starke Währungsaufwertung sorgte, kam es im Lauf des Jahres 2005 zu mehreren Leitzinssenkungen. In der Folge verringerte sich die Zinsdifferenz zum Euroraum, gemessen am 3-Monats-Zinssatz, von etwa 15,0% zu Jahresbeginn auf 4,5% Ende September 2005. Dieser Zinsrückgang, in Kombination mit Interventionen der Notenbank auf dem Devisenmarkt, half, den – in Anbetracht der außenwirtschaftlichen Schieflage unerwünschten – Aufwertungsdruck auf den Leu zu verringern. Auf der anderen Seite dürfte die Notenbank nicht

an einer starken Abschwächung der Währung interessiert sein, da dies die Erreichung des Inflationsziels für Ende 2006 (5%) erschweren würde. Die rückläufigen Zinsdifferenzen, die in einigen Ländern von Maßnahmen der Notenbanken zur Dämpfung der Kreditnachfrage flankiert wurden, dürften auch die Mäßigung des Wachstums der Fremdwährungskredite an inländische Unternehmen und Haushalte während der letzten Monate erklären. Wenn gleich die Dynamik in mehreren Ländern robust bleibt, dürfte die Konvertierung dieser Kredite in die lokale Währung nur noch in abnehmendem Maß für Aufwertungsdruck sorgen.

Insgesamt dürften die Verbesserung der außenwirtschaftlichen Position in mehreren Ländern und die in einigen Ländern vollzogene leichte Korrektur der im Jahr 2004 erfolgten Aufwertung die Wahrscheinlichkeit größerer Abwertungen der meisten zentral- und osteuropäischen Währungen deutlich reduzieren. Das derzeitige tiefe internationale Zinsniveau begünstigt Kapitalzuflüsse in die aufstrebenden Märkte trotz der bereits erfolgten Verringerung der Zinsdifferenzen. Es kann allerdings nicht ausgeschlossen werden, dass ein Anstieg der (langfristigen) Zinsen in den USA und im Euroraum dämpfend auf die Kapitalzuflüsse in die Region wirken und ein anderes Gleichgewicht zwischen Zinsabstand und Wechselkurs erfordern könnte, ähnlich wie dies – vorübergehend – bereits im zweiten Quartal 2005 der Fall war. Vor allem könnten die Währungen jener Länder, die zur Finanzierung hoher und durch FDI-Zuflüsse nur unzureichend gedeckter Leistungsbilanzdefizite von Nettozuflüssen an Portfolioinvestitionen oder sonstigen Investitionen abhängig sind, von einer Verschlechterung des derzeit günstigen interna-

tionalen Kapitalmarktumfelds negativ betroffen werden. Aus diesem Grund bleibt die Rückführung der Auslandsschulden auf einen mittelfristig nachhaltigen Pfad in einzelnen Ländern im Mittelpunkt wirtschaftspolitischen Interesses. Aus der Sicht der neuen EU-Mitgliedstaaten ist Wechselkursstabilität auch im Hinblick auf die künftige Übernahme des Euro wesentlich. Drei neue EU-Mitgliedstaaten (Estland, Litauen, Slowenien) nehmen seit Mitte 2004, drei weitere (Lettland, Malta, Zypern) seit Mai 2005 am WKM II teil.

Renditeabstände von Staatsanleihen in Lokalwährung zum Euroraum wieder gefallen

Die Renditeabstände von in Lokalwährung denominierten Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit gegenüber Euro-Benchmarkanleihen lagen in der *Tschechischen Republik, Ungarn, Polen und der Slowakei* Ende September 2005 tiefer als zu Beginn des Jahres, obwohl alle vier Märkte einen temporären Anstieg der Renditeabstände von März bis Mai 2005 zu verzeichnen hatten, der weitgehend parallel zur Abschwächung ihrer Währungen bzw. zu den Turbulenzen auf den Eurobondmärkten im Zuge des vorübergehenden Anstiegs der Renditen langfristiger in US-Dollar denominierter Staatsanleihen erfolgte. In der Tschechischen Republik und in der Slowakei fiel die Verringerung des Zinsabstands in die ersten Wochen des Jahres 2005: die Renditedifferenz zum Euroraum gemäß der harmonisierten langfristigen Zinsstatistik zur Konvergenzbeurteilung fiel von etwa 25 bzw. 70 Basispunkten zu Beginn des Jahres und war Mitte März 2005 sogar negativ. Seit der darauf folgenden leichten Aufwärtskorrektur bewegten sich Renditen tschechischer und slowakischer Staats-

anleihen mit 10-jähriger Laufzeit etwa auf dem Niveau des Euroraums. Der Renditeabstand polnischer Staatsanleihen fiel weitgehend kontinuierlich von etwa 230 Basispunkten Anfang 2005 auf etwa 140 Basispunkte Ende September 2005. Der Renditeabstand ungarischer Staatsanleihen fiel insgesamt ebenfalls um etwa 90 Basispunkte, lag jedoch Ende September 2005 mit 270 Basispunkten deutlich höher als in Polen. Während der letzten Tage dieser Periode war er um etwa 50 Basispunkte angestiegen.

Die Verringerung der Renditeabstände zum Euroraum bzw. die Stabilisierung tschechischer und slowakischer Renditen auf dem Niveau des Euroraums wurde durch die Verringerung der *Inflationsraten* in allen vier Ländern begünstigt. Im Gegensatz zu früheren Befürchtungen kam es nach der Beschleunigung der Inflation im ersten Halbjahr 2004 nicht zu inflationären Zweitrundeneffekten des Erdölpreisanstiegs und der indirekten Steuererhöhungen im Zuge des EU-Beitritts. Die Minderung des Reallohn-

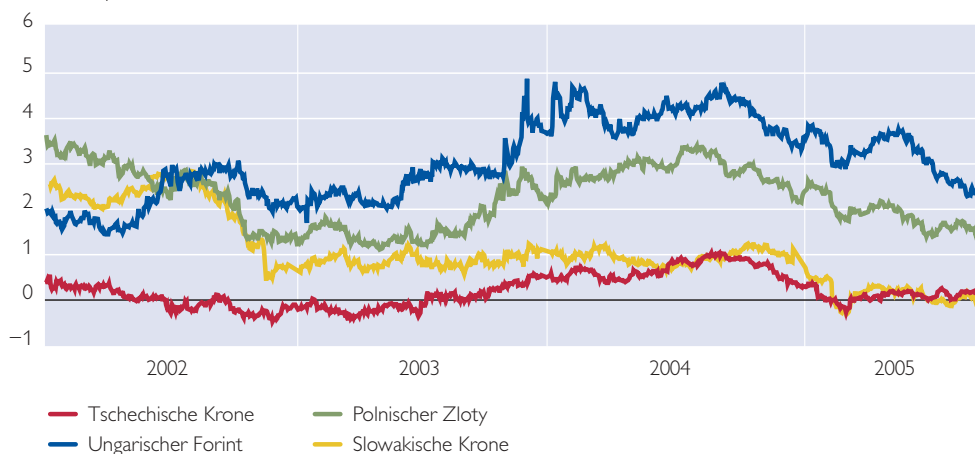
wachstums und die daraus resultierende Schwäche der privaten Konsumnachfrage in diesen Ländern mit Ausnahme der Slowakei sowie begünstigende Basiseffekte infolge des vorjährigen EU-Beitritts bewirkten, dass sich der im zweiten Halbjahr 2004 einsetzende Inflationsrückgang im Jahr 2005 fortsetzte. Im August 2005 wiesen die Tschechische Republik, Polen und die Slowakei niedrigere Inflationsraten auf als der Euroraum. Lediglich in Ungarn lag die Rate mit 3,5% um 1,3 Prozentpunkte über dem Euroraum. Allerdings schlug im September 2005 der anhaltende Energiepreisanstieg auf die Inflationsraten dieser Länder durch, zumal die Energiepreise dort einen deutlich höheren Anteil am Verbraucherpreiskorb darstellen als im Euroraum. Nicht zuletzt angesichts des bereits erreichten relativ niedrigen Inflationsniveaus bestehen nach oben gerichtete Inflationsrisiken. Zum Ersten bleibt es abzuwarten, ob das anhaltend hohe Niveau des Erdölpreises und insbesondere der weitere Preisanstieg von Erdöl sowie Mineralöl-Verarbei-

Grafik 3

Renditeabstände von Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit

gegenüber Euro-Benchmarkanleihen

in Prozentpunkten



Quelle: Bloomberg.

tungsprodukten im dritten Quartal 2005 sich nicht doch auf das allgemeine Preisniveau und die Inflationserwartungen auswirken werden. Zum Zweiten hat sich in der Tschechischen Republik und in Ungarn im zweiten Quartal 2005 die private Konsumnachfrage schon zu erholen begonnen und könnte sich trotz energiepreisbedingter Dämpfungseffekte nicht zuletzt aufgrund fiskalischer Stimulierung angesichts der anstehenden Parlamentswahlen im Jahr 2006 noch weiter beschleunigen. Ungarn verbuchte zudem ein hohes Investitionswachstum, zum Teil dank öffentlicher Investitionen. In der Slowakei wurde das Wachstum bereits im zweiten Quartal 2005 von der inländischen Nachfrage, insbesondere auch den Anlageinvestitionen, getrieben. In der Tschechischen Republik und in der Slowakei sowie in abnehmendem Maße auch in Ungarn stärkt das robuste Wachstum der Kredite an den privaten Sektor die Aussichten einer Beschleunigung der Inlandsnachfrage. Zum Dritten war in der Slowakei das jährliche Lohnkostenwachstum in der Industrie mit fast 9% im ersten Halbjahr 2005 relativ hoch, zumal die industrielle Arbeitsproduktivität im Jahresabstand keinen Anstieg verzeichnete. Auf der anderen Seite ist die Lohnstückkostenentwicklung in der Industrie in der Tschechischen Republik, in Ungarn und in Polen stagnierend bis rückläufig. Die günstige Inflationsentwicklung bot in allen vier Ländern Spielraum für eine Verringerung der Leitzinsen. Die tschechische Notenbank verringerte ihren Leitzins angesichts der Inflations- und der Wechselkursentwicklung Ende Jänner sowie Anfang und Ende April 2005 um jeweils 25 Basispunkte bis auf 1,75%. Ende Oktober 2005 erhöhte sie den Leitzins allerdings wieder auf das auch im Euroraum geltende

Niveau von 2%. In der Slowakei steht der Leitzins seit März 2005 bei 3,0%. Die polnische Notenbank nahm seit Jahresanfang 2005 mehrere Zinssenkungen um insgesamt 200 Basispunkte auf zuletzt 4,5% vor, während in Ungarn bis Ende Oktober 2005 Leitzinssenkungen im Ausmaß von 350 Basispunkten (auf 6,0%) stattfanden.

In der Tschechischen Republik, Polen und der Slowakei war die *Budgetentwicklung* während der ersten neun Monate des Jahres 2005 ein neutraler bis günstiger Faktor für den Rentenmarkt. Zum Teil wurden die Defizitdaten für das Jahr 2004 nach unten korrigiert (zwischen den Fiskalnotifikationen vom März und September 2005), und zum Teil wurden auch die Defiziterwartungen für das Jahr 2005 geringfügig nach unten revidiert. In der Tschechischen Republik jedoch wird weiterhin die im Einklang mit dem aktualisierten Konvergenzprogramm vom November 2004 stehende Ausweitung des Budgetdefizits von 3,0% des BIP im Jahr 2004 auf 4,8% des BIP im Jahr 2005 erwartet. Für das Jahr 2006 wird in allen drei Ländern eine Verringerung des Defizits angepeilt, doch dürften die Defizite in der Tschechischen Republik weiterhin über der 3-Prozent-Marke liegen und in der Slowakei trotz robusten Wachstums nur knapp darunter. In Polen werden die Schritte der neuen Regierung nach den Ende September 2005 abgehaltenen Parlamentswahlen für die Höhe des Plan-Budgetsaldos 2006 entscheidend sein. Im Gegensatz zu den drei genannten Ländern verschlechterten sich in Ungarn die Budgetaussichten im Laufe des Jahres 2005 zunehmend. Nicht nur wurde zwischen den Fiskalnotifikationen vom März und September 2005 das Defizit für das Jahr 2004 kräftig nach oben revidiert, von 4,5% auf 5,4% des BIP (ohne die Kosten

der Pensionsreform von 0,9% bzw. nach Revision 1,1% des BIP). Auch die Erwartungen für das Jahr 2005 wurden unter Einschließung (gemäß Eurostat-Entscheidung von Mitte September 2005) von vorher nicht berücksichtigten Ausgaben und wegen Einnahmefällen und Ausgabenüberschießungen von 3,6% auf 6,1% des BIP (ohne die Kosten der Pensionsreform von 1,3% des BIP) geschraubt. Für das Jahr 2006 wird eine Defizitkürzung auf 4,7% des BIP (zuzüglich 1,4% Pensionsreformkosten) angestrebt. Während in Ungarns Konvergenzprogramm vom Dezember 2004 für die Jahre 2005 und 2006 eine graduelle Defizitreduktion von jeweils 0,7 Prozentpunkten bis auf 3,1% des BIP³ vorgesehen war, steigt das Defizit nach den nun vorliegenden Zahlen im Jahr 2005 um 0,7 Prozentpunkte. Selbst wenn die nun für das Wahljahr 2006 angepeilte Defizitkürzung um 1,4 Prozentpunkte gelingen sollte, würde das erreichte Defizit um 1,6 Prozentpunkte über dem ursprünglich vorge-

sehenen Zielwert liegen. Die Budgetlage veranlasste die ungarische Regierung gegen Ende September 2005, den angestrebten Termin der Euro-Übernahme im Jahr 2010 in Frage zu stellen. Eine Entscheidung darüber soll bis Jahresende 2005 getroffen werden, wobei auf dem Markt über eine Verschiebung auf 2012 bis 2013 spekuliert wird. Die schlechten Neuigkeiten über das Budget und die Aussichten für den Euro-Fahrplan belasteten die ungarische Währung und die Anleihen zunehmend in der zweiten September-Hälfte des Jahres 2005. Tschechische Anleihen blieben hingegen unbeeindruckt von der Ankündigung der Regierung Anfang September 2005, die Euro-Übernahme nicht mehr wie bisher geplant für 2009/10, sondern erst für 2010 in Aussicht zu nehmen. Die Slowakei hält inzwischen an ihrem Plan der Euro-Übernahme im Jahr 2009 fest, während in Polen noch eine Entscheidung der neuen Regierung abzuwarten ist.

³ Im Frühjahr 2005 wurde der Defizitzielwert für das Jahr 2005 von 3,8% auf 3,6% und für das Jahr 2006 von 3,1% auf 2,9% des BIP gesenkt.

Realwirtschaftliche Sektoren zunehmend kapitalmarktorientiert

Finanzposition der Unternehmen verbessert

Rückläufige Ausrüstungsinvestitionen

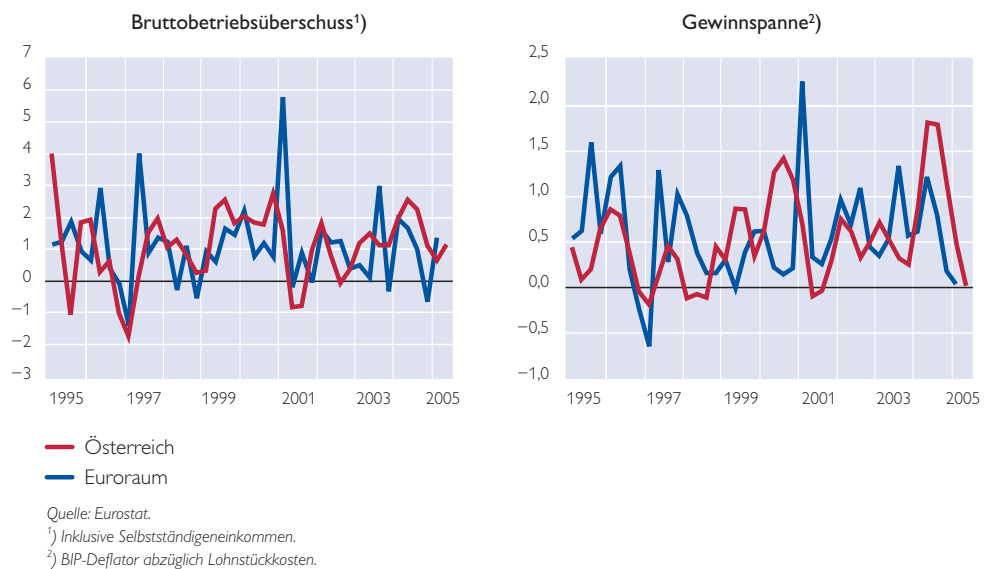
Die österreichische Konjunktur verlor zur Jahreswende 2004/05 an Schwung, da sich sowohl die Exporte als auch die Inlandsnachfrage abschwächten. Die Investitionstätigkeit des Unternehmenssektors war trotz guter Gewinnlage real rückläufig, was zumindest teilweise auf das Auslaufen der Investitionszuwachsprämie per Jahresende

2004, die vor allem in der Sachgütererzeugung zu Vorzieheffekten geführt haben dürfte, zurückzuführen war. Darüber hinaus dürfte auch die Unsicherheit über die Konjunktur- und Absatzperspektiven zur Investitionszurückhaltung beigetragen haben, und auch die eher geringe Kapazitätsauslastung in der österreichischen Industrie bot keinen Anreiz zu vermehrten Investitionen in die Sachkapitalausstattung.

Grafik 4

Gewinnentwicklung des Unternehmenssektors

Veränderung zum Vorquartal in %, saisonbereinigt



Demgegenüber erhöhten die Unternehmen ihre Finanzanlagen zuletzt merklich. Im ersten Halbjahr 2005 erreichte die Geldvermögensbildung mit knapp 9 Mrd EUR mehr als das Doppelte des Vergleichswertes des Vorjahres. Darin enthalten war auch eine Reihe von strategischen Unternehmensbeteiligungen im In- und Ausland.

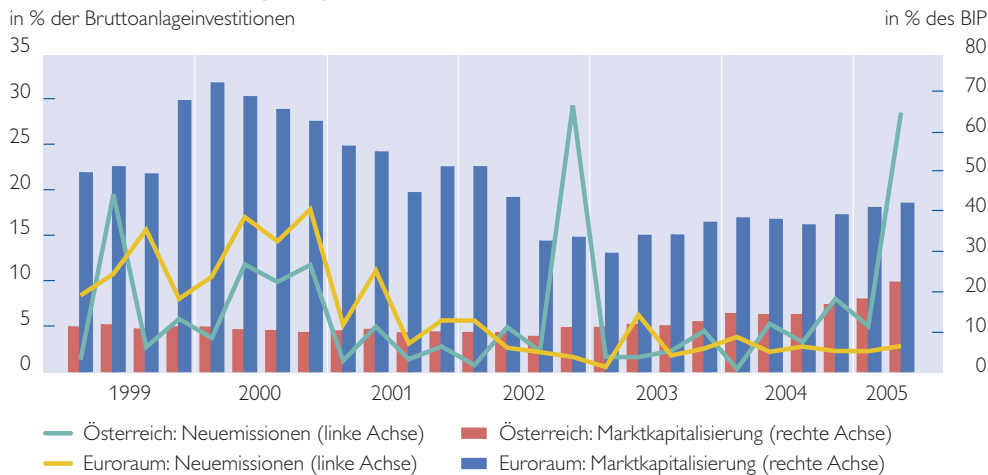
Weiterhin hohes Innenfinanzierungspotenzial

Die österreichischen Unternehmen konnten sich im bisherigen Verlauf

des Jahres 2005 stark aus den eigenen Erträgen finanzieren. Nach den hohen Zuwächsen im Vorjahr gestaltete sich die Gewinnsituation weiterhin günstig, auch wenn steigende Rohstoffpreise die Produktion verteuerten und dadurch die Dynamik der Erträge minderten. Die Arbeitskosten waren wie schon im Vorjahr real rückläufig, darüber hinaus hielt das tiefe Nominalzinsniveau die Finanzierungskosten niedrig und brachte so eine Entlastung für die Unternehmen mit sich.

Als Indikatoren für die weiterhin gute Gewinnsituation der Unterneh-

Grafik 5

Neuemissionen¹⁾ und Marktkapitalisierung von börsennotierten Aktien**nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften**

men können die Entwicklung der Gewinnspanne⁴ und des Bruttobetriebsüberschusses⁵ herangezogen werden, die im bisherigen Jahresverlauf 2005 weitere – wenn auch deutlich abgeschwächte – Gewinnsteigerungen zeigten.

Außenfinanzierung stark durch Eigenkapital getragen

Die Außenfinanzierung des österreichischen Unternehmenssektors wuchs in den zwölf Monaten bis Mitte 2005 um mehr als 50% auf knapp 9 Mrd EUR. Das Wachstum der Bankkredite blieb verhalten, während die Mittelaufnahme auf dem Kapitalmarkt überaus dynamisch expandierte.

Knapp die Hälfte des Zuwachses stammte aus Eigenkapitalinstrumenten und wiederum rund die Hälfte

hiervon aus Aktienemissionen an der Wiener Börse. Zwar gab es im Jahr 2005 nur wenige Neuemissionen von österreichischen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, dafür aber eine Reihe von Kapitalerhöhungen. In den ersten sechs Monaten 2005 wurden auf diese Weise (laut Emissionsstatistik) rund 4 Mrd EUR aufgebracht. Damit leistete die Aktienemission über die Wiener Börse einen erheblichen Beitrag zur Finanzierung des Unternehmenssektors. Dank der regen Emissionstätigkeit und der weiterhin kräftigen Kurssteigerungen erhöhte sich die Marktkapitalisierung der an der Wiener Börse notierten nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im ersten Halbjahr 2005 von 39 Mrd EUR auf 59 Mrd EUR und betrug zuletzt rund 24% des BIP.⁶ Das war bereits

⁴ Die Gewinnspanne ist das Verhältnis des Deflators der Bruttowertschöpfung zu den Lohnstückkosten.

⁵ Der Bruttobetriebsüberschuss ist der durch die betriebliche Geschäftstätigkeit geschaffene Überschuss nach Vergütung des Produktionsfaktors Arbeit. Er lässt sich aus dem BIP abzüglich der Arbeitnehmerentgelte und abzüglich der Produktionsabgaben (ohne Subventionen) ermitteln und bildet damit die VGR-Entsprechung zum Bruttobetriebsergebnis. Er stellt eine Näherungsvariable zur Messung der absoluten Gewinne dar.

⁶ Die Marktkapitalisierung aller an der Wiener Börse notierten Werte (inklusive finanzieller Gesellschaften) erreichte Mitte 2005 knapp 38% des BIP.

mehr als die Hälfte des entsprechenden Euroraum-Durchschnitts (siehe Grafik 5).

Einen wesentlichen Beitrag zum Mittelzufluss in Form von Anteilsrechten leistete die lebhaft entwickelte Entwicklung der ausländischen Direktinvestitionen in österreichische Unternehmen. Insgesamt (inklusive Portfolioinvestitionen) stammten in diesem Zeitraum mehr als zwei Drittel der Neudotation des Eigenkapitals aus grenzüberschreitenden Transaktionen.

Innerhalb der Fremdkapitalkomponenten spielte die Anleihefinanzierung im ersten Halbjahr 2005 wieder eine größere Rolle. Gemäß Emissionsstatistik stieg der Umlauf der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Anleihen im Vergleich zum Vorjahr um 20,8%. Angesichts des sehr tie-

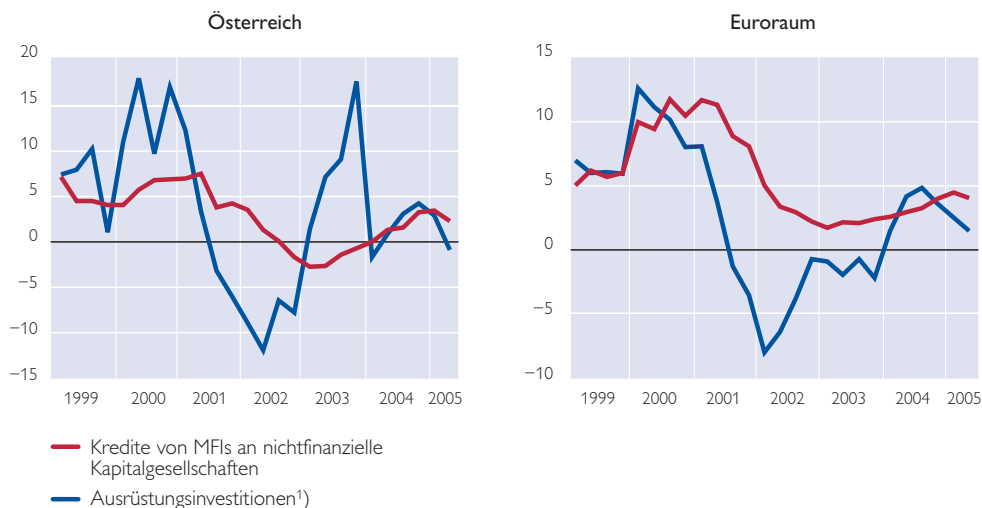
fen (nominellen) Renditeniveaus und der Verflachung der Zinsstrukturkurve dürfte eine Reihe von Unternehmen bestrebt gewesen sein, sich die niedrigen Zinsen langfristig zu sichern. Darüber hinaus dienten einige Emissionen auch der Finanzierung von Fusionen und Übernahmen.

Nachdem die Bankkredite an den Unternehmenssektor im Jahr 2003 und im ersten Quartal 2004 rückläufig gewesen waren, wuchsen sie im zweiten Quartal 2005 im Vergleich zum Vorjahr um 2,1%.⁷ Damit blieb die Kreditexpansion weiterhin unter jener des gesamten Euroraums, übertraf aber angesichts der Investitionsschwäche im ersten Halbjahr 2005 erstmals seit zwei Jahren die Zuwachsraten der Ausrüstungsinvestitionen.

Grafik 6

Unternehmenskredite und Investitionen

Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: OeNB, Eurostat, WIFO.

¹⁾ Gesamtwirtschaft. In der Quartals-VGR sind keine Daten für die einzelnen volkswirtschaftlichen Sektoren enthalten.

⁷ Daten gemäß EZB-Monetärstatistik. Die Analyse der Kredite an Unternehmen und Haushalte wird durch Umstellung der EZB-Monetärstatistik von Netto- auf Bruttomeldung der Wertberichtigungen per Juni 2005 erschwert. Seit diesem Zeitpunkt melden die österreichischen MFIs sämtliche Kreditpositionen inklusive Wertberichtigungen. Die hier angegebenen Werte basieren auf einer Schätzung mithilfe von Monatsausweis-Daten.

Die Laufzeitstruktur der Kredite verschob sich im ersten Halbjahr 2005 weiterhin in Richtung längere Bindungsfristen. Dadurch verminderte sich tendenziell das Liquiditätsrisiko, und da gleichzeitig die kurzfristigen Aktiva gestiegen sind, hat sich die Liquiditätsposition der Unternehmen insgesamt deutlich erhöht. Der Anteil der variabel und kurzfristig fix verzinsten Kredite am Neugeschäft blieb mit deutlich über 90% auch im Euroraumvergleich sehr hoch. Der Fremd wäh-

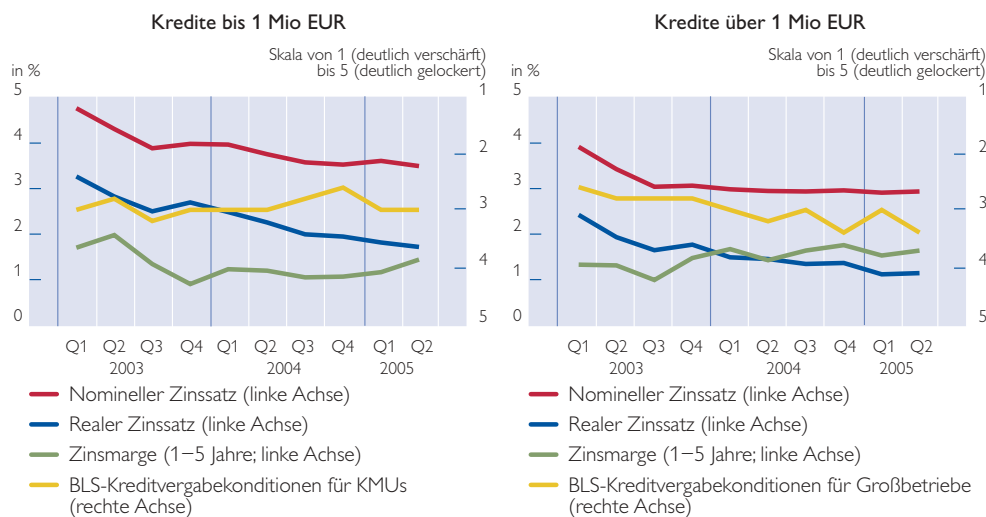
rungsanteil an den Ausleihungen an Unternehmen war im ersten Halbjahr 2005 rückläufig.

Finanzierungsbedingungen bis zuletzt günstig

Die Bedingungen für die Mittelzufuhr von außen gestalteten sich für die österreichischen Unternehmen nach wie vor günstig. Das galt für die Aufnahme von Fremdkapital und von Eigenkapital gleichermaßen.

Grafik 7

Konditionen für Unternehmenskredite



Quelle: OeNB, EZB, Statistik Austria, Consensus Economics.

Anmerkung: Realer Zinssatz: nomineller Zinssatz abzüglich Prognose des Verbraucherpreisindex für das auf den Prognosezeitpunkt folgende Jahr gemäß Consensus Economics; Zinsmarge: Zinssatz für Kredite mit einer Laufzeit von 1 bis 5 Jahren abzüglich 3-Jahres-Swapsatz; BLS-Kreditvergabekonditionen: Veränderung der Richtlinien für die Gewährung von Krediten an Unternehmen in den letzten drei Monaten.

Der Zinssatz für Unternehmenskredite sank im ersten Halbjahr 2005 weiter leicht und war sowohl in historischer Betrachtung als auch im Vergleich mit dem Euroraum sehr niedrig. In realer Betrachtung waren die Kreditzinsen infolge der Erwartung steigender Inflationsraten im ersten Halbjahr 2005 deutlich rückläufig. Stellt man den Kundenzinssätzen der Banken einen Zinssatz für weitgehend risikolose Anlagen gegenüber, erhält man einen Hinweis auf den in den Bankzin-

sen enthaltenen Risikoaufschlag. Demnach haben sich die Zinsmargen (Zinssatz für Unternehmenskredite abzüglich Swapsatz) im Jahr 2005 kaum verändert.

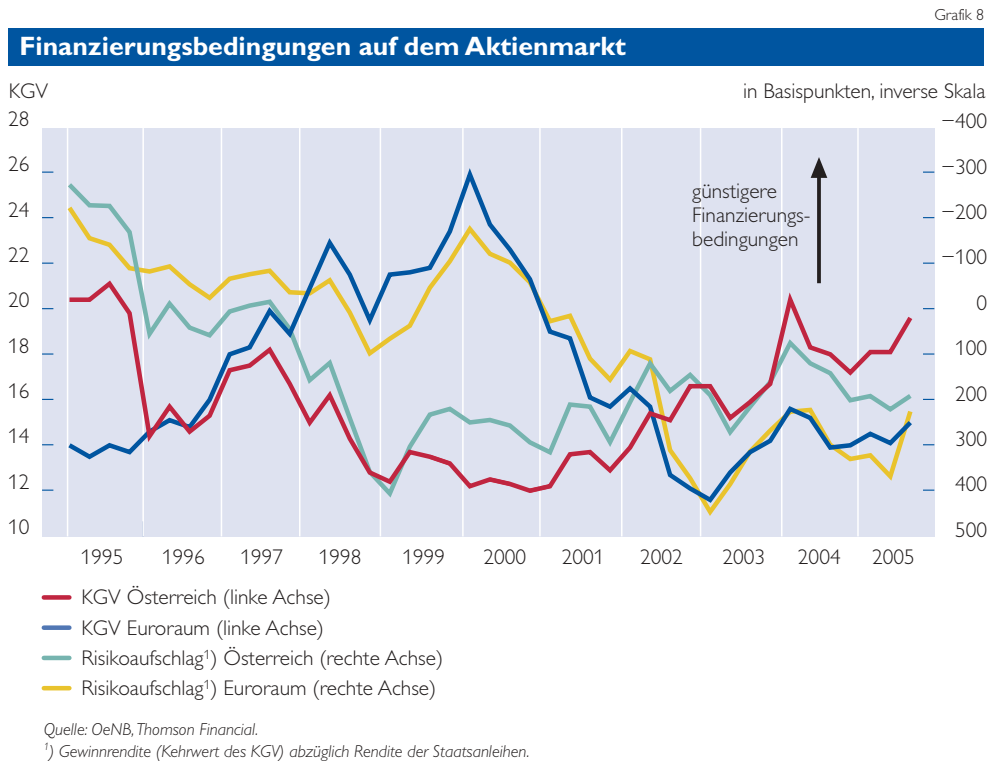
Dieser Befund deckt sich mit den Ergebnissen des Bank Lending Survey (BLS). Demgemäß wurden die Kreditvergabekonditionen im Firmenkundengeschäft im zweiten und dritten Quartal 2005 gelockert. Vor allem die Margen für Ausleihungen an Adressen durchschnittlicher Bonität haben

die Banken spürbar vermindert, einige andere Bedingungen für die Vergabe von Unternehmenskrediten – namentlich die Kreditnebenkosten – wurden hingegen etwas restriktiver gehandhabt.

Auch die Finanzierungsbedingungen an der Börse gestalteten sich nach wie vor günstig. In den ersten drei Quartalen übertraf die Performance des ATX mit einem Anstieg um 41% weiterhin die Entwicklung der großen internationalen Aktienmärkte. Daher stieg trotz der guten Gewinnentwicklung der an der Wiener Börse notierten Unternehmen das Kurs-Gewinn-Verhältnis leicht an. Das impliziert,

dass sich die Aktienfinanzierung an der Wiener Börse etwas verbilligt hat; das Kurs-Gewinn-Verhältnis lag auch über dem Vergleichswert für den gesamten Euroraum.

Ein ähnliches Bild zeichnet die Differenz zwischen der Gewinnrendite⁸ und der Rendite auf Staatsanleihen, deren Entwicklung im Zeitablauf als Indikator für die Risikoprämie des Aktienmarktes gesehen werden kann. Sie ist im Jahr 2005 nur leicht gestiegen, da sich die Konditionen der Aktienfinanzierung etwas ungünstiger relativ zum allgemeinen Zinsniveau entwickelt haben.



⁸ Die Gewinnrendite stellt den Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses dar.

Verbesserte

Schuldentragungsfähigkeit

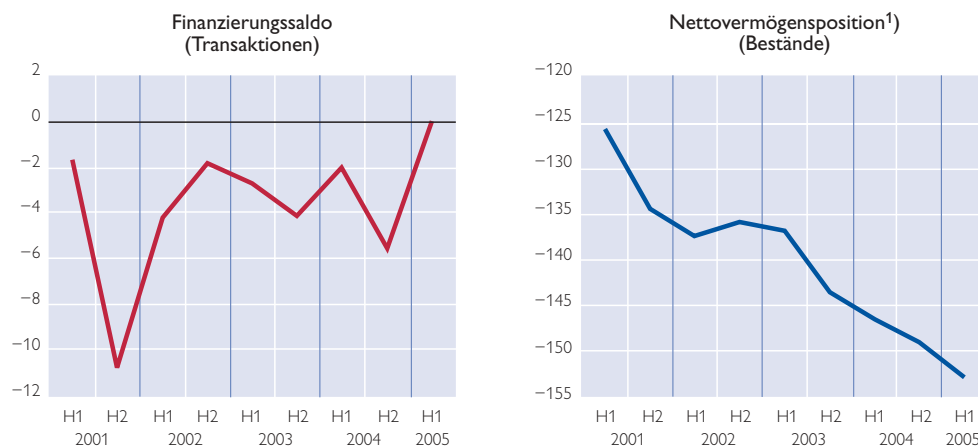
Als Folge der relativ geringen Fremdkapitalaufnahme nahm die Verschuldungsquote des Unternehmenssektors – relativ zum BIP bzw. den Unternehmenserträgen – kaum zu. Gleichzeitig

stieg – wie erwähnt – die Geldvermögensbildung deutlich an. Daher war der Finanzierungssaldo des Unternehmenssektors, der üblicherweise ein negatives Vorzeichen aufweist, im ersten Halbjahr 2005 erstmals ausgeglichen.⁹

Grafik 9

Finanzierungssaldo und Nettovermögensposition des Unternehmenssektors

in Mrd EUR



Quelle: OeNB.

¹⁾ Saldo aus Geldvermögen und Verpflichtungen.

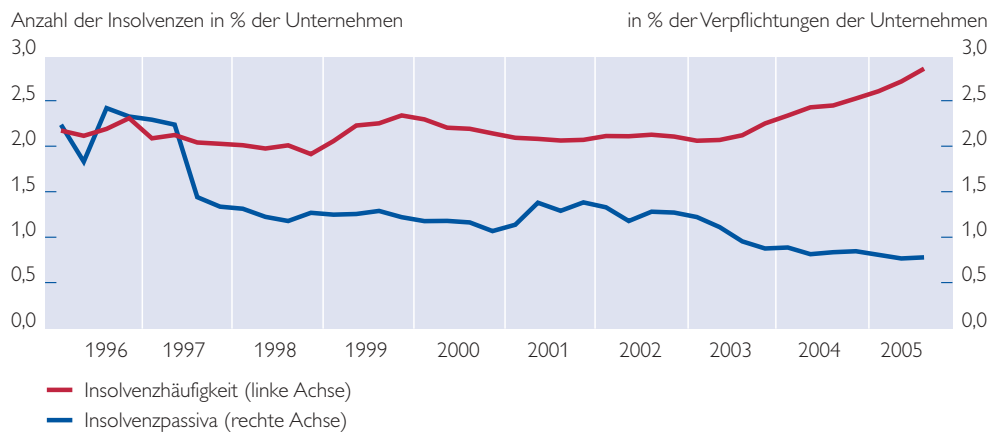
Die Insolvenzverbindlichkeiten sanken in den ersten drei Quartalen 2005 gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres um 6%. In den zwölf Monaten bis September 2005 betragen die Insolvenzpassiva 0,76% der Verbindlichkeiten des Unternehmenssektors und zeigten damit wenig Veränderung gegenüber den Vorperioden (siehe Grafik 10). Die Insolvenzhäufigkeit ist hingegen in den letzten beiden Jahren im Steigen begriffen. Die Anzahl der eröffneten Insolvenzverfahren nahm in den ersten drei Quartalen 2005 gegenüber der entsprechenden Vergleichsperiode des Vorjahres um 7,5% zu, und die man-

gels Masse abgewiesenen Konkursanträge verzeichneten im gleichen Zeitraum einen Anstieg von 28%. Insgesamt betrug die Insolvenzquote – bezogen auf die Gesamtzahl der Unternehmen – im dritten Quartal 2005 2,8% (annualisiert). Zum Teil kann der Anstieg der Konkursfälle mit der Zunahme der Unternehmensgründungen in den letzten Jahren in Zusammenhang gebracht werden: Mehr als die Hälfte der insolventen Unternehmen war laut Angaben des Kredit-schutzverbands von 1870 (KSV) zum Zeitpunkt des Konkurses weniger als zehn Jahre alt.

⁹ Die Passivierung der Nettogeldvermögensposition ging im Wesentlichen auf die aktienkursbedingte Erhöhung der Eigenmittel zurück.

Entwicklung der Unternehmensinsolvenzen

Gleitende 4-Quartals-Durchschnitte; annualisiert



Hohe Krisenfestigkeit der Unternehmen

Die Finanzierungsbedingungen auf den Finanzmärkten waren für die Unternehmen im ersten Halbjahr 2005 weiterhin günstig. Die anhaltend gute Gewinnsituation hat das Innenfinanzierungspotenzial gestärkt, darüber hinaus stand den Unternehmen ein breites Spektrum an (Außen-)Finanzierungsinstrumenten zur Verfügung. Damit kann die schwache Investitionstätigkeit des Unternehmenssektors nicht auf finanzielle Beschränkungen zurückgeführt werden.

Gleichzeitig haben die hohen Gewinne und die Zuwächse beim Eigenkapital die Finanzposition und die Krisenfestigkeit der Unternehmen gestärkt. In dem Ausmaß aber, in dem gestiegene Gewinne und das tiefe (nominelle) Zinsniveau die Finanzposition verbessert haben, könnte eine entgegengesetzte Entwicklung die derzeit hohe Krisenresistenz wiederum vermindern.

So ist die weitere Entwicklung des Innenfinanzierungspotenzials der Unternehmen, das aufgrund der aktuell guten Gewinne bis zuletzt sehr hoch

war, angesichts der verhaltenen Perspektiven für die weitere Konjunktur-entwicklung mit Unsicherheit behaftet. Auch der Rohölpreis bildet in diesem Zusammenhang ein Risiko. Ein anhaltend hohes Preisniveau oder ein weiterer Anstieg würde nicht nur die Kostenseite der Unternehmen, sondern in weiterer Folge auch die Nachfrage beeinträchtigen. Auch die Kostentlastung dank des derzeit niedrigen Zinsniveaus könnte bei einem deutlichen Anstieg der Zinsen zumindest teilweise rückgängig gemacht werden, auch wenn viele Unternehmen in letzter Zeit ihre Abhängigkeit von Zinsänderungen durch die Mittelaufnahme in Form von Anleihen und Aktien reduziert haben. Bankkredite – auch jene mit längeren Laufzeiten – sind jedoch zu einem hohen Anteil mit variabler Verzinsung versehen.

Schließlich wird durch die verstärkte Inanspruchnahme von Kapitalmarktinstrumenten das unternehmerische Risiko breiter über die Finanzmärkte gestreut (und bei üblicherweise fix verzinsten Unternehmensanleihen auch das Zinsänderungsrisiko).

Zunahme der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte

Im ersten Halbjahr 2005 dämpfte die hohe Inflationsrate die Kaufkraft der privaten Haushalte spürbar. Dies führte dazu, dass der private Konsum trotz der Impulse aus der zweiten Etappe der Steuerreform nicht an Schwung gewinnen konnte. Im ersten Quartal 2005 wuchsen die realen Konsumausgaben der privaten Haushalte um 0,2% und im zweiten Quartal 2005 um 0,1% gegenüber dem Vorquartal (saisonbereinigt). Die kurzfristigen Aussichten für den privaten Konsum sind angesichts der hohen Erdölpreise und des geringen Konsumentenvertrauens eher als gedämpft zu beurteilen.

Die Geldvermögensbildung der Haushalte stieg im ersten Halbjahr 2005 um 11,5 Mrd EUR und damit wesentlich stärker als im Vergleichszeitraum des Vorjahres (erstes Halbjahr 2004: 9,7 Mrd EUR).

Auch die Verschuldung des privaten Haushaltssektors erhöhte sich. Die Neuverschuldung belief sich im ersten Halbjahr 2005 auf 3,9 Mrd EUR und war damit leicht stärker als im vergleichbaren Zeitraum des Vorjahres (erstes Halbjahr 2004: 3,8 Mrd EUR).

Die Nettovermögensposition der privaten Haushalte erreichte zur Jahresmitte 2005 221,8 Mrd EUR bzw. 154% des verfügbaren Einkommens.¹⁰

Anstieg der Verpflichtungen im ersten Halbjahr 2005

Die Verpflichtungen der privaten Haushalte betrugen im Jahr 2004 50,7% des BIP und stiegen damit

gegenüber 2003 um 2,3 Prozentpunkte an. Allerdings liegt Österreich damit deutlich unter dem Wert anderer Länder des Euroraums. Beispielsweise betrug die Verschuldung der Niederlande im Jahr 2004 mehr als 100% des BIP. In den ersten beiden Quartalen 2005 setzte sich das Wachstum der Verschuldung der privaten Haushalte fort. Laut Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungsrechnung (GFR) betrug die Neuverschuldung im ersten Halbjahr 2005 3,9 Mrd EUR und lag damit leicht über dem Wert des vergleichbaren Zeitraums des Vorjahres (erstes Halbjahr 2004: 3,8 Mrd EUR).

Neuverschuldung überwiegend zum Zweck der Wohnraumbeschaffung

Laut GFR resultierte die Neuverschuldung der privaten Haushalte im ersten Halbjahr 2005 überwiegend aus der Finanzierung für Wohnraumbeschaffung (2,0 Mrd EUR). Im Vergleich zum ersten Halbjahr 2004 sind Wohnraumkredite allerdings zurückgegangen (erstes Halbjahr 2004: 2,3 Mrd EUR). Demgegenüber war die Verschuldung für Konsumzwecke äußerst dynamisch. Im ersten Halbjahr des Jahres 2005 wurden Kredite für Konsumzwecke im Ausmaß von 1,3 Mrd EUR aufgenommen (davon 1,0 Mrd EUR allein im zweiten Quartal 2005), während im vergleichbaren Zeitraum des Vorjahres lediglich rund ½ Mrd EUR an Konsumkrediten in Anspruch genommen wurde.

Die Kreditvergabe von monetären Finanzinstituten (MFIs) an private Haushalte belief sich laut Monetärstatistik im zweiten Quartal 2005 auf 6,5%.¹¹ Im langfristigen Vergleich ist das Kreditwachstum damit aber noch

¹⁰ Gemessen am nominell verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte für das Jahr 2004 (das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte wird nur auf Jahresbasis erhoben).

¹¹ Aufgrund der Umstellung der MONSTAT von Netto- auf Bruttomeldung der Wertberichtigungen mit Juni 2005 handelt es sich um vorläufige Werte.

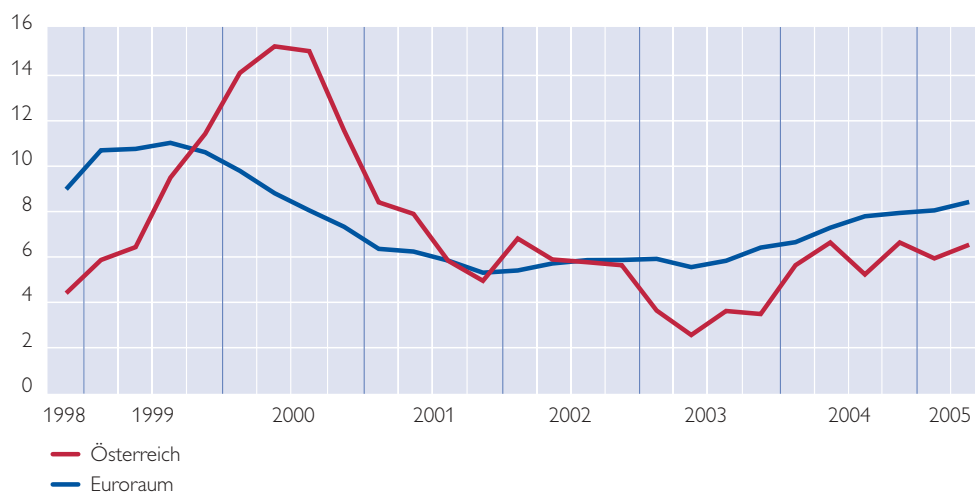
immer als unterdurchschnittlich zu beurteilen (siehe Grafik 11). Auch im Vergleich zum Euroraum gestaltet sich

das Kreditwachstum in Österreich moderat.

Grafik 11

Kredite von MFIs an private Haushalte

Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: EZB, OeNB.

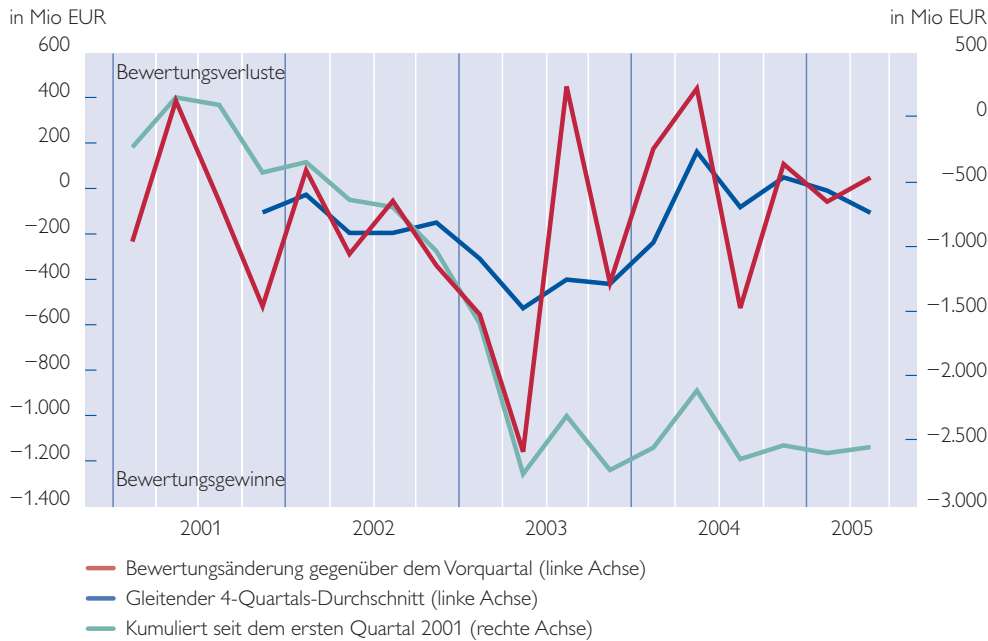
Anmerkung: Österreich: Kredite an Haushalte ohne Freie Berufe und ohne Private Organisationen ohne Erwerbszweck.

Die Neuverschuldung in Fremdwährung betrug im ersten Halbjahr des Jahres 2005 2,0 Mrd EUR (laut GFR). Den größten Anteil daran hatten Ausleihungen in Schweizer Franken. Bei Fremdwährungskrediten kam es in den ersten beiden Quartalen des Jahres 2005 nur zu geringfügigen Bewertungsänderungen aufgrund von Wechselkurseffekten. Kumuliert betrachtet, hat sich die Aufnahme von Fremdwährungskrediten seit Anfang 2001 aber in deutlichen Bewertungsgewinnen für die privaten Haushalte niedergeschlagen (siehe Grafik 12). Hierbei handelt es sich aber größtenteils um Buchgewinne.

Die hohe Inanspruchnahme von Fremdwährungskrediten durch die privaten Haushalte beinhaltet aber natürlich auch das Risiko einer ungünstigen Wechselkursentwicklung.

Im Hinblick auf die Fristigkeitsstruktur ist ein Anstieg kurzfristiger Verpflichtungen zu beobachten. Kurzfristige Kredite sind im ersten Halbjahr 2005 um 1,2 Mrd EUR angewachsen, was deutlich über dem Durchschnitt der vergangenen Jahre liegt. Laut GFR ist dies mehr als in den vier Jahren zuvor.

Grafik 12

Wechselkurseffekte bei Fremdwährungskrediten an private Haushalte**Günstige Finanzierungsbedingungen für private Haushalte**

Im Jahr 2004 sind die Realzinsen für Wohnraumkredite und Konsumkredite deutlich gefallen (siehe Grafik 13). Der Rückgang der (Ex-ante-)Realzinsen für Wohnraumkredite und Konsumkredite hat sich auch Anfang 2005 fortgesetzt.¹² Die Ergebnisse der Umfrage über das Kreditgeschäft bei Konsumkrediten und Wohnbaukrediten weisen für das zweite und dritte

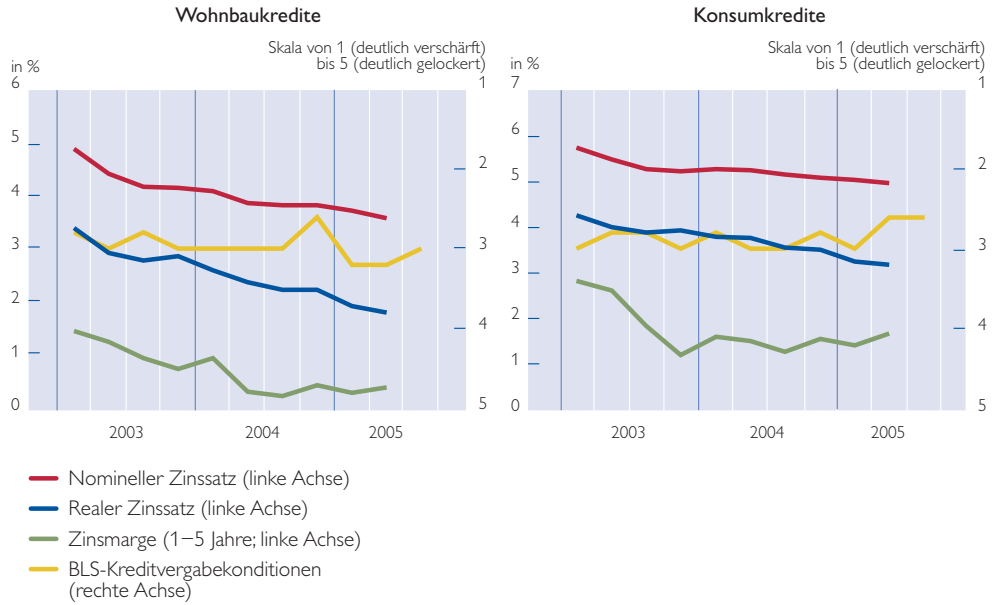
Quartal 2005 eine leichte Verschärfung der Kreditbedingungen auf. Die Zinsmargen¹³ der Banken bei den mittelfristigen Wohnbau- und Konsumkrediten verliefen in den ersten beiden Quartalen dieses Jahres weitgehend flach und deuten auf keine erhöhte Risikoeinschätzung vonseiten der Banken hin. Insgesamt gesehen und vor allem im längerfristigen Vergleich können die Finanzierungsbedingungen als günstig beurteilt werden.

¹² Der Ex-ante-Realzinssatz (nomineller Zinssatz abzüglich VPI-Prognose) wurde auf der Basis der Consensus Forecasts-VPI-Prognosen für Österreich ermittelt. Consensus Forecasts-Prognosen sind arithmetische Mittel der Projektionen mehrerer Prognoseinstitute.

¹³ Als Referenzzinssatz für die Berechnung von Zinsmargen sollte ein „Marktzinssatz“ mit kongruenter Laufzeit verwendet werden. Aus Datengründen wird – analog zur Praxis der EZB – auf den 3-Jahres-Euro-Zinsswapsatz zurückgegriffen.

Grafik 13

Konditionen für Kredite an private Haushalte

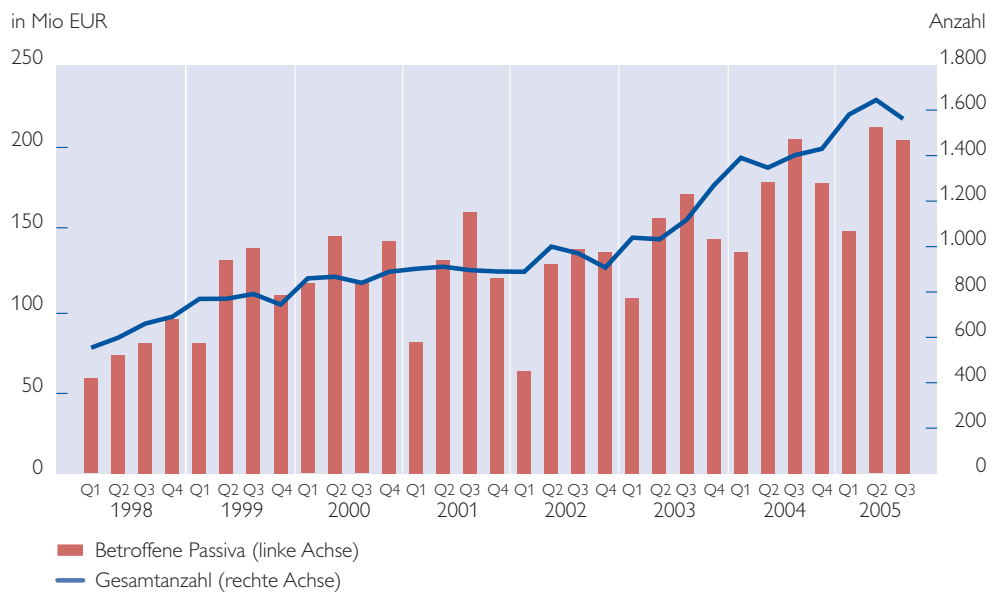


Quelle: OeNB, EZB, Statistik Austria, Consensus Economics.

Anmerkung: Realer Zinssatz: nomineller Zinssatz abzüglich der Prognose des Verbraucherpreisindex für das auf den Prognosezeitpunkt folgende Jahr gemäß Consensus Forecasts; Zinsmarge: Zinssatz für Kredite mit einer Laufzeit von 1 bis 5 Jahren abzüglich 3-Jahres-Swapsatz; BLS-Kreditvergabebedingungen: Veränderung der Richtlinien für die Gewährung von Krediten an private Haushalte in den letzten drei Monaten.

Grafik 14

Entwicklung der Schuldenregulierungsverfahren



Quelle: KSV.

Privatkonkurse sind weiter gestiegen

In den ersten drei Quartalen 2005 wurden rund 4.800 Privatkonkurse eröffnet. Mit der steigenden Überschuldung erreichten die Insolvenzverbindlichkeiten 564 Mio EUR (siehe Grafik 14).

Gründe für die Überschuldung sind im kreditfinanzierten Konsum zu suchen, was auch durch die dynamische Entwicklung bei Konsumkrediten im ersten Halbjahr 2005 bestätigt wird. Gegenüber den ersten drei Quartalen 2004 wurde auch ein Anstieg der mangels Masse abgelehnten Privatkonkurse verzeichnet.

Verhaltene Entwicklung der Immobilienpreise

Der Immobilienpreisindex entwickelte sich in den vergangenen Jahren sehr moderat. Von Anfang 2000 bis Mitte 2005 betrug das Wachstum der Preise für neue Eigentumswohnungen 8,3%.¹⁴ Im Vergleich zu anderen Ländern des Euroraums ist diese Entwicklung unterdurchschnittlich.¹⁵

Ein weiterer Indikator für die „angemessene“ Entwicklung der Immobilienpreise ist deren Verhältnis zu den Mieten. Steigen die Immobilienpreise längerfristig deutlich über die Mietpreise hinaus, so kann darauf geschlossen werden, dass sich die Immobilien von ihrem „fundamentalen Wert“ entfernen. Das Immobilienpreis-Mietverhältnis weist mittelfristig keinen Trend auf. Mitte 2005 war das Immobilienpreis-Mietverhältnis gegenüber dem Jahr 2000 annähernd unverändert,¹⁶ sodass von keiner Überbewertung der Immobilienpreise ausgegangen werden kann.

Geldvermögensbildung: Überdurchschnittliches Wachstum von Versicherungsprodukten

Die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte stieg im ersten Halbjahr 2005 um 11,5 Mrd EUR. Besonders stark entwickelte sich die Nachfrage der privaten Haushalte nach Versicherungsprodukten. Im ersten Halbjahr 2005 erhöhten der private Haushaltssektor laut GFR seine Ansprüche gegenüber Versicherungsunternehmen und Pensionseinrichtungen um insgesamt 4,1 Mrd EUR (erstes Halbjahr 2004: 2,7 Mrd EUR), wobei die Ansprüche aus Lebensversicherungen um 3,0 Mrd EUR (erstes Halbjahr 2004: 1,9 Mrd EUR) anstiegen (siehe Grafik 15).

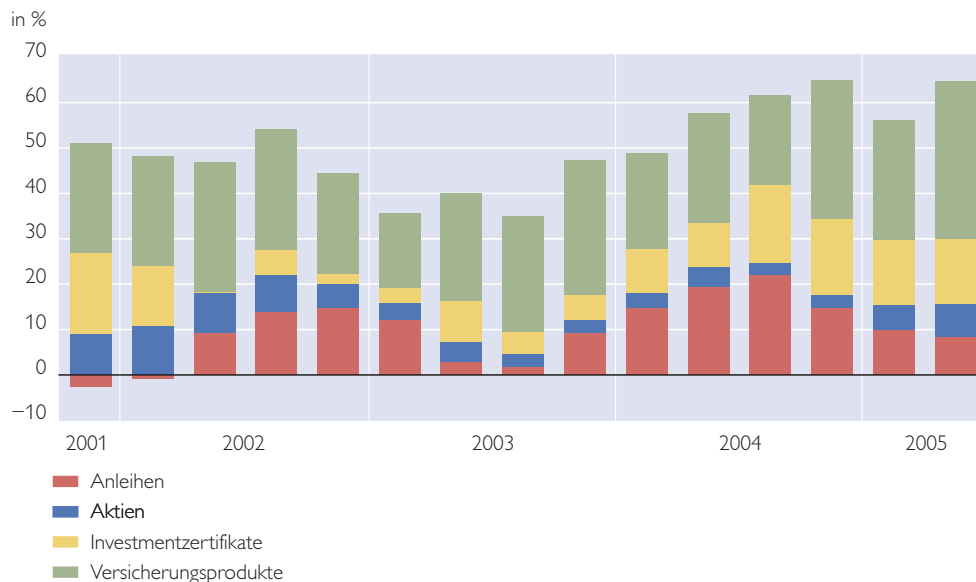
An börsennotierten Aktien und Investmentzertifikaten erwarben die privaten Haushalte im ersten Halbjahr 2005 3,2 Mrd EUR (rund die Hälfte dieses Transaktionswertes entfiel auf Aktien) und damit deutlich mehr als im Vergleichszeitraum des Vorjahres (erstes Halbjahr 2004: 2,3 Mrd EUR). Die Veranlagung der privaten Haushalte in langfristige Wertpapiere hat gegenüber dem vergleichbaren Zeitraum des Vorjahres etwas an Dynamik verloren. Im ersten Halbjahr 2005 investierten die privaten Haushalte 884 Mio EUR in langfristige Wertpapiere, während sie im vergleichbaren Zeitraum des Jahres 2004 noch 2,0 Mrd EUR an langfristigen Wertpapieren erworben hatten.

Die Einlagen- und Bargeldposition der Haushalte bei Banken ist im ersten Halbjahr 2005 um 3,4 Mrd EUR und damit ebenfalls stärker als im ersten

¹⁴ Seit Herbst 2005 wird erstmals ein Quartalsindex der Preisentwicklung auf dem österreichischen Immobilienmarkt publiziert. Diese Daten sind derzeit nur bis zum Jahr 2000 rückgerechnet. Ein längerfristiger Vergleich ist daher nicht möglich.

¹⁵ Siehe dazu z.B. Europäische Zentralbank. 2005. *Financing Conditions in the Euro Area*. ECB Occasional Paper Series 37. Oktober.

¹⁶ Ein längerfristiger Vergleich ist derzeit aufgrund nicht vergleichbarer Daten vor dem Jahr 2000 nicht möglich.

Anteil der Kapitalmarktinstrumente an der Geldvermögensbildung**der privaten Haushalte****Transaktionen; gleitende 4-Quartals-Durchschnitte**

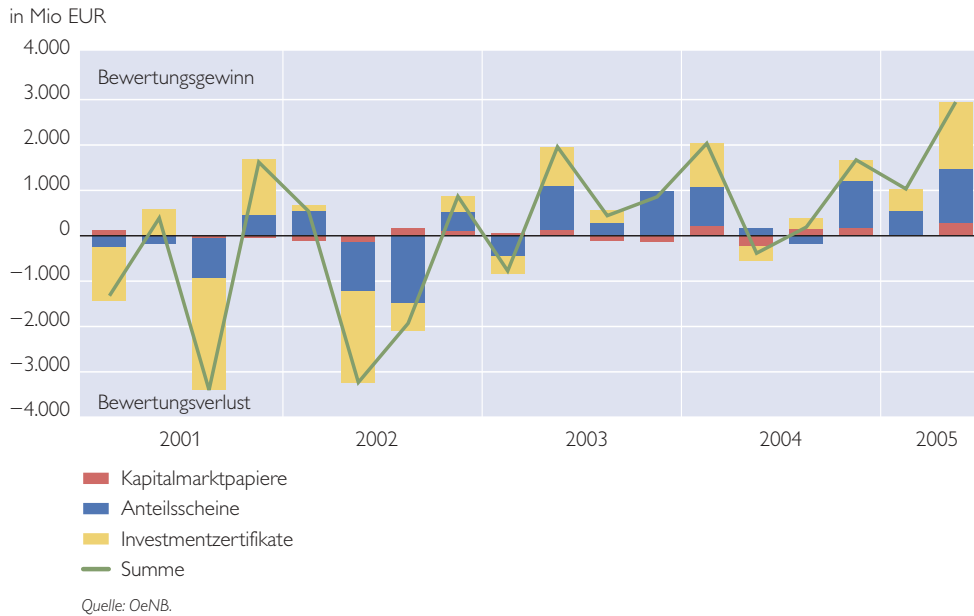
Halbjahr 2004 gestiegen. Allerdings war das Wachstum weit weniger dynamisch als bei Kapitalmarktinstrumenten.

Bewertungsgewinne für private Haushalte wachsen

Die Bewertungsgewinne der privaten Haushalte stiegen im ersten Halbjahr 2005 auf 4 Mrd EUR (siehe Grafik 16) und übertrafen damit bereits die Gewinne aus dem gesamten Jahr 2004 (3,5 Mrd EUR). Insbesondere im zweiten Quartal 2005 waren die Kursgewinne mit 3 Mrd EUR besonders hoch. Seither hat sich die

Performance der Aktien- und Wertpapiermärkte weiter verbessert, sodass erwartet werden kann, dass sich auch im dritten Quartal dieses Jahres der beobachtete Trend weiter fortsetzt. Ein Großteil der Kursgewinne wurde bei Anteilsscheinen und Investmentzertifikaten erzielt. Im ersten Halbjahr 2005 betragen die Kursgewinne bei Investmentzertifikaten 2 Mrd EUR, während jene bei Aktien 1,8 Mrd EUR erreichten. In den vergangenen beiden Jahre haben die Kursgewinne der privaten Haushalte die negative Entwicklung der Jahre 2001 und 2002 kompensiert.

Grafik 16

Bewertungsgewinne und -verluste im Geldvermögen der privaten Haushalte

Während des ersten Halbjahres 2005 haben Bewertungsgewinne und verstärkte Investitionen in Kapitalmarktinstrumente dazu geführt, dass sich der Anteil von Kapitalmarktpapie-

ren (Aktien, Anleihen, Investmentzertifikate) und Versicherungsprodukten am gesamten Geldvermögensbestand erhöhte, während sich jener von Bargeld und Einlagen verringerte.

Pensionsvorsorge als Sparmotiv – Ergebnisse einer OeNB-Umfrage bei Wiener Haushalten

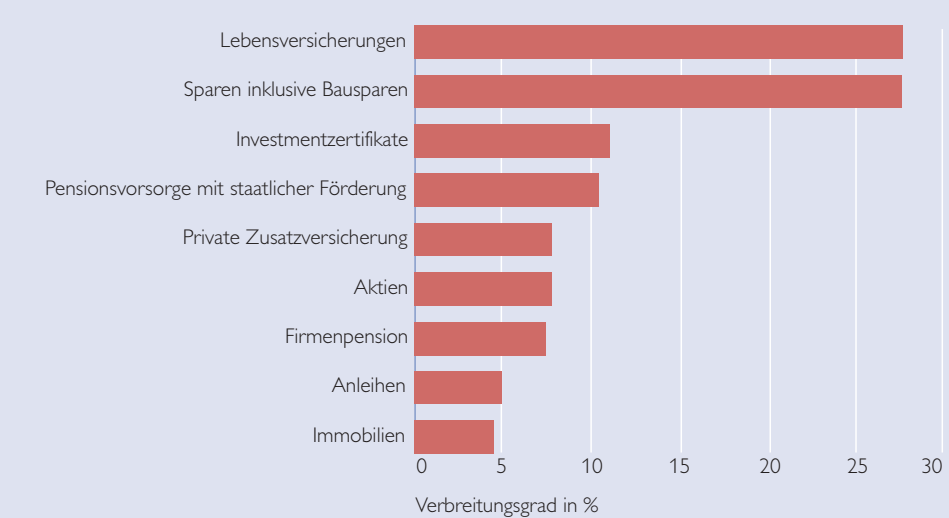
Durch die Reformen im Pensionssystem kommt dem privaten Vermögensaufbau eine immer wichtigere Rolle zu, um den gewohnten Lebensstandard im Alter halten zu können. Maßnahmen zur privaten Zukunftsvorsorge erhöhen allerdings nicht nur die von den Haushalten veranlagten Mittel, sondern können auch einen Einfluss auf die Portfoliostruktur der Haushalte haben. So ist etwa bei der prämienbegünstigten Zukunftsvorsorge vorgeschrieben, mindestens 40% der Zukunftsvorsorgebeiträge in Aktien (aus EWR-Ländern mit einer maximalen Börsenkapitalisierung von 30% des BIP) zu veranlagen, wodurch sich das Risikoprofil der Portfolios der Haushalte signifikant verändern könnte. Reformen im Pensionssystem können daher auch Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität haben.

Um die regelmäßig an die OeNB gemeldeten Daten mit Informationen auf Haushaltsebene zu ergänzen, wurden im Auftrag der OeNB im Jahr 2004 1.026 Haushalte in Wien und 1.530 Haushalte in den Bundesländern zu ihrem Einkommen und Geldvermögen sowie zu demographischen Charakteristika, zur Einstellung zu Finanzfragen und zu Maßnahmen für die private Pensionsvorsorge befragt.¹ Das Verständnis der diesbezüglichen Haushaltsentscheidungen ist sowohl für die Geldpolitik als auch insbesondere für die Erklärung der Entwicklung des privaten Konsums zu einem immer wichtigeren Faktor geworden.

¹ Eine ausführliche Darstellung der Ergebnisse der OeNB-Geldvermögensumfrage wird voraussichtlich Ende 2005 erscheinen.

Erste Ergebnisse für Wien liegen bereits vor und zeigen, dass ungefähr die Hälfte der befragten Personen Maßnahmen zur privaten Pensionsvorsorge² getroffen hat. Der Abschluss einer Lebensversicherung und das Sparbuch (inklusive Bausparen) sind die am meisten verbreiteten Formen der Vorsorge; rund 10% der Bevölkerung hat sich für Pensionsvorsorgeprodukte mit staatlicher Förderung (z.B. prämienbegünstigte Zukunftsvorsorge) entschieden (siehe Grafik „Verbreitungsgrad von Eigenvorsorgeprodukten in der Wiener Bevölkerung“). Die Entscheidung für eine private Pensionsvorsorge und die Wahl eines bestimmten Anlageprodukts sind freilich nicht unabhängig von den sozioökonomischen Charakteristika. Personen aus Haushalten in den oberen Einkommens- bzw. Vermögensdezilen ergreifen eher Maßnahmen zur Pensionsvorsorge. Auch sind Aktien, Anleihen und Investmentzertifikate in den Vorsorgeportfolios dieser Personen stärker vertreten; riskantere Anlageprodukte werden also primär von Haushalten gehalten, die in der Lage sein sollten, eventuelle Kursrückgänge zu verkraften. Eine umfassende ökonomische Analyse der Portfolioentscheidung der Haushalte und ihrer im Rahmen der Pensionsvorsorge getätigten Maßnahmen ist unter Berücksichtigung der sozioökonomischen Charakteristika der Haushalte im Rahmen der Auswertung der Umfrageergebnisse geplant.

Verbreitungsgrad von Eigenvorsorgeprodukten in der Wiener Bevölkerung



Quelle: OeNB (eigene Berechnungen auf Basis einer Fessel-GFK-Erhebung).

² In der Umfrage wurde gefragt, in welcher Art vorgesorgt wurde. Unter private Pensionsvorsorge fallen daher alle Maßnahmen, die nach Angabe des Befragten zur Aufbesserung der (zukünftigen) staatlichen Pension unternommen wurden.

Veranlagung in Kapitalmarktpapiere entwickelt sich dynamisch

Im ersten Halbjahr 2005 expandierte die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte um 11,4 Mrd EUR und damit deutlich stärker als im vergleichbaren Zeitraum des Vorjahres (erstes Halbjahr 2004: 9,7 Mrd EUR). Auch die Verschuldung des Haushaltssektors stieg an, war mit 3,9 Mrd EUR allerdings nur geringfügig höher als im ersten Halbjahr 2004 (3,8 Mrd EUR).

Der starke Anstieg der Geldvermögensbildung war größtenteils auf Investitionen in Kapitalmarktpapiere und Versicherungsprodukte zurückzuführen. Die Bewertungsgewinne im Geldvermögen der privaten Haushalte beliefen sich im ersten Halbjahr 2005 auf 4 Mrd EUR. Ein Großteil davon wurde mit Anteilsscheinen und Investmentzertifikaten erzielt. Sowohl die verstärkten Investitionen in Kapitalmarktpapiere und Versicherungspro-

dukte als auch die hohen Bewertungsgewinne haben im ersten Halbjahr 2005 zu einer Verschiebung der Struktur des Geldvermögens geführt. Während der Anteil von Bargeld- und Einlagenbeständen am Geldvermögen zurückging (von 53,5% Ende 2004 auf 52,0% im zweiten Quartal 2005), erhöhte sich der Anteil der Kapitalmarktinstrumente und Versicherungsprodukte (von 43,0% Ende 2004 auf 44,6% im zweiten Quartal 2005). Wesentlich zur Strukturverschiebung beigetragen hat die verstärkte Pensionsvorsorge der privaten Haushalte. Die verstärkte Veranlagung in Kapitalmarktpapiere und Versicherungsprodukte hat zwar dazu beigetragen, dass der Haushaltssektor in den ersten beiden Quartalen 2005 deutliche Bewertungsgewinne erzielte, jedoch beinhaltet dies auch ein erhöhtes Risikopotenzial.

Auf der Finanzierungsseite der privaten Haushalte ist im ersten Halbjahr 2005 ein unvermindert dynamisches Wachstum von Fremdwährungskrediten (insbesondere Krediten in Schweizer Franken) zu beobachten. Mit 2,0 Mrd EUR belaufen sich die Fremdwährungskredite auf mehr als 50% der Neuverschuldung. Die starke Inanspruchnahme von Fremdwährungskrediten beinhaltet ein nicht unerhebliches Risikopotenzial. Weiters hat sich die Fristigkeitsstruktur der Verpflichtungen im ersten Halbjahr 2005 deutlich verändert. In diesem Zeitraum ist die Inanspruchnahme von kurzfristigen Krediten besonders dynamisch gewachsen. Letzteres und die größtenteils variabel verzinsten Kredite stellen ebenfalls ein potenzielles Risiko dar.

Insgesamt gesehen deutet die Entwicklung der Indikatoren im ersten Halbjahr 2005 auf eine riskantere Finanzposition der privaten Haushalte hin.

Österreichische Finanzintermediäre entwickeln sich dynamisch

Bankensystem steigert Ertragskraft und Schockresistenz Bilanzsumme weiterhin stark steigend

Die unkonsolidierte Bilanzsumme der österreichischen Kreditinstitute zeigte auch in den vergangenen Monaten ein deutliches Wachstum und erreichte im Juni 2005 einen neuen Höchststand von 697,7 Mrd EUR. Im Jahresvergleich bedeutet dies ein Wachstum von 9,7%, die höchste jährliche Zunahme seit Ende 2000. Für das Wachstum war weiterhin das Auslandsgeschäft sowohl auf der Aktivseite (+20% im Jahresvergleich) als auch auf der Passivseite (+12,7%) von besonderer Bedeutung. Darüber hinaus zeigten auch die Verbindlichkeiten gegenüber inländischen Kreditinstituten mit einer Zunahme von 10,2% sowie die eigenen Inlandsemissionen mit einem starken Wachstum von 18,1% eine deutliche Erhöhung. Das Wachstum der Einlagen inländischer Nichtbanken betrug demgegenüber im Jahresvergleich nur 5,3%.

Die konsolidierte Bilanzsumme der österreichischen Banken, die neben Gesellschaften in Österreich insbesondere auch die Tochterbanken in Zentral- und Osteuropa umfasst, lag im Juni 2005 um knapp 13% über dem Wert der unkonsolidierten Bilanzsumme.¹⁷ Die fünf größten Banken¹⁸ erreichten dabei einen Anteil an

der Gesamtbilanzsumme von rund 60%.¹⁹

Der sich seit dem Höchststand im Jahr 1992 fortsetzende Trend einer Reduktion der Bankstellen infolge der zunehmenden Konsolidierung im österreichischen Bankensektor setzte sich auch in den vergangenen Monaten fort. Im Juni 2005 lag die Zahl der Bankstellen bei 5.224 (−9,5% seit dem Höchststand 1992), davon sind 886 Hauptanstalten und 4.338 Zweiganstalten. Die Zahl der Hauptanstalten (nach Berücksichtigung von Neugründungen) reduzierte sich dabei im Jahresvergleich insgesamt um 9, die der Zweigstellen um 21. Die höchsten Rückgänge wurden in Tirol (−11 Bankstellen), im Burgenland (−10 Bankstellen) und in Niederösterreich (−7 Bankstellen) verzeichnet. Zuwächse konnten im Jahresvergleich insbesondere in Salzburg beobachtet werden (+4 Bankstellen). Trotz des rückläufigen Trends ist die Bankstellendichte in Österreich mit 1.570 Einwohnern pro Bankstelle im internationalen Vergleich als noch immer überdurchschnittlich hoch einzustufen.

Die Mitarbeiterkapazitäten zeigten im Juni 2005 einen Rückgang von 2,5% im Vergleich zum Vorjahreswert und betragen damit 65.573.²⁰ Gemessen an der unkonsolidierten Bilanzsumme je Mitarbeiterkapazität kam es zu einem Anstieg, von 9,9 Mio EUR Ende 2004 ausgehend auf

¹⁷ Da die Banken unterschiedliche Rechnungslegungssysteme verwenden, ist bei der Aggregation der Daten mit gewissen Unschärfen zu rechnen.

¹⁸ Bank Austria Creditanstalt AG (BA-CA), Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG (Erste Bank), Raiffeisen Zentralbank Österreich AG (RZB), BAWAG P.S.K. Bank für Arbeit und Wirtschaft und Österreichische Postsparkasse AG (BAWAG P.S.K.) und Österreichische Volksbanken AG (ÖVAG).

¹⁹ In europaweiten Vergleichen erreicht die Erste Bank als größtes österreichisches Kreditinstitut gemessen an der konsolidierten Bilanzsumme (Ende 2004) Platz 43, die RZB Rang 66, die BAWAG P.S.K. Rang 74 und die ÖVAG Rang 111 (Quelle: *The Banker: September 2005, Top 300 European Banks*). Die Eigentümerin der BA-CA, die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, belegt in diesem Vergleich Rang 18.

²⁰ Teilzeitbeschäftigte gehen mit ihrem Beschäftigungsmaß in diese Meldung ein.

10,7 Mio EUR,²¹ was ein Hinweis auf einen effektiveren Einsatz der Personalressourcen ist. Der gestiegene Wert bedeutet eine Annäherung an den EU-Durchschnitt, der Ende 2004 11,1 Mio EUR betrug.²² In Österreich zeigen sich zwischen den Sektoren deutliche Unterschiede. Während auf eine Mitarbeiterkapazität bei den Sonderbanken im Juni 2005 rund 18,7 Mio EUR, bei den Landes-Hypothekenbanken rund 15,8 Mio EUR und bei den Zweigniederlassungen ausländischer Kreditinstitute 15,4 Mio EUR der Bilanzsumme entfallen, macht dieser Betrag bei den Raiffeisenbanken nur 8,1 Mio EUR und bei den Volksbanken 7,1 Mio EUR aus. Die Aktienbanken, Sparkassen und Bausparkassen liegen mit 12,3 Mio EUR, 10,1 Mio EUR und 11,9 Mio EUR im Mittelfeld.

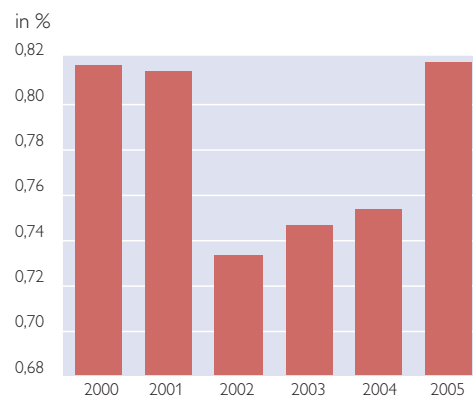
Die historisch stark schwankenden Nominalwerte der besonderen außerbilanzmäßigen Geschäfte der österreichischen Kreditinstitute (Derivatengeschäfte) betragen auf unkonsolidierter Basis im Juni 2005 1.527,9 Mrd EUR. Dies entspricht einem Rückgang von 29,4% im Jahresvergleich und stellt damit nur mehr das 2,2fache der unkonsolidierten Bilanzsumme dar.²³ Die Zinssatzverträge stellen mit 82,9% den nach wie vor höchsten Anteil der besonderen außerbilanziellen Geschäfte dar, gefolgt von den Wechselkurs- und Goldverträgen mit 16,1%.

Gewinne der Banken wachsen weiter

Das Gewinnwachstum der österreichischen Banken beschleunigt sich nach positiven Entwicklungen in den letzten beiden Jahren im Jahr 2005 weiter. In der ersten Jahreshälfte 2005 ist das Betriebsergebnis um 12% im Vergleich zur ersten Jahreshälfte 2004 gestiegen, nachdem es im Jahr 2003 um 4,5% und im Jahr 2004 um 7,6% gewachsen war. Auch die Ergebnisspanne²⁴ erreicht mit 0,82% wieder die Werte aus den Jahren 2000 und 2001 (siehe Grafik 17), bleibt aber noch immer deutlich unter denen aus Mitte der Neunzigerjahre, als sich die Ergebnisspanne um 0,90% bewegte.

Grafik 17

Ergebnisspanne



Quelle: OeNB.

Anmerkung: Ergebnisspanne 2005 ist das annualisierte Halbjahresergebnis.

Die erfolgreiche Entwicklung des operativen Geschäfts spiegelt sich auch in der Aufwand-Ertrag-Relation wider. Mit 64% in den ersten beiden Quartalen 2005 erreichte sie neue Bestwerte seit dem Jahr 1995. Zum Stichtag

²¹ Dabei ist jedoch darauf hinzuweisen, dass außerbilanzielle Geschäfte keine Berücksichtigung finden und daher die Aussagekraft dieser Kennzahl gewissen Einschränkungen unterliegt.

²² Siehe Europäische Zentralbank. 2005. EU Banking Structures. S. 10. – Die Zahlen für Österreich unterscheiden sich in dieser Publikation aufgrund der unterschiedlichen Definition von Kreditinstituten leicht von den hier angeführten Zahlen.

²³ Dieser Rückgang ist insbesondere durch die geringere Geschäftstätigkeit einer einzelnen Großbank beeinflusst. Ohne deren Berücksichtigung zeigt sich ein deutlich geringerer Rückgang der Nominalvolumina von 0,8%.

²⁴ Betriebsergebnis in Relation zur durchschnittlichen Bilanzsumme (annualisiert).

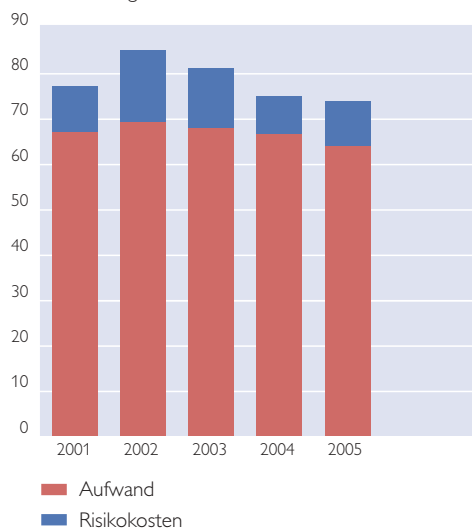
30. Juni 2005 erwarten die Österreichischen Banken für das Gesamtjahr 2005 steigende Risikokosten, weil das Wertpapierrisiko im Jahr 2004 aufgrund eines Einmaleffekts bei der Hebung von stillen Reserven bei Beteiligungen einen hohen ertragswirksamen Effekt hatte. Das per Juni 2005 erwartete Kreditrisiko als Teil der Risikokosten wird hingegen im Jahr 2005 zum vierten Mal in Folge sinken, gemäß den Vorausschätzungen der Banken um 10% im Vergleich zum Vorjahr. Aber auch nach Berücksichtigung der leicht gestiegenen Risikokosten wird die risikoadjustierte Aufwand-Ertrag-Relation²⁵ im Jahr 2005 deutlich unter den Werten der letzten zehn Jahre liegen (für einen 5-Jahres-Vergleich siehe Grafik 18).

Grafik 18

Risikoadjustierte Aufwand-Ertrag-Relation

Relation

in % der Erträge



Quelle: OeNB.

Anmerkung: Aufwand und Ertrag 2005 sind annualisierte Halbjahresergebnisse, die Risikokosten 2005 sind die erwarteten Jahreswerte.

Der für das Jahr 2005 von den Banken erwartete unkonsolidierte Return on Assets (ROA) liegt mit 0,42% leicht unter dem des Vorjahres, was auf den oben erwähnten Bewertungseffekt in den Wertpapierrisikokosten zurückzuführen ist. Dieser Effekt macht sich auch im unkonsolidierten Return on Equity (ROE) bemerkbar, der von 9,1% im Jahr 2004 gemäß den Vorausschätzungen auf 8,6% im Jahr 2005 sinken wird. Eine Zerlegung der Veränderung des ROE in drei Komponenten – risikoadjustierter ROA, Risikoprofil, und regulatorischer Leverage²⁶ – zeigt, dass der größte Teil (91%) des Rückgangs des ROE auf den Rückgang des risikoadjustierten ROA zurückzuführen ist. Beim Rückgang des risikoadjustierten ROA wiederum wirkt sich der leichte (erwartete) Rückgang des Jahresüberschusses (-1,1%) bei einem gleichzeitigen Wachstum der risikogewichteten Aktiva (+4,6) aus. Weder Risikoprofil (wegen des gleichzeitig hohen Wachstums der Bilanzsumme) noch regulatorischer Leverage (wegen konstant hoher Eigenmittelquote) werden sich wesentlich auf die Veränderung des ROE auswirken. Wesentliche Faktoren des Rückgangs des ROE sind also zum einen die aufgrund des Bewertungseffekts aus dem Vorjahr gesunkenen ausgewiesenen Gewinne nach Risikokosten und zum anderen das hohe Bilanzsummenwachstum.

Nach dem für die Banken schlechten Jahr 2002 sind die Wachstumsraten der Erträge seither immer deutlich über jenen der Kosten gelegen. Mit dem sich beschleunigenden Ertragswachstum, das im ersten Halbjahr 2005 6,2% ausmachte, haben sich auch die Kosten mit 3,2% wieder etwas

²⁵ Summe aus operativem Aufwand und Risikokosten in Relation zu den Erträgen.

²⁶ Risikoadjustierter ROA ist das Jahresergebnis in Relation zu den risikogewichteten Aktiva, Risikoprofil sind die risikogewichteten Aktiva in Relation zur Bilanzsumme, regulatorischer Leverage ist die Bilanzsumme in Relation zum Eigenkapital.

deutlicher nach oben bewegt. Bei den Erträgen bleiben Provisions- und Beteiligungsgeschäft die wichtigsten Treiber, bei den Kosten wachsen Personalaufwand verhalten (+1,5%) und Sachaufwand stark (+7,5%).

Während das Provisionsergebnis im ersten Halbjahr 2005 um 13,9%, das Beteiligungsergebnis um 13,6% und das Handelsergebnis um 7,8% gestiegen sind, verläuft das Zinsergebnis seit dem Jahr 2002 weitgehend konstant. Es ist in den beiden ersten Quartalen 2005 nur um 0,5% gewachsen, wobei die weiterhin sinkende Zinsspanne durch ein moderates Kreditwachstum kompensiert wurde. Vor allem im Euro-Geschäft ist die Zinsspanne stark zurückgegangen, während sie sich im Fremdwährungsgeschäft an das Niveau der Euro-Zinsspanne von einem niedrigeren Ausgangspunkt annähert, aber doch noch etwas niedriger ist. Dazu kommt, dass der Anteil der verbrieften Verbindlichkeiten an allen Zinspassiva in den letzten Jahren leicht gestiegen ist und im ersten Halbjahr 2005 24% betrug. Die Refinanzierung über Verbriefungen ist deutlich teurer als über Kundeneinlagen und Interbankenverbindlichkeiten. Die Zinssätze für das Neugeschäft lassen ein weiteres Sinken der Zinsspanne erwarten: Während die Zinsen für Kundeneinlagen zwischen Juni 2004 und Juni 2005 weitgehend konstant blieben, sind die Zinsen für Kredite – insbesondere für Konsum- und Wohnbaukredite – doch recht deutlich gesunken.

Die Analyse des Provisionsergebnisses zeigt, dass drei Viertel des 13,9-prozentigen Wachstums im Provisionsergebnis aus dem Wertpapiergeschäft kommt, das in den zweieinhalb Jahren

nach 2000 stark zurückgegangen ist und seit Mitte 2003 ein sich beschleunigendes Wachstum erfährt: Im ersten Halbjahr 2005 ist das Provisionsergebnis aus dem Wertpapiergeschäft um 30,5% gewachsen, ein Wert, der bisher nur im Jahr 2000 erreicht wurde. Ähnlich kräftig wie das Provisionsergebnis ist auch das Beteiligungsergebnis mit 13,6% gewachsen – fast 80% dieses Wachstums stammen aus dem Inland. Das Handelsergebnis, das für die österreichischen Banken von vergleichsweise geringer Bedeutung ist, stieg nach einem schwächeren Jahr 2004, in dem es um 1,7% gesunken war, im ersten Halbjahr 2005 wieder um 7,8%. Hier konnten die Banken von Kursgewinnen auf Aktien- und Anleihemärkten profitieren, während die Ergebnisse aus Devisenhandel und außerbilanzmäßigen Finanzgeschäften zurückgegangen sind. Aus der negativen Korrelation zwischen Handelserträgen aus dem Wertpapiergeschäft und Handelserträgen aus dem außerbilanzmäßigen Finanzgeschäft ergibt sich ein Indiz dafür, dass zumindest ein Teil der Handelsaktivitäten abgesichert wird. Provisionsspanne²⁷ und Beteiligungsspanne haben sich wegen des hohen Bilanzsummenwachstums im Vergleich zum Vorjahr nur leicht verbessert, die Handelsspanne ist konstant geblieben.

Konsolidiertes Ergebnis deutlich höher als unkonsolidiertes

Die Entwicklung des konsolidierten Ergebnisses ähnelt jener des unkonsolidierten, die Spannen sind hier aufgrund des margenstärkeren Geschäfts in Zentral- und Osteuropa allerdings deutlich höher: Während die konsolidierte Aufwand-Ertrag-Relation mit

²⁷ Die Spannen sind jeweils Provisionsergebnis, Beteiligungsergebnis und Handelsergebnis in Relation zur durchschnittlichen Bilanzsumme (annualisiert).

63% nur etwas besser als der unkonsolidierte Wert ist, liegt die konsolidierte Ergebnisspanne²⁸ mit 0,96% schon recht deutlich über dem unkonsolidierten Wert. Im Ergebnis nach Steuern und Risikovorsorgen zeigt sich mit einem ROA von 0,65% für den konsolidierten Gesamtsektor die vergleichsweise schwache Rentabilität des Inlandsgeschäfts, das einen für das Jahr 2005 erwarteten unkonsolidierten ROA von 0,42% aufweist, am deutlichsten.

Wie schon in den vergangenen Perioden ist in der konsolidierten Betrachtung wegen der expansiven Geschäftstätigkeit in Zentral- und Osteuropa eine deutlich höhere Steigerung sowohl der Kosten (+11%) als auch der Erträge (+12%) zu erkennen. Nach wie vor stellt das Zinsgeschäft den größten Anteil an den Betriebserträgen der österreichischen Banken dar. Im ersten Halbjahr 2005 konnte das Zinsergebnis – in der konsolidierten Betrachtung inklusive der Erträge aus Wertpapieren und Beteiligungen – um 12% gegenüber der Vergleichsperiode des Vorjahres gesteigert werden und macht damit rund 63% der gesamten Betriebserträge aus. Das Provisionsergebnis ist im Vergleich zum Vorjahreswert um 15% gestiegen, das Handelsergebnis ist unverändert geblieben. Auf der Kostenseite sind der Personalaufwand um 8%, der Sachaufwand um

13% und die Abschreibungen um 14% gestiegen.

Die Rentabilität des Auslandsgeschäfts in Zentral- und Osteuropa²⁹ ist also deutlich höher als die des Inlandsgeschäfts, bei dem sich allerdings auch deutliche Verbesserungen abzeichnen. Die aktuelle Aufwand-Ertrag-Relation weist in der Beobachtungsperiode die niedrigsten Werte seit dem Jahr 1995 auf, das operative Inlandsgeschäft ist so rentabel wie zuletzt im Jahr 2000. Die Ergebnisspannen aus Mitte der Neunzigerjahre erscheinen jedoch aufgrund des hohen Wettbewerbs in naher Zukunft unwahrscheinlich. Daher bleibt auch inklusive des konsolidierten Auslandsgeschäfts die Rentabilität des österreichischen Bankensektors im europäischen Vergleich niedrig.

Wachsendes Kreditvolumen bei weiterem Rückgang der Wertberichtigungen

Kreditvergabe wächst kontinuierlich

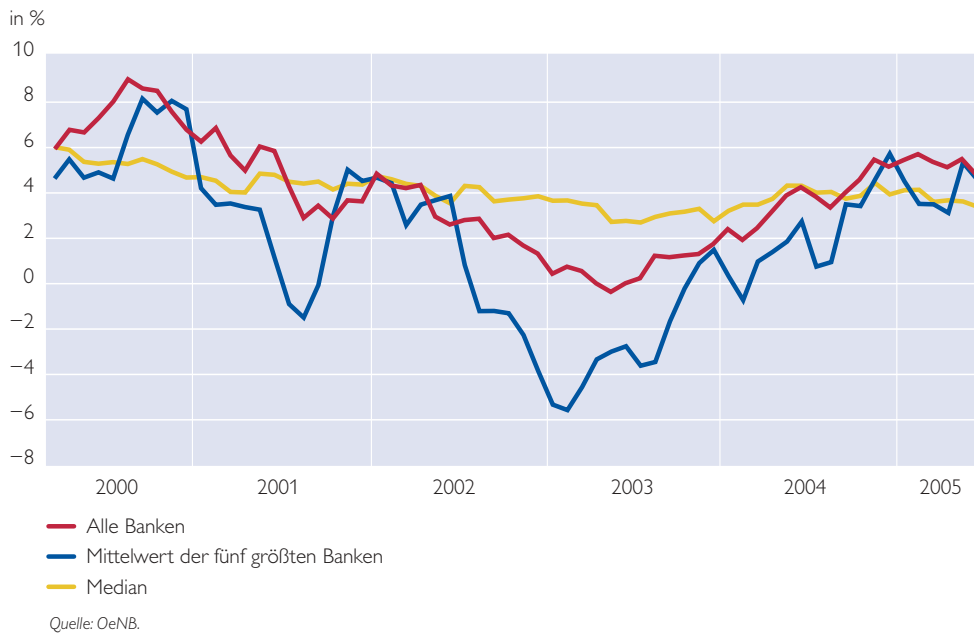
Nach einem kontinuierlichen Anstieg der Kreditvergabe im Jahr 2004 verläuft das Kreditwachstum vor dem Hintergrund einer günstigen Zinsentwicklung in Österreich im ersten Halbjahr 2005 konstant, d.h. mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von rund 5%. Im Juni 2005 betrug die jährliche Wachstumsrate des Kreditvolumens aller österreichischen Banken 4,7% (siehe Grafik 19).

²⁸ Periodenergebnis in Relation zur Bilanzsumme.

²⁹ Details zum Engagement der österreichischen Banken in Zentral- und Osteuropa finden sich im entsprechenden Kapitel auf S. 52ff. in diesem Heft.

Grafik 19

Jährliches Kreditwachstum der österreichischen Banken



Das jährliche Kreditwachstum der fünf größten Banken lag zur Jahresmitte 2005 bei 4,5%. Der Anstieg des Direktkreditvolumens bei den Großbanken in den vergangenen Monaten lässt sich insbesondere auf eine einzelne Großbank zurückführen. Innerhalb dieses Samples ergibt sich jedoch eine große Streuung der Werte, es finden sich darin auch Großbanken, deren Finanzierungsleistung sich im Vergleich zum Vorjahr äußerst schwach entwickelt hat.

Der Median des Direktkreditwachstums ist weniger von der Entwicklung einer einzelnen Bank geprägt und verlief in der Vergangenheit weitgehend stabil. Der Medianwert für die Veränderung der Kreditvergabe betrug zur Jahresmitte 2005 3,3% im Jahresvergleich.

Betrachtet man die Kreditentwicklung nach den einzelnen Bankensektoren, zeigt sich auch hier ein ähnliches Bild. Das seit dem Jahr 2004 einsetzende stärkere Wachstum der Direktkredite lässt sich in nahezu allen Ban-

kensektoren feststellen. Deutlich positiv entwickelte sich in den letzten Monaten der Bausparkassensektor. Während dieser Sektor Mitte 2004 mit einem Rückgang von 2,05% noch ein Schrumpfen der Direktkreditvergabe verzeichnete, stieg die Finanzierungsleistung der Bausparkassen im ersten Halbjahr 2005 mit einem jährlichen Wachstum von 2,6% wieder deutlich an. Wurde die schwache Kreditvergabe der Bausparkassen in der Vergangenheit u.a. mit der Attraktivität von Fremdwährungskrediten begründet, die Bausparkassen aus gesetzlichen Gründen nur beschränkt gewähren dürfen, scheint es dem Sektor in den letzten Monaten wieder gelungen zu sein, vermehrt Kunden zu gewinnen, wobei sich zukünftig auch die im Bausparkassengesetz neu vorgesehenen Bildungs- und Pflegekredite niederschlagen dürften.

Eine Analyse des Wachstums des Direktkreditvolumens nach einzelnen volkswirtschaftlichen Sektoren zeigt mit +11,9% im ersten Halbjahr 2005

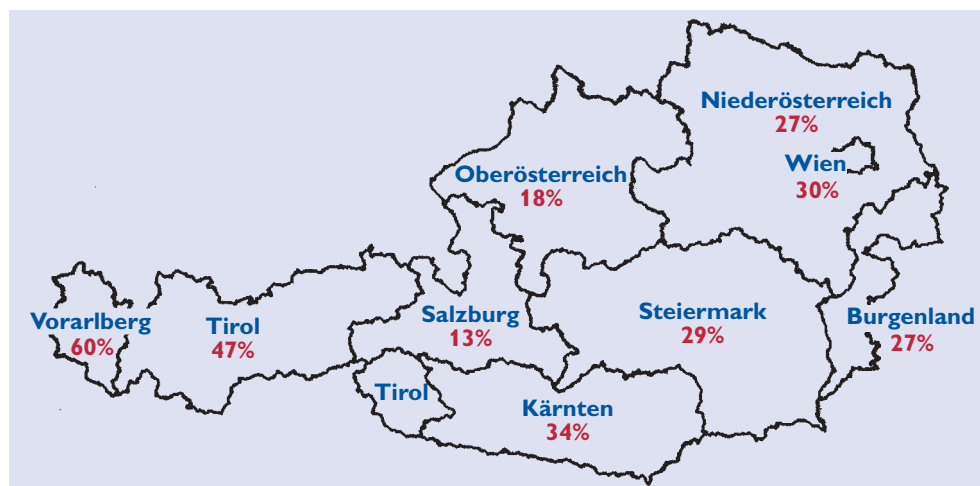
einen starken Finanzierungsbedarf von Nichtbanken-Finanzintermediären (Versicherungen, Investmentfonds) gegenüber Banken. Relativ unverändert stellte sich hingegen die Direktkreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte dar. Die jährliche Wachstumsrate bei den Krediten an Unternehmen lag zur Jahresmitte 2005

bei 2,2%. Bei den privaten Haushalten³⁰ betrug sie 6,8%, wobei hier die Fremdwährungskredite abermals stark überdurchschnittlich wuchsen. Weiterhin nur leicht steigend verlief die Finanzierung des öffentlichen Sektors durch Bankkredite, im Juni 2005 betrug die jährliche Wachstumsrate 2,5%.

Grafik 20

Fremdwährungskreditanteil privater Haushalte

Stand: Juli 2005



Quelle: OeNB.

Anhaltender Fremdwährungskreditboom bei privaten Haushalten

Mit knapp über 50 Mrd EUR im Juli 2005 befindet sich die Summe der Fremdwährungskredite an inländische Nichtbanken auf einem anhaltend hohen Niveau. Dies entspricht einem Anteil an allen an österreichische Nichtbanken vergebenen Krediten von 19,5%.³¹ Abermals sind es die privaten Haushalte, die hierfür verantwortlich sind: Während bei den nicht-

finanziellen Unternehmen der Fremdwährungskreditanteil mit zuletzt 14,2% neuerlich leicht zurückgegangen ist, ist bei den privaten Haushalten der Trend zu Fremdwährungskrediten mit einem Jahreswachstum von 11,9% seit Juli 2004 ungebrochen. Nahezu jeder dritte Kredit (30,4% per Juli 2005) an private Haushalte ist schon in fremder Währung denominiert.

Die Exponierung gegenüber Fremdwährungskrediten stagniert

³⁰ Die Daten für die Kredite an private Haushalte verstehen sich inklusive Fremdwährungskrediten. Da keine Informationen über die zur Rückzahlung dieser Kredite angesparten Tilgungsträger verfügbar sind, handelt es sich bei diesen Werten demgemäß um Höchstwerte. Zu bedenken ist jedoch, dass, während ein vorhandener Tilgungsträger zwar das Kreditrisiko eines Fremdwährungskredites teilweise mindert, das Fremdwährungsrisiko und damit das daraus resultierende indirekte Kreditrisiko nur für den Fall einer währungskongruenten Wahl des Tilgungsträgers verringert wird.

³¹ Zur Problematik der Tilgungsträger siehe Fußnote 30.

dabei im Westen Österreichs auf einem besonders hohen Niveau. So sind etwa in Vorarlberg mehr als 60% aller Kredite von privaten Haushalten Fremdwährungskredite! Demgegenüber war auch in Bundesländern mit einem traditionell niedrigeren Fremdwährungskreditanteil bei privaten Haushalten (etwa Kärnten, Niederösterreich, der Steiermark oder Wien) in den letzten Jahren ein kontinuierlicher Aufholprozess zu bemerken (siehe Grafik 20).

Der Schweizer Franken konnte mit einem Anteil von 89,8% aller Fremdwährungskredite an Nichtbanken per Juli 2005 seine Stellung als dominante Währung behaupten. Die Bedeutung des japanischen Yen stagniert auf niedrigem Niveau und entspricht jener des US-Dollar.

Durch die insgesamt sehr hohen Fremdwährungskreditanteile stellt sich die Frage, inwieweit ein ausreichendes Risikobewusstsein der Haushalte in Bezug auf Währungsrisiken besteht. Es ist besonders auffällig, dass die Beliebtheit der klassischen Fremdwährungskreditwährungen Schweizer Franken und japanischer Yen weniger von deren Kursbewegungen abhängt als vielmehr vom realisierbaren Zinsgewinn. So war der Boom bei Yen-Krediten von 1999 bis 2002 eindeutig von der Entwicklung des Zinsniveaus im japanischen Yen gegenüber jenem im Euro bestimmt. Zwar erscheint es

durchaus rational, die höhere Volatilität etwa des japanischen Yen nur bei entsprechend höheren Zinsvorteilen in Kauf zu nehmen, jedoch sollte nicht ausschließlich dieser Zinsvorteil im Mittelpunkt der Entscheidung stehen, sondern auch das Währungsrisiko. Angesichts des anhaltenden Aufwärtstrends bei privaten Haushalten erscheint eine weitere Sensibilisierung seitens der kreditvergebenden Banken in diese Richtung angebracht.

Steigendes Risikobewusstsein bei Großbanken

Betrachtet man die Aktivseite der Bilanzen der österreichischen Banken, so ist ersichtlich, dass das Kreditrisiko für die Mehrheit der österreichischen Kreditinstitute das wesentliche Risiko darstellt. Die Beurteilung des Kreditrisikos im Rahmen des Finanzmarktstabilitätsberichts erfolgt einerseits durch den jährlich zu erstellenden bankaufsichtlichen Prüfbericht sowie durch die unterjährige Betrachtung der Einzelwertberichtigungen.

Für das Jahr 2004 liegt nun der bankaufsichtliche Prüfbericht zur Analyse vor (siehe Tabelle 5). Der Prüfbericht unterscheidet bei der Beurteilung der Kreditqualität der von den österreichischen Banken vergebenen Kredite zwischen *zins- und ertraglosen*, *notleidenden* und *uneinbringlichen* Forderungen³² an Kunden.

³² Als zins- und ertraglos gelten jene Forderungen an Kunden, bei denen in nächster Zeit nicht mit Zahlungen zu rechnen ist. Notleidende Forderungen sind Forderungen, bei denen Ausfälle zu erwarten sind. Uneinbringlich sind jene Forderungen, die zum Zeitpunkt der Erhebung bereits realisierte Ausfälle darstellen.

Tabelle 5

Kreditqualität gemäß bankaufsichtlichem Prüfbericht

Anteil am Gesamtvolumen der Kredite in %

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Zins- und ertraglose Forderungen an Kunden								
50-Prozent-Quantil (Median)	0,11	0,19	0,16	0,12	0,10	0,11	0,14	0,11
Mittelwert der fünf größten Banken	1,15	1,08	0,98	0,77	0,46	0,65	0,70	0,61
95-Prozent-Quantil	3,89	3,82	3,93	3,37	3,54	3,08	2,88	2,36
Notleidende Forderungen								
50-Prozent-Quantil (Median)	2,28	2,43	2,30	2,44	2,34	2,30	2,22	2,23
Mittelwert der fünf größten Banken	2,81	2,01	1,99	1,51	1,55	1,89	1,79	1,44
95-Prozent-Quantil	8,67	8,64	8,87	9,07	9,25	8,22	8,05	7,69
Uneinbringliche Forderungen								
50-Prozent-Quantil (Median)	0,53	0,55	0,57	0,55	0,49	0,57	0,57	1,00
Mittelwert der fünf größten Banken	0,33	0,38	0,44	0,37	0,36	0,61	0,66	0,65
95-Prozent-Quantil	4,17	4,15	4,11	4,01	4,04	3,83	3,91	4,28

Quelle: OeNB.

Generell lässt sich feststellen, dass die Kreditqualität der Forderungen der österreichischen Banken als zufrieden stellend betrachtet werden kann und sich derzeit aus systemischer Sicht keine beunruhigenden Entwicklungen abzeichnen. Dennoch fällt auf, dass sich insbesondere die uneinbringlichen Forderungen erhöht haben. Der Medianwert für uneinbringliche Forderungen in Prozent der Gesamtforderungen stieg bei den österreichischen Banken von 0,57% im Jahr 2003 auf 1% im Jahr 2004. Damit erreichten die uneinbringlichen Forderungen einen Höchstwert im Vergleich zu den Vorjahren. Ebenso stiegen die uneinbringlichen Forderungen für das 95-Prozent-Quantil und erreichten ebenfalls einen langfristigen Höchstwert. Diese Entwicklung deutet darauf hin, dass zahlreiche österreichische Banken bislang notleidende Forderungen nun als uneinbringlich betrachten und das Kreditportfolio dementsprechend bereinigt haben.

Bei den Großbanken wiederum zeigt sich, dass sich die Kreditqualität durch alle Forderungsklassen gemäß

bankaufsichtlichem Prüfbericht hinsichtlich verbessert hat. Sowohl bei den zins- und ertraglosen sowie den notleidenden als auch bei den uneinbringlichen Forderungen ergab sich im Jahr 2004 für die – gemessen an der Bilanzsumme – fünf größten Banken ein Rückgang der Problemkredite in Prozent der Gesamtkredite im Vergleich zum Vorjahr. Diese Verbesserung der Kreditqualität sowie der geringere Bedarf an Wertberichtigungen (siehe unten) deuten darauf hin, dass die Kreditrisikosteuerung der Großbanken bis inklusive 2004 von höherem Risikobewusstsein geprägt ist.

Abschließend kann festgehalten werden, dass zwar der Anteil der uneinbringlichen Forderungen in Prozent der Gesamtkredite gestiegen ist. Da dies jedoch auf Portfoliobereinigungen schließen lässt und gleichzeitig der Anteil der zinslosen Forderungen gesunken ist, also keine neu zugegangenen Problemkredite entstanden sind, lässt sich eine aus Sicht der Finanzmarktstabilität insgesamt positive Entwicklung der Kreditqualität für das Jahr 2004 feststellen.

Wertberichtigungsbedarf leicht gesunken

Zur unterjährigen Beurteilung der Kreditqualität im österreichischen Bankensektor werden die Einzelwertberichtigungen zur Analyse herangezogen. Der Anteil der Einzelwertberichtigungen an den Kundenforderungen³³ der österreichischen Banken betrug im Juni 2005 auf unkonsolidierter Basis 3,2%. Dies bedeutet einen leichten Rückgang des Wertberichtigungsbedarfs im Vergleich zum Vorjahr, als 3,4% der Kundenforderungen wertberichtigt werden mussten.

Diese Entwicklung zu niedrigeren Einzelwertberichtigungen lässt sich vor allem bei den größeren Banken feststellen. Im Juni 2005 betrug der Einzelwertberichtigungen der fünf größten Banken in Relation zu den Kundenforderungen im Mittel 2,9% und lagen damit unter dem österreichischen Durchschnitt. Seit dem letzten Höchststand an Wertberichtigungen im Februar 2004 konnten damit die fünf größten österreichischen Banken ihren Bedarf an Wertberichtigungen um 12% reduzieren. Diese Reduktion der Wertberichtigungen liegt im Trend der EU-Entwicklung, wo sich derzeit historisch niedrige Niveaus an Wertberichtigungen feststellen lassen.

Der Medianwert für die Wertberichtigungen liegt in der Regel über jenem der Großbanken sowie über dem Durchschnittswert aller österreichischen Banken. Auch zur Jahresmitte

2005 erreichte er mit 4,6% einen höheren Wert als die anderen.

Die Beurteilung der Wertberichtigungen zu Kundenforderungen nach Sektorzugehörigkeit zeigt den höchsten Wertberichtigungsbedarf im Volksbanken- und im Raiffeisensektor. Zu den Banken mit einem überdurchschnittlich hohen Wertberichtigungsbedarf (über 15%) zählen vergleichsweise viele kleine Raiffeisenbanken, die aus risikopolitischer Sicht keinen besonderen Einfluss auf die gesamtösterreichische Situation haben. Im Vergleich zum Vorjahr ist der Wertberichtigungsbedarf des Volksbanken- und Raiffeisensektors gesunken. Die Landes-Hypothekenbanken verzeichneten einen deutlichen Rückgang der Einzelwertberichtigungen zu Kundenforderungen, der entsprechende Wert lag im Juni 2005 bei 1,8%. Bei den übrigen Sektoren lassen sich kaum Veränderungen in der Entwicklung der Einzelwertberichtigungen feststellen.

Das sich in Österreich seit Ende 2003 erholende Kreditwachstum könnte, wie die Erfahrung aus vergangenen Kreditzyklen zeigt, in Zukunft nach einer längeren Periode von Rückgängen wieder zu einem moderaten Ansteigen der Kreditrisikokosten führen. Hierfür können mehrere Faktoren, wie die steigende Risikoexponierung der privaten Haushalte und u.a. erdölpreisbedingte Konjunkturrisiken, ins Treffen geführt werden.

³³ Da die Wertberichtigungen bezüglich der Forderungen gegenüber Kreditinstituten erfahrungsgemäß eher gering ausfallen, werden sie in der Analyse nicht berücksichtigt.

Abschluss der OeNB/FMA-Leitfadenreihe zu Basel II

Mit der Veröffentlichung der Leitfäden zum Management des operationellen Risikos sowie zur Gesamtbankrisikosteuerung schließen die OeNB und die Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) ihre Leitfadenreihe zu Basel II vorerst ab.

Der Leitfaden zur Behandlung des operationellen Risikos bietet zunächst eine Einführung in die Thematik dieser Risikokategorie, indem er auf die Entwicklung des zugehörigen Risikobegriffs sowie Eigenheiten und Bedeutung des operationellen Risikos in Banken und Wertpapierfirmen eingeht und mit Fallbeispielen illustriert. In der Folge stellt er die Methoden des Managements operationeller Risiken beispielhaft dar, wobei auch auf die besondere Situation von kleinen Kreditinstituten sowie von Wertpapier- und Investmentfirmen eingegangen wird. Den Maßnahmen in der Behandlung operationeller Risiken ist ein eigenes Kapitel gewidmet, das die wesentlichen Risikobereiche und -minderungsmaßnahmen beleuchtet und dabei nach den vier Ursachen des operationellen Risikos (Menschen, Systeme, also Infrastruktur bzw. Informationstechnologie, Prozesse und externe Ereignisse) vorgeht. Außerdem enthält es einen eigenen Abschnitt zum Rechtsrisiko. Es werden für jede Ursache allgemeine und spezifische Risiken sowie Maßnahmen zu ihrer Verringerung behandelt. Das letzte Kapitel des Leitfadens beschreibt schließlich die Ansätze zur Eigenmittelberechnung und die mit ihnen verbundenen Anwendungserfordernisse: Basisindikatoransatz, Standardansatz bzw. alternativer Standardansatz und fortgeschrittene Messansätze (Advanced Measurement Approaches – AMAs) werden kritisch gewürdigt und mit ihren qualitativen und quantitativen Anforderungen dargestellt.

Der Leitfaden zur Gesamtbankrisikosteuerung setzt sich eingehend mit der Thematik der internen Kapitalallokation auseinander. In der internationalen Diskussion werden die entsprechenden Verfahren als ICAAP (Internal Capital Adequacy Assessment Process) bezeichnet. Als Einführung in das Thema bietet der ICAAP – Leitfaden eine Auflistung und Erklärung der grundsätzlichen Anforderungen an einen adäquaten Kapitalallokationsprozess sowie eine Darstellung des aufsichtsrechtlichen Hintergrunds (Einbettung des ICAAP in die neuen Bestimmungen nach Basel II). Dem Proportionalitätsgedanken – an Komplexität, Risikogehalt und Umfang der Geschäfte sowie Größe der Bank angepasste Risikomanagementmethoden – wird ein eigener Abschnitt gewidmet. Zentrales Thema des Leitfadens ist die ausführliche Darstellung und Erläuterung aller wesentlichen Bestandteile eines ICAAP. Ausgehend von der Implementierung einer geeigneten Risikostrategie wird die Bewertung aller wesentlichen Risiken ausführlich erklärt. Im Anschluss daran werden die unterschiedlichen Kapitalarten und ihre Eignung zur Risikoabdeckung näher erläutert. Auf die Bedeutung eines der Risikosituation angepassten Limitwesens und auf die Notwendigkeit des Vorhandenseins von effizienten internen Kontrollmechanismen wird in einem eigenen Abschnitt näher eingegangen. Der Leitfaden schließt mit einem Kapitel zur praktischen Umsetzung eines internen Kapitalallokationsverfahrens. Es werden hierbei die Voraussetzungen für eine erfolgreiche und effiziente Umsetzung des ICAAP erläutert sowie die wesentlichsten Erfolgsfaktoren dargestellt.

Marktrisiko zeigt unterschiedliche Tendenzen

Die Reduktion des Zinsrisikos im Bankbuch bestätigt sich in der ersten Jahreshälfte, während im Aktienhandel und bei den offenen Devisenpositionen – ausgehend von niedrigem Niveau – mehr Risikobereitschaft zu beobachten ist.

Die im Jahr 2004 im österreichischen Bankensystem erfolgte Reduktion des Zinsänderungsrisikos im

Bankbuch dürfte nachhaltiger Natur sein; die Indikatoren deuten auf ein nur verhältnismäßig geringes Ansteigen dieses Risikos im ersten Halbjahr 2005 hin: Der bilanzsummengewichtete Durchschnitt der Basler Zinsrisikoquotienten³⁴ aller österreichischen Kreditinstitute ist während des Jahres 2004 von 7,8% auf 6,1% zurückgegangen und beträgt zur Jahresmitte 2005 nunmehr 6,4%. Diese Entwicklung dürfte u.a. auf die in Relation zu

³⁴ Basler Zinsrisikoquotient: Barwertverlust infolge einer Parallelverschiebung der Zinskurven in allen Währungen um 200 Basispunkte in Relation zu den anrechenbaren Eigenmitteln einer Bank.

Fixzinskrediten steigende Nachfrage nach variabel verzinsten Krediten zurückzuführen sein, wodurch die Spielräume zur Durchführung der Fristentransformation und in der Folge auch die damit verbundenen Risiken vermindert werden. Einem auf diese Weise reduzierten Zinsänderungsrisiko steht allerdings ein gesteigertes Kreditrisiko gegenüber, welches darin besteht, dass Kreditnehmer im Fall steigender variabler Kreditzinsen in Zahlungsschwierigkeiten kommen können.

Im Gegensatz zum Bankbuch ist das Zinsrisiko im Handelsbuch – gemessen am Eigenmittelerfordernis für Positionsriskien in zinsbezogenen Instrumenten – im ersten Halbjahr 2005 deutlich gestiegen, und zwar von 610 Mio EUR auf 810 Mio EUR. Diese auf einzelne Großbanken zurückzuführende Steigerung war in der Folge jedoch nicht nachhaltig: Mit Ende August 2005 lag der Wert wiederum bei knapp 600 Mio EUR.

Die Aktivitäten beim Aktienhandel haben sich im ersten Halbjahr 2005 ausgeweitet. So ist das entsprechende Eigenmittelerfordernis von 43 Mio EUR zu Beginn des Jahres auf 71 Mio EUR zur Jahresmitte gestiegen – ein Umstand, der auf das Engagement einzelner größerer Marktteilnehmer zurückzuführen ist. Dennoch ergibt sich für das österreichische Bankensystem keine signifikante Ausweitung der Exponierung gegenüber dem Aktienkursrisiko: Der entsprechende Stress-test, der nicht auf Positionen des Handelsbuchs eingeschränkt ist, sondern alle börsennotierten Aktien des Handels- und Bankbuchs einschließt, zeigt eine nur geringfügige Steigerung des Aktienkursrisikos.

Direkte Fremdwährungsrisiken, denen die Banken aufgrund ihrer offenen Devisenpositionen ausgesetzt sind, haben in der ersten Jahreshälfte 2005 eine Steigerung erfahren. So ist das diesbezügliche Eigenmittelerfordernis von 53 Mio EUR auf 97 Mio EUR gestiegen, ein Wert der zuletzt vor vier Jahren erreicht worden war.

Zahlungs- und Wertpapierabwicklungssysteme erweisen sich als weiterhin stabil

Im ersten Halbjahr 2005 wurden insgesamt rund 206 Millionen Transaktionen im Gesamtwert von 5.812,6 Mrd EUR über die der Zahlungssystemaufsicht der OeNB unterliegenden Zahlungs- und Wertpapierabwicklungssysteme abgewickelt. Die höchste Transaktionsanzahl (rund 101,1 Millionen) wurde dabei über die Zahlungssysteme mit Lastschriftfunktion (dominiert von Maestro POS), das höchste Wertevolumen (rund 5.078 Mrd EUR) über das von der OeNB betriebene Zahlungssystem ARTIS/TARGET³⁵ abgewickelt. Bei den Wertpapierabwicklungssystemen waren im Jahresvergleich vor allem im „over-the-counter“-Bereich deutliche Steigerungen von anzahlmäßig rund +89,5% und wertmäßig +76% zu verzeichnen.

Mit der Central Counterparty Austria (CCP.A), einer gemeinsamen Tochtergesellschaft der Wiener Börse und der Oesterreichischen Kontrollbank (OeKB), hat im ersten Halbjahr 2005 erstmals eine zentrale Vertragspartei sowohl für den Kassa- als auch den Terminmarkt der Wiener Börse den Betrieb aufgenommen, wodurch die beiden bislang bestehenden Systeme *Abwicklungs- und Clearingsystem*

³⁵ ARTIS: Austrian Real Time Interbank Settlement; TARGET: Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer.

für den Handel mit Optionen und Finanzterminkontrakten sowie Arrangementsystem der Wiener Börse abgelöst wurden. Die Einrichtung einer zentralen Vertragspartei entspricht dem europäischen Trend und wird dazu beitragen, die Stabilität des österreichischen Finanzmarktes weiter zu erhöhen.

Das für die österreichischen Banken, gemessen am Transaktionswert, wichtigste internationale Zahlungssystem war weiterhin das Großbetragszahlungssystem EURO 1 mit rund 485 Mrd EUR. Gemessen an der Transaktionsanzahl lag das Massenzahlungssystem STEP 2 mit rund 4,4 Millionen Zahlungsaufträgen voran.

Im ersten Halbjahr 2005 waren bei den beaufsichtigten Zahlungs- und Wertpapierabwicklungssystemen insgesamt 17 Systemstörungen³⁶ zu verzeichnen. Diese waren ohne Folge-

wirkungen auf das österreichische Finanzsystem, da sie im Wesentlichen (12 Systemstörungen) 4 Kleinbetragszahlungssysteme betrafen, die anzahl- wie wertmäßig lediglich rund 0,3% sämtlicher in Österreich anfallender Kleinbetragszahlungen abwickeln. Die restlichen Systemstörungen betrafen die Teilnahme einer österreichischen Bank an einem internationalen Zahlungssystem. Sie waren ebenfalls unkritisch, da diese Bank auf andere Zahlungswege ausweichen konnte. Hervorzuheben ist, dass es weder bei ARTIS/TARGET noch bei den Wertpapierabwicklungssystemen oder den für viele Massenzahlungssysteme wichtigen Infrastruktureinrichtungen der Austrian Payment Systems Services (APSS) GmbH zu Systemstörungen gekommen ist.

Tabelle 6

Transaktionen und Systemstörungen im Zeitraum von Jänner bis Juni 2005

	Transaktionen		Systemstörungen
	Anzahl in Millionen	Wert in Mrd EUR	Anzahl
ARTIS/TARGET	1,9	5.077,8	0
Wertpapierabwicklungssysteme	0,8	157,3	0
Kleinbetragszahlungssysteme	197,4	15,5	12
Teilnahme an internationalen Zahlungssystemen	5,9	562,0	5

Quelle: OeNB.

Das Engagement österreichischer Banken in Zentral- und Osteuropa wächst mit lokal unterschiedlicher Dynamik weiter³⁷

Das Engagement der österreichischen Banken in den zentral- und osteuropä-

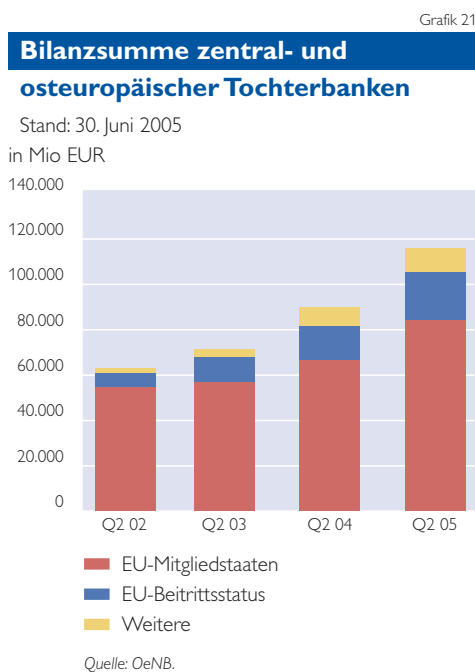
ischen Ländern weist weiterhin stabile Wachstumsraten, sowohl bei der Bilanzsumme als auch bei der Profitabilität, auf. Insgesamt agieren 11 österreichische Banken mit 54 vollkonsolidierten Tochterbanken auf diesem Markt. Davon entfallen 26 auf die

³⁶ Systemstörung ist definiert als jeder 30 Minuten übersteigende durch das Zahlungssystem bedingte Stillstand während der Betriebszeiten oder jeder störungsbedingte Stillstand innerhalb des Zeitraums von 30 Minuten vor Buchungsende des Systems.

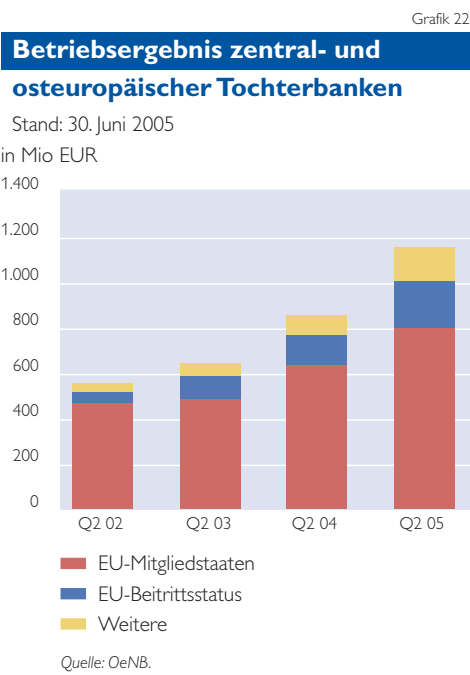
³⁷ Quelle ist der Vermögens- und Erfolgsausweis, den die österreichischen Bankenkonzerne seit Anfang 2002 quartalsweise melden. Diese Meldung umfasst ausgewählte Positionen aus den konsolidierten Jahresabschlüssen der Konzernmütter und ihrer vollkonsolidierten Tochterbanken im Ausland.

EU-Mitgliedstaaten der letzten Erweiterungsrunde³⁸ und je 14 auf jene Länder mit EU-Beitrittsstatus³⁹ sowie auf weitere zentral- und osteuropäische Länder⁴⁰.

Die aggregierte Bilanzsumme aller vollkonsolidierten Auslandstöchter auf diesen Märkten betrug per Ende Juni 2005 rund 115,5 Mrd EUR, was einem Anstieg von 29% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Im Vergleich zur Vorperiode bedeutet das eine Steigerung der Wachstumsrate um 4 Prozentpunkte. Dabei weisen Tochterbanken in Ländern mit EU-Beitrittsstatus (+38%) sowie in weiteren zentral- und osteuropäischen Ländern (+40%) ein dynamischeres Wachstum als jene der EU-Mitgliedstaaten (+26%) auf, allerdings ausgehend von niedrigeren Niveaus (siehe Grafik 21).



Das gleiche Bild zeigt sich beim aggregierten Betriebsergebnis der zentral- und osteuropäischen Tochterbanken. Es ist von Ende Juni 2004 bis Ende Juni 2005 um 35% auf rund 1.152 Mio EUR angestiegen, was einer Steigerung der Wachstumsrate um 2 Prozentpunkte entspricht. Auch hier weisen die Tochterbanken in den Ländern mit EU-Beitrittsstatus (+56%) sowie in weiteren zentral- und osteuropäischen Ländern (+71%) ein dynamischeres Wachstum als jene der EU-Mitgliedstaaten (+25%) auf (siehe Grafik 22).



Die Aufwand-Ertrag-Relation⁴¹ der vollkonsolidierten Tochterbanken in Zentral- und Osteuropa verbesserte sich von 58,9% im Juni 2004 auf 56,4% im Juni 2005, was auf eine stärkere Zunahme bei den Betriebserträgen

³⁸ EU-Mitgliedstaaten: Polen (PL), die Slowakei (SK), Slowenien (SI), die Tschechische Republik (CZ) und Ungarn (HU).

³⁹ EU-Beitrittsstatus: Bulgarien (BG), Kroatien (HR), Rumänien (RO) und die Türkei (TR).

⁴⁰ Weitere: Albanien (AL), Bosnien und Herzegowina (BA), Russland (RU), Serbien und Montenegro (CS), die Ukraine (UA) und Weißrussland (BY).

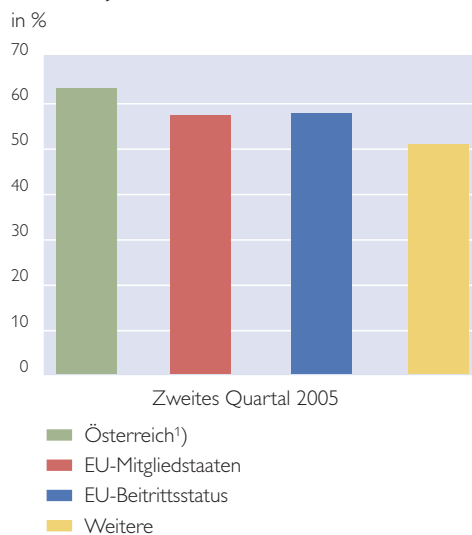
⁴¹ Verwaltungsaufwand in Relation zu den Betriebserträgen vor Abzug der Nettorisikovorsorge im Kreditgeschäft.

(+27%) als bei den Betriebsaufwendungen (+22%) zurückzuführen ist (siehe Grafik 23). Die Bedeutung des Engagements der österreichischen Banken in Zentral- und Osteuropa hinsichtlich ihrer Profitabilität zeigt sich auch im Verhältnis des Anteils der Bankentöchter an der aggregierten Bilanzsumme ihrer elf Mütter (rund 23%) zu ihrem Anteil am aggregierten Betriebsergebnis (rund 42%).⁴²

Grafik 23

Aufwand-Ertrag-Relation zentral- und osteuropäischer Tochterbanken

Stand: 30. Juni 2005



Quelle: OeNB.

¹⁾ Aufwand-Ertrag-Relation österreichischer Banken mit den Töchtern in Zentral- und Osteuropa, inklusive der Aufwände und Erträge der Töchter.

Die Exponierung des österreichischen Bankensystems gegenüber Zentral- und Osteuropa im Bereich des Kreditrisikos setzt sich aus zwei Komponenten zusammen. Zum einen werden Kredite von in Österreich ansässigen Banken in diese Region vergeben (direkte grenzüberschreitende Kredite), zum anderen findet eine Kreditvergabe durch in der Region agierende Tochterbanken österreichischer Kreditinstitute statt (indirekte Kredite). Zusammen ergeben sie per Juni 2005 eine Kreditexponierung gegenüber dem Ausland in der Höhe von 122,3 Mrd EUR (+4% seit Jahresbeginn). Davon entfallen 74,2 Mrd EUR (+11%) auf Zentral- und Osteuropa, von denen wiederum rund zwei Drittel auf die bereits der EU beigetretenen Länder entfallen (siehe Tabelle 7).

Dies untermauert die wichtige Rolle Zentral- und Osteuropas für das österreichische Bankensystem. Die Konzentration des Engagements österreichischer Banken auf die mittlerweile der EU beigetretenen Staaten schränkt insbesondere Risiken aus den institutionellen, gesetzlichen und damit auch wirtschaftlichen Rahmenbedingungen dieser Märkte ein.⁴³ Demgegenüber muss jedoch auch die ungleich dynamischere Geschäftstätigkeit in jenen Ländern, die (noch) nicht der EU beigetreten sind, bedacht werden.

⁴² Die Anteile beziehen sich auf die ungewichtet aggregierte Bilanzsumme bzw. das ungewichtet aggregierte Betriebsergebnis vollkonsolidierter Tochterbanken in Zentral- und Osteuropa.

⁴³ In diesem Zusammenhang sei auch das Ende Juli 2005 von der Ratingagentur Fitch Ratings vorgestellte neue Verfahren zur Beurteilung des systemischen Bankenrisikos erwähnt. Österreich erhielt dabei eine lediglich durchschnittliche Beurteilung. Ein Mitgrund für diese Einschätzung dürfte u.a. in einer undifferenzierten Betrachtung der Risikosituation in den zentral- und osteuropäischen Ländern liegen.

Tabelle 7

Kreditexpansion gegenüber zentral- und osteuropäischen Ländern

Stand: 30. Juni 2005
in Mrd EUR

	Ausland															
	Zentral- und Osteuropa															Weitere ³⁾
	EU-Mitgliedstaaten					EU-Beitrittsstatus										
	CZ	HU	PL	SI	SK		BG	HR	RO		BA	RU	UA			
Direkte Kredite¹⁾	68,5	24,6	14,3	4,5	2,3	3,2	2,8	1,5	5,5	0,4	3,8	1,4	4,7	0,3	3,5	0,1
Anteil am Ausland (in %)		35,9	20,9	6,5	3,4	4,7	4,0	2,3	8,1	0,5	5,5	2,1	6,9	0,5	5,1	0,2
Indirekte Kredite²⁾	53,9	49,6	35,0	13,1	8,3	6,7	1,9	4,9	10,1	1,4	6,9	1,8	4,6	1,5	1,5	0,4
Anteil am Ausland (in %)		92,1	65,0	24,3	15,4	12,5	3,6	9,2	18,7	2,5	12,8	3,4	8,4	2,7	2,8	0,8
Summe	122,3	74,2	49,3	17,6	10,6	9,9	4,7	6,5	15,6	1,7	10,7	3,2	9,3	1,8	5,0	0,6
Anteil am Ausland (in %)		60,7	40,3	14,4	8,7	8,1	3,8	5,3	12,8	1,4	8,7	2,6	7,6	1,5	4,1	0,5

Quelle: OeNB.

¹⁾ Nicht verbriefte Kredite, die von österreichischen Banken an Nichtbanken im Ausland vergeben wurden.

²⁾ Nicht verbriefte Kredite, die von Töchtern österreichischer Banken an Nichtbanken vergeben wurden.

³⁾ Neben Bosnien und Herzegowina (BA), Russland (RU) und der Ukraine (UA) beinhaltet „Weitere“ auch Albanien (AL), Serbien und Montenegro (CS) und Weißrussland (BY).

Anhaltend hohe Rentabilität der Banken

in Zentral- und Osteuropa¹

In einigen der hier untersuchten Ländern beschleunigte sich das BIP-Wachstum im Jahresabstand im ersten Halbjahr 2005 (Tschechische Republik, Bulgarien) oder verblieb auf relativ hohem Niveau (Slowakei, Rumänien). In Ungarn, Slowenien und Kroatien kehrten die jährlichen Wachstumsraten im zweiten Quartal 2005 auf deutlich höhere Niveaus zurück; in Polen waren sie im zweiten Quartal 2005 zwar etwas stärker, jedoch weiterhin auf relativ niedrigem Niveau. Das BIP-Wachstum wurde in der Tschechischen Republik, Ungarn, Polen und Slowenien von den Nettoexporten getragen, während die gesamte Inlandsnachfrage schrumpfte bzw. stagnierte. In der Slowakei, Bulgarien, Rumänien und Kroatien wurde das Wachstum primär von der inländischen Nachfrage getrieben. In diesem ökonomischen Umfeld blieb die Kreditexpansion an Unternehmen und Haushalte in Bulgarien und Rumänien am dynamischsten, während sie sich in der Slowakei und Kroatien, aber auch – trotz schwacher Inlandsnachfrage – in der Tschechischen Republik und Slowenien beschleunigte. In der Tschechischen Republik und in der Slowakei beruhte dies (ausgehend von bisher sehr niedrigen Wachstumsraten) auf der stärkeren Expansion der Unternehmenskredite, die allerdings die anhaltend starke Ausweitung der Haushaltskredite nicht erreichen konnte. Kredite an Haushalte wuchsen auch in den anderen hier untersuchten Ländern stärker als Kredite an Unternehmen. Trotz des Anstiegs des Wachstums der Kredite an Unternehmen und Haushalte blieb die in diesen vier Ländern zuletzt beobachtete Dynamik (15% bis 25% im Jahresabstand) deutlich unter jener in Bulgarien und Rumänien (35% bis 40%). Allerdings war diese Dynamik sowohl in Bulgarien als auch in Rumänien bereits deutlich schwächer als Mitte 2004. Diese Abschwächung dürfte zumindest zum Teil auch die Maßnahmen der Notenbank zur Eindämmung des Kreditwachstums reflektieren. Auch in Ungarn setzte sich die graduelle Mäßigung der Kreditnachfrage in den ersten acht Monaten des Jahres 2005 (auf etwa 15% im Jahresabstand) fort. In Bulgarien und Rumänien, die einen

¹ In diesem Abschnitt wird die Entwicklung des gesamten Bankensektors in der Tschechischen Republik, Ungarn, Polen, der Slowakei, Slowenien, Bulgarien, Kroatien und Rumänien untersucht, nicht nur die Entwicklung der in diesen Ländern etablierten Tochterbanken des österreichischen Bankensektors.

sehr hohen Fremdwährungsanteil an den inländischen Krediten an Unternehmen und Haushalte aufweisen, wurde die Verlangsamung der Kreditdynamik zwischen Ende 2004 und Juli 2005 von einem leichten Rückgang des Fremdwährungsanteils am ausstehenden Kreditvolumen begleitet. Allerdings kann die Gefahr nicht von der Hand gewiesen werden, dass Versuche, das inländische Kreditwachstum einzudämmen, zu einer verstärkten direkten Verschuldung von Unternehmen und – in geringerem Ausmaß – von Haushalten im Ausland führen. In der Tat ist die Bruttoauslandsverschuldung der Unternehmen in Bulgarien im Lauf des ersten Halbjahres 2005 stärker gestiegen als in der gleichen Periode des Vorjahres. In Ungarn hingegen, einem Land mit ebenfalls hohem Fremdwährungsanteil, betraf die Mäßigung der Kreditnachfrage vor allem Kredite in der Landeswährung, sodass der Fremdwährungsanteil in den ersten sieben Monaten des Jahres 2005 weiter auf über 40% stieg, wobei zugleich der Anteil des Schweizer Franken innerhalb der Fremdwährungskredite weiterhin dynamisch anstieg und Mitte 2005 bereits 40% erreichte, während der Anteil des Euro auf 51% zurückging. In fast allen hier untersuchten Ländern verbesserte sich die Ertragslage der Banken oder blieb auf hohem Niveau weitgehend stabil, mit der Ausnahme eines leichten Rückgangs in Kroatien.

Dabei verringerte sich der Nettozinsertrag (in Prozent der Aktiva) in mehreren Ländern, was die Banken jedoch durch verbesserte Kosteneffizienz und/oder die Steigerung der Nicht-Zinserträge kompensieren konnten. Aufgrund der günstigen Entwicklung des Anteils notleidender Forderungen² trug die Verringerung des Aufwands für Wertberichtigungen in der Mehrzahl der Länder ebenfalls positiv zur Ertragsentwicklung bei. Allerdings könnte sich dies mit der Alterung des Kreditportfolios in Hinkunft ändern.

² Notleidende Forderungen sind definiert als Substandard-, zweifelhafte und uneinbringliche Forderungen. Unterschiede in den nationalen Klassifizierungsvorschriften und in der Breite der in die Klassifizierung einbezogenen Forderungen machen einen länderübergreifenden Vergleich nicht sinnvoll.

Nominelle Eigenkapitalrendite

in %	2001	2002	2003	2004	H1 04	H1 05
Bulgarien	18,9	14,6	14,8	16,6	18,5	18,6
Kroatien	6,6	13,7	14,5	16,1	17,9	14,5
Polen	12,8	5,3	5,5	17,4	17,7	21,2
Rumänien	26,3	21,0	17,7	18,0	20,5	19,7
Slowakische Republik	7,9	11,5	10,5	12,3	13,8	14,6
Slowenien	0,6	8,5	8,2	8,7
Tschechische Republik	16,4	27,1	23,4	23,1	22,4	29,3
Ungarn	16,0	16,1	18,7	23,8	25,8	27,1

Anmerkung: Auf Basis des Nachsteuergewinns. Unterjährige Daten sind linear annualisiert.

Nettozinsertrag

in % des jahresdurchschnittlichen Bestands an Bankaktiva	2001	2002	2003	2004	H1 04	H1 05
Bulgarien	4,2	3,9	4,7	4,9	4,9	4,4
Kroatien	3,6	3,3	3,3	3,0	3,1	3,0
Polen	3,7	3,4	3,1	3,2	3,2	3,2
Rumänien	2,6	3,4	4,7	4,8	5,4	3,7
Slowakische Republik	2,5	2,7	2,9	2,8	2,9	2,2
Slowenien	3,6	3,7	3,2	2,8	2,9	2,7
Tschechische Republik	2,5	2,4	2,1	2,3	2,2	2,3
Ungarn	4,2	4,3	4,0	4,3	4,0	3,9

Anmerkung: Daten zwischen den Ländern nicht vergleichbar. Unterjährige Daten sind linear annualisiert.

Laufender Betriebsaufwand

in % des laufenden Betriebsertrags

	2001	2002	2003	2004	H1 04	H1 05
Bulgarien	64,1	63,5	63,0	58,3	55,4	51,6
Kroatien	65,6	59,3	56,9	54,3	55,5	56,4
Polen	62,4	63,5	68,7	65,3	64,8	60,8
Rumänien	57,8	62,0	65,1	61,6	58,4	64,0
Slowakische Republik	65,7	57,9	64,6	56,2	56,6	56,3
Slowenien	65,2	59,7	62,5	60,8	57,8	53,7
Tschechische Republik	53,4	51,4	52,6	47,2	49,0	45,7
Ungarn	66,7	64,7	60,1	53,0	49,8	49,4

Nettoänderung an Wertberichtigungen

in % des laufenden Betriebsertrags

	2001	2002	2003	2004	H1 04	H1 05
Bulgarien	-8,7	1,3	3,7	9,4	6,2	12,9
Kroatien	13,7	6,6	7,7	6,6	4,5	4,9
Polen	18,9	22,9	15,2	7,9	7,0	4,4
Rumänien	4,7	2,0	5,5	7,3	6,3	3,0
Slowakische Republik	-33,4	-9,8	-12,5	-9,2	-14,2	-3,3
Slowenien	25,9	19,8	16,6	16,0	17,1	18,5
Tschechische Republik	22,8	9,3	0,8	9,9	11,1	8,6
Ungarn	4,3	4,7	5,5	7,5	8,7	2,4

Notleidende Forderungen

in % aller Forderungen

	2001	2002	2003	2004	H1 04	H1 05
Bulgarien	4,5	3,6	4,2	3,6	2,4	2,8
Kroatien	7,3	5,9	5,1	4,6	5,1	4,3
Polen	18,4	21,6	22,1	15,1	17,9	14,0
Rumänien	3,3	2,3	8,3	8,1	8,5	8,2
Slowakische Republik	21,0	11,0	9,1	7,0	7,8	6,9
Slowenien	7,0	7,0	6,5	5,5	6,0	9,6
Tschechische Republik	14,1	8,5	5,0	4,1	4,6	4,3
Ungarn	3,6	3,7	3,0	2,9	3,4	2,8

Quelle: Nationale Zentralbanken, eigene Berechnungen.

Risikotragfähigkeit der österreichischen Banken verfestigt sich weiter

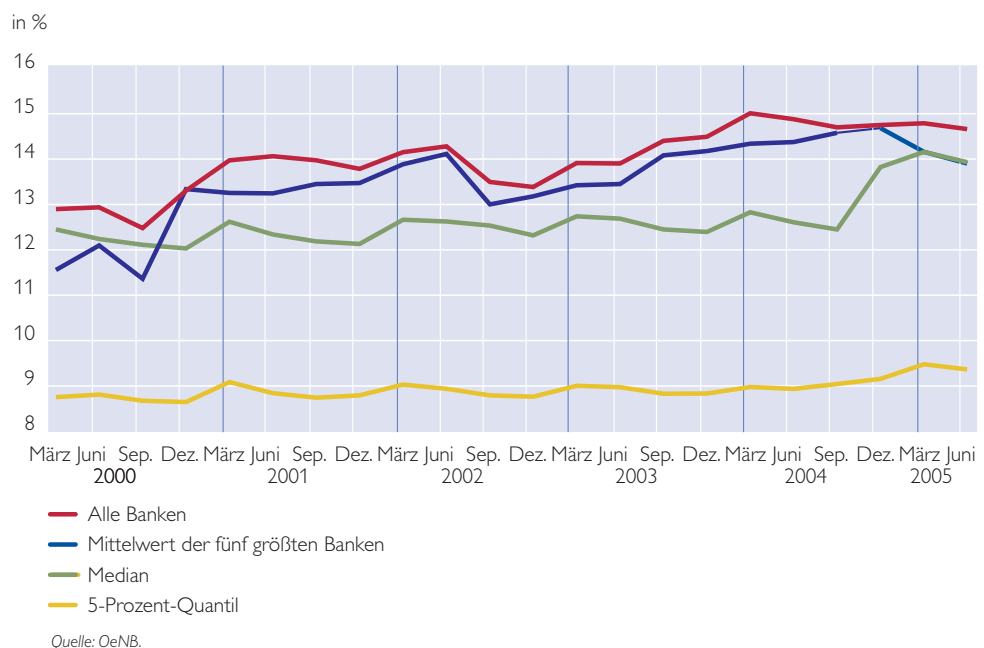
Eigenmittelausstattung verläuft nach wie vor auf hohem Niveau

Die Eigenmittelausstattung stellt einen wichtigen Indikator für die Beurteilung der Risikotragfähigkeit der Banken dar. Die unkonsolidierte Eigenmittelquote aller österreichischen Banken, die die Eigenmittel der Bank in Relation zu den risikogewichteten Aktiva setzt, liegt in Österreich in den letzten

Jahren auf einem im Europavergleich hohen Niveau. Obwohl sie gegenüber dem Höchstwert im März 2004 von 15,0% leicht zurückging, lag sie im Juni 2005 nach wie vor bei 14,6% (siehe Grafik 24). Die konsolidierte Eigenmittelquote wies Mitte 2005 einen Wert von 12,4% auf. Damit liegt die Eigenkapitalausstattung österreichischer Kreditinstitute weiterhin deutlich über der gesetzlich vorgeschriebenen Eigenmittelquote von mindestens 8%.

Grafik 24

Unkonsolidierte Eigenmittelquote österreichischer Banken



Mit Jahresbeginn 2005 hat sich die durchschnittliche Eigenmittelausstattung der großen Banken an den Medianwert des Gesamtsektors (exklusive Sonderbanken) angenähert. Lag in der Vergangenheit die Kapitaladäquanz der gemessen an der Bilanzsumme fünf größten Banken zumeist über dem Wert des Medians, so weisen beide Werte durch den starken Anstieg des Medians vor einigen Monaten nahezu identische Niveaus bei 13,9% im Juni 2005 auf. Damit liegen die

österreichischen Großbanken zudem über dem Wert der großen EU-Banken, die eine Quote von 11,3% aufweisen (Quelle: EZB. Financial Stability Report. Juni 2005). Aufgrund des derzeit bestehenden Eigenmittelüberschusses der BAWAG P.S.K. lassen sich auch aus der Kreditvergabe an REFCO keinerlei stabilitätsgefährdende Entwicklungen ableiten.

Eine gute Risikovorsorge zeigt sich auch bei dem Wert für das 5-Prozent-Quantil, das jene Banken repräsen-

tiert, die eine vergleichsweise schwache Eigenmittelausstattung aufweisen. Der Wert für das 5-Prozent-Quantil erhöhte sich Anfang des Jahres 2005 von 8,8% im Jänner 2004 auf 9,4% und sank zur Jahresmitte wieder leicht auf 9,3%.

Betrachtet man die so genannte Kernkapitalquote, die das Tier 1-Kapital (Kernkapital) in Relation zur Bemessungsgrundlage setzt, so liegt auch hier der unkonsolidierte Globalwert aller österreichischen Banken auf einem vergleichsweise hohen Niveau. Im Juni 2005 lag die Kernkapitalquote der österreichischen Banken bei 10,2%. Da die Kernkapitalquote eine entscheidende Rolle bei der Beurteilung von Banken durch Ratingagenturen spielt, ist ein Blick auf die Tier 1-Ratios der mit einem Rating ver-

sehenen österreichischen Banken sinnvoll. Die durchschnittliche Kernkapitalquote dieser Banken (exklusive Sonderbanken) betrug im Juni 2005 8,2%. Diese Quote entspricht weitgehend dem europäischen Durchschnitt der Großbanken, auch wenn sich die Banken aufgrund der Größenunterschiede nicht vollständig vergleichen lassen. Für die Großbanken im Euroraum stellt die EZB Ende 2004 eine Kernkapitalquote von 8,3% fest.

Zusammenfassend lässt sich damit sagen, dass die Risikotragfähigkeit der österreichischen Banken eine zufrieden stellende Tendenz aufweist. Die Kapitaladäquanz der österreichischen Banken liegt im Durchschnitt, mitunter auch leicht über der Entwicklung im Euroraum.

Einlagensicherung

Die Richtlinie 94/19/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 30. Mai 1994 über Einlagensicherungssysteme sieht vor, dass alle EU-Mitgliedstaaten Entschädigungssysteme einrichten müssen, durch die gewährleistet ist, dass Bankkunden in der gesamten EU bei Ausfall eines Kreditinstituts in der EU ihre Einlagen im Ausmaß von bis zu 20.000 EUR (mit einem Selbstbehalt von maximal 10%) erstattet bekommen. Auf diese Weise soll u.a. Verbraucherschutzerwägungen Rechnung getragen und die Stabilität des Finanzsystems durch Vermeidung potenzieller „Bankpaniken“ gefördert werden. Im Einzelnen bestehen jedoch erhebliche Unterschiede zwischen den verschiedenen nationalen Einlagensicherungssystemen, sowohl was die Höhe und den Umfang der gesicherten Einlagen betrifft als auch unter den Gesichtspunkten der Organisation und Finanzierung.

Angesichts dieser Heterogenität der Einlagensicherungssysteme auf der einen Seite und der zunehmenden Integration des EU-Bankensektors auf der anderen Seite, wird die Einlagensicherungsrichtlinie derzeit seitens der Europäischen Kommission einer umfassenden Überprüfung unterzogen. Untersucht werden soll, ob die Richtlinie ihre ursprünglichen Ziele vollständig erreicht und durch Gewährleistung eines EU-weiten Mindestsicherungsniveaus für ein besseres Funktionieren des Binnenmarktes sorgt. Insbesondere wird dabei auch der Frage nachgegangen, ob und gegebenenfalls in welchem Ausmaß die Notwendigkeit einer weiteren Harmonisierung der nationalen Einlagensicherungssysteme (z.B. hinsichtlich Sicherungsniveau und -umfang) besteht bzw. inwieweit die bestehenden Arrangements für grenzübergreifende Konstellationen weiterhin geeignet sind.

Vor diesem Hintergrund veranstaltete die OeNB am 1. Juni 2005 einen internationalen Workshop, in dessen Rahmen die Einlagensicherungssysteme ausgewählter EU-Mitgliedstaaten präsentiert, die Vor- und Nachteile spezifischer Organisations- und Finanzierungsformen unter nationalen sowie grenzübergreifenden Gesichtspunkten diskutiert sowie weitere Harmonisierungspotenziale evaluiert wurden. Als besonders sensibel wurden in diesem Zusammenhang die verschiedentlich angestellten Überlegungen hinsichtlich einer EU-weiten Harmonisierung des Finanzierungsmodells auf Ex-ante-Basis beurteilt. Nach einer im Jahr 2004 durchgeführten Erhebung sind derzeit 14 Einlagensicherungssysteme ex ante finanziert, 5 Einlagensicherungssysteme ex post und weitere 6 Systeme basieren auf einer „gemischten“ Finanzierung. Eine generelle Verpflichtung zur Einrichtung eines ex ante finanzierten Sicherungssystems hätte für die

von der notwendigen Umstellung betroffenen Länder, darunter auch Österreich, erhebliche Konsequenzen und wäre jedenfalls nur mit entsprechenden Übergangsfristen vorstellbar. Neben dem Umstand, dass die Frage des optimalen Finanzierungsmodells offenbar erheblich mit der Struktur des jeweiligen nationalen Bankensektors verknüpft ist, wurde in der Diskussion auch deutlich, dass den Vorteilen von ex ante finanzierten Systemen (z.B. unmittelbare Verfügbarkeit von finanziellen Mitteln) zumindest in ihrer derzeit bestehenden Form auch bedeutende Nachteile (insbesondere ein unter Umständen erheblicher Verwaltungsaufwand und eine hohe Mittelbindung) gegenüberstehen. Große Bedeutung wurde auch risikobasierten Beitragselementen zugemessen.

Tabelle 8

Ergebnisse der Stresstests für das aggregierte österreichische Bankensystem im zeitlichen Verlauf

	Ende 2003	Ende 2004	Mitte 2005
in %			
Aktuelle Eigenmittelquote	14,45	14,71	14,62
Differenz zwischen aktueller und gestresster Eigenmittelquote in Prozentpunkten			
Kreditrisiko			
Inländisches Kreditexposure			
Anstieg des Verhältnisses von Wertberichtigungen zu Kreditvolumen um 30%	0,87	0,92	0,96
Kreditexposure in den zentral- und osteuropäischen Ländern			
Anstieg des Verhältnisses von Wertberichtigungen zu Kreditvolumen um 40%	0,28	0,27	0,26
Fremdwährungskredite			
Aufwertung des Schweizer Franken gegenüber dem Euro um 10%	0,28	0,30	0,30
Aufwertung des japanischen Yen gegenüber dem Euro um 20%	0,16	0,07	0,07
Akkumuliertes Kreditrisiko			
Gleichzeitige Betrachtung aller drei Komponenten des Kreditrisikos ¹⁾	1,38	1,39	1,41
Marktrisiko			
Zinsrisiko			
Euro: Parallelverschiebung der Zinskurve nach oben um 130 Basispunkte	0,61	0,35	0,29
US-Dollar: Parallelverschiebung der Zinskurve nach oben um 110 Basispunkte	0,04	0,06	0,06
Schweizer Franken: Parallelverschiebung der Zinskurve nach oben um 150 Basispunkte	0,04	0,01	0,02
Japanischer Yen: Verschiebung der Zinskurve nach unten ²⁾	0,06	0,03	0,00
Aktienkursrisiko			
Inländischer Börsencrash, Rückgang des ATX um 30%	0,16	0,16	0,16
Internationaler Börsencrash, Rückgang internationaler Börsenindizes um 35%	0,22	0,21	0,23
Wechselkursrisiko			
Worst Case-Abschätzung ³⁾ für Auf- oder Abwertung des Euro um 10%	0,10	0,09	0,11

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Meldedaten der OeNB.

¹⁾ Anstieg des Verhältnisses von Wertberichtigungen zu ausstehendem Volumen um 30% für Forderungen an inländische Kunden in Euro, um 40% für direkte und indirekte Forderungen an Kunden in den zentral- und osteuropäischen Ländern sowie Aufwertung des Schweizer Franken um 10% und des japanischen Yen um 20%.

²⁾ Im Fall des japanischen Yen wurde die Zinskurve nicht parallel nach unten verschoben, um ein Szenario mit negativen Zinsen zu vermeiden. Das Szenario besteht in einer Senkung der Zinsen im kurzfristigen Bereich um 20 Basispunkte, im mittleren Bereich um 40 Basispunkte und im langfristigen Bereich um 130 Basispunkte.

³⁾ Verringerung der Absolutwerte der offenen Devisenpositionen aller Banken in den zwölf wichtigsten Währungen ohne Währungen der zentral- und osteuropäischen Länder.

Stresstests unterstreichen gute Schockresistenz des Bankensystems

Im Rahmen des Financial Sector Assessment Program des IWF wurden im Jahr 2003 Stresstests zur Beurteilung der Risikotragfähigkeit des österreichischen Bankensystems entwickelt, deren Ergebnisse seither regel-

mäßig im Finanzmarktstabilitätsbericht publiziert werden.⁴⁴ Tabelle 8 zeigt die Entwicklung der Resultate im Bereich des Kredit- und Marktrisikos im zeitlichen Verlauf. Um die Ergebnisse zu unterschiedlichen Zeitpunkten miteinander vergleichbar zu machen, sind dabei nicht die aus den

⁴⁴ Eine Darstellung der Methodik findet sich im Finanzmarktstabilitätsbericht 7 der OeNB. Es wird daran erinnert, dass sich die Ergebnisse aus Platzgründen nur auf das aggregierte österreichische Bankensystem beziehen, d.h., die jeweiligen Positionen der Einzelbanken sind zu einer hypothetischen Gesamtbank zusammengefasst.

einzelnen Stressszenarien resultierenden Eigenmittelquoten, sondern deren Differenz von der jeweils aktuellen Eigenmittelquote angegeben. So lag Mitte 2005 beispielsweise eine unkonsolidierte Eigenmittelquote von 14,62% vor, die sich im Stressszenario „inländisches Kreditrisiko“ um 0,96 Prozentpunkte auf 13,66% verringerte.

Die Ergebnisse der Stresstests zeigen in den meisten Risikokategorien eine relativ konstante zeitliche Entwicklung. Eine Ausnahme bildet das Zinsänderungsrisiko, das hauptsächlich gegenüber dem Euroraum besteht, und das seit Ende 2003 merklich zurückgegangen ist. Diese aggregierte Betrachtung des Zinsänderungsrisikos steht im Einklang mit den Ausführungen zum Marktrisiko, denen zufolge das durchschnittliche Zinsrisiko auf Einzelbankebene ebenfalls rückläufig ist. Es kann jedoch nicht ausgeschlossen werden, dass diese Risikoreduktion durch ein gesteigertes Kreditrisiko – ausgelöst durch die vermehrte Nachfrage nach variabel verzinsten Krediten in Verbindung mit möglichen Zahlungsschwierigkeiten der Kreditnehmer im Fall steigender variabler Kreditzinsen – kompensiert wird. Im Szenario zum Kreditrisiko ist dieser zusätzlichen Risikokomponente noch nicht Rechnung getragen – das Szenario für das inländische Kreditrisiko geht für die unterschiedlichen Zeitpunkte von einer einheitlichen Steigerung des Wertberichtigungsbedarfs im Ausmaß von 30% aus. Dennoch ist auch beim Kreditrisiko gegenüber inländischen Schuldnern eine leichte Steigerung feststellbar: Ende 2003 lag die gestresste Eigenmittelquote des aggregierten Bankensystems um

0,87 Prozentpunkte, Mitte 2005 um 0,96 Prozentpunkte unter der aktuellen Quote.

Die Stresstests für das zusätzliche Kreditrisiko von Fremdwährungskrediten, das von möglichen Aufwertungen der Kreditwährung ausgeht, haben seit Ende 2003 eine geringfügige Zunahme der Risikosituation beim Schweizer Franken und eine Reduktion beim japanischen Yen gezeigt. Dies entspricht der seit diesem Zeitpunkt fortgesetzten Umschichtung der Fremdwährungskredite vom japanischen Yen hin zum Schweizer Franken. Das kombinierte Szenario für Kredite in Schweizer Franken und japanischen Yen ließ Ende 2003 die Eigenmittelquote um 0,44 Prozentpunkte sinken, gegenüber 0,37 Prozentpunkten zur Jahresmitte 2005.

Das aus dem Kreditrisiko gegenüber den zentral- und osteuropäischen Ländern resultierende Verlustpotenzial für das österreichische Bankensystem ist trotz weiterhin zunehmender Geschäftstätigkeit in dieser Region den Stresstests zufolge leicht rückläufig: Der Abstand zwischen tatsächlicher und gestresster Eigenmittelquote reduzierte sich von 0,28 Prozentpunkten Ende 2003 auf 0,26 Prozentpunkte Mitte 2005. Diese Tendenz ist großteils durch den Umstand erklärbar, dass es durch den Börsengang der Raiffeisen International Bank-Holding AG (Raiffeisen International) zu einer merklichen Diversifizierung der Eigentümerstrukturen gekommen ist.⁴⁵ Dementsprechend hat sich der Börsengang der Raiffeisen International Risiko reduzierend auf das Stresstest-Ergebnis ausgewirkt.

⁴⁵ Bei der Berechnung des Schocks werden die von ausländischen Tochterbanken vergebenen Kredite mit dem von der österreichischen Mutter gehaltenen Anteil gewichtet, da ja auch nur diese Anteile letztlich ertragswirksam werden können.

Im Verhältnis zur Bedeutung des Geschäfts in Zentral- und Osteuropa für die Profitabilität des österreichischen Bankensystems erscheint das durch den Stresstest implizierte Kreditrisikopotenzial relativ moderat. Dies ist als Konsequenz der Tatsache zu sehen, dass in einer konsolidierten Betrachtung die in der Region erzielten Gewinne überproportional zur eingesetzten Bilanzsumme sind. Bezieht man die aus dem Szenario der Steigerung des Wertberichtigungsbedarfs auf Kundenforderungen um 40% resultierenden Verluste auf das aggregierte Konzernergebnis der elf in der Region tätigen österreichischen Mutterinstitute, so zeigt sich, dass ein derartiger Schock die Profitabilität der in diesem Raum tätigen Konzerne wesentlich stärker treffen würde; Zur Jahresmitte 2005 würde dieser Verlust 18% der Betriebsergebnisse vor Risiko für das Jahr 2004 bzw. 40% der Jahresergebnisse 2004 nach Steuer betragen.

In Summe lassen die durchgeführten Stresstests in den letzten 1,5 Jahren kein merkliches Ansteigen des Risikopotenzials für die österreichische Kreditwirtschaft erkennen. Da die Eigenmittelquote auf Ebene des Gesamtsystems im ersten Halbjahr 2005 nur marginal zurückgegangen ist, kann weiterhin von zufrieden stellender Schockresistenz des österreichischen Bankensystems ausgegangen werden.

Ratings österreichischer Großbanken bleiben im Wesentlichen unverändert

Die Untersuchung des Bankensektors verwendet zur Analyse der Finanzmarktstabilität hauptsächlich das aufsichtsrechtliche Meldewesen. Diese Analysen lassen sich durch öffentlich zur Verfügung stehende Informationen und Indikatoren internationaler Ratingagenturen wie z. B. Moody's oder Standard & Poor's ergänzen. Zu diesen Indikatoren zählen sowohl die langfristigen Ratings, die die Spar-, Sicht- und Termineinlagen sowie das Interbankengeschäft umfassen, als auch die nachrangigen Verbindlichkeiten und das Rating über die Finanzstärke von Banken (Bank Financial Strength Rating, BFSR).

Die jüngsten Entwicklungen auf dem österreichischen Bankenmarkt haben seit dem letzten Bericht vorerst noch keine Veränderung der Ratings der betroffenen Institute nach sich gezogen (siehe Tabelle 9). Die Übernahme der Investkredit durch die ÖVAG löste nämlich bereits zum Zeitpunkt der Ankündigung im Jänner 2005 eine Verschlechterung des BFSR von C+ auf C aus, da die Analysten geringe Synergieeffekte sowie Belastungen für das übernehmende Institut erwarten. Allerdings hat Moody's sowohl das BFSR als auch das Langfristige Bankdepotitenrating von BAWAG P.S.K. und BA-CA mit negativer Perspektive „under review“ gestellt. Bei Ersterer als Auswirkung der Kreditvergabe an REFCO, bei Zweiterer als Konsequenz der im Raum stehenden Übernahme der HVB durch die UniCredit.

Tabelle 9

Ratings ausgewählter österreichischer Großbanken

Stand: 31. Oktober 2005

	Langfristige Bankdepositenratings		Finanzkraftratings (BFSR)	
		Ratingausblick		Ratingausblick
BA-CA	A2	Under Review	B-	Under Review
Erste Bank	A1	Stabil	B-	Stabil
RZB	A1	Stabil	C+	Stabil
BAWAG PS.K.	A2	Under Review	C+	Under Review
ÖVAG	A2	Stabil	C	Stabil
RLB OÖ	A1	Stabil	B-	Negativ
Hypo Alpe-Adria-Bank	Aa2	Stabil	C+	Stabil

Quelle: Moody's Investors Service.

Aktienkurse österreichischer Großbanken steigen weiter

Die vier im ATX Prime notierenden Banktitel (BA-CA, Erste Bank, Raiffeisen International und Investkredit) verzeichneten per 30. September 2005 eine Marktkapitalisierung in Höhe von 33,3 Mrd EUR. Gegenüber dem Vorjahresvergleichsmonat bedeutet dies fast eine Verdoppelung (+16,3 Mrd EUR)⁴⁶. Die Banktitel verzeichneten per Ende September 2005 einen Anteil von über einem Drittel an der gesamten Marktkapitalisierung der inländischen, an der Wiener Börse gehandelten Wertpapiere. Insgesamt stieg die Marktkapitalisierung im Jahresvergleich um 46,7 Mrd EUR⁴⁷ auf 94,9 Mrd EUR.

Die Investkredit wird aufgrund der Übernahme durch die ÖVAG am Ende des Jahres vom Kurszettel genommen. Derzeit befinden sich noch rund 2% der Aktien im Streubesitz, die jedoch im Rahmen eines Spaltungsverfahrens (Squeeze-Out) im September 2005 an eine Abwicklungsgesellschaft ausgliedert wurden. Laut UniCredit sei bei der BA-CA vorerst keine Einstellung der Börsennotierung (Delisting)

geplant, auch wenn ein Squeeze-Out nach österreichischem Recht möglich wäre.

Versicherungen und Pensionskassen erholen sich weiter

Auslandsengagement in Zentral- und Osteuropa liefert wichtige Ergebnisbeiträge

Die gute operative Performance und die höheren Kapitalanlageergebnisse haben positiv auf die Stabilität der europäischen Versicherungsunternehmen gewirkt.

Die österreichische Versicherungswirtschaft hat die Verbesserung ihrer Geschäfts- und Ertragsresultate prolongieren können. Zum einen hat sich die Lebensversicherungssparte – auch positiv beeinflusst durch die prämiengünstige Zukunftsvorsorge – freundlich entwickelt. Die im Jahr 2005 noch geltenden Sterbetafeln und der Höchstzinssatz von 2,75% könnten zusätzlichen Anreiz für die hohe Nachfrage geboten haben. Die FMA hat den Höchstzinssatz für Lebensversicherungsverträge wegen des niedrigen Renditeniveaus auf 2,25% abgesenkt,

⁴⁶ Die 16,3 Mrd EUR beinhalten die 1,1 Mrd EUR der Erstemission der Raiffeisen International im April 2005.

⁴⁷ Die 46,7 Mrd EUR beinhalten das Neu- bzw. Relisting von Immoeast, Intercell, KTM, Raiffeisen International, SkyEurope, voestalpine sowie Wiener Städtische.

der für alle ab 1. Jänner 2006 abgeschlossenen Verträge mit garantierter Mindestverzinsung gilt. Zum anderen sind die verbesserten Ergebnisse auch besonders auf das wachsende Engagement österreichischer Versicherungsunternehmen in Zentral- und Osteuropa zurückzuführen. Sie sind nun mit rund 70 Unternehmen in dieser Region tätig und verfügen in einzelnen Ländern über Marktanteile von bis zu 35%. Der Ausbau der Marktpräsenz in Zentral- und Osteuropa ist ob der geringen Versicherungsdurchdringung, die das Wachstumspotenzial dieser Region aufzeigt, besonders interessant. Die höheren (erwarteten) Wachstumsraten und ein strafferes Kostenmanagement schlagen sich auch in der Aktienkursentwicklung österreichischer Versicherer nieder, die sich im Vergleich zu europäischen Benchmark-Indizes deutlich positiver darstellt.

Die Umstellung auf neue Sterbetafeln und die Absenkung des Höchstzinssatzes sind der Finanzmarktstabilität im Bereich der Versicherungen dienlich, da die kalkulatorischen Grundlagen an die demographische Entwicklung und die Marktgegebenheiten angepasst werden. Es ist aber darauf hinzuweisen, dass sowohl adverse Schocks auf den Finanzmärkten als auch vermehrt auftretende Großschadenergebnisse im Allgemeinen von der Versicherungsbranche als potenzielle Risikoquelle wachsam beobachtet werden.

Bedeutung der Auslandsaktiva wächst auch bei Versicherungen stetig an

Die Summe der Aktiva⁴⁸ (exklusive Rückversicherungsgeschäft) ist im ersten Halbjahr 2005 um 5,2 Mrd EUR auf 73,4 Mrd EUR gestiegen. Inländi-

sche Anteilswerte und sonstige inländische Wertpapiere sowie ausländische Rentenwertpapiere haben sich in den ersten sechs Monaten des Jahres 2005 erneut positiver als andere Aktivpositionen entwickelt (+1,9 Mrd EUR bzw. +1,4 Mrd EUR). Dank überdurchschnittlich hoher Wachstumsbeiträge – gemeinsam sind sie für 63,5% des Nettoanstiegs der Aktiva verantwortlich – vereinen sie nunmehr knapp die Hälfte der Aktiva. Seit Einführung der OeNB-Versicherungsstatistik im Jahr 1996 stiegen ausländische Anteilswerte und sonstige ausländische Wertpapiere von einem sehr niedrigen Niveau ausgehend um mehr als das Zehnfache auf 3,7 Mrd EUR an, allein im ersten Halbjahr 2005 betrug der Anstieg 861 Mio EUR. Die zunehmende Bedeutung des Auslands für die Aktiva der Versicherungen wird nicht nur bei den Rentenwertpapieren, sondern auch bei den Anteilswertpapieren deutlich. Bedeutende Rückgänge konnten im ersten Halbjahr 2005 bei den Darlehen an den Staat und bei den inländischen Rentenwertpapieren des Staats festgestellt werden, womit der Forderungsbestand gegenüber dem Staat 5,8 Mrd EUR betrug und sich seit dem Jahr 1996 um 65,4% reduziert hat. Im Gegensatz dazu haben sich die inländischen Rentenwertpapiere inländischer Kreditinstitute um 471 Mio EUR auf 7,5 Mrd EUR erhöht. Die Forderungen der Versicherungen gegenüber inländischen Kreditinstituten sind insgesamt um 486 Mio EUR auf 10,2 Mrd EUR angewachsen und haben als Anteil sowohl an der Summe der Aktiva der Versicherungen als auch an der konsolidierten Bilanzsumme der österreichischen Banken seit Ende 2004 leicht abgenommen. Aufgrund der

⁴⁸ Auf Basis der Quartalsmeldung (OeNB-Versicherungsstatistik).

Geschäftsentwicklung und der moderaten Risikogeschäftsanteile risikobehafteter Forderungen, gemessen an den Bilanzsummen, ist das Ansteckungsrisiko zwischen Banken- und Versicherungssektor nach wie vor als gering einzustufen.

Die versicherungstechnischen Rückstellungen wurden im ersten Halbjahr 2005 sowohl von der Höhe (47,1 Mrd EUR) als auch von den Wachstumsbeiträgen (+2,7 Mrd EUR) der Deckungsrückstellungen in der Lebensversicherung dominiert.

Pensionskassen wachsen weiter

Zum Stichtag 31. Dezember 2004 waren 13 betriebliche und 7 überbetriebliche Pensionskassen in Österreich zugelassen. Im Jahr 2004 stieg das den Veranlagungs- und Risikogemeinschaften zugeordnete Vermögen von 9,1 Mrd EUR auf 10,1 Mrd EUR (+11,1%). Die Forderungen der Haushalte gegen Pensionskassen machten rund 3% ihres Geldvermögens im Jahr 2004 aus. Ende 2004 bestanden mit rund 10.600 Unternehmen Pensionskassenverträge, die etwa 369.000 Anwartschafts- und 44.000 Leistungsberechtigte betrafen.

Im Jahr 2005 kam es zu einer Novellierung des Pensionskassengesetzes (PKG).⁴⁹ Diese diente vor allem der Umsetzung der Richtlinie 2003/41/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 3. Juni 2003 über die Tätigkeit und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung in nationales Recht. Zwei Maßnahmen der Novelle könnten in Zukunft zudem zu einer Erhöhung der Wettbewerbsintensität auf dem Markt für betriebliche Altersversorgung führen. Erstens sieht die

Richtlinie die wechselseitige Anerkennung der Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung in allen Mitgliedstaaten vor. Für die aufsichtsrechtliche Kontrolle gilt das Herkunftslandprinzip. Zweitens wird im Versicherungsaufsichtsgesetz ein neues Produkt der betrieblichen Altersversorgung zugelassen – die betriebliche Kollektivversicherung (BKV). Sie wird steuer- und arbeitsrechtlich den Pensionskassen gleichgestellt. Die BKV verlangt konservativer als die Pensionskassen, bietet eine höhere Zinsgarantie und garantiert die Unverfallbarkeit der Ansprüche bereits mit Vertragsabschluss. Allerdings ist ihre Transparenz geringer und die Anwartschafts- und Leistungsberechtigten haben weniger Einfluss auf ihre Geschäfte als bei Pensionskassen. Aufsichtsrechtlich wird mit der Novelle der Weg zunehmender Liberalisierung der Veranlagungsvorschriften durch das allgemeine Vorsichtsprinzip fortgeführt. Dadurch erhöht sich die Flexibilität der Veranlagung der Pensionskassen. In der Folge steigen die Kontrollkosten für die Anwartschafts- und Leistungsberechtigten. Weiters wird auch bei den Vermögensverwaltungskosten auf die Obergrenze von 1% verzichtet. Stattdessen sollen diese angemessen und marktüblich sein. Die zusätzliche Flexibilität könnte zu ihrer Erhöhung führen. Mit der PKG Novelle 2005 wurde die Option zum Verzicht auf die Mindesttragsgarantie, die durch die PKG Novelle 2003 ohnehin deutlich reduziert wurde, geschaffen. Dadurch sollten die Vermögensverwaltungskosten für jene Arbeitnehmer, die von der Option Gebrauch machen, deutlich sinken. Laut Fachverband der Pensionskassen werde der Verzicht auf

⁴⁹ BGBl. I Nr. 8/2005.

die Mindestertragsgarantie von fast 50% der Pensionsberechtigten und bei fast allen Neuabschlüssen ausgeübt.

Sehr langfristige indexierte Staatsanleihen könnten einen Beitrag zum Risikomanagement der Pensionskassen leisten

In zahlreichen EU-Mitgliedstaaten (z.B. in Frankreich, im Vereinigten Königreich) wurden im letzten Jahr verstärkt – teilweise indexierte – Staatsanleihen mit Laufzeiten von über 30 Jahren begeben, die vom Markt intensiv nachgefragt wurden. Auch in Österreich könnten derartige Veranlagungen bei Pensionskassen aufgrund

ihrer langfristigen Verbindlichkeiten und des hohen Inflationsrisikos einen wichtigen Beitrag zum Risikomanagement leisten, zu dem die Pensionskassen mit der PKG Novelle 2005 verpflichtet sind. Vor allem gesamtwirtschaftliche Risiken (z.B. Inflation und demografischer Wandel) sind im Euroraum nur eingeschränkt diversifizierbar. Die zukünftige Rolle sehr langfristiger indexierter Bundesanleihen im Management gesamtwirtschaftlicher Risiken in Österreich hängt einerseits von der Zielsetzung des Schuldenmanagements des Bundes und andererseits von der Marktnachfrage ab.

S C H W E R P U N K T T H E M E N

Payment Institutions –

Potenzielle Auswirkungen der neuen Zahlungsdienstleister auf den österreichischen Finanzmarkt

Ulrike Elsenhuber,
Benedict Schimka

Im Gegensatz zu anderen Finanzmarkt Bereichen kann der bisherige Integrationsfortschritt im Bereich der Zahlungsverkehrsmärkte noch nicht als befriedigend bewertet werden. Mit der Einführung des Euro wurde zwar ein wichtiger Schritt in diese Richtung gesetzt, im unbaren Zahlungsverkehr existiert bislang jedoch noch kein einheitlicher europäischer Zahlungsverkehrsraum. Aktuelle Initiativen zielen daher darauf ab, insbesondere durch Harmonisierung der rechtlichen Rahmenbedingungen die Grundlage für einen integrierten grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr zu schaffen.

Ein besonderer Stellenwert kommt hierbei der Initiative der Europäischen Kommission „Ein neuer Rechtsrahmen für den Zahlungsverkehr im Binnenmarkt“ („New Legal Framework for Payments in the Internal Market“) zu. Diese sieht u.a. die Einführung einer neuen Kategorie von Zahlungsdienstleistern, so genannte Zahlungsinstitute (Payment Institutions), vor, die in Zukunft neben Kredit- und E-Geld-Instituten unter vergleichsweise erleichterten Zugangs- sowie Aufsichtsbestimmungen Zahlungsdienstleistungen erbringen sollen. Vor diesem Hintergrund hat die Oesterreichische Nationalbank im Sommer 2005 eine empirische Erhebung bei österreichischen Marktteilnehmern (Banken und Nichtbanken) mit dem Ziel durchgeführt, eine Einschätzung potenzieller wettbewerbs- und risikopolitischer Auswirkungen einer Einführung von Zahlungsinstituten auf den österreichischen Finanzmarkt vornehmen zu können.

Die Erhebung hat gezeigt, dass bei den befragten österreichischen Marktteilnehmern eine überwiegend kritische Haltung gegenüber dem aktuellen Richtlinienentwurf besteht und dass vor allem die wesentlichen Erwartungen der Europäischen Kommission, wie etwa die Schaffung eines Level-Playing-Field, nicht oder nur bedingt geteilt werden. Vielmehr werden Wettbewerbsverzerrungen, eine Erhöhung der Risiken sowie langfristig eine Beeinträchtigung des Vertrauens der Endverbraucher in die Stabilität des Zahlungsverkehrsmarktes befürchtet. Um diesen Risiken zu begegnen, wird einhellig die Forderung nach einer Gleichbehandlung von Zahlungsinstituten und Kreditinstituten in den Bereichen Mindesteigenmittelerfordernisse und Aufsicht erhoben. Ferner macht die Erhebung deutlich, dass zum gegenwärtigen Zeitpunkt keiner der befragten österreichischen Marktteilnehmer eine Unternehmensumwandlung in ein Zahlungsinstitut in Betracht zieht.

1 Ausgangslage in der Europäischen Union

Der Markt für unbare Zahlungen ist in der Europäischen Union nach wie vor überwiegend fragmentiert, was vor allem auf rechtliche und technische Hindernisse zurückzuführen ist. So stützt sich der bestehende Rechtsrahmen weitgehend auf nationale Vorschriften, wodurch die Einrichtung EU-weiter Zahlungsverkehrsinfrastrukturen, aber auch das EU-weite Tätigwerden von Zahlungsdienstleistern erheblich erschwert wird. Während z.B. für Kartenanbieter in einigen EU-Mitgliedstaaten spezifische gesetzliche Regelungen (Konzessions- und Aufsichtsbestimmungen) beste-

hen, fehlen derartige Regelungen in manchen Ländern zur Gänze. Gleiches gilt für Money Remitter¹, bei denen die rechtlichen Zulassungsvoraussetzungen von der Kreditinstitutskonzession bis hin zur bloßen Registrierung reichen.² Auch in technischer Hinsicht bestehen effiziente Zahlungssysteme, die eine rasche, sichere und kostengünstige, da weitgehend automatisierte (Straight-Through Processing) Abwicklung des Zahlungsverkehrs gewährleisten, gegenwärtig zum überwiegenden Teil nur auf einzelstaatlicher Ebene. Verschiedene Initiativen der jüngeren Vergangenheit zielen daher darauf ab, die Harmonisierung der rechtlichen

Wissenschaftliche
Begutachtung:
Johannes Priesemann,
EZB.

¹ Das sind Dienstleister, die innerhalb eines globalen Netzwerks Bargeldtransfers durchführen.

² Das Erbringen von Dienstleistungen in der gesamten Europäischen Union auf der Grundlage der Herkunftslandaufsicht ist bislang lediglich Kredit- und E-Geld-Instituten vorbehalten – auf Basis des so genannten Europäischen Passes.

Rahmenbedingungen im Bereich des Zahlungsverkehrs voranzutreiben und die Integration des grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs zu forcieren.³

Ein besonderer Stellenwert kommt dabei der Initiative der Europäischen Kommission „Ein neuer Rechtsrahmen für den Zahlungsverkehr im Binnenmarkt“ („New Legal Framework for Payments in the Internal Market“)⁴ zu. Mittels dieser Initiative beabsichtigt die Europäische Kommission das zersplitterte Gemeinschaftsrecht im Bereich des Zahlungsverkehrs zu konsolidieren, rechtliche Hindernisse für grenzüberschreitende Tätigkeiten zu beseitigen sowie die Bemühungen der Zahlungsverkehrsindustrie um einen effizienten und sicheren Markt zu unterstützen.⁵ Der Vorschlag der Europäischen Kommission gilt als wichtiger Bestandteil bei der Umsetzung der Lissabon-Strategie⁶, wonach Europa bis zum Jahr 2010 der wettbewerbsfähigste und dynamischste Wirtschaftsraum werden soll. Er wurde mit besonderer Priorität in den Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (Financial Services Action Plan)⁷ aufgenommen und wurde im Herbst

2005 als offizieller Richtlinienvorschlag vorgelegt.⁸

Parallel dazu werden auch von der Industrie erhöhte Anstrengungen unternommen, um die Unterschiede zwischen nationalen und grenzüberschreitenden Zahlungen im Binnenmarkt auf selbstregulierender Basis zu beseitigen. In diesem Zusammenhang sind insbesondere die Initiativen des von den europäischen Bankenverbänden eingesetzten European Payments Council⁹ zu erwähnen, die eine Konsolidierung der Infrastrukturen für Massenzahlungssysteme sowie die Schaffung von europaweiten Zahlungsinstrumenten zum Ziel haben.¹⁰

Die Bestrebungen der Europäischen Kommission und der Bankenindustrie werden durch das Eurosystem¹¹, zu dessen grundlegenden Aufgaben gemäß Artikel 3.1 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (EZB)¹² auch die Förderung des reibungslosen Funktionierens der Zahlungssysteme zählt, unterstützt. Als integraler Bestandteil des Eurosystems setzt die OeNB in diesem Umfeld auf ein ausgewogenes Zusammenspiel zwischen Gesetzgebung und Selbstregulierung.¹³

³ Zu den wichtigsten diesbezüglichen Rechtsakten zählen insbesondere die Empfehlung der Europäischen Kommission vom 30. Juli 1997 zu den Geschäften, die mit elektronischen Zahlungsinstrumenten getätigt werden (97/489/EG), die Richtlinie 97/5/EG vom 27. Jänner 1997 über grenzüberschreitende Überweisungen, die Richtlinie 98/26/EG vom 19. Mai 1998 über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen sowie die Verordnung 2560/2001 vom 19. Dezember 2001 über grenzüberschreitende Zahlungen in Euro.

⁴ Siehe Konsultationspapier KOM(2003) 718 endgültig.

⁵ Siehe dazu auch Tumpel-Gugerell (2005, S. 18).

⁶ Schlussfolgerungen des Vorsitzes, Europäischer Rat, Lissabon, 23. und 24. März 2000.

⁷ Siehe dazu den 6. Fortschrittsbericht zum Aktionsplan für Finanzdienstleistungen der Europäischen Kommission (KOM/2002/267) – http://europa.eu.int/comm/internal_market/de/finances/actionplan.

⁸ Siehe dazu Dieckmann (2005, S. 8).

⁹ Siehe dazu <http://www.europeanpaymentscouncil.org>.

¹⁰ Wirtschaftskammer Österreich (2005, S. 10–11).

¹¹ Das Eurosystem umfasst die Europäische Zentralbank und die nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten, die den Euro in der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion eingeführt haben.

¹² Siehe dazu das Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften Nr. C 191 vom 29. Juli 1992, S. 69.

¹³ Siehe auch EZB (2004).

2 Wesentliche Bestimmungen im neuen Rechtsrahmen für den Zahlungsverkehr im Binnenmarkt

2.1 Allgemeine Zielsetzung und Regelungsschwerpunkte

Mit dem Richtlinienentwurf¹⁴ verfolgt die Europäische Kommission das Ziel, einen einheitlichen europäischen Rechtsrahmen für den unbaren Zahlungsverkehr zu gleichen Wettbewerbsbedingungen für alle derzeitigen und künftigen Marktteilnehmer zu schaffen.¹⁵

Ein wesentlicher Teil der vorgesehenen Bestimmungen ist daher der Erhöhung der Transparenz und Rechtssicherheit gewidmet. So enthält der Entwurf insbesondere Regelungen über einheitliche Informationspflichten¹⁶, Ausführungszeiten¹⁷ sowie über die Haftung für die ordnungsgemäße Durchführung von Zahlungstransaktionen¹⁸.

Der zweite Regelungsschwerpunkt zielt auf die Öffnung des Zahlungsverkehrsmarktes durch Einführung einer – neben Kreditinstituten¹⁹ und E-Geld-Instituten²⁰ – weiteren Kategorie von Zahlungsdienstleistern, so genannten Zahlungsinstituten (Payment Institutions), deren regulatorisches Regime nach dem Prinzip „*same activity, same risks, same rules*“ gestaltet werden soll.²¹ Die Europäische Kommission begründet das Erfordernis einer Marktöffnung mit den gegenwärtig unterschiedlichen rechtlichen Rahmenbedingungen für die Erbringung von Zahlungsdienstleistungen auf einzelstaatlicher Ebene, die im Ergebnis zu Wettbewerbsverzerrungen innerhalb des Binnenmarktes führen und nur durch eine Harmonisierung der Marktzutrittsbestimmungen und durch die Schaffung eines angemessenen Rechtsrahmens für allfällige neue Akteure auf dem Zahlungsverkehrsmarkt überwunden werden können.

¹⁴ Nachfolgende Ausführungen thematisieren die wesentlichen inhaltlichen Überlegungen der Europäischen Kommission, die im nicht veröffentlichten 5. Richtlinienentwurf vom 26. November 2004 enthalten sind.

¹⁵ Dabei ist zu beachten, dass dies in Form einer Richtlinie (und nicht als Verordnung) erfolgen soll, was zu einer uneinheitlichen Implementierung auf nationaler Ebene führen könnte. Weiters ist in diesem Zusammenhang auf die Freistelloption hinzuweisen, welche den Mitgliedstaaten weitere Freiheiten einräumt.

¹⁶ Die Informationspflichten sehen u.a. vor, dass Zahlungsdienstleister die Zahlungsdienstleistungsnutzer vor Abschluss eines Vertrags über eine Zahlungsdienstleistung in schriftlicher Form über Art und Umfang der angebotenen Dienstleistung, Gebühren, Ausführungszeiten etc. zu informieren haben.

¹⁷ Im Zusammenhang mit den Ausführungszeiten ist z.B. geregelt, dass Euro-Zahlungstransaktionen spätestens am dritten Bankarbeitstag nach dem Tag der Annahme des Zahlungsauftrags auf dem Konto des Begünstigten gutzuschreiben sind.

¹⁸ Die Haftungsbestimmungen sehen vor, dass der Zahlungsdienstleister nach Annahme des Zahlungsauftrags für die ordnungsgemäße Durchführung der Zahlungstransaktion haftet.

¹⁹ Im Sinne der Richtlinie 2000/12/EG vom 20. März 2000 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute.

²⁰ Im Sinne der Richtlinie 2000/46/EG vom 18. September 2000 über die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geld-Instituten.

²¹ Siehe Europäische Kommission (2003, S. 22–23).

2.2 Zahlungsinstitute

2.2.1 Tätigkeitsumfang

Unter dem Begriff Zahlungsinstitut definiert die Europäische Kommission Dienstleister, die neben Kreditinstituten, E-Geld-Instituten und bestimmten anderen Rechtsträgern (Postämtern, Zentralbanken und staatlichen Behörden) so genannte „*post-paid payment services*“ (im Nachhinein bezahlte Zahlungsdienstleistungen²²) erbringen sollen; explizit ausgenommen sind das Einlagen- und das E-Geld-Geschäft. Insbesondere soll es Zahlungsinstituten möglich sein, Debit- und Kreditkarten auszugeben, *acquiring services*²³ anzubieten sowie Finanztransfergeschäfte²⁴ durchzuführen. Überdies sollen Zahlungsinstitute auch Kredite vergeben können, wobei dafür Kundengelder ausdrücklich nicht verwendet werden dürfen. Nach Ansicht der Europäischen Kommission ist die Möglichkeit der Einräumung von Krediten insbesondere für die Durchführbarkeit von Geldtransferdienstleistungen eine wesentliche Voraussetzung, da anzunehmen sei, dass die Kunden die für den Geldtransfer benötigten Mittel nicht in jedem Fall bereitstellen können.

Neben den genannten Tätigkeiten sollen Zahlungsinstitute auch zur Er-

bringung aller betriebsbedingten und sonstigen zur Erbringung von Zahlungsdienstleistungen erforderlichen Hilfstätigkeiten berechtigt sein. Dies würde die Ausgabe von Garantien, Wechsel- und Verwahrungsgeschäfte, die Sicherung und Verarbeitung von Daten für andere Unternehmen bzw. staatliche Behörden sowie den Zugang zu und den Betrieb von Zahlungssystemen zum Zweck des Transfers, Clearings und Settlements von Geldmitteln umfassen. Das bedeutet, dass die Europäische Kommission von dem im Finanzdienstleistungsbereich üblichen Spezialisierungsprinzip abweicht und die Tätigkeit von Zahlungsinstituten ausdrücklich nicht auf Zahlungsdienstleistungen beschränkt.

2.2.2 Konzessionsvoraussetzungen und Aufsicht

Nach Vorstellung der Europäischen Kommission sollen Zahlungsinstitute – im Vergleich zu Kreditinstituten – erleichterten Konzessions- und Aufsichtsbestimmungen unterliegen. Dies wird damit begründet, dass die für Kreditinstitute geltenden Anforderungen für „reine Zahlungsdienstleistungsanbieter“ in Anbetracht der geringen Risiken ihrer Tätigkeit unangemessen hoch wären.

²² Als Zahlungsdienstleistung (*Payment Service*) sind im Richtlinienentwurf z.B. folgende – demonstrativ aufgezählte – Tätigkeiten definiert: die Durchführung von Zahlungstransaktionen, bei denen die Geldmittel als Einlage im Sinne der Richtlinie 2000/12/EG (Banken-Richtlinie) beim Zahlungsdienstleister gehalten werden; die Durchführung von Zahlungstransaktionen, bei denen die vom Zahlungsdienstleistungsnutzer bereitgestellten Geldmittel dem Zweck der Erbringung einer Zahlungsdienstleistung durch den Zahlungsdienstleister dienen; die Durchführung von Zahlungstransaktionen, bei denen der Geldtransfer gegen Einräumung einer Kreditlinie zugunsten des Zahlungsdienstleistungsnutzers erfolgt; die Ausgabe von Zahlungskarten; die Durchführung von *Acquiring Services* und die Ausgabe von Garantien für Zahlungstransaktionen.

²³ Ein Acquirer führt Konten für Kartenakzeptanzstellen (Händler) und erhält von diesen transaktionsbezogene Daten übermittelt. Er ist für die Sammlung von Transaktionsdaten sowie für die Abwicklung der Transaktionen mit den Akzeptanzstellen (Empfängerbanken) verantwortlich.

²⁴ Darunter versteht man den räumlichen Transfer von Vermögenswerten durch unbare Übertragung, Kommunikation, Überweisung oder sonstige Verwendung eines Zahlungs- oder Abrechnungssystems. Siehe auch § 1 Abs. 1 Z 23 BWG.

Für die Aufnahme des Betriebs wäre es nach dem Richtlinienentwurf erforderlich, dass Zahlungsinstitute eine Konzession durch die – nicht näher präzisierten – Behörden des Mitgliedstaats („competent authorities“), in dem das Zahlungsinstitut seinen Sitz hat (im Fall einer juristischen Person) bzw. von dem aus die Zahlungsdienstleistungen erbracht werden sollen (im Fall einer natürlichen Person), erlangen. Dem Antrag auf Erteilung einer Konzession wären u.a. ein Tätigkeitsplan²⁵, die Geschäftspläne für die ersten drei Jahre, die geplante Organisationsstruktur sowie die Rechtsform anzuschließen. Ein weiteres zentrales Element des Richtlinienentwurfs ist die gemeinschaftsweite Geltung von Konzessionen. So könnten Zahlungsinstitute, denen in einem Mitgliedstaat eine Konzession zur Aufnahme des Betriebs erteilt wurde, aufgrund des im Richtlinienentwurf vorgesehenen so genannten Europäischen Passes ihre Tätigkeit in jedem anderen EU-Mitgliedstaat – im Rahmen einer Niederlassung oder durch grenzüberschreitende Leistungen – ohne nochmalige Konzessionserteilung durch die dort zuständigen Behörden erbringen.²⁶

Hinsichtlich der Aufsicht ist vorgesehen, dass die Einhaltung der für Zahlungsinstitute geltenden Regelungen durch die zuständigen Aufsichtsbehörden im Rahmen einer „angemessenen und risikoadäquaten“ Prüfung zu überwachen ist. Als zulässige Prüfungshandlungen sind z.B. die Einforderung

relevanter Unterlagen oder die Durchführung von Vor-Ort-Prüfungen vorgesehen. Etwaige laufende Meldepflichten über die Geschäftstätigkeit sind im Richtlinienentwurf hingegen nicht enthalten. Bei begründetem Anlass soll die Aufsichtsbehörde Empfehlungen aussprechen können, um die Erfüllung der für Zahlungsinstitute geltenden Bestimmungen einzufordern. Im Fall der Nicht-Einhaltung der relevanten Bestimmungen wäre vorgesehen, dass die Aufsichtsbehörde Verwarnungen aussprechen oder Sanktionen erlassen kann. Bei dauerhafter Nicht-Einhaltung soll die Konzession ausgesetzt oder zurückgenommen werden können.

Die Mitgliedstaaten sollen im Rahmen der nationalen Implementierung des Richtlinienentwurfs überdies eine so genannte Freistellungsoption ausüben können. Danach soll es der zuständigen Aufsichtsbehörde möglich sein, Zahlungsinstituten, die bestimmte Umsatzgrenzen nicht überschreiten, keine vitale gesamtwirtschaftliche Funktion haben und nicht von öffentlichem Interesse sind, eine Freistellung von bestimmten Regelungen der Richtlinie zu erteilen.²⁷ Sollte die Aufsichtsbehörde einem Zahlungsinstitut die Freistellung erteilen, so würde dieses keine EU-weite Zulassung mehr genießen. Die Europäische Kommission wäre über die Umsetzung der Freistellungsoption zu informieren, auch wären freigestellte Zahlungsinstitute von den zuständigen Auf-

²⁵ Dieser hat jene Arten von Zahlungsdienstleistungen, die das Zahlungsinstitut erbringen möchte, zu enthalten.

²⁶ Diese Bestimmung entspricht dem Herkunftslandprinzip, wonach Dienstleistungserbringer bei der grenzüberschreitenden Dienstleistungserbringung lediglich den Rechtsvorschriften ihres Herkunftslandes, also desjenigen Landes, in dem sie niedergelassen sind, unterliegen.

²⁷ Eine derartige Freistellungsoption ist etwa auch in Artikel 8 der Richtlinie 2000/46/EG (E-Geld-Richtlinie) vorgesehen.

sichtsbehörden zumindest zu registrieren.²⁸

2.2.3 Rechtsform- und Kapitalbeschränkungen

Im Richtlinienentwurf sind für Zahlungsinstitute weder Rechtsformbeschränkungen noch Mindesteigenmittelerfordernisse vorgesehen. Die gewählte Rechtsform wäre im Rahmen des Zulassungsverfahrens lediglich bekannt zu geben. Allfällige Rechtsformwechsel wären der Aufsichtsbehörde demgemäß ebenfalls nur zu melden.

3 Einschätzung potenzieller Auswirkungen einer Einführung von Zahlungsinstituten auf den österreichischen Finanzmarkt

3.1 Ausgangslage auf dem österreichischen Zahlungsverkehrsmarkt

Der österreichische Finanzmarkt ist bereits heute stark durch rechtliche und technische Anpassungen an gesamteuropäische Entwicklungen gekennzeichnet. Die rechtlichen Rahmenbedingungen sind weitgehend an EU-Normen angelehnt, darüber hinaus verfügt Österreich über eine sehr gut ausgebaute Finanzdienstleistungsinfrastruktur, in deren technische Ausstattung und Automatisierung laufend investiert wird. Der Bankgeschäftskatalog²⁹ ist im europäischen Vergleich breit gefasst, insgesamt sind

gegenwärtig 892 Kreditinstitute³⁰ auf dem österreichischen Finanzmarkt zugelassen, denen als Korrespondenzbanken im Bereich des Massenzahlungsverkehrs – insbesondere im Überweisungs- und Lastschriftverkehr – nach wie vor eine große Bedeutung zukommt. Im Bereich des Kartenzahlungsverkehrs sowie der E-/M-Payments operieren derzeit insgesamt 15 Zahlungssysteme auf dem österreichischen Markt, wobei vor allem im letztgenannten Segment schon heute zahlreiche Anbieter aus dem Nichtbankenbereich tätig sind.

Mit der Einführung von Zahlungsinstituten wäre jedenfalls prima vista eine weitere Dynamisierung des österreichischen Zahlungsverkehrsmarktes zu erwarten. Vor diesem Hintergrund hat die OeNB im Zeitraum von Mai bis Juni 2005 bei 22 repräsentativen österreichischen Marktteilnehmern³¹ eine Erhebung mit dem Ziel durchgeführt, eine möglichst praxisnahe erste Einschätzung potenzieller wettbewerbs- und risikopolitischer Auswirkungen, die mit der Einführung von Zahlungsinstituten auf dem österreichischen Finanzmarkt verbunden sein könnten, vornehmen zu können. Der offene, 17 Fragestellungen umfassende Fragenkatalog wurde mit einer gut 40-prozentigen Rücklaufquote im Rahmen umfassender Ausführungen kommentiert. Die wesentlichsten Ergebnisse dieser Erhebung sind Gegenstand des folgenden Kapitels.

²⁸ Aufgrund der liberalen Bestimmungen des Richtlinienentwurfs wird jedoch angenommen, dass potenzielle Zahlungsinstitute nur in sehr beschränktem Ausmaß eine Freistellung beantragen werden, zumal damit mangels europaweiter Zulassung auch ein Wettbewerbsnachteil gegenüber grenzüberschreitend tätigen Zahlungsinstituten verbunden wäre.

²⁹ So ist etwa ein Ziel der Richtlinie 2000/12/EG eine Minimumharmonisierung, die den Mitgliedstaaten erlaubt, den Bankgeschäftskatalog mitunter auch breiter zu fassen.

³⁰ Siehe dazu <http://www.fma.gv.at/de/pdf/ki-liste.pdf> (Stand: 1. Juli 2005).

³¹ Kreditinstitute, Zahlungssystembetreiber sowie einige potenziell als Zahlungsinstitute in Frage kommende österreichische Unternehmen. Darunter befindet sich auch ein Zahlungssystembetreiber, an dem ein Telekomunternehmen maßgeblich beteiligt ist.

3.2 Wettbewerbspolitische Auswirkungen

3.2.1 Marktpotenzial

Durch die Öffnung des Marktzugangs für Zahlungsinstitute erwartet die Europäische Kommission eine Erhöhung des Wettbewerbs auf dem Zahlungsverkehrsmarkt.

3.2.1.1 Marktpotenzial in Österreich für neue österreichische Anbieter

Die österreichischen Marktteilnehmer erwarten in jedem Fall den Markteintritt neuer Anbieter, wobei hinsichtlich der möglichen Anzahl sehr unterschiedliche Erwartungen bestehen. Während die Mehrzahl der Befragten mit dem Auftreten von bis zu maximal zehn Zahlungsinstituten rechnet, sehen einige durchaus Potenzial für eine viel größere Anzahl von Zahlungsinstituten auf dem österreichischen Markt. Letztere begründen diese Erwartungshaltung – wenn auch nicht auf das eigene Unternehmen bezogen – vor allem mit Ausgliederungen und Umstrukturierungen im Zahlungsverkehrsbereich von Kreditinstituten. Ob Kreditinstitute eine Umwandlung in Betracht ziehen, werde vor allem von den Einsparungspotenzialen aufgrund der weniger strengen Aufsichtsbestimmungen für Zahlungsinstitute abhängig sein.

Weiters wird mit dem vermehrten Auftreten branchenfremder Anbieter (wie z.B. Steuerberatern, Internet Providern oder technischen Dienstleistern³²⁾) gerechnet. Darüber hinaus wird vermutet, dass sich auch große Einzelhandelsunternehmen dazu entschließen könnten, selbst Zahlungsdienstleistungsanbieter zu werden, um ihren eigenen Zahlungsverkehr abwickeln zu können.

3.2.1.2 Marktpotenzial in Österreich für europäische Anbieter

Bedingt durch den für Zahlungsinstitute vorgesehenen Europäischen Pass wird nahezu einhellig eine verstärkte Konkurrenz durch grenzüberschreitend tätige ausländische Zahlungsinstitute erwartet. Dies vor allem im Bereich der Durchführung von Acquiring Services sowie im Bereich der Ausgabe von Zahlungskarten. Für einige der Befragten ist es auch vorstellbar, dass ausländische Banken ihre Niederlassungen in Österreich zunächst in Form von Zahlungsinstituten gründen werden, um so – leichter und kostengünstiger – auf dem österreichischen Markt Fuß fassen zu können. Insgesamt wird ein verstärkter Wettbewerbsdruck vor allem bei den Finanztransferdienstleistungen erwartet, wo wegen der größeren Abwicklungseinheiten ausländischer Anbieter („*economies of scale*“) Wettbewerbsnachteile für österreichische Anbieter befürchtet werden. Weiters werden künftig Kooperationen zwischen ausländischen Banken und Zahlungsinstituten erwartet, die negative Auswirkungen auf bestehende internationale Zahlungsverkehrskooperationen österreichischer Marktteilnehmer zur Folge haben könnten.

3.2.1.3 Marktpotenzial in der EU für österreichische Anbieter

Die Erwartungen der österreichischen Anbieter hinsichtlich eines durch die Initiative der Europäischen Kommission für sie entstehenden Marktpotenzials in der EU sind eher zurückhaltend. So rechnen nur wenige der Befragten mit Vorteilen auf anderen EU-Märkten, die sich insbesondere in Einsparungspotenzialen sowie einer

³² Wie z.B. so genannte *Payment Service Provider*, die die technische Abwicklung von Zahlungen für kleinere Internetshopbetreiber durchführen.

größeren Streuung der Geschäftsfelder durch die internationale Tätigkeit realisieren lassen könnten.

3.2.2 Wettbewerbsneutralität

Zahlungsinstitute sollen nach Ansicht der Europäischen Kommission eine Vielfalt von (Zahlungs-)Dienstleistungen erbringen dürfen. Dementsprechend würde das Prinzip „*same activity, same risks, same rules*“ ein – im Vergleich zu Kreditinstituten – liberaleres Konzessions- und Aufsichtsregime rechtfertigen.

Diese Ansicht der Europäischen Kommission wird von den befragten österreichischen Marktteilnehmern nicht geteilt. So haben sämtliche Befragte die vorgeschlagenen Konzessions- und Aufsichtsbestimmungen als unzureichend kritisiert und erwarten folglich Wettbewerbsverzerrungen zugunsten von Zahlungsinstituten. Dies wird vor allem mit den für Kreditinstitute ungleich höheren Kosten aufgrund aufsichtsrechtlicher Auflagen begründet. In der Folge könnten vor allem kleine, auf den Zahlungsverkehr spezialisierte Kreditinstitute dazu gezwungen werden, sich in Zahlungsinstitute umzuwandeln. Bemerkenswert ist, dass diese Einschätzung auch von jenen Befragten geteilt wird, die derzeit über keine Bankkonzession verfügen.

3.2.3 Preisreduktionspotenzial

Die Europäische Kommission erwartet, dass die Teilnahme von neuen Akteuren auf dem Zahlungsverkehrsmarkt letztlich zu einer Verringerung der Preise für Zahlungsdienstleistungen beitragen wird.

Diese Erwartungshaltung wird mehrheitlich für unrealistisch gehalten. So sei der Zahlungsverkehr für

viele Kreditinstitute schon bislang keine Gewinn bringende Tätigkeit, sondern müsse vielmehr durch andere Geschäftsfelder quersubventioniert werden.³³ Allfällige Einsparungspotenziale in diesem Bereich könnten daher nicht durch Preissenkungen an die Endkunden weitergegeben werden. Darüber hinaus rechnet die Mehrheit der Befragten aufgrund des in Österreich beschränkten Marktvolumens mit nur geringen Einsparungspotenzialen.

3.2.4 Betriebswirtschaftliche Effekte für das eigene Unternehmen

Für eine kurz- bis mittelfristige Entscheidung zu Umwandlungen (bzw. Umstrukturierungen bestehender Unternehmensbereiche) in Zahlungsinstitute müssten die möglichen Kosteneinsparungspotenziale (aufgrund der wenig umfassenden Aufsichtsbestimmungen sowie der fehlenden Eigenmittelerfordernisse) die Umwandlungs- bzw. Umstrukturierungskosten jedenfalls übersteigen. Die überwiegende Mehrheit der befragten Marktteilnehmer erwartet diese betriebswirtschaftliche Konsequenz für das eigene Unternehmen zumindest in absehbarer Zeit nicht, weshalb auch keine diesbezüglichen Schritte in Erwägung gezogen werden. Längerfristig jedoch wird die Wahl der Unternehmensform wegen des durch grenzüberschreitend tätige ausländische Zahlungsinstitute entstehenden Wettbewerbsdrucks, vor allem aber aufgrund mangelnder Rechtsformbeschränkungen für Zahlungsinstitute durch künftige steuerliche Entwicklungen beeinflusst werden.

³³ Siehe dazu auch Haber et al. (2004), S. 63–64.

3.3 Risikopolitische Auswirkungen

Die Tätigkeit von Zahlungsinstituten wird nach Einschätzung der Europäischen Kommission mit weit geringeren Risiken als jene von Kredit- oder E-Geld-Instituten verbunden sein.

3.3.1 Risikosituation auf dem österreichischen Zahlungsverkehrsmarkt

Diese Auffassung der Europäischen Kommission wird von den österreichischen Marktteilnehmern nicht geteilt. Das erwartete verstärkte Auftreten branchenfremder Newcomer auf dem Zahlungsverkehrsmarkt würde vielmehr in Kombination mit den vorgesehenen liberalen Aufsichtsbestimmungen risikoerhöhend auf den österreichischen Zahlungsverkehrsmarkt wirken, wobei dies vor allem für die Bereiche Kreditrisiko und Reputationsrisiko erwartet wird. Die Erhebungsergebnisse zeigen, dass die überwiegende Mehrheit der Befragten vor allem eine erhöhte Insolvenzanfälligkeit von Zahlungsinstituten befürchtet, was vor allem mit dem mangelnden Eigenmittelerfordernis, aber auch mit der erleichterten aufsichtsrechtlichen Behandlung begründet wird. Nicht zuletzt könnten Zahlungsinstitute aufgrund der ihnen offen stehenden Tätigkeitsbereiche „geschäftsfremden“, also mit Zahlungsdienstleistungen nicht unmittelbar in Zusammenhang stehenden, operativen Risiken ausgesetzt sein.

3.3.2 Vertrauen in den österreichischen Zahlungsverkehr

Nach Meinung aller befragten Marktteilnehmer wäre durch die Einführung von Zahlungsinstituten auch eine Beeinträchtigung des Vertrauens der österreichischen Öffentlichkeit in die Zahlungssysteme und -instrumente zu befürchten. Dies wird einerseits mit

dem offenen Zugang (mangelnde Konzeptionsvoraussetzungen) für die Ausübung von Zahlungsdienstleistungen sowie andererseits mit der im Vergleich zu Kreditinstituten erhöhten Insolvenzgefahr begründet. So befürchten die Befragten, dass spektakuläre und öffentlichkeitswirksame Insolvenzen von unerfahrenen Newcomern rufschädigend auf die gesamte Zahlungsverkehrsbranche wirken könnten. Um dies zu verhindern, sollten für Zahlungsinstitute nach Ansicht der befragten österreichischen Marktteilnehmer zumindest adäquate Mindesteigenmittelerfordernisse, die den Regelungen für Kreditinstitute entsprechen, sowie vergleichbare Aufsichtsbestimmungen vorgesehen werden.

4 Bewertung und Schlussfolgerungen

4.1 Bewertung der in Österreich erwarteten wettbewerbspolitischen Auswirkungen

Es kann angenommen werden, dass die Europäische Kommission ihr Ziel, die Zahlungsverkehrsmärkte durch die im Richtlinienentwurf vorgesehenen Bestimmungen zu öffnen und für neue Marktteilnehmer attraktiv zu machen, erreichen dürfte. Entgegen der mehrheitlichen Sichtweise der befragten österreichischen Marktteilnehmer könnte dies – zumindest in einer ersten Phase – auch zu Preissenkungen führen, da anzunehmen ist, dass (ausländische) Zahlungsinstitute versuchen werden, sich zunächst vor allem mittels einer offensiven Preispolitik auf dem österreichischen Markt zu positionieren. Für die Endkunden werden – neben der Frage des Vertrauens in Zahlungsinstitute – vor allem allfällige Preissenkungen für Zahlungsdienstleistungen von Bedeutung sein.

Auch die Erwartung der befragten Marktteilnehmer hinsichtlich Einsparungspotenzialen aufgrund weniger strenger Aufsichtsbestimmungen kann nicht uneingeschränkt geteilt werden. So können die angesprochenen Ausgliederungen und Umstrukturierungen im Zahlungsverkehrsbereich von bestehenden Kreditinstituten zu keinen diesbezüglichen Vorteilen führen, da Zahlungsinstitute in der Regel auch als Finanzinstitute (Financial Institutions) im Sinne der Richtlinie 2000/12/EG vom 20. März 2000 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute sein werden. Dies wiederum hat zur Folge, dass ausgegliederte Zahlungsinstitute als Finanzinstitute in die auf konsolidierter Basis erfolgende (strenge) Beaufsichtigung des Mutterunternehmens einzubeziehen sind und sich somit keine oder nur geringe Einsparungspotenziale ergeben.

4.2 Bewertung der in Österreich erwarteten risikopolitischen Auswirkungen

Die allgemein geäußerte Befürchtung eines in Ermangelung von Mindestkapitalvorschriften erhöhten Insolvenzrisikos – samt den damit verbundenen negativen Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität – sowie eine damit einhergehende Beeinträchtigung des öffentlichen Vertrauens in die Sicherheit und Stabilität des gesamtwirtschaftlichen Zahlungsverkehrssystems scheint in Anbetracht der vorgesehenen Regelungen durchaus realistisch. So ist etwa anzumerken, dass der Richtlinienentwurf keinerlei Diversifikationsbestimmungen für das Kreditportfolio von Zahlungsinstituten enthält, wodurch eine Konzentration von Krediten bei bestimm-

ten Kunden nicht ausgeschlossen werden kann. Zwar sollen Zahlungsinstitute zur Kreditvergabe keine Kundengelder verwenden dürfen, allerdings könnten sich allfällige Zahlungsschwierigkeiten z.B. auf die Erfüllung von Garantien oder Wechselgeschäfte auswirken, was einer Verlagerung des Kreditrisikos gleichkäme. Zudem könnten Zahlungsinstitute aufgrund der ihnen offen stehenden Tätigkeitsbereiche „geschäftsfremden“, also mit Zahlungsdienstleistungen nicht unmittelbar in Zusammenhang stehenden, operationellen Risiken ausgesetzt sein,³⁴ für deren Eingrenzung der vorliegende Richtlinienentwurf keinerlei Vorkehrungen enthält. Auch weitere wesentliche Fragen – wie etwa die Ausgestaltung des Settlementprozesses von Zahlungsinstituten oder deren allfälliger Zugang zu Zentralbankgeld – werden im Richtlinienentwurf überhaupt nicht behandelt.

In Anbetracht des für Zahlungsinstitute in Aussicht genommenen Tätigkeitsbereichs bestehen somit in der Tat Regelungsdefizite. Dementsprechend sollte für Zahlungsinstitute, die den Genuss des Europäischen Passes erlangen wollen, vor allem eine adäquate Abfederung der mit den Tätigkeiten einhergehenden Risiken (insbesondere Kredit- und Insolvenzrisiken) ausreichend sichergestellt werden. Dies könnte entweder – unter Beibehaltung der vorgesehenen Ordnungsnormen – durch Einschränkung des Tätigkeitsbereichs auf die Erbringung von reinen Zahlungsdienstleistungen (Finanztransferdienstleistungen oder Acquiring Services) oder – unter Beibehaltung des vorgesehenen Tätigkeitsbereichs – durch eine den Regelungen für Kreditinstitute entsprechende Verschärfung der

³⁴ Siehe dazu Schlögel et al. (2005, S. 376).

Konzessions- und Aufsichtsbestimmungen erfolgen.

4.3 Schlussfolgerungen und Ausblick

Die Erhebung hat gezeigt, dass bei den befragten österreichischen Marktteilnehmern eine überwiegend kritische Haltung gegenüber dem aktuellen Richtlinienentwurf besteht. Auffällig ist, dass gerade die wesentlichen Erwartungen der Europäischen Kommission, wie insbesondere die Sicherung eines *Level-Playing-Field* nicht oder nur bedingt geteilt werden. Vielmehr werden Wettbewerbsverzerrungen, eine Erhöhung der Risiken sowie langfristig eine Beeinträchtigung des Vertrauens der Endverbraucher in die Stabilität des Zahlungsverkehrsmarktes befürchtet. Eine wesentliche Erkenntnis besteht in der einhelligen Forderung nach einer Gleichbehandlung von Zahlungsinstituten und Kreditinstituten in den Bereichen Mindesteigenmittelerfordernisse und Aufsicht. Zudem macht die Erhebung deutlich, dass zum gegenwärtigen Zeitpunkt keiner der Befragten eine Umwandlung in ein Zahlungsinstitut in Betracht zieht.

Die angesprochenen Erhebungsergebnisse sollen als Beitrag zur Meinungsbildung und Diskussion im Rahmen des weiteren europäischen Gesetzgebungsprozesses verstanden werden. Der finale Richtlinienentwurf der Europäischen Kommission, der voraussichtlich in allen wesentlichen inhaltlichen Bereichen dem im vorliegenden Beitrag diskutierten 5. Entwurf entsprechen wird, sollte Ende Oktober 2005 veröffentlicht werden. Daran anschließend werden während der britischen Ratspräsidentschaft im zweiten Halbjahr 2005 auf Ratsarbeitsgruppenebene weitere Konsultationen der Mitgliedstaaten stattfinden, wobei Österreich die gegenständlichen Erhebungsergebnisse berücksichtigen kann. Ein Abschluss der Verhandlungen könnte während der österreichischen Ratspräsidentschaft im ersten Halbjahr 2006 erfolgen. Mit einer nationalen Umsetzung der Richtlinie „Neuer einheitlicher Rechtsrahmen für den Zahlungsverkehr im Binnenmarkt“ ist frühestens Ende 2008 bzw. Anfang 2009 zu rechnen.

Literaturverzeichnis

- Dieckmann, R. 2005.** Post-FSAP Agenda: Chance zur Vollendung der europäischen Finanzmarktintegration. EU Monitor, Finanzmarkt Spezial. Deutsche Bank Research 24. 25. Mai.
- Europäische Kommission. 2003.** Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament. Ein neuer Rechtsrahmen für den Zahlungsverkehr im Binnenmarkt (Konsultationspapier). COM(2003) 718 endgültig.
- Europäische Kommission 2005.** Grünbuch zur Finanzdienstleistungspolitik (2005–2010). COM(2005) 177.
- EZB – Europäische Zentralbank. 2004.** Auf dem Weg zu einem einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsräum. Dritter Fortschrittsbericht.
<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/singleeuropaymentsarea200412de.pdf>
- Haber, G., V. Lieskonig, R. Neck, R. Palleschitz und D. Urbanek. 2004.** Betriebswirtschaftliche und volkswirtschaftliche Potenziale einheitlicher Zahlungsverkehrssysteme in Europa aus österreichischer Sicht 2004. Forschungsbericht Version 2.19/29. April 2004. Klagenfurt.

Schlögel, A., U. Eisenhuber und B. Schimka. 2005. Payment Institutions – die neuen Zahlungsdienstleister im Binnenmarkt. In: BankArchiv 06/2005. Wien. 374–377.

Tumpel-Gugerell, G. 2005. Zahlungsverkehr im EU-Umfeld: Vereinheitlichung bis 2010. In: Bank und Markt – Zeitschrift für Retailbanking 5/2005. Frankfurt am Main. 18–19.

Wirtschaftskammer Österreich. 2005. Neuer Rechtsrahmen für Zahlungen im Binnenmarkt. In: Europa Briefing, Information der Bundessparte Bank und Versicherung der Wirtschaftskammer Österreich. Februar. 10–11.

Die Risikopositionen von Banken gegenüber Hedgefonds in Österreich und regulatorische Aspekte

Eleonora Endlich,
Markus S. Schwaiger,
Gabriele Stöffler

Das expansive Wachstum der Hedgefonds-Industrie in der Vergangenheit und die damit im Zusammenhang stehenden politischen Diskussionen, diese schwach bzw. nicht regulierte Anlageklasse einem strengen Rechtsrahmen zu unterwerfen, veranlasste das Banking Supervision Committee des Europäischen Systems der Zentralbanken, eine europaweite Umfrage zu den Risikopositionen von Banken gegenüber Hedgefonds durchzuführen. Im vorliegenden Beitrag werden die österreichischen Umfrageergebnisse dargestellt und mögliche Maßnahmen zur Regulierung der Hedgefonds-Branche beleuchtet.

Einleitung

Hedgefonds¹ etablierten sich infolge ihres starken Wachstums in den vergangenen Jahren zu bedeutenden Teilnehmern auf dem internationalen Finanzmarkt.² Weltweit existieren nach Schätzungen derzeit rund 8.000 Hedgefonds mit einem Gesamtvolumen von über 1.000 Mrd USD,³ wobei das Volumen in der EU rund ein Viertel beträgt. Damit hat sich das Gesamtvermögen der Hedgefonds seit dem Jahr 2001 verdoppelt. Da Hedgefonds jedoch meist keinen oder nur geringen Regulierungsvorschriften unterliegen und die öffentlich verfügbaren Informationen aus Datenbanken stammen bzw. die Selbstdarstellung der Fonds unvollständig sind, ist ihre Entwicklung nur eingeschränkt nachvollziehbar.

Ursache für das Wachstum der Hedgefonds-Branche war u.a. eine Erweiterung der Investorenbasis auf neue Gruppen von institutionellen sowie Retail-Kunden. Dieses Umfeld führte sowohl auf nationaler als auch internationaler Ebene vermehrt zu Diskussionen, ob Hedgefonds neben ihren positiven Auswirkungen auf die internationalen Finanzmärkte auch eine Bedrohung für die Finanzmarktstabilität darstellen und eine (stärkere) Regulierung dieser alternativen Anlageform notwendig ist.

Der vorliegende Beitrag ist in zwei Teile gegliedert. Im ersten Teil werden die Zusammenhänge zwischen Hedgefonds und Banken in Österreich auf Basis einer im Frühjahr 2005 durchgeführten Befragung von ausgewählten österreichischen Kreditinstituten untersucht. Darüber hinaus werden die Risikomanagementsysteme dieser Banken im Hinblick auf ihre Geschäftstätigkeiten mit Hedgefonds qualitativ näher beschrieben. Da in einem bankendominierten Finanzsystem das von Hedgefonds ausgehende Risiko für die Systemstabilität vor allem über das Bankensystem transmittiert wird, liefert diese Untersuchung damit einen direkten Beitrag zur Debatte einer möglichen umfassenderen Regulierung von Hedgefonds. Im zweiten Teil werden mögliche Regulierungsmaßnahmen diskutiert, die einerseits zur Sicherung der Systemstabilität beitragen und andererseits einen verbesserten Investorenschutz bewirken können.

Datenbasis

Das Banking Supervision Committee (BSC) des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) initiierte aufgrund des regen Wachstums der Hedgefonds-Industrie und des zunehmenden öffentlichen Interesses im Frühjahr 2005 eine EU-weite Umfrage

Wissenschaftliche
Begutachtung:
Walter Waschiczek,
OeNB.

¹ Derzeit existiert keine einheitliche Definition von Hedgefonds. Am ehesten können sie als wenig bis gar nicht regulierte Anlagealternativen bezeichnet werden, die eine Vielzahl von Strategien verfolgen, eine auf Gewinnbeteiligung ausgerichtete Gebührenstruktur aufweisen und keinerlei Anlagerestriktionen (z.B. Leverage-Beschränkungen) unterliegen.

² Siehe dazu EZB (2004).

³ Siehe dazu Counterparty Risk Management Policy Group (2005).

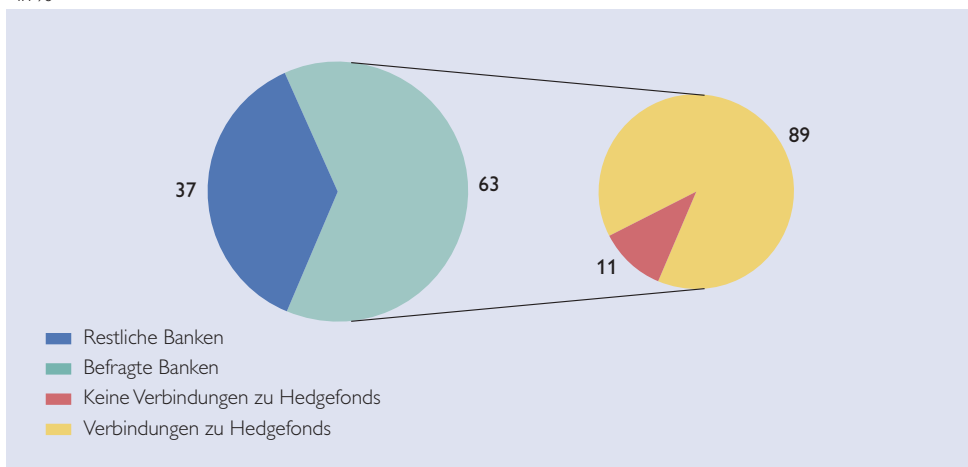
zu qualitativen und quantitativen Aspekten der Verbindungen von Banken zu Hedgefonds.⁴ Darüber hinaus diente diese Befragung auch dazu, mögliche Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität besser beurteilen zu können, denn neben den Exponierungen von Banken gegenüber Hedgefonds wurden in der Befragung insbesondere auch Informationen zum Risikomanagement der Banken erhoben. Die Ergebnisse der EU-weiten Befragung wurden von der Europäischen Zentralbank (EZB) gesondert veröffentlicht.⁵

In Österreich führte die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) die Umfrage auf freiwilliger Basis im Mai 2005 durch und wählte als Teilnehmer die gemessenen an der unkonsolidierten Bilanzsumme 22 größten österreichischen Banken aus, die mehr als 63% Bilanzsumme des gesamten österreichischen Bankensystems per Jahresende 2004 repräsentierten. Sieben Banken gaben an, derzeit keinerlei Geschäftsaktivitäten mit Hedgefonds zu unterhalten. Gemessen an der Bilanzsumme wiesen somit 11% der befragten Banken keinerlei Beziehungen zu Hedgefonds aus (Grafik 1).

Grafik 1

Datenüberblick (gemessen an den unkonsolidierten Bilanzsummen)

in %



Quelle: OeNB.

⁴ Die Umfrage basierte auf zwei Fragebögen. Im qualitativen Fragebogen wurden mittels offener Fragen folgende Bereiche erfasst: Beweggründe für Engagements in Hedgefonds; Definition von Hedgefonds durch die Befragten; Schwerpunktsetzung der Hedgefonds-Aktivitäten (Finanzierung, Beteiligung, Trading); allgemeine Fragen zum Risikomanagement (Due Diligence, Limit-Setzung, Besicherung, Monitoring etc.). Der quantitative Fragebogen eruierte u.a. die Höhe der Hedgefonds-Aktivitäten der befragten Banken, Umfang und Art der Besicherung, verfolgte Investmentstrategien und die Periodizität bestimmter Überprüfungen im Rahmen des Risikomanagements.

⁵ Siehe EZB (2005).

Ergebnisse der Bankenbefragung

Definitionen von Hedgefonds und Motive für Geschäftsbeziehungen

Hedgefonds werden von den befragten Banken zwar unterschiedlich definiert und klassifiziert, in den wesentlichen Aspekten jedoch übereinstimmend abgegrenzt. So gelten Hedgefonds als wenig oder nicht regulierte Anlagealternativen, die ihren Sitz meist in Offshore-Zentren haben, ein breites Spektrum an Investmentstilen

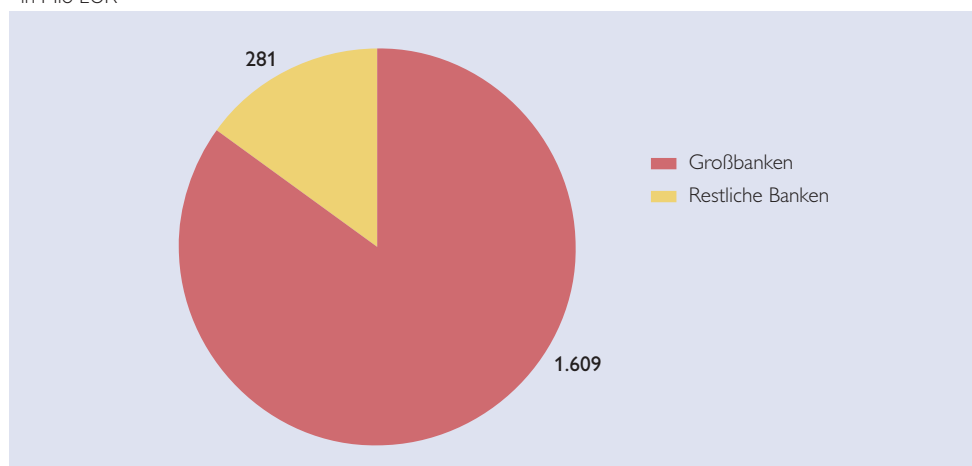
verfolgen, eine auf Gewinnbeteiligung ausgerichtete Gebührenstruktur aufweisen sowie keinen Anlagebeschränkungen unterliegen. Der Einsatz derivativer Finanzinstrumente und die Möglichkeit, Leerverkäufe („short selling“) zu tätigen bzw. Geschäfte auf Kredit aufzubauen (Leverage), sollen die Generierung überdurchschnittlicher und/oder von den Marktbewegungen unabhängiger Erträge („absolute return“) optimieren.

Grafik 2

Anteil der fünf Großbanken an den gesamten Risikopositionen

gegenüber Hedgefonds

in Mio EUR



Quelle: OeNB.

Der Großteil der befragten Banken nahm verhältnismäßig spät erste Geschäftsbeziehungen zu Hedgefonds auf. Lediglich zwei Kreditinstitute führten bereits vor dem Jahr 1999 Geschäfte mit Hedgefonds durch. Die Banken nennen die Möglichkeiten zur Diversifikation der Portfolios, der Einkommensgenerierung, des Outsourcings des Eigenhandels mittels Hedgefonds sowie die verstärkte Nachfrage diverser Bankkunden nach entsprechenden Produkten als Haupt-

motive für Engagements in diese Instrumente.

Volumina der Exponierung gegenüber Hedgefonds

Insgesamt verzeichneten die befragten Banken per Ende 2004 eine Exponierung gegenüber Hedgefonds (Kredite und Investments)⁶ in Höhe von 1,89 Mrd EUR. Gegenüber dem Vorjahr erhöhte sich dieser Betrag damit um 19%. Mit 85% entfällt der überwiegende Anteil dieser Exponierung auf

⁶ Darunter sind Anteile bzw. Beteiligungen an Hedgefonds zu verstehen.

die fünf Großbanken⁷ (Grafik 2). Setzt man die Volumina in Relation zu den konsolidierten Bilanzsummen, so beträgt dieser Anteil im Jahr 2004 0,37%. Die befragten Banken wiesen dabei eine Bandbreite von 0,03% bis 0,95% aus. Gemessen an den konsolidierten anrechenbaren Eigenmitteln der betreffenden Banken ergibt dies eine Exponierung gegenüber Hedgefonds von 6,78% im Jahr 2004, wobei die Bandbreite zwischen 0,33% und 16,92% beträgt.

Die große Bandbreite der Ergebnisse zusammen mit der Tatsache, dass sieben befragte Banken keinerlei Verbindungen zu Hedgefonds eingegangen sind, lässt jedenfalls auf durchaus unterschiedliche Geschäftsstrategien in diesem Zusammenhang schließen. Auf Basis der freiwillig gemeldeten Daten ist anzunehmen, dass zum Zeitpunkt der Befragung keine Gefährdung des österreichischen Bankensystems aus den Hedgefonds-Investments vorliegt, wenngleich mögliche Verluste aus diesen Investments das Jahresergebnis und in weiterer Folge die Eigenmittelausstattung einzelner Banken durchaus spürbar belasten können.

Zum größten Teil handelt es sich bei den Risikopositionen um direkte Investitionen der Banken in Hedgefonds. Kredite an Hedgefonds haben im Vergleich zu den Investitionsvolumina mit rund 4% an der Gesamtexponierung nur eine untergeordnete Bedeutung und betragen im Jahr 2004 76,5 Mio EUR. Jedoch ist die Dynamik mit +18% im Vergleich zum Vorjahr ähnlich wie jene der Gesamtexponierung.

Vergleicht man die Risikopositionen österreichischer Banken mit den (vorläufigen) Ergebnissen der europaweiten Umfrage des BSC, so zeigt sich, dass das Volumen der vergebenen Kredite in Österreich eine vergleichsweise vernachlässigbare Größe darstellt, während die Investment-Exponierung österreichischer Banken teilweise deutlich über dem EU-Durchschnitt liegt.⁸

Die Bedeutung der Hedgefonds-Aktivitäten der österreichischen Banken für ihre Ertragslage ist im Jahr 2004 mit einem deutlich unter 1 Prozentpunkt liegenden Anteil der Gewinne aus Hedgefonds am Jahresgewinn derzeit gering.

Die Mehrheit der befragten Banken beabsichtigt, ihre Investitions-Exponierung gegenüber Hedgefonds künftig auszuweiten, während bei den meisten keine Verstärkung der Aktivitäten im Kreditbereich und im Prime Brokerage-Segment⁹ geplant ist. Vonseiten der Banken wird ferner erwartet, dass sie selbst bzw. andere Kreditinstitute vermehrt eigene Hedgefonds auflegen bzw. dass künftig ähnliche Strategien wie Hedgefonds für eigene Handelsaktivitäten einsetzen werden.

Risiken und Risikomanagement

Die befragten Banken führten als spezifische direkte Risiken ihrer (Investment-)Risikopositionen gegenüber Hedgefonds im Besonderen die operationalen Risiken in Bezug auf das Hedgefonds-Management und die technischen Systeme an. Darüber hinaus erachteten sie Liquiditäts-, Rechts-, Markt- sowie Modellrisiken

⁷ BA-CA, BAWAG P.S.K., Erste Bank, RZB und ÖVAG.

⁸ Der Ergebnisse des BSC beziehen sich auf die Meldungen von 16 Großbanken aus sechs EU-Mitgliedstaaten und sind somit aufgrund des beträchtlichen Größenunterschieds sowie eines unter Umständen differierenden Geschäftsmodells (Prime Brokerage) nicht direkt mit den österreichischen Daten vergleichbar.

⁹ Unter Prime Brokerage werden diverse Finanzierungs-, Handels- und Abwicklungstätigkeiten für Drittparteien verstanden.

als relevant und beklagten die geringe Transparenz der Hedgefonds-Branche. Ein weiteres Risiko entsteht für Investoren aus der Möglichkeit einiger Hedgefonds, die Rückzahlung unter gewissen Voraussetzungen zu verweigern.¹⁰

Die indirekten Risiken von Hedgefonds wurden von den ausgewählten Banken unterschiedlich bewertet. Nur wenige Banken erachten z.B. ein mögliches Gegenpartierisiko bezogen auf Kreditinstitute, die selbst eine hohe Exponierung gegenüber Hedgefonds aufweisen (z.B. einige Prime Broker), als problematisch. Die Auswirkungen von ähnlichen Handelsstrategien („crowded trades“) verschiedener Hedgefonds sowie ein möglicher Schock für den Finanzmarkt durch den Zusammenbruch eines größeren Hedgefonds wurden weiters von einigen Instituten als indirekte Risiken wahrgenommen.

Nicht zuletzt aufgrund dieser Risiken und der geplanten weiteren Ausweitung von Hedgefonds-Investments vieler Institute kommt einem adäquaten Risikomanagement besondere Bedeutung zu. Dieses erfordert insbesondere ein Mindestmaß an Streuung sowie eine sorgfältige Auswahl (Due Diligence) und Überwachung der Exponierung gegenüber Hedgefonds. Insgesamt zeigt sich, dass der Umfang der Risikomanagementaktivitäten der betroffenen Banken mit der Höhe ihrer Exponierung gegenüber Hedgefonds zunimmt, das Risikomanagement in einigen Fällen aber verbesserungsfähig sein dürfte. Die tatsächliche Qualität des Risikomanagements kann aus den Umfrageergebnissen allein jedoch nur unvollständig beurteilt werden.¹¹

Der Due Diligence-Prozess umfasst neben der quantitativen und qualitativen Analyse der Fonds insbesondere auch Managementgespräche sowie in einigen Fällen Vor-Ort-Besuche. Dabei spielen die Qualität der Hedgefonds-Manager sowie die Häufigkeit und Vollständigkeit der Informationsbereitstellung eines Hedgefonds für die befragten Banken eine wesentliche Rolle. Auch Due Diligence-Berichte von externen Organisationen werden zur Beurteilung eines Hedgefonds herangezogen.

Zum Monitoring von Hedgefonds-Positionen erhalten die befragten Banken zumeist monatliche Berichte zur Wertentwicklung und zu anderen Kennzahlen (z.B. Leverage) von Hedgefonds und oftmals einen Risikoreport, meist von einer Drittpartei (Administrator)¹². Teilweise werden auch wöchentliche Berichte vom Hedgefonds selbst und Ad-hoc-Berichte im Fall von außerordentlichen Ereignissen übermittelt. In diesem Zusammenhang ist jedoch zu hinterfragen, inwieweit die Unabhängigkeit der Administratoren von den jeweiligen Hedgefonds tatsächlich gewährleistet ist, da zumeist die Hedgefonds selbst die zugrunde liegenden Daten zur Verfügung stellen und sich aus der Entlohnungsstruktur der Hedgefonds-Manager mögliche, für den Investor adverse Anreize bei der Informationsbereitstellung ergeben.

Das Monitoring von Hedgefonds-Positionen erfolgt von den befragten Banken teilweise aggregiert nach den jeweiligen Hedgefonds-Strategien. Dabei werden etwa die Konzentration der Exponierung gegenüber bestimmten Märkten, Anlageklassen und Wäh-

¹⁰ Dies sollte andererseits jedoch für den Fonds die Vorhaltung von sehr hohen Liquiditätsreserven verhindern und dadurch die Rendite erhöhen (siehe dazu Chordia, 1996, bzw. Schwaiger, 2003, S. 62ff).

¹¹ Diese kann z.B. im Rahmen von Vor-Ort-Prüfungen bei den betroffenen Banken festgestellt werden.

¹² Der Administrator übernimmt die (Kunden-)Verwaltung für den Hedgefonds.

rungen, bestimmte Risikokennzahlen, die Ausnutzung von Limiten sowie die Wertentwicklung der Fonds beobachtet. Einige Banken führen darüber hinaus Stresstests bezüglich ihrer Investment-Exponierung differenziert nach Investmentstrategien der Fonds durch. Soweit aus der Umfrage ersichtlich dürfte das Monitoring der Exponierung gegenüber Hedgefonds von einigen Banken jedoch noch zu verbessern sein.

Insgesamt haben jedoch sowohl Hedgefonds als auch Banken und insbesondere Prime Broker ihr Risikomanagement in den letzten Jahren deutlich verbessert.¹³ Die befragten Institute hoben auch hervor, dass der Leverage von Hedgefonds im Vergleich zur Situation der Long-Term Capital Management (LTCM)-Krise im Jahr 1998 geringer sein dürfte, obwohl keine einheitliche Maßzahl zur Bestimmung des Leverage verwendet wird, da diese Berechnung methodisch komplex ist. Weiters wurde von einigen Banken eine Verlängerung der Mindestbehaltefristen, in denen die Investoren ihre Fondsanteile nicht ohne hohe Abschläge veräußern können, bis zu drei Jahren festgestellt.

Regulatorische Aspekte Rahmenbedingungen und Ziele

Hintergrund der derzeitigen Debatte über die Notwendigkeit einer (EU-weit einheitlichen) Regulierung der stark wachsenden Hedgefonds-Branche ist einerseits deren potenzielle

negative Auswirkung auf die Finanzmarktstabilität und andererseits Investorenschutzüberlegungen, da Hedgefonds vermehrt neue, teilweise auch weniger professionelle Investorenklassen ansprechen.¹⁴ Die bisher in den einzelnen Staaten verfolgten Regulierungsansätze unterscheiden sich dabei insbesondere in der Möglichkeit zur Auflegung inländischer Hedgefonds, den Anforderungen zum Management bzw. der Administration dieser Fonds sowie in den Bestimmungen zum Vertrieb von Hedgefonds.¹⁵ Insgesamt zeigen Analysen von Hedgefonds-Datenbanken, wie etwa die TASS- bzw. die CISDM-Datenbank,¹⁶ dass weltweit mehr als die Hälfte der Hedgefonds ihr Domizil aufgrund der geringen Regulierungsdichte in Offshore-Zentren hat, während mehr als drei Viertel der Manager in der EU bzw. in den USA ansässig sind, wobei die EU sowohl bezüglich des Fonds-Domizils als auch bezüglich des Manager-Domizils deutlich weniger Gewicht als die USA hat.

Die Beantwortung der Frage, inwieweit Hedgefonds die Finanzmarktstabilität positiv oder negativ beeinflussen, erfordert eine differenzierte Betrachtung. So steigern Hedgefonds einerseits die Liquidität in einigen Marktsegmenten und können damit zu einer effizienteren Risikoverteilung zwischen den Finanzmarktakteuren beitragen. Darüber hinaus ermöglichen Hedgefonds den Investoren eine Ausweitung ihrer vorhande-

¹³ Dies wurde u.a. auch vom Financial Stability Forum als eine der wesentlichen Maßnahmen zur Vermeidung von durch Hedgefonds ausgelösten systemischen Krisen gefordert. Siehe Financial Stability Forum (2000).

¹⁴ Siehe dazu OeNB (2005) und Europäische Kommission (2005a, 2005b).

¹⁵ In Österreich ist beispielsweise im Gegensatz zu Deutschland das Auflegen von inländischen Single-Hedgefonds gesetzlich nicht erlaubt. Mit der jüngsten Novellierung des Investmentfondsgesetzes können nach § 20a jedoch Dach-Hedgefonds als „andere Sondervermögen“ von österreichischen Kapitalanlagegesellschaften aufgelegt werden.

¹⁶ TASS (Trading Advisors Selection System) Tremont und CISDM (Center for International Securities and Derivatives Markets) sind zwei von drei großen Hedgefonds-Datenlieferanten.

nen Anlagemöglichkeiten und bieten damit Diversifizierungsvorteile gegenüber traditionellen Aktien- bzw. Anleiheportfolios. Andererseits verstärkt der mögliche Einsatz von Leverage auch ein Liquiditätsrisiko für die Fonds selbst, das betroffene Marktsegmente, in denen Hedgefonds besonders stark vertreten sind, erheblich belasten kann. Infolge von Übertragungseffekten können daraus resultierend auch andere Finanzintermediäre in Mitleidenschaft gezogen werden.¹⁷

Eine Regulierung von Hedgefonds ist also vor dem Hintergrund einer potenziellen Gefährdung der Finanzmarktstabilität sowie zum Schutz weniger professioneller Investoren zu diskutieren. Eine bedeutende Rolle in diesem Zusammenhang kommt der Selbstregulierung der Hedgefonds-Branche über Standards – etwa bezüglich der Informationsbereitstellung oder des Risikomanagements – zu. Darüber hinaus sind sowohl direkte als auch indirekte Regulierungsmaßnahmen vonseiten der Aufsicht zu diskutieren.

Regulierungsoptionen zum Investorenschutz

Regulierungsmaßnahmen aus Investorenschutzüberlegungen können z.B. Beschränkungen bezüglich zugelassener Investorengruppen und Mindestinvestitionsvolumina in Hedgefonds umfassen. Um fundierte Investorenentscheidungen zu ermöglichen, sind aber – unabhängig von eventuellen Vertriebsbeschränkungen – bessere Informationen über Hedgefonds erforderlich. Neben der freiwilligen

Informationsbereitstellung der Fonds selbst, kommt in dieser Hinsicht dem (Wertpapier-)Anlageberater eine zentrale Rolle zu. Diese bezieht sich insbesondere auf Aufklärungspflichten zu den möglichen Risiken von Hedgefonds-Investitionen. Zusätzlich erscheint es geboten, die Allgemeinbildung der Investoren über grundlegende Marktzusammenhänge zu verbessern.¹⁸

Regulierungsoptionen zur Sicherung der Finanzmarktstabilität

Bezüglich der zur Verfügung stehenden aufsichtlichen Regulierungsmöglichkeiten kann grundsätzlich zwischen direkten, d.s. am Hedgefonds selbst ansetzenden, und indirekten, d.s. an beteiligten Parteien ansetzenden, Maßnahmen unterschieden werden.

Direkte Regulierungsmaßnahmen im Zusammenhang einer Sicherung der Finanzmarktstabilität können z.B. eine grundsätzliche Registrierungs- pflicht von Hedgefonds¹⁹, Meldepflichten und/oder Prüfungen von Hedgefonds durch die Aufsichtsbehörden umfassen. Eine international koordinierte Vorgehensweise ist dabei geboten, um eine effektive Wirkung zu erzielen und eine weitere Konzentration in Offshore-Zentren zu vermeiden. Eine Beschränkung der Aktivitäten von Hedgefonds in Bezug auf bestimmte Handelsstrategien wäre ebenfalls möglich, beschneidet jedoch die Flexibilität von Hedgefonds erheblich. Damit ginge auch ein wesentlicher Teil des positiven Beitrags, den Hedgefonds zur Finanzmarktstabilität leisten können, verloren.

¹⁷ Eingehende Ausführungen zu Aspekten der Finanzmarktstabilität im Zusammenhang mit Hedgefonds finden sich z.B. in EZB (2004), SEC (2003), Baghai-Wadji et al. (2005) oder Brealey und Kaplanis (2001).

¹⁸ Siehe dazu z.B. auch Donaldson (2003).

¹⁹ Eine Registrierungs- pflicht von Hedgefonds besteht derzeit z.B. in Deutschland. Hier wurde durch eine Änderung des Investmentgesetzes die Möglichkeit einer Auflage von Single-Hedgefonds sowie Dach-Hedgefonds geschaffen.

Indirekte Regulierungsmaßnahmen können beispielsweise eine nationale Registrierungspflicht von Hedgefonds-Managern²⁰, stärkere Offenlegungsvorschriften, ein verbessertes Risikomanagement der Gegenparteien und Investoren (z.B. Banken, Prime Broker) von Hedgefonds sowie ex ante festgelegte Maßnahmen zum Krisenmanagement umfassen.

Eine Registrierungspflicht von Hedgefonds-Managern, die derzeit bereits in einigen Ländern praktiziert wird, erscheint leichter umsetzbar als eine Registrierung der Fonds selbst, da derzeit wesentlich mehr Manager als Fonds „onshore“ sind. Werden zudem umfangreichere Meldungen an die Aufsicht an die Registrierung gekoppelt, sind die Aufseher nicht mehr auf Informationen von externen Quellen abhängig und gewinnen einen besseren Einblick in die Aktivitäten der Manager. Generell ist jedoch eine Meldung an die Aufsicht aufgrund der Zeitdiskrepanz zwischen den zugrunde liegenden Aktivitäten und den entsprechenden Meldungen, der schwierigen Aggregation inhomogener Daten und der komplexen Risikoerfassung²¹ nicht immer aussagekräftig bzw. angemessen. Jedenfalls kann eine Registrierung von Hedgefonds-Managern dazu führen, die Anzahl von allenfalls nicht geeignet erscheinenden Personen als Manager

zu reduzieren und damit Betrugsfälle zu verringern.

Ein verbessertes, zielgerichtetes Risikomanagement der Gegenparteien und Investoren von Hedgefonds, insbesondere Prime Broker, Banken, Versicherungen und Pensionskassen, könnte zu einer stärkeren Sicherung der Systemstabilität beitragen. Diesbezügliche regulatorische Maßnahmen können in spezifischen Vorgaben für das Risikomanagement sowie einer verstärkten unmittelbaren Aufsichtstätigkeit bestehen.²² Ein verstärktes Monitoring und EU-weit harmonisierte Meldepflichten dieser Marktteilnehmer in Bezug auf ihre Exponierung gegenüber Hedgefonds erhöhen weiters nicht nur den Informationsstand der Aufsicht über Hedgefonds, sondern stärken auch die Marktdisziplin. Da zahlreiche Gegenparteien bzw. Investoren bereits einer Regulierung unterliegen, dürfte dieser Ansatz auch verhältnismäßig einfach umsetzbar sein.

Danielsson et al. (2004) schlagen zusätzlich vor, ex ante definierte Prozessabläufe als Krisenmanagement zur Entschärfung von durch Hedgefonds ausgelösten systemischen Krisen zu definieren (z.B. die Einbindung der Aufsicht als „Moderator“ wie im Fall des Beinahe-Zusammenbruchs von LTCM).²³ Dieser Ansatz lässt jedoch viele Fragen offen, z.B. wel-

²⁰ Eine Registrierungspflicht von Hedgefonds-Managern besteht derzeit z. B. in den USA und im Vereinigten Königreich.

²¹ Während die Erhebung von Parametern, wie Wertentwicklung, Kapitalausstattung, Gebührenstruktur, gewählte Strategie etc., durch die Aufsicht als sinnvoll erachtet werden kann, ist die Erhebung von aggregierten Risikomaßen, wie Value-at-Risk (VaR), problematischer, da diese Maßzahl für die komplexen, inhomogenen und sich schnell ändernden Portfolios von Hedgefonds nur beschränkt aussagekräftig ist. Unerwartete Ereignisse, die mit einer sehr geringen Wahrscheinlichkeit eintreten und eine systemische Krise verursachen können („long-tail events“), können nicht zuverlässig abgebildet werden. Siehe auch Danielsson et al. (2004).

²² Diesbezüglich ist zu erwähnen, dass durch einige Brancheninitiativen bereits Standards zur Verbesserung des Risikomanagements entwickelt wurden.

²³ Dabei muss jedoch sichergestellt sein, dass öffentliche Mittel zur Krisenbewältigung nicht zur Verfügung stehen. Diese Forderung findet jedoch insofern eine Grenze, als öffentliche Mittel sehr wohl im Fall einer Bankenkrise zum Einsatz kommen.

che Parteien im Anlassfall den Krisenmanagementplan aktivieren können bzw. wie der Aufteilungsschlüssel möglicher Verluste festgelegt wird.

Abschließend sollte daher bedacht werden, dass aufgrund der von Hedgefonds ausgehenden, auch positiven Effekte auf die internationalen Finanzmärkte bei der Frage der Regulierung stets eine genaue Abwägung zwischen den Kosten der Regulierung für die Hedgefonds-Branche und dem Nutzen zur Sicherung der Finanzmarktstabilität bzw. dem Investorenschutz erwogen werden sollte. Weiters sollte die Schaffung einer Scheinregulierung vermieden werden, die bei den Investoren den (falschen) Eindruck einer relativen Sicherheit durch die Einbindung der Aufsicht erwecken könnte.

Schlussfolgerungen

Vor dem Hintergrund der weiterhin stark wachsenden Hedgefonds-Branche wird derzeit auf internationaler Ebene diskutiert, ob Hedgefonds neben ihren positiven Auswirkungen auf die internationalen Finanzmärkte auch eine Bedrohung für die Finanzmarktstabilität darstellen und eine stärkere Regulierung dieser alternativen Anlageform notwendig ist.

Das Ergebnis einer Umfrage bei österreichischen Kreditinstituten zeigt, dass diese im Verhältnis zu ihrer Bilanzsumme Ende 2004 nur eine relativ geringe Exponierung gegenüber Hedgefonds aufweisen, wenngleich

große Unterschiede bezüglich der befragten Banken festzustellen sind. Insbesondere in Bezug auf ihre Eigenmittel weisen einige Banken jedoch erhebliche Risikopositionen auf. Die begleitenden Maßnahmen im Risikomanagement scheinen aufgrund der Ergebnisse der Befragung in den meisten Fällen als derzeit ausreichend, wobei bei einigen Banken Verbesserungspotenziale erkennbar sind. Insgesamt ist anzunehmen, dass damit zum Zeitpunkt der Befragung keine Gefährdung des österreichischen Bankensystems aus Hedgefonds-Aktivitäten vorliegt

Bei der Frage einer stärkeren Regulierung der Hedgefonds-Branche ist stets auf eine vernünftige Abwägung zwischen Kosten und Nutzen möglicher Regulierungsschritte zu achten. Regulatorische Maßnahmen sollten international koordiniert werden, um ein weiteres Ausweichen in weniger regulierungsintensive Finanzplätze zu verhindern und somit tatsächlich effektiv sein zu können. Aus heutiger Sicht erscheint zumindest eine höhere Transparenz der gesamten Hedgefonds-Branche (Stichwort Corporate Governance) in Verbindung mit einer Stärkung der finanziellen Bildung der Investoren sowie ein sorgfältiges Management der Exponierung vonseiten der Gegenparteien bzw. Investoren gegenüber Hedgefonds auf Basis aussagekräftiger Informationen jedenfalls erforderlich.

Literaturverzeichnis

- Baghai-Wadji, R., R. El-Berry, S. Klocker und M. S. Schwaiger. 2005.** Wie konsistent sind Eigenangaben von Hedgefonds über ihren Anlagestil? Eine renditebasierte Analyse mittels Self-Organizing Maps. In: Finanzmarktstabilitätsbericht 9. Wien: OeNB. Juni. 6–81.
- Brealey, R. A. und E. Kaplanis. 2001.** Hedge Funds and Financial Stability. An Analysis of their Factor Exposures. In: Journal of International Finance 4(1). 161–187.
- Chordia, T. 1996.** The Structure of Mutual Fund Charges. In: Journal of Financial Economics 51. 3–39.
- Counterparty Risk Management Policy Group. 2005.** Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective. 15. September. <http://www.crmpolicygroup.org>
- Danielsson, J., A. Taylor and J.-P. Zigrand. 2004.** Highwaymen or Heroes: Should Hedge Funds be Regulated? London School of Economics. FMG Discussion Paper dp 518.
- Donaldson, W. H. 2003.** Testimony Concerning Investor Protection Implications of Hedge Funds Before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs. 10. April.
- Europäische Kommission. 2005a.** Green Paper on the Enhancement of the EU Framework for Investment Funds.
- Europäische Kommission. 2005b.** Annex to the Green Paper on the Enhancement of the EU Framework for Investment Funds. Commission Staff Working Paper.
- EZB – Europäische Zentralbank. 2004.** Growth of the Hedge Fund Industry: Financial Stability Issues. In: Financial Stability Review. EZB. 123–132.
- EZB – Europäische Zentralbank. 2005.** Large EU Banks' Exposure to Hedge Funds. EZB. November.
- Financial Services Authority. 2005.** Hedge Funds: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement. London.
- Financial Stability Forum. 2000.** Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions. 5. April 2000. http://www.fsforum.org/publications/Rep_WG_HLI00.pdf (28. Juli 2005).
- OeNB – Oesterreichische Nationalbank. 2005.** Finanzmarktstabilitätsbericht 9. Wien: OeNB. Juni.
- Schwaiger, M. S. 2003.** Intertemporale Mittelreallokationen im delegierten Portfoliomanagement. Wien: Facultas Verlag.
- SEC – Securities and Exchange Commission. 2003.** Implications of the Growth of Hedge Funds. Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission.

Kapitalmarktorientierte Finanzierungsperspektiven für den österreichischen Mittelstand

Michael Halling,
Alexander Stomper,
Josef Zechner¹

Die Entwicklung und das Wachstum der österreichischen Wirtschaft hängen zu einem überwiegenden Teil von Klein- und Mittelbetrieben, so genannten KMUs, ab. Trotz ihrer geringen Größe bieten sich den KMUs interessante Investitionsmöglichkeiten, die jedoch aus verschiedenen Gründen vor allem durch Fremdkapital finanziert werden. Das in dieser Arbeit vorgestellte Finanzierungskonzept hat zum Ziel, österreichischen KMUs, die in den vergangenen Jahren verantwortungsvoll und erfolgreich gewirtschaftet haben und interessante Wachstumschancen aufweisen, durch einen innovativen Ansatz Zugang zu eigenkapitalähnlichen Finanzierungsformen zu geben. Gleichzeitig soll zudem eine Stärkung des österreichischen Kapitalmarktes herbeigeführt werden, wodurch die Investitionsmöglichkeiten der breiten Masse privater und institutioneller Investoren erhöht werden.

Einleitung

Die Entwicklung und das Wachstum der österreichischen Wirtschaft hängen zu einem überwiegenden Teil von Klein- und Mittelbetrieben, so genannten KMUs, ab. Im Moment gibt es in Österreich rund 250.000 KMUs, wobei mehr als 80% davon den Kleinstunternehmen mit 1 bis 9 Mitarbeitern zuzurechnen sind. Trotz ihrer geringen Größe bieten sich den KMUs interessante Investitionsmöglichkeiten. Die durchschnittliche Investitionsquote beträgt – über alle

Größenklassen hinweg – rund 5% bis 8% des Umsatzes. Bei der Finanzierung dieser Investitionen sind die KMUs jedoch vor allem auf Fremdkapital angewiesen, ablesbar an den vielfach geringen bzw. sogar negativen Eigenkapitalquoten. Betrachtet man beispielsweise Daten aus dem Jahr 2001, die von KMU FORSCHUNG AUSTRIA erhoben wurden, so beobachtet man Eigenkapitalquoten von –25% für die kleinsten Unternehmen und 20% für die größten Unternehmen (siehe Tabelle 1).

Tabelle 1

Eigenkapitalquoten der österreichischen KMUs im Jahr 2001 nach Umsatz

in %	bis 0,5 Mio EUR	0,5 bis 1 Mio EUR	1 bis 2 Mio EUR	2 bis 4 Mio EUR	4 bis 7,5 Mio EUR	7,5 bis 100 Mio EUR
Ausgewählte NACE-Gruppen	–24,8	–10,6	1,6	5,7	13,2	19,8
Gewerbliche Wirtschaft	–19,4	–3,6	4,9	11,4	18,6	35,0

Quelle: KMU FORSCHUNG AUSTRIA.

Mögliche Gründe für die niedrige Eigenmittelquote österreichischer Unternehmen liegen u.a. in institutionellen Determinanten wie dem bestehenden Steuersystem, dem Konkursrecht bzw. dem Hausbankenprinzip in Österreich (siehe Dirschmid und Waschiczek, 2005). Es muss festgehalten werden, dass das allgemein niedrige Niveau der Eigenkapitalquoten aus finanzwirtschaftlicher Sicht keinesfalls nur einen „Schönheitsfehler“

darstellt. Vielmehr lässt sich aufgrund der extrem hohen Verschuldung vieler Unternehmen vermuten, dass diese aufgrund von Finanzierungsrestriktionen verfügbare Investitionsmöglichkeiten nur eingeschränkt nutzen können. Für diesen eingeschränkten Zugang zu Kapital lassen sich verschiedene Gründe anführen, die im Folgenden kurz zusammengefasst werden.

Zunächst zu nachfrageseitigen Gründen, die das Phänomen erklären,

Wissenschaftliche
Begutachtung:
Vanessa Redak,
Markus S. Schwaiger,
OeNB.

¹ Das Projektteam der Universität Wien dankt den Vertretern und Experten des Kuratoriums für den österreichischen Kapitalmarkt, vor allem Michael Eberhartinger, Edith Franc, Erich Kühnelt und Siegfried Neumüller für zahlreiche wertvolle Beiträge und für hilfreiche Diskussionen.

dass Eigentümer von hochverschuldeten KMUs ein geringes Interesse haben, neues Kapital aufzunehmen. Dieser in der finanzwirtschaftlichen Literatur als „under-investment effect“ bezeichnete Effekt kommt dadurch zustande, dass die Eigentümer eines hoch verschuldeten Unternehmens damit rechnen, von Investitionen des Unternehmens nicht in vollem Ausmaß zu profitieren, da ein Teil der zusätzlichen Investitionserträge den bereits existierenden Gläubigern zugute kommt. Die bereits existierenden Eigenkapitalgeber von hoch verschuldeten Unternehmen haben demnach keine starken Anreize, zusätzliches Kapital nachzufragen und im Unternehmen zu investieren, da diese zusätzlichen Mittel im Fall eines Konkurses den Gläubigern zufließen würden. Die Effekte solcher negativer Investitionsanreize auf die Investitionstätigkeit von KMUs sind empirisch belegbar, wie es z.B. Stomper und Zulehner (2005) für KMUs im Bereich der österreichischen Hotellerie zeigen.

Es sprechen aber auch angebotsseitige Gründe für ein verschuldungsbedingtes Ausbleiben von Investitionen bei KMUs. Dazu kommt es vor allem aufgrund von Effekten, die in der finanzwirtschaftlichen Literatur als Kreditrationierung bezeichnet werden. Diese Effekte sind darin begründet, dass hoch verschuldete Unternehmen vielfach nicht in der Lage sind, zusätzliches Fremdkapital aufzunehmen, weil es dadurch zu einer Überschreitung von Verschuldungsgrenzen käme, die nur durch eine gleichzeitige Aufnahme von Eigenkapital vermeidbar wäre. Diese Problematik wird durch die bevorstehende Einführung von Basel II wahrscheinlich zumindest für große KMUs noch weiter verschärft. Obwohl die Ergebnisse

der dritten Auswirkungsstudie (Quantitative Impact Study – QIS 3) keine unmittelbare Verteuerung der Kreditkonditionen aufgrund der Einführung von Basel II nahe legen (siehe Tscherter, 2003; Altman und Sabato, 2005), ist nicht auszuschließen, dass im Zuge von Basel II bestimmte Unternehmenssegmente von einer Verteuerung bzw. Verknappung von Bankkrediten betroffen sind. Dies wird tendenziell eher auf jene KMUs zutreffen, die entweder größere Investitionsvorhaben finanzieren wollen oder bereits einen hohen Verschuldungsgrad aufweisen (siehe Heimer und Köhler, 2004).

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die hohe Verschuldung österreichischer KMUs volkswirtschaftliche Folgekosten nach sich zieht, da beispielsweise profitable Investitionsprojekte nicht durchgeführt werden und Konkurswahrscheinlichkeiten bzw. Konkurskosten entsprechend ansteigen. Darüber hinaus muss die Bedeutung einer guten Eigenmittelausstattung des Unternehmenssektors für die Finanzmarktstabilität hervorgehoben werden. Diese Bedeutung stammt vor allem von der Liquiditätsfunktion von Eigenkapital in konjunkturellen Abschwungphasen (siehe Dirschmid und Waschiczek, 2005). Das in dieser Arbeit vorgestellte Finanzierungskonzept soll dazu beitragen, den Verschuldungsgrad zu reduzieren und somit diese Folgekosten zu vermeiden. Ziel ist es, österreichischen KMUs, die in den vergangenen Jahren verantwortungsvoll und erfolgreich gewirtschaftet haben und interessante, aber nicht notwendigerweise spektakuläre Wachstumsmöglichkeiten aufweisen, durch einen innovativen Ansatz Zugang zu Eigenkapital oder eigenkapitalähnlichen Finanzierungsformen zu geben, deren Verschuldung zu reduzieren

und so zusätzliche Investitionen zu ermöglichen. Gleichzeitig soll zudem eine Stärkung des österreichischen Kapitalmarktes herbeigeführt werden, wodurch die Investitionsmöglichkeiten der breiten Masse privater und institutioneller Investoren erhöht werden. Die Notwendigkeit, das Finanzierungskonzept an den österreichischen Kapitalmarkt zu koppeln, ergibt sich aus der Tatsache, dass österreichische Unternehmen typischerweise erst ab einer bestimmten Größe bzw. oft erst in einem sehr fortgeschrittenen Stadium ihres Lebenszyklus einen Börsengang erwägen. Aus Investorensicht bestehen demnach nur sehr eingeschränkte Möglichkeiten für Investitionen in das Eigenkapital österreichischer Unternehmen, obwohl gleichzeitig viele KMUs unserer Einschätzung nach einen Mangel an Eigenkapital aufweisen. Andererseits entstehen durch die Anbindung an den Kapitalmarkt auch für KMUs Vorteile, wie beispielsweise eine Erweiterung des Finanzierungsspektrums oder positive Marketingeffekte. In dieser Studie wird aufgezeigt, wie die Eigenkapitalquoten österreichischer KMUs durch eine intermedierte Finanzierung verbessert werden können, die letztlich auch in einer Erweiterung des Spektrums der Investitionsmöglichkeiten des breiten Publikums auf dem österreichischen Kapitalmarkt resultiert.

Theoretische Grundlagen

Das Thema Eigenkapitalfinanzierung ist Gegenstand einer umfangreichen wissenschaftlichen Literatur. Dabei wird grundsätzlich zwischen verschiedenen Finanzierungsformen unterschieden, nämlich zwischen der Finanzierung über den öffentlichen Kapitalmarkt einerseits und verschiedenen intermedierten Finanzierungsformen,

wie z.B. Venture Capital-Finanzierung, andererseits. Obwohl sich diese Finanzierungsformen in ihrer institutionellen Struktur stark unterscheiden, gibt es doch Spezifika der Eigenkapitalfinanzierung, die allgemein für die Kapitalkosten von Relevanz sind. Vorrangig ist dabei die hohe Informationssensitivität der Bewertung von Eigenkapital. Dieses Problem wird noch dadurch verstärkt, dass im Normalfall zwischen Emittenten und Investoren Informationsasymmetrien bestehen, die dazu führen, dass Investoren als Kompensation höhere Renditen verlangen. Neben diesen Informationsasymmetrien existieren allerdings noch weitere Gründe dafür, dass kleinere Unternehmen eher Fremdfinanzierung nachfragen, wie z.B. die hohen Fixkosten einer Eigenkapitalemission. In diesem Kapitel werden diese Probleme ausführlich analysiert und die dazugehörige finanzwirtschaftliche wissenschaftliche Literatur vorgestellt. Diese Analyse zeigt auf, wie es dazu kommen kann, dass Unternehmen – bedingt durch zu hohe Kapitalkosten – ganz von jeglicher Form der Eigenkapitalfinanzierung abgeschnitten sind, sodass ein „equity gap“ entsteht.

Informationsasymmetrien auf dem Primärmarkt

Informationsasymmetrien zwischen Emittenten und Investoren

In der finanzwirtschaftlichen Literatur existieren etliche Beiträge zum Einfluss von Informationsasymmetrien zwischen Emittenten und Investoren auf die Kosten von Eigenkapitalfinanzierung. Ein Beispiel ist die bahnbrechende Arbeit von Myers und Majluf (1984), die sich mit den Folgen eines Informationsvorsprungs seitens der Emittenten beschäftigt. Myers und Majluf zeigen, dass Investoren Eigen-

kapital nur bei einem Preisabschlag bereitstellen, weil sie in Rechnung stellen, dass die Emittenten nur dann eine Eigenkapitalemision tätigen, wenn sie wissen, dass sich die Profitabilität der vergangenen Investitionen des Unternehmens nicht besser entwickeln wird, als das seitens der Investoren erwartet wird. Andernfalls wäre es nämlich nicht im Interesse der bisherigen Eigenkapitaleigner, zukünftige Profite mit den Käufern des neu zu emittierenden Eigenkapitals zu teilen.

Haben die Emittenten zudem die Wahl zwischen einer Emission von Eigenkapital und einer Aufnahme von Fremdkapital, so werden die profitableren unter ihnen eher zu einer Fremdkapitalaufnahme neigen. Das ist im Interesse der Eigenkapitaleigner der Unternehmen, weil sie infolge der Fremdkapitalfinanzierung vom „upside potential“ des Unternehmens weiterhin voll profitieren können und ihre Anteile nicht verwässert werden. Darüber hinaus können durch die Fremdfinanzierung die Kosten des Preisabschlags bei einer Eigenkapitalemision verringert oder ganz vermieden werden. Falls Unternehmen allerdings trotzdem Eigenkapital emittieren, so ergibt sich ein Preisabschlag, da sie ja aus Sicht der Investoren offensichtlich nicht zu den profitableren Unternehmen gehören, die Fremdkapital emittieren.

Die Theorie von Myers und Majluf (1984) liefert einen Ansatz, auf dessen Basis das Problem des „equity gap“ verstanden werden kann. Unternehmen folgen in ihren Finanzierungsentscheidungen demnach einer Hackordnung („pecking order“): Die profitabelsten Unternehmen finanzieren ihre Investitionen aus einbehaltenen Gewinnen, weniger profitable Unternehmen nehmen Fremdkapital auf,

und die noch weniger profitablen Unternehmen emittieren Eigenkapital. Unternehmen sollten dieser Überlegung entsprechend selten Eigenkapital emittieren, und solche Emissionen werden auf dem Primärmarkt zu einem signifikanten Preisabschlag angeboten.

Informationsasymmetrien zwischen Investoren

Neben Informationsasymmetrien zwischen Emittenten und Investoren kann auch ein etwaiger Informationsvorsprung einer bestimmten Gruppe von Investoren auf dem Primärmarkt zu Preisabschlägen beim Verkauf von Eigenkapital führen. Rock (1986) präsentiert eine dementsprechende Analyse. Rock geht davon aus, dass besser informierte Investoren „cherry-picking“ betreiben, indem sie vor allem in das Eigenkapital überdurchschnittlich profitabler Unternehmen investieren, was ihnen möglich ist, da diese Investoren in der Lage sind, solche Unternehmen von anderen, weniger profitablen Unternehmen zu unterscheiden. Das Eigenkapital dieser weniger profitablen Unternehmen wird demnach von eher schlecht informierten Investoren gehalten, die aufgrund ihres Informationsnachteils entsprechend niedere Renditen erzielen. Das wissend werden die letzteren Investoren allerdings nur dann bereit sein, das Eigenkapital eines Unternehmens zu kaufen, wenn sie dabei einen ausreichend hohen Preisabschlag erhalten.

Der Preisabschlag aufgrund von Informationsasymmetrien zwischen Investoren betrifft nicht nur die weniger profitablen Unternehmen. Falls die besser informierten Investoren nicht über genug Investitionskapital verfügen, um das gesamte Eigenkapital eines entsprechend profitablen

Unternehmens zu übernehmen, so muss dieses Unternehmens entweder weniger Eigenkapital aufnehmen oder auch schlechter informierte Investorengruppen zur Investition bewegen. Beide dieser Optionen sind mit Kosten verbunden. Im ersten Fall entstehen solche Kosten durch unzureichende Kapitalaufnahme, im zweiten Fall in Form höherer Eigenkapitalkosten bedingt durch die Notwendigkeit des Verkaufs von Eigenkapital an schlecht informierte Investoren.

Diese theoretischen Ergebnisse werden durch empirische Evidenz unterstützt: Loughran et al. (1994) präsentieren einen Vergleich der Erstemissionsrenditen in verschiedenen Ländern, aus dem hervorgeht, dass diese Renditen in manchen Ländern im Schnitt bis zu 80% betragen können. Für den deutschen Markt geben Aussenegg et al. (2005) an, dass die Erstemissionsrenditen der Initial Public Offerings (IPOs) während der letzten Welle von Emissionen über 40% betragen haben. Aus Sicht der Emittenten implizieren solche Erstemissionsrenditen hohe Kosten einer Eigenkapitalemission, die solche Emissionen vielfach unprofitabel machen.

Investitionsasymmetrien auf dem Sekundärmarkt

Die Eigenkapitalkosten eines Unternehmens hängen auch davon ab, welche Informationen den Investoren über die Performance eines Unternehmens *nach* der Aufnahme von Eigenkapital zur Verfügung stehen und welche Möglichkeiten Investoren haben, um auf unzureichende Ergebnisse zu reagieren. Im Bereich der finanzwirtschaftlichen Forschung gibt es etliche jüngere Arbeiten, die sich mit diesem Thema beschäftigen. Johnsen et al. (2000) verwenden den Ausdruck „tunneling“ für den Transfer von Unter-

nehmensgewinnen durch Transaktionen zwischen Unternehmen mit dem Mehrheitseigentümer – mit dem Ziel, die Gewinne den Minderheitseigentümern eines Unternehmens vorzuenthalten. Empirische Befunde über das Ausmaß solcher Transaktionen finden sich z.B. in der Studie von Bertrand et al. (2002). Townsend (1979) analysiert die Auswirkungen solcher und ähnlicher Probleme auf die Finanzierung von Unternehmen. Wieder ergibt sich eine Erhöhung der Kapitalkosten von Eigenkapital, die daraus resultiert, dass die Gewinnverteilung zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären vertraglich nicht effektiv genug absicherbar ist. Nachdem die Minderheitsaktionäre antizipieren, dass ihnen Gewinne vorenthalten werden könnten, sind sie nur dann bereit zu investieren, wenn ihnen das Eigenkapital zu entsprechend günstigen Konditionen angeboten wird. Fremdkapitalfinanzierung ist demgegenüber als Finanzierungsform vorteilhaft, bedingt durch die effektive vertragliche Absicherung der Zahlungsverprechen eines Unternehmens an seine Gläubiger.

Eigenfinanzierungskosten und Unternehmensgröße

Neben den oben genannten Gründen für hohe Kapitalkosten von Eigenkapital ergeben sich besonders für kleine Unternehmen weitere Kosten, die *direkt* aus den typischerweise geringen Emissionsvolumina von Eigenkapital-emissionen solcher Unternehmen resultieren. Zunächst geht es hier um Fixkosten der Informationsbeschaffung seitens der Investoren bzw. Emissionsführer, die bei geringen Emissionsvolumina nicht durch entsprechende Skaleneffekte abgedeckt werden können. Kleinere Unternehmen werden zudem typischerweise

länger warten, bevor sie eine etwaige Sekundäremission durchführen und so von der Investition in die Fixkosten einer Primäremission ein zweites Mal profitieren.

Zusätzlich zu dem Problem der Abdeckung der Fixkosten kleiner Eigenkapitalemissionen, kommt es auch durch die typischerweise geringe Liquidität solcher Emissionen zu einer Erhöhung der Emissionskosten. Investoren sind nur dann bereit, in relativ illiquide Aktien zu investieren, wenn die Aktien zu einem Abschlag gekauft werden können, der die Kosten einer etwaigen zukünftigen Liquidation eingegangener Positionen abdeckt. Darüber hinaus werden die Investoren kaum bereit sein, größere Positionen einzugehen, sodass bei kleineren Emissionsvolumina eine relativ überproportional große Zahl von Investoren zum Kauf bewegt werden müssen und es dadurch abermals zu einer Erhöhung der Kosten solcher Emissionen kommt.

Das Problem des „equity gap“ und Lösungsansätze für dieses Problem

Aus den oben angeführten Argumenten ergibt sich eine klare Schlussfolgerung: Der Finanzierung über Eigenkapital stehen häufig signifikante Marktfraktionen gegenüber, die diese Finanzierungsform gegenüber der Fremdfinanzierung verteuern. Das gilt ganz besonders für KMUs, da erstens Informationsasymmetrien zwischen externen Investoren und der Unternehmensleitung besonders ausgeprägt sind, zweitens die Eigenkapitalbeteiligungen der KMUs über eine geringe oder gar keine Liquidität auf dem Sekundärmarkt verfügen und drittens die Fixkostenbelastung bei der Aufnahme externen Eigenkapitals besonders hoch ist. Diese Unternehmen sehen daher oft gänzlich von jeder

Eigenkapitalfinanzierung durch externe Investoren ab. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht ergibt sich daraus das Problem des „equity gap“: Eigenkapitalemissionen scheinen sich nur ab einem bestimmten Emissionsvolumen zu lohnen; darunter liegen Emissionsvolumina, die zu klein sind, um die höheren Emissionskosten zu rechtfertigen.

Es sollen nun mögliche Lösungsansätze aus der finanzwirtschaftlichen Literatur dargestellt werden. In vielbeachteten Beiträgen von Townsend (1979), Diamond (1984) sowie Gale und Hellwig (1985) wird darauf hingewiesen, dass Finanzierungsformen, die den Investoren klar definierte Cashflow-Ansprüche zusichern, immer dann vorteilhaft sind, wenn die Investoren signifikant schlechtere Informationen über die Performance des Unternehmens haben als das Management. Diesen Vorteilen stehen jedoch erhöhte erwartete Konkurskosten und das suboptimale Investitionsverhalten von hoch verschuldeten Unternehmen gegenüber.

Heinkel und Zechner (1990) zeigen, dass die negativen Effekte einer hohen Verschuldung auf das Investitionsverhalten von Unternehmen durch Beimischung von Vorzugsaktien eliminiert oder zumindest reduziert werden können. Die Vorteile von Vorzugsaktien als Finanzierungsinstrument werden auch von DeMarzo und Duffie (1999) betont. Sie betonen, dass die Finanzierung über Vorzugsaktien viele der Vorteile bietet, die mit einer Aufnahme von Fremdkapital einhergehen, jedoch ohne den Nachteil einer Erhöhung des Konkursrisikos. Auch Vorzugsaktien sind meist – ähnlich wie Fremdkapital – mit einem relativ festen Zahlungsverprechen verbunden, nämlich der Vorzugsdividende, deren Nichtbezahlung zu

einem Verlust von Kontrollrechten der Stammaktionäre führt. Dadurch ergibt sich zwar ähnlich wie bei Fremdfinanzierung ein bedingtes Eingriffsrecht externer Investoren in die Geschäftsführung, aber ohne die Gefahr eines völligen Kontrollverlusts seitens der Stammaktionäre im Zuge eines Konkurses oder eines Ausgleichs. Zudem kann bei richtiger Ausgestaltung der Vorzugsaktien erwartet werden, dass die Vorzugsdividende mit hoher Wahrscheinlichkeit bezahlt wird. Für die externen Investoren ergibt sich dadurch eine Situation ähnlich der von Kreditgebern: die Investoren brauchen weniger Informationen, um die Vorzugsaktien richtig zu bewerten, als das bei einer Stammaktie der Fall ist, und sind daher bereit, zu für den Emittenten relativ günstigen Konditionen zu investieren.

Statt Vorzugsaktien kann auch die Aufnahme von Mezzaninkapital vorteilhaft sein. Als Mischform zwischen Eigen- und Fremdkapital ist eine Mezzaninfinanzierung sehr flexibel und geeignet, externen Investoren ebensolche Zahlungsverprechen und Kontrollrechte zu geben, wie sie durch Vorzugsaktien realisierbar sind. Im Gegensatz zu einer Finanzierung über Vorzugsaktien führt eine Mezzaninfinanzierung allerdings möglicherweise zu einem Anstieg der Verschuldung des finanzierten Unternehmens.

DeMarzo (2005) analysiert die Finanzierung von „asset pools“, die in dem hier vorliegenden Zusammenhang als Gruppen von KMUs betrachtet werden können. Die Analyse zeigt, dass es vorteilhaft sein kann, wenn etliche KMUs über einen gemeinsamen Fonds finanziert werden, der eine Wertpapieremission tätigt und den Emissionsertrag auf die KMUs aufteilt. Dieses Ergebnis beruht vor

allem auf zwei Argumenten, die das Herzstück von DeMarzos Analyse bilden. Zum Ersten ist es den KMUs auf diesem Weg besser möglich, Vorzugsaktien zu emittieren, da eine solche Emission ja gemeinsam getätigt wird und daher für die Bezahlung der Vorzugsdividende der Ertrag verschiedener KMUs zur Verfügung steht, anstatt nur der eines Unternehmens. Aus Sicht der Stammaktionäre der KMUs wird so das Risiko eines Kontrollverlusts an externe Investoren minimiert, aus Sicht der Vorzugsaktionäre die Wahrscheinlichkeit der Bezahlung der zugesagten Vorzugsdividende maximiert. Zum Zweiten ist es durch die Bildung eines „asset pool“ möglich, das oben angesprochene „cherry-picking“ zu vermeiden. Würden die KMUs separate Wertpapieremissionen durchführen, so müssten schlechter informierte Investoren damit rechnen, vor allem bei der Zeichnung der weniger rentablen Emissionen zum Zug zu kommen, und wären deshalb nur bereit, bei einem entsprechenden Preisabschlag zu zeichnen. Das kann dadurch vermieden werden, dass die Emissionen gepoolt werden und so den besser informierten Investoren die Möglichkeit genommen wird, ausschließlich in die rentableren KMUs zu investieren.

Über die genannten allgemeinen Vorteile des Poolings von Eigenkapitalemissionen hinaus kommt es vor allem für kleine Unternehmen zu zusätzlichen Vorteilen. Da eine Eigenkapitalemission mit hohen Fixkosten verbunden ist, kann durch Pooling eine Kostenteilung zwischen einer Gruppe von Emittenten erreicht werden. Zudem kann durch die gemeinsame Emission die verfügbare Marktliquidität gebündelt werden und so ein illiquiditätsbedingter Preisabschlag

vermieden oder zumindest reduziert werden.

Das Konzept der Mittelstands-beteiligungsgesellschaft

In diesem Kapitel wird das Konzept der Mittelstands-beteiligungsgesellschaften (MBGs) dargestellt, über die österreichische KMUs Zugang zu externer Eigenkapitalfinanzierung und indirekten Zugang zum Kapitalmarkt erhalten könnten. Dieses Konzept stellt eine Synthese von theoretischen Überlegungen und Einsichten, die im Zuge zahlreicher Diskussionen mit Praktikern gewonnen wurden, dar.

Die MBG investiert ihr Kapital in Beteiligungen an mehreren KMUs. Die Beteiligungen an den KMUs sollen hierbei einerseits Eigenkapitalcharakter aufweisen, andererseits jedoch ähnlich wie bei existierenden Formen von Mezzaninkapital vertraglich vereinbarte Renditen abwerfen, die an die Investoren der MBG weitergeleitet werden. Das Kapital einer MBG wird von zwei Gruppen von Investoren zur Verfügung gestellt, der Gruppe der Stammaktionäre und der Gruppe der Vorzugsaktionäre. Die Emission von Vorzugsaktien findet allerdings erst dann statt, wenn die MBG bereits über ein Portfolio von Investitionen in KMUs verfügt. Der Emissionsertrag wird dazu verwendet, Fremdkapital zu tilgen, das zur Vorfinanzierung der Investitionen in die KMUs aufgenommen wurde.

Eine große Herausforderung bei der institutionellen Ausgestaltung einer MBG stellt die Berücksichtigung der Wünsche und Bedürfnisse aller involvierten Parteien dar. Auf der einen Seite muss eine Möglichkeit gefunden werden, KMUs mit guten, aber nicht notwendigerweise spektakulären zukünftigen Gewinnaussich-

ten Zugang zu Eigenkapital zu geben, ohne dass deren Stammaktionäre zu viele Kontrollrechte abtreten müssen. Auf der anderen Seite müssen die Investoren einer MBG genügend Mitbestimmungsrechte bzw. Sicherheiten bekommen, um sie für eine Investition in KMUs zu gewinnen.

Die Gründung einer MBG erfolgt grundsätzlich in zwei Stufen. In Stufe 1 wird die MBG einerseits über Eigenkapital (rund 25% bis 35%) und andererseits über Fremdkapital (rund 65% bis 75%) vorfinanziert. Danach wird die MBG mit Investitionsprojekten, d.h. mit Beteiligungen an KMUs, „befüllt“. Zu diesem Zeitpunkt wählen also die Eigenkapitalgeber (oder alternativ eine von den Eigenkapitalgebern beauftragte Management Company) jene KMUs aus, in die investiert werden soll. Auf die Art der Beteiligungen zwischen MBG und KMUs wird in den folgenden Unterkapiteln noch im Detail eingegangen.

In Stufe 2 wird das MBG-Fremdkapital durch Vorzugsaktien ersetzt, die über die Börse emittiert werden. Die Erlöse aus der Emission der Vorzugsaktien werden zur Tilgung des Fremdkapitalanteils aus Phase 1 verwendet. Da zu diesem Zeitpunkt das KMU-Portfolio der MBG bereits besteht, können Investoren die Investitionspolitik der MBG evaluieren und die Vorzugsaktien der MBG somit gut bewerten. Die Charakteristika dieser Vorzugsaktien bzw. die Rolle der Vorzugsaktionäre im weiteren Verlauf werden in den folgenden Unterkapiteln im Detail beschrieben.

Vertragliche Gestaltung der KMU-MBG-Beteiligung

Handelsrechtlich müssen die KMU-MBG-Beteiligungen für die KMUs Eigenkapital darstellen, damit ein zentrales Ziel dieses Konzepts erreicht

wird, nämlich die Eigenkapitalquote der KMUs zu erhöhen. Darüber hinaus ist zu beachten, dass die Beteiligungen auch für die Ratingsysteme der Banken Eigenkapital darstellen, um so zu einem verbesserten Rating und einer entsprechenden Reduktion der Fremdfinanzierungskosten von KMUs zu führen.

Steuerrechtlich ist sicherzustellen, dass Auszahlungen von KMUs an eine MBG vom körperschaftsteuerpflichtigen Gewinn der KMUs abgezogen werden dürfen. Dadurch wird sichergestellt, dass die Kosten einer MBG-Beteiligung für die KMU-Eigentümer auch relativ zu Fremdfinanzierungskosten attraktiv gehalten werden können.

Neben den rechtlichen Grundlagen der Gestaltung der Beteiligungen einer MBG an KMUs ist es vor allem wichtig zu vermeiden, dass es durch Informationsasymmetrien zwischen den KMU-Eigentümern und der MBG zu einer Erhöhung der Kapitalkosten für die KMUs kommt. Das ist nur dann möglich, wenn die Ausschüttungen der KMUs an die MBG relativ kalkulierbar sind, wie das z.B. bei Vorzugsaktien oder Mezzaninkapital oft der Fall ist. Die Verwendung solcher Finanzierungsformen hat überdies noch einen Vorteil, der in der Praxis oft von entscheidender Bedeutung ist: Im Gegensatz zu einer reinen Eigenkapitalfinanzierung ist es bei einer Mezzaninfinanzierung möglich, den ursprünglichen Eignern von KMUs den Großteil ihrer Entscheidungsbefugnisse zu belassen, weil die MBG vor allem bedingte Kontroll- und Eingriffsrechte erhält, die nur bei schlechter Performance eines KMU schlagend werden.

Zusammenfassend sieht das Konzept Beteiligungen einer MBG an KMUs mit den folgenden Eigenschaften vor:

Kalkulierbare Ausschüttungen: Zwischen KMU und MBG werden kalkulierbare Mindestausschüttungen vereinbart, die entweder durch einen fixen Mindestrenditeanspruch oder eine Koppelung an einen variablen Interbankzinssatz (z.B. LIBOR) gegeben sind. Dadurch wird vermieden, dass ein etwaiger Informationsvorsprung der KMU-Eigner gegenüber einer MBG in Form von erhöhten Kapitalkosten schlagend wird. Diese Ausschüttungen reduzieren die Körperschaftsteuerbasis der KMUs.

Unendliche Laufzeit: Die MBG-Beteiligung weist eine lange bzw. unendliche Laufzeit auf. Diese Eigenschaft stellt sicher, dass die Beteiligung die handelsrechtliche Definition von Eigenkapital erfüllen kann. Die ursprünglichen Eigner der KMUs, an denen eine MBG beteiligt ist, sollten allerdings die Möglichkeit erhalten, die Beteiligungen der MBG nach einer gewissen Sperrfrist gegen Zahlung einer angemessenen Prämie zurückzukaufen.

Zeitliche Flexibilität der Ausschüttungen: Die vertraglich vorgesehenen Mindestausschüttungen von KMUs an eine MBG können zeitlich verschoben werden. In diesem Fall kumulieren und verzinsen sich die Ansprüche der MBG. Die Nichterfüllung einer Ausschüttung führt somit nicht zum Konkurs des KMU.

Konditionale Kontrollrechte: Falls vertraglich vereinbarte Mindestausschüttungen von KMUs an die MBG über einen gewissen Zeitraum hinweg nicht oder nicht vollständig erfolgen, so erhält die MBG angemessene Kontrollrechte und umfassende Rechte, in das Management von KMUs einzugreifen. Werden alle Ausschüttungen wie vereinbart getätigt, so sind nur Offenlegungsanforderungen und beschränkte Kontrollrechte der MBG

vorgesehen, aber keine direkten Eingriffsrechte.

Nachrangigkeit gegenüber Fremdkapital: Im Liquidationsfall besteht Nachrangigkeit einer Beteiligung einer MBG gegenüber dem Fremdkapital eines KMU.

Verlustbeteiligung: Die Beteiligungen einer MBG an KMUs inkludieren Verlustbeteiligungen. Das bedeutet, dass der Nennwert der Beteiligung einer MBG an einem Unternehmen herabgesetzt wird, wenn das Eigenkapital des Unternehmens aufgebraucht ist. In einem etwaigen Konkurs des KMU ist die MBG-Beteiligung daher nicht nur nachrangig gegenüber dem Fremdkapital des KMU, sondern es werden auch zusätzlich noch die formalen Ansprüche der MBG reduziert. Auch dieses Ausstattungsmerkmal der MBG-Beteiligung betont ihren Eigenkapitalcharakter.

Das MBG-Konzept aus Investoren- und Unternehmenssicht

Aus Sicht der Stammkapitaleigner kann die Investition in eine MBG durch die Gestaltung der Kapitalstruktur der MBG erhebliche Leverage-Effekte bieten. Bei einem Verhältnis von Eigenkapital zu Fremdkapital bzw. Vorzugsaktien von z.B. 1:3 können die Stammaktionäre einer MBG interessante Renditen erzielen, auch wenn die MBG ausschließlich in moderat wachsende und wenig riskante KMUs investiert. Eine Investition in das Stammkapital einer MBG kann auch so strukturiert werden, dass für Stammaktionäre interessante Exit-Möglichkeiten geschaffen werden. Zum Beispiel wäre nach Ablauf einer bestimmten Frist (z.B. zehn Jahre) ein Exit über ein IPO denkbar. Im Zuge dieses IPO würden die Vorzugsaktien entweder über Leistung einer Barzahlung oder über einen Aktientausch von der MBG zurückgekauft.

Zu diesem Zeitpunkt werden die Vorzugsaktien der MBG bereits seit langem gehandelt. Daher sollten dem breiten Publikum auf dem Kapitalmarkt ausreichend Informationen über die Performance der MBG zur Verfügung stehen, um den Stammaktionären ein Exit zu entsprechend guten Konditionen zu erlauben.

Aus Sicht der Vorzugsaktionäre stellt eine MBG eine Möglichkeit dar, in das Eigenkapital österreichischer Unternehmen zu investieren, ohne dabei ein besonders hohes Risiko einzugehen. Das Risiko einer solchen Investition wird unserem Konzept zufolge nämlich auf zwei Arten gesenkt. Einerseits kommt es durch die Struktur einer MBG als Pool von Beteiligungen am Eigenkapital vieler KMUs zu beachtlichen Diversifikationseffekten. Andererseits werden die Ausschüttungen der KMUs an die MBG in zwei Tranchen aufgeteilt, von denen eine gut kalkulierbar ist, weil sie als Vorzugsdividende an die Vorzugsaktionäre ausbezahlt wird, bevor die Stammaktionäre eine etwaige Ausschüttung erhalten. Die Stammaktionäre sind damit die eigentlichen Risikoträger einer MBG. Die Vorzugsaktionäre tragen dagegen nur ein viel geringeres Risiko, da sie entsprechend kalkulierbare Ausschüttungen erhalten.

Als Vorzugsaktionäre einer MBG sollten vor allem institutionelle Investoren und hierbei vor allem Anbieter von prämiengünstigten Zukunftsvorsorgeprodukten (PZV) angesprochen werden. Für Anbieter von PZV-Produkten können die Vorzugsaktien von MBGs besonders interessant sein, da sie alle Anforderungen erfüllen, um in die vorgeschriebene 40-prozentige Investitionsbeschränkung zu fallen. Diese 40-prozentige Beschränkung kann einen durchaus

relevanten Diversifikationsnachteil für PZV-Portfolios darstellen (siehe Halting et al., 2004). Daher ist es besonders wichtig, zusätzliche Investitionsmöglichkeiten zu schaffen, die es PZV-Anbietern ermöglichen, interessante risikoadjustierte Erträge zu erwirtschaften.

Basierend auf den oben angeführten Argumenten ist ersichtlich, dass das Konzept der MBGs aus Investorensicht eine beachtliche Erweiterung des Spektrums der Investitionsmöglichkeiten auf dem österreichischen Kapitalmarkt darstellt. Das Gleiche gilt allerdings auch für das Spektrum der Finanzierungsmöglichkeiten für österreichische KMUs. Für KMU-Eigentümer kann die Attraktivität einer MBG-Beteiligung durch die folgenden Punkte beschrieben werden:

Handelsrechtlich Eigenkapital, steuerrechtliche Abzugsfähigkeit der Renditezahlungen: KMUs erhalten von einer MBG Kapital, das handelsrechtlich Eigenkapital darstellt und somit zu einer Verbesserung der Kapitalstruktur führt. Als Konsequenz sollten sich auch die verbleibenden Fremdkapitalkosten der KMUs reduzieren. Zusätzlich wären die Auszahlungen an die MBG von der Steuerbasis der KMUs abzugsfähig. Insgesamt ist sicherzustellen, dass eine Beteiligung einer MBG an einem KMU dessen Kapitalkosten senkt.

Flexibilität der vertraglichen Bindung: KMUs bekommen von einer MBG Investitionskapital zur Verfügung gestellt, ohne dass dieses Kapital nach Ablauf einer bestimmten Laufzeit zurückbezahlt werden muss. Die Beteiligung einer MBG an einem KMU kann seitens der KMU-Eigner allerdings nach Ablauf einer bestimmten Sperrfrist gegen Bezahlung einer Prämie zurückgekauft werden. Bis dahin sollten allerdings gewisse Aus-

schüttungen getätigt werden, da die KMU-Eigner andernfalls erhebliche Kontrollrechte abgeben müssten. Ein Konkurs wird durch die Nichtleistung der Ausschüttungen allerdings nicht notwendigerweise verursacht.

Konditionale Kontrollrechte: Im Gegensatz zu anderen Eigenkapitalbeteiligungen führt eine Beteiligung einer MBG an einem KMU für die ursprünglichen Eigner des KMU grundsätzlich zu keinem signifikanten Kontrollverlust. Die Kontrollrechte der MBG sind nämlich sehr eingeschränkt, solange das KMU die vereinbarten Ausschüttungen tätigt.

Anbindung an den Kapitalmarkt: Über die Beteiligungen von MBGs an KMUs erfolgt eine indirekte Anbindung der KMUs an den Kapitalmarkt. Das kann aus Sicht der KMUs mehrere Vorteile haben. Erstens gibt es eine Vielzahl von Studien, die zeigen, dass eine Börsennotierung signifikante Marketingvorteile auf dem Produktmarkt schafft (siehe Stoughton et al., 2001). Hierbei ist zu berücksichtigen, dass im Zuge des Verkaufs der MBG-Wertpapiere über die Börse die im MBG-Portfolio befindlichen Unternehmen beschrieben und dargestellt werden müssen, was einen direkten PR-Effekt darstellt. Andererseits ist für viele Kunden eine Börsennotierung ein positives Signal. Das Faktum, dass das Unternehmen vom MBG-Management ausgewählt wurde und in Zukunft bestimmten Publizitätsvorschriften bzw. einem Monitoring unterliegt, wird in der Regel positive Auswirkungen auf das Kundenvertrauen bzw. genereller auf die Beziehungen zu anderen „stakeholders“, wie z.B. Mitarbeitern und Lieferanten, haben (siehe Pagano et al., 2002).

Zweitens ist es empirisch dokumentiert, dass sich die Verhandlungspositionen von Unternehmungen mit

Banken bzw. anderen Kapitalgebern nach einer Börsennotierung verbessern. Das wird z.B. in der Studie von Pagano et al. (1998) als einer der Gründe für Börsennotierungen angesehen. Auch wenn die MBG-Struktur keine direkte Börsennotierung des KMU darstellt, so sind ähnliche Effekte doch wahrscheinlich. Solche Effekte würden zu einer noch stärkeren Reduktion der Finanzierungskosten führen.

Darüber hinaus sammeln die KMUs über eine MBG-Beteiligung Erfahrungen im Umgang mit dem österreichischen Kapitalmarkt, die sich positiv auf die Wahrscheinlichkeit eines späteren direkten Börsengangs über einen IPO oder eine Anleiheemission auswirken.

Vergleich mit der Small Business Investment Company

Das in dieser Arbeit kurz vorgestellte MBG-Konzept zeigt Ähnlichkeiten zum Small Business Investment Company (SBIC)-Programm in den USA. Dieses im Jahr 1958 eingeführte Programm stellt eine Erfolgsgeschichte im Bereich der Finanzierungsunterstützung für KMUs dar. Hervorzuheben ist, dass allgemein innerhalb der EU – sowohl auf nationaler als auch auf EU-Ebene – aktuell Initiativen zur Verbesserung der Kapitalstrukturen europäischer KMUs gestartet werden (siehe Europäische Kommission, 2003, für einen Überblick zu den Initiativen). Beispielsweise wird im

Vereinigten Königreich diskutiert, ein SBIC-ähnliches Programm – die so genannten Enterprise Capital Funds (ECFs) – zur Unterstützung der britischen KMUs ins Leben zu rufen (siehe Small Business Service, 2003).² In Deutschland sind uns Initiativen der Förderbank des Landes Nordrhein-Westfalen und privater Banken bekannt, die ebenfalls auf eine Stärkung der Kapitalstruktur von etablierten mittelständischen Unternehmen mithilfe von Mezzaniner Finanzierungsprodukten abzielen.³

In Österreich gab es bereits in den Achtzigerjahren einen Versuch, eine kapitalmarktorientierte Eigenkapitalfinanzierung des österreichischen Mittelstands umzusetzen, nämlich das Genussscheinmodell. Außer der ähnlichen Zielsetzung gibt es sehr wenige Gemeinsamkeiten zwischen dem alten Genussscheinmodell und dem in dieser Arbeit vorgestellten MBG-Konzept. Der wichtigste Unterschied, auf den hier kurz eingegangen werden soll, stellt die Risikoverteilung zwischen den Investoren dar. Im Gegensatz zum MBG-Konzept fehlten im Genussscheinmodell die Stammaktionäre, die Risiko übernahmen und für die Zusammenstellung des Portfolios verantwortlich waren. Im Genussscheinmodell war eine Beteiligungsfondsgesellschaft, die selbst kaum Risiko trug, für die Auswahl der Beteiligungen verantwortlich.

Im Folgenden soll keine detaillierte Darstellung des SBIC-Pro-

² Am 5. Mai 2005 wurde dem britischen Programm vonseiten der Europäischen Kommission auf der Grundlage des EU-Beihilfenrechts offiziell zugestimmt. An diese Entscheidung anschließend soll nun ab Juni 2005 mit rund drei bis vier ECFs eine Art Testlauf durchgeführt werden (die so genannte Pathfinder-Initiative), um herauszufinden, wie der Markt konkret auf dieses Produkt und die britischen KMUs auf dieses zusätzliche Finanzierungsangebot reagieren.

³ So wurden beispielsweise von der HVB und der Schweizer Capital Efficiency Group so genannte Preferred Pooled Shares (PREPS)-Transaktionen im Umfang von 850 Mio EUR im Jahr 2004 durchgeführt. Dabei ist jedoch zu beachten, dass nur 15% dieses Kapitals an Unternehmen geflossen sind, welche die KMU-Kriterien laut Definition der Europäischen Kommission erfüllen.

gramms erfolgen. Details zum amerikanischen SBIC-Programm können in Brewer et al. (1995) und Bannock-Consulting (2001) gefunden werden. Stattdessen soll auf die wichtigsten Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen dem SBIC- und dem MBG-Konzept eingegangen werden.

Zu Beginn ist festzuhalten, dass auch im Fall des SBIC-Programms etablierte KMUs und nicht Hightech-Startups die Zielgruppe darstellen. Daher muss in beiden Programmen – also im SBIC- und im MBG-Konzept – sichergestellt werden, dass die Eigenkapitalgeber der SBICs bzw. MBGs trotz Investition in verhältnismäßig risikoarme KMUs eine interessante Rendite erwirtschaften können. Dieses Ziel wird jeweils mithilfe von „leverage gearing“ erzielt, d.h. dadurch, dass ein beträchtlicher Teil des Kapitals des SBIC Fremdkapital darstellt. In dieser Hinsicht unterscheiden sich jedoch SBIC- und MBG-Konzept. Während in den USA von den SBICs reines Fremdkapital gegeben wird, wird im MBG-Konzept die Verwendung von Vorzugsaktien, die an der Börse notieren, vorgesehen. Hierbei ist eine Gewinnbeteiligung über die vorgesehene Vorzugsdividende hinaus möglich. Das „leverage gearing“ der Rendite des Stammkapitals ist allerdings ähnlich.

Auch wenn sich MBGs und SBICs in ihrer Finanzierung unterscheiden, gibt es doch wichtige Gemeinsamkeiten – vor allem jene, dass die Ertragszahlungen an die Investoren aufschiebbar sind. Diese Flexibilität der Auszahlungen wird im SBIC-Modell jedoch erst seit einer Reform im Jahr 1994 vorgesehen. Davor war die Nichtleistung der Couponzahlungen an die Fremdkapitalgeber für SBICs konkursauslösend, was in den Jahren vor 1994 zu einer hohen Anzahl von SBIC-Kon-

kursen führte. Das MBG-Konzept sieht generell eine flexible Lösung vor mit der expliziten Möglichkeit der Aufschiebung der Dividenden seitens der KMUs.

Ein weiterer Unterschied zu den KMUs liegt in der Beteiligungsstruktur. Während sich die SBICs eher auf klassische Eigenkapitalbeteiligungen oder klassische Kreditfinanzierungen konzentrieren, sollen sich MBGs auf nachrangige Beteiligungsformen mit Eigenkapitalcharakter spezialisieren.

Ein weiterer wichtiger Unterschied besteht in der Rolle des Staats. Während der Staat im SBIC-Programm über die Small Business Agency (SBA) als Garantgeber kontrollierend und regulierend maßgeblich involviert ist, ist eine solche Einflussnahme des Staats im MBG-Konzept nicht vorgesehen. Die Rolle des Staats im MBG-Konzept beschränkt sich gegebenenfalls auf die steuerliche Entlastung der MBGs bzw. ihrer Investoren.

Zusammenfassung

Die in dieser Arbeit vorgestellte Mittelstandsbeteiligungsgesellschaft (MBG) stellt ein innovatives Konzept dar, um einerseits österreichischen KMUs Zugang zu Finanzierungsformen mit Eigenkapitalcharakter zu geben und andererseits das Spektrum der Investitionsmöglichkeiten auf dem österreichischen Kapitalmarkt zu erweitern.

Die Vorteile des MBG-Konzepts aus Sicht der beteiligten Parteien können wie folgt zusammengefasst werden:

MBG-Stammaktionäre: Attraktive Renditen sind über den „leverage gearing“-Effekt und gegebenenfalls die steuerliche Entlastung der MBG erzielbar. In der Startphase steht den MBG-Stammaktionären garantiertes

Fremdkapital zur Verfügung. Im Fall des Auflebens der konditionalen Kontrollrechte, können MBG-Stammaktionären mehr Mitspracherechte eingeräumt werden, als dies bei einer klassischen Minderheitsbeteiligung am Stammkapital der KMUs oder bei einer Beteiligung über Genussscheine der Fall wäre.

MBG-Vorzugsaktionäre: Für Vorzugsaktionäre bieten sich kalkulierbare Renditen mit – im Vergleich zu Stammaktien – niedrigem Risiko.

KMUs: Die Beteiligungen von MBGs an KMUs sind durch kalkulierbare Ausschüttungen, unendliche Laufzeit, zeitliche Flexibilität der Ausschüttungen, Nachrangigkeit gegenüber Fremdkapital und eine Verlustbeteiligung charakterisiert. Sie stellen somit Beteiligungen mit Eigenkapitalcharakter bei gleichzeitiger steuer-

rechtlicher Abzugsfähigkeit der Renditezahlungen dar. Die Nichtleistung von vereinbarten Zahlungen führt nicht unmittelbar zum Konkurs des KMU. Nicht geleistete Ausschüttungen kumulieren und verzinsen sich entsprechend. Darüber hinaus müssen KMU-Eigner im Fall der Nichtleistung vereinbarter Ausschüttungen – und nur in diesem Fall – wesentliche Kontrollrechte abgeben. Durch die indirekte Anbindung an den Kapitalmarkt können weiters noch positive Marketingeffekte auf dem Produktmarkt realisiert und die Verhandlungsposition von KMUs gegenüber anderen Kapitalgebern gestärkt werden. Zusätzlich sammeln die KMUs Erfahrungen im Umgang mit dem Kapitalmarkt, die für eine spätere Börsennotierung nützlich sein können.

Literaturverzeichnis

- Altman, E. I. und G. Sabato. 2005.** Effects of the New Basel Capital Accord on Bank Capital Requirements for SME. Working Paper.
- Aussenegg, W., P. Pichler und A. Stomper. 2005.** IPO Pricing with Bookbuilding and a When-Issued Market. Vienna Graduate School of Finance Working Paper.
- Bannock Consulting. 2001.** Innovative Instruments for Raising Equity for SMEs in Europe. Abschlussbericht. Study Contract ETD/00/503116.
- Bertrand, M., P. Mehta und S. Mullainathanl. 2002.** Ferreting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups. In: Quarterly Journal of Economics 117(1). 121–148.
- Brewer, E., H. Genay, W. E. Jackson III und P. R. Worthington. 1995.** Performance and Access to Government Guarantees: The Case of Small Business Investment Companies. In: Economic Perspectives. Federal Reserve Bank of Chicago. 16–32.
- DeMarzo, P. und D. Duffie. 1999.** A Liquidity Based Model of Security Design. In: Econometrica 67. 65–99.
- DeMarzo, P. 2005.** The Pooling and Tranching of Securities. In: Review of Financial Studies. (Im Erscheinen).
- Diamond, P. 1984.** Financial Intermediation and Delegated Monitoring. In: Review of Economic Studies 51. 393–414.
- Dirschmid, W. und W. Waschiczek. 2005.** Institutionelle Determinanten der Eigenkapitalbildung in Österreich. In: Finanzmarktstabilitätsbericht 9. Oesterreichische Nationalbank. 81–99.
- Europäische Kommission. 2003.** Der Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln. Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament. COM(2003) 713 endgültig.

- Gale, D. und M. Hellwig. 1985.** Incentive Compatible Debt Contracts. In: *Review of Economic Studies* 52. 647–663.
- Halling, M., G. Mosburger und O. Randl. 2004.** Die Prämienbegünstigte Zukunftsvorsorge: Ein attraktives Instrument? In: *Journal of Financial Markets and Portfolio Management* 18(4). 399–418.
- Heimer, T. und T. Köhler. 2004.** Auswirkungen des Basel II Akkords auf österreichische KMU. Studie im Auftrag des österreichischen Bundesministeriums für Wirtschaft und Arbeit (BMWA).
- Heinkel, R. und J. Zechner. 1990.** The Role of Debt and Preferred Stock as a Solution to Adverse Investment Incentives. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1–24.
- Johnsen, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer. 2000.** Tunnelling. Harvard University Working Paper.
- Loughran, T., J. R. Ritter und K. Rydqvist. 1994.** Initial Public Offerings: International Insights. In: *Pacific Basin Finance Journal* 2. 165–200.
- Myers, S. C. und N. S. Majluf. 1984.** Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have. In: *Journal of Financial Economics* 13. 187–221.
- Pagano, M., F. Panetta und L. Zingales. 1998.** Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. In: *Journal of Finance* 53. 27–64.
- Pagano, M., A. A. Roell und J. Zechner. 2002.** The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad? In: *The Journal of Finance* 57. 2651–2694.
- Rock, K. 1986.** Why New Issues are Underpriced. In: *Journal of Financial Economics* 15. 187–212.
- Small Business Service. 2003.** Bridging the Finance Gap.
- Stomper, A. und C. Zulehner. 2005.** Why Leverage Affects Pricing: Theory and Evidence. Vienna
- Stoughton, N., K. P. Wong und J. Zechner. 2001.** IPOs and Product Quality. In: *The Journal of Business* 74. 375–408.
- Townsend, R. 1979.** Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly Stage Verification. In: *Journal of Economic Theory* 22. 265–293.
- Tscherteu, A. 2003.** Die dritte Auswirkungsstudie zu Basel II: Eine Detailanalyse der Ergebnisse auf regionaler und internationaler Ebene. In: *Finanzmarktstabilitätsbericht* 6. Oesterreichische Nationalbank. 81–93.

T A B E L L E N A N H A N G

Internationales Umfeld	Tabelle
<i>Wechselkurse</i>	A1
<i>Leitzinsen</i>	A2
<i>Kurzfristige Zinsen</i>	A3
<i>Langfristige Zinsen</i>	A4
<i>Spreads von Unternehmensanleihen</i>	A5
<i>Aktienindizes</i>	A6
<i>Bruttoinlandsprodukt</i>	A7
<i>Leistungsbilanz</i>	A8
<i>Inflationsentwicklung</i>	A9
Realwirtschaft in Österreich	
<i>Geldvermögensbildung der privaten Haushalte</i>	A10
<i>Einkommen, Sparen und Kreditnachfrage der privaten Haushalte</i>	A11
<i>Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften</i>	A12
<i>Insolvenzkennzahlen</i>	A13
<i>Ausgewählte Jahresabschlusskennzahlen der Sachgüterproduktion</i>	A14
Österreichische Finanzintermediäre	
<i>Bilanzsumme und besonderes außerbilanzielles Geschäft</i>	A15
<i>Ertragslage</i>	A16
<i>Jahresergebnis</i>	A17
<i>Forderungen an inländische Kunden</i>	A18
<i>Forderungen an inländische Nicht-MFIs in Fremdwährung</i>	A19
<i>Einzelwertberichtigungen zu Forderungen an Kunden</i>	A20
<i>Marktrisiko</i>	A21
<i>Liquiditätsrisiko</i>	A22
<i>Solvabilität</i>	A23
<i>Aktiva der inländischen Vertragsversicherungsunternehmen</i>	A24
<i>Vermögensbestand der inländischen Investmentfonds</i>	A25
<i>Vermögensbestand der inländischen Pensionskassen</i>	A26
<i>Vermögensbestand der inländischen Mitarbeitervorsorgekassen</i>	A27

Redaktionsschluss: 4. November 2005

Zeichenerklärung:

× = Eintragung kann aus sachlichen Gründen nicht gemacht werden.

.. = Angabe liegt zur Zeit der Berichterstattung nicht vor.

Korrekturen zu früheren Ausgaben sind nicht gekennzeichnet.

Rundungen können Rechendifferenzen ergeben.

Internationales Umfeld

Tabelle A1

Wechselkurse

Periodendurchschnitte (pro 1 EUR)

	2001	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2005
	Jahr				1. Halbjahr			
US-Dollar	0,8955	0,9452	1,1312	1,2437	0,8976	1,1046	1,2277	1,2852
Japanischer Yen	108,7500	118,0700	130,9600	134,4000	116,2500	131,1100	133,0700	136,2300
Pfund Sterling	0,6217	0,6287	0,6919	0,6786	0,6214	0,6853	0,6735	0,6861
Schweizer Franken	1,5103	1,4670	1,5210	1,5439	1,4691	1,4917	1,5532	1,5463
Tschechische Krone	34,0470	30,8030	31,8500	31,8960	31,0680	31,5510	32,4440	30,0660
Ungarischer Forint	256,6200	242,9200	253,5100	251,6800	243,5200	247,1100	256,0500	247,4200
Polnischer Zloty	3,6672	3,8560	4,3998	4,5268	3,6671	4,2716	4,7294	4,0784
Slowakische Krone	43,2950	42,6740	41,4850	40,0240	42,5930	41,5040	40,3150	38,5960
Slowenischer Tolar	217,9530	225,9600	233,8420	239,0730	223,4974	232,1367	238,2346	239,6240

Quelle: Thomson Financial.

Tabelle A2

Leitzinsen

Periodenendstand in %

	2001	2002	2003	2004	2005
	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.
Euroraum	3,25	3,25	2,75	2,00	2,00
USA	1,75	1,75	1,25	1,00	1,00
Japan	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Vereinigtes Königreich	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75
Schweiz ¹⁾	1,25–2,25	0,75–1,75	0,25–1,25	0,00–0,75	0,00–0,75
Tschechische Republik	4,75	3,75	2,75	2,25	2,00
Ungarn	9,75	9,00	8,50	9,50	12,50
Polen	11,50	8,50	6,75	5,25	5,25
Slowakische Republik	8,80	8,25	6,50	6,50	6,00
Slowenien ²⁾	8,00	8,75	8,25	6,50	6,00

Quelle: Eurostat, Thomson Financial, nationale Quellen.

¹⁾ SNB-Zielband für 3-Monats-LIBOR.²⁾ Bis Jänner 2003 offizieller Leitzinssatz, seit Februar 2003 Zinssatz für 60-tägige Tolar-Schatzwechsel der Notenbank.

Tabelle A3

Kurzfristige Zinsen

3-Monats-Zinsen, Periodendurchschnitt in %

	2001	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2005
	Jahr				1. Halbjahr			
Euroraum	4,26	3,32	2,33	2,11	3,40	2,52	2,07	2,13
USA	3,78	1,80	1,22	1,62	1,91	1,28	1,21	3,06
Japan	0,16	0,09	0,09	0,09	0,10	0,09	0,08	0,09
Vereinigtes Königreich	4,97	4,01	3,69	4,59	4,07	3,67	4,32	4,85
Schweiz	2,94	1,17	0,33	0,47	1,54	0,41	0,28	0,75

Quelle: Thomson Financial.

Tabelle A4

Langfristige Zinsen

10-Jahres-Zinsen, Periodendurchschnitt in %

	2001	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2005
	Jahr				1. Halbjahr			
Euroraum	5,03	4,91	4,14	4,12	5,20	4,06	4,24	3,70
USA	5,01	4,60	4,00	4,26	5,07	5,01	4,90	4,67
Japan	1,34	1,27	0,99	1,50	1,42	1,40	1,36	1,31
Vereinigtes Königreich	5,01	4,91	4,58	4,93	5,21	4,35	4,98	4,59
Schweiz	3,38	3,20	2,66	2,74	3,52	3,47	3,40	3,25

Quelle: Eurostat, nationale Quellen.

Tabelle A5

Spreads von Unternehmensanleihen

Periodendurchschnitt in Prozentpunkten

	2001	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2005
	Jahr				1. Halbjahr			
Euro-Corporate Bondspreads gegenüber Euro-Benchmark	1,17	1,20	0,35	-0,14	1,17	0,95	0,27	0,48
US-Dollar-Corporate Bondspreads gegenüber US-Dollar-Benchmark	5,48	5,50	4,57	2,91	4,71	5,39	2,89	2,95

Quelle: Thomson Financial.

Tabelle A6

Aktienindizes¹⁾

Periodendurchschnitt

	2001	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2005
	Jahr				1. Halbjahr			
Euroraum: EURO STOXX	336,29	259,97	231,29	251,14	300,56	198,90	250,68	278,15
USA: S&P 500	1.193,78	995,34	964,85	1.131,10	1.101,28	899,27	1.128,14	1.186,95
Japan: Nikkei 225	12.114,46	10.119,31	9.312,89	11.180,89	10.978,07	8.361,43	11.273,45	11.438,25
Österreich: ATX	1.157,18	1.183,87	1.305,11	1.979,58	1.252,45	1.208,86	1.833,47	2.662,12
Tschechische Republik: PX50	411,17	437,62	558,24	828,23	434,00	504,85	770,53	1.149,16
Ungarn: BUX	6.901,30	7.760,46	8.400,74	11.752,23	8.112,32	7.770,02	10.655,11	16.870,85
Polen: WIG	14.375,73	14.431,27	17.103,10	24.108,88	15.268,16	14.482,05	23.365,28	26.810,35
Slowakische Republik: SAX12	102,34	116,60	164,08	213,42	114,78	156,65	183,10	421,58
Slowenien: SBI	1.890,08	2.846,78	3.377,57	4.561,36	2.509,62	3.220,78	4.341,09	4.821,68

Quelle: Thomson Financial.

¹⁾ EURO STOXX: 31. Dezember 1986 = 100, S&P 500: 30. Dezember 1964 = 100, Nikkei 225: 31. März 1950 = 100, ATX: 2. Jänner 1991 = 1.000, PX50: 6. April 1994 = 100, BUX: 2. Jänner 1991 = 100, WIG: 16. April 1991 = 100, SAX12: 14. September 1993 = 100, SBI: 3. Jänner 1994 = 100.

Tabelle A7

Bruttoinlandsprodukt

Veränderung zum Vorjahr in %, Periodendurchschnitt

	2001	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2005
Jahr					1. Halbjahr			
Euroraum	1,7	0,9	0,7	2,1	0,7	0,7	1,9	1,2
USA	0,8	1,6	2,7	4,2	1,3	1,8	4,7	3,6
Japan	0,2	-0,3	1,4	2,7	-1,6	1,2	3,6	1,3
Österreich	0,8	1,0	1,4	2,4	1,1	0,6	1,7	2,1
Tschechische Republik	2,6	1,5	3,7	4,0	1,8	2,8	4,3	4,9
Ungarn	3,8	3,5	3,0	4,0	3,1	2,6	4,5	3,5
Polen	1,0	1,4	3,8	5,3	1,2	3,6	7,0	2,4
Slowakische Republik	3,8	4,6	4,5	5,5	4,2	4,1	5,4	5,1
Slowenien	2,7	3,3	2,5	4,6	3,1	2,3	4,5	3,9

Quelle: Eurostat, nationale Quellen.

Tabelle A8

Leistungsbilanz

in % des BIP, kumuliert

	2001	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2005
Jahr					1. Halbjahr			
Euroraum	0,4	1,0	0,5	0,6	2,0	0,8	1,4	1,7
USA	-3,8	-4,5	-4,8	-5,7	-4,1	-4,4	-5,0	-6,4
Japan	2,1	2,8	3,2	3,7	3,2	3,0	3,9	..
Österreich	-0,4	2,5	1,5	2,1	1,4	0,9	1,9	1,8
Tschechische Republik	-5,4	-5,7	-6,3	-5,2	-3,9	-3,6	-3,8	-0,9
Ungarn	-6,2	-7,1	-8,8	-8,8	-6,6	-9,5	-9,4	-7,9
Polen	-2,9	-2,7	-2,2	-4,3	-3,5	-3,1	-5,8	-1,4
Slowakische Republik	-8,4	-8,0	-0,8	-3,5	-7,7	-1,3	-2,6	-6,9
Slowenien	0,2	1,4	-0,4	-2,1	1,1	-0,7	-2,0	-0,5

Quelle: Eurostat, Europäische Kommission, Thomson Financial, nationale Quellen.

Anmerkung: USA unterjährig mit saisonal bereinigtem nominellem BIP berechnet. Aufgrund saisonaler Schwankungen sind Halbjahreswerte mit Jahreswerten nur eingeschränkt vergleichbar.

Tabelle A9

Inflationsentwicklung

Veränderung zum Vorjahr in %, Periodendurchschnitt

	2001	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2005
Jahr					1. Halbjahr			
Euroraum	2,3	2,3	2,1	2,1	2,3	2,1	2,0	2,1
USA	2,8	1,6	2,3	2,7	1,3	2,5	2,3	3,0
Japan	-0,7	-0,9	-0,3	0,0	-1,2	-0,2	-0,2	0,2
Österreich	2,3	1,7	1,3	2,0	1,7	1,4	1,2	2,2
Tschechische Republik	4,5	1,4	-0,1	2,6	2,7	-0,4	2,2	1,3
Ungarn	9,1	5,2	4,7	6,8	5,8	4,3	7,1	3,6
Polen	5,3	1,9	0,7	3,6	2,7	0,4	2,6	2,9
Slowakische Republik	7,2	3,5	8,4	7,5	4,0	7,7	8,2	2,7
Slowenien	8,6	7,5	5,7	3,6	7,8	6,1	3,7	2,5

Quelle: Eurostat.

Realwirtschaft in Österreich

Tabelle A10

Geldvermögensbildung der privaten Haushalte

Transaktionen in Mio EUR

	2001	2002	2003	2004 ¹⁾	2002	2003	2004	2005 ²⁾
	Jahr				1. Halbjahr			
Bargeld und Einlagen ¹⁾	4.314	7.602	8.166	5.910	3.085	4.476	2.612	3.402
Wertpapiere (ohne Anteilsrechte) ²⁾	-327	1.607	1.449	2.484	1.371	7	1.972	856
Anteilsrechte (ohne Investmentzertifikate)	1.143	705	894	1.100	280	636	538	1.568
Investmentzertifikate	2.894	483	1.119	2.886	-120	871	1.886	1.588
Versicherungstechnische Rückstellungen	3.398	2.949	3.300	4.786	1.440	2.355	2.720	4.078
Geldvermögensbildung insgesamt	11.422	13.346	14.928	17.166	6.056	8.346	9.728	11.493

Quelle: OeNB.

¹⁾ Einschließlich Kredite und sonstiger Forderungen.²⁾ Einschließlich Finanzderivate.³⁾ Vorläufige Daten.

Tabelle A11

Einkommen, Sparen und Kreditnachfrage der privaten Haushalte

Jahresendstand in Mrd EUR

	2001	2002	2003	2004
Jahr				
Verfügbares Nettoeinkommen	132,3	134,5	139,7	144,2
Sparen	9,9	10,3	12,0	13,1
Sparquote in % ¹⁾	7,5	7,7	8,6	9,0
Kredite von MFIs an private Haushalte	79,87	86,65	89,75	98,32

Quelle: Statistik Austria (VGR-Konten nach Sektoren), OeNB-Finanzierungsrechnung.

¹⁾ Sparquote: Sparen / (Verfügbares Einkommen + Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).

Tabelle A12

Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften

Transaktionen in Mio EUR

	2001	2002	2003	2004 ¹⁾	2002	2003	2004	2005 ¹⁾
	Jahr				1. Halbjahr			
Wertpapiere (ohne Anteilsrechte)	600	-410	4.296	2.938	-22	260	926	1.372
Kredite	11.338	6.457	4.998	4.863	2.922	3.169	503	2.136
Anteilsrechte	4.881	7.850	5.015	4.660	6.611	5.491	4.180	3.902
Sonstige Verbindlichkeiten	40	1.215	1.982	624	441	-123	196	1.490
Finanzierung insgesamt	16.860	15.112	16.291	13.085	9.952	8.797	5.805	8.900

Quelle: OeNB.

¹⁾ Vorläufige Daten.

Tabelle A13

Insolvenzkenzahlen								
	2001	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2005
	Jahr				1. Halbjahr			
	in Mio EUR							
Insolvenzpassiva	3.503	3.422	2.440	2.540	1.652	1.258	1.169	990
	Anzahl							
Insolvenzen	2.939	2.864	2.957	2.972	1.423	1.415	1.469	1.544

Quelle: Kreditschutzverband von 1870.

Tabelle A14

Ausgewählte Jahresabschlusskennzahlen der Sachgüterproduktion				
Median in %	2001	2002	2003	2004
Selbstfinanzierungs- und Investitionskennzahlen				
Cashflow, in % des Umsatzes	7,35	7,47	6,95	..
Cashflow, in % der Investitionen	181,18	194,62	183,87	..
Reinvestitionsquote ¹⁾	69,23	70,28	77,78	..
Finanzierungsstrukturkennzahlen				
Eigenkapitalquote	11,03	13,90	17,94	..
Risikokapitalquote	16,46	19,45	24,11	..
Bankverschuldungsquote	46,47	42,94	38,76	..
Verschuldungsquote	9,78	9,49	8,86	..

Quelle: OeNB.

¹⁾ Investitionen x 100 / Abschreibungen.

Österreichische Finanzintermediäre

Tabelle A15

Bilanzsumme und besonderes außerbilanzielles Geschäft

Periodenendstand in Mio EUR

	2001		2002		2003		2004		2005
	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	
Bilanzsumme insgesamt	587.741	587.611	573.349	591.867	605.107	636.035	652.759	697.694	
davon: Inlandsaktiva insgesamt	431.415	426.245	418.141	419.571	430.888	441.250	452.307	464.014	
Auslandsaktiva insgesamt	156.326	161.366	155.208	172.296	174.219	194.785	200.452	233.680	
Zinskontrakte	946.631	1.022.741	1.144.431	2.204.721	1.853.494	1.891.262	1.241.189	1.266.288	
Währungskontrakte	157.512	202.939	240.542	298.475	305.447	255.755	216.284	245.677	
Sonstige Derivate	5.737	7.554	3.814	4.304	15.173	17.374	8.490	15.917	
Derivate insgesamt	1.109.880	1.233.235	1.388.787	2.507.501	2.174.114	2.164.391	1.465.963	1.527.882	

Quelle: OeNB.

Anmerkung: Angaben zum besonderen außerbilanziellen Geschäft beziehen sich auf Nominalwerte.

Tabelle A16

Ertragslage

Periodenendstand in Mio EUR

	2002	2003	2004	2005	2001	2002	2003	2004
	1. Halbjahr				Jahr			
Nettozinsbetrag	3.518	3.497	3.530	3.548	7.089	7.081	7.058	7.132
Erträge aus Wertpapieren und Beteiligungen	828	812	990	1.125	1.959	1.771	1.719	2.076
Saldo aus Provisionsgeschäft	1.514	1.553	1.671	1.904	3.062	3.012	3.188	3.387
Saldo Erträge/Aufwendungen aus Finanzgeschäften	197	384	310	334	521	570	618	608
Sonstige betriebliche Erträge	629	591	590	621	1.423	1.284	1.292	1.269
Betriebserträge	6.685	6.837	7.091	7.531	14.054	13.718	13.875	14.471
Personalaufwand	2.380	2.368	2.382	2.418	4.681	4.781	4.740	4.860
Sachaufwand	1.524	1.508	1.511	1.628	3.151	3.139	3.108	3.107
Sonstige betriebliche Aufwendungen	781	768	780	776	1.645	1.582	1.620	1.762
Betriebsaufwendungen	4.686	4.645	4.673	4.822	9.476	9.502	9.468	9.729
Betriebsergebnis	2.000	2.192	2.418	2.708	4.577	4.216	4.407	4.742

Quelle: OeNB.

Tabelle A17

Jahresergebnis

Stand in Mio EUR

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	Jahr							
Nettorisikokosten aus dem Kreditgeschäft	2.243	1.814	2.048	2.317	2.164	1.850	1.787	1.608
Nettorisikokosten aus dem Wertpapiergeschäft	-531	-257	-442	-925	-10	-46	-554	-101
Jahresüberschuss	1.593	1.915	2.278	2.655	1.400	2.069	2.942	2.910

Quelle: OeNB.

Anmerkung: Die Daten von 2005 sind die im zweiten Quartal für das Gesamtjahr erwarteten Werte.

Tabelle A18

Forderungen an inländische Kunden

Periodenendstand in Mio EUR

	2001		2002		2003		2004		2005	
	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni
Nichtfinanzielle Unternehmen	114.648	113.843	111.588	111.178	110.840	108.979	109.924	111.334		
davon in Fremdwährung	20.221	20.364	19.532	18.177	17.791	17.343	16.094	16.109		
Private Haushalte	79.751	81.507	84.618	84.723	87.358	93.984	97.130	100.375		
davon in Fremdwährung	19.502	20.594	22.066	21.810	23.691	27.077	28.461	30.401		
Staat	28.275	28.724	28.333	27.501	29.945	29.679	31.238	30.192		
davon in Fremdwährung	1.362	1.682	1.395	1.567	1.131	1.588	1.688	2.074		
Nichtbanken-Finanzintermediäre	11.893	12.309	12.771	12.908	13.392	13.505	14.510	15.131		
davon in Fremdwährung	1.336	1.342	1.466	1.394	1.412	1.594	1.667	2.030		
Insgesamt	234.566	236.383	237.310	236.309	241.534	246.147	252.802	257.032		
davon in Fremdwährung	42.420	43.983	44.459	42.948	44.125	47.602	47.910	50.614		

Quelle: OeNB.

Anmerkung: Aufgrund von Umstellungen beim Meldewesen mit dem Berichtsmonat Juni 2004 musste eine Bereinigung der Zeitreihe für nichtfinanzielle Unternehmen sowie private Haushalte vorgenommen werden. Freie Berufe und selbstständig Erwerbstätige werden nunmehr den privaten Haushalten zugeordnet. In den Beständen verbleibende Zeitreihenbrüche wurden in den Wachstumsraten im Text bereinigt.

Tabelle A19

Forderungen an inländische Nicht-MFIs in FremdwährungPeriodenendstand in % der gesamten Forderungen in Fremdwährungen an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

	2001		2002		2003		2004		2005	
	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni
Schweizer Franken	52,1	51,4	56,8	72,4	81,6	86,0	90,1	89,3		
Japanischer Yen	42,3	42,2	37,7	21,6	12,2	7,1	5,6	5,2		
US-Dollar	5,2	6,0	5,0	5,2	5,0	5,6	3,6	4,8		
Andere Fremdwährungen	0,4	0,3	0,4	0,7	1,2	1,3	0,7	0,7		

Quelle: OeNB, EZB.

¹⁾ Die dargestellten Fremdwährungskreditanteile beziehen sich auf Forderungen der Monetären Finanzinstitute (MFIs) gemäß ESVG-Definition an inländische Nicht-MFIs. Aufgrund der unterschiedlichen Definition eines Kreditinstituts gemäß BWG und eines MFIs und aufgrund der unterschiedlichen Anzahl der Kreditnehmer ist ein Vergleich mit der Position „Forderungen an inländische Kunden“ nur bedingt möglich. Aufgrund von Rundungen addieren sich die Werte nicht in jedem Jahr auf 100,0%.

Tabelle A20

Einzelwertberichtigungen zu Forderungen an Kunden

Periodenendstand in % der Forderungen

	2001		2002		2003		2004		2005	
	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni
Einzelwertberichtigungen	3,1	3,4	3,3	3,5	3,3	3,4	3,3	3,2		

Quelle: OeNB.

Tabelle A21

Marktrisiko¹⁾

Periodenendstand in Mio EUR bzw. in %

	2001		2002		2003		2004		2005	
	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni
Zinsänderungsrisiko										
Basler Zinsrisikoquotient ²⁾	x	x	8,8	7,8	7,8	7,5	6,1	6,4		
Eigenmittelerfordernis Positionsrisiko von Zinsinstrumenten des Handelsbuchs	394,1	427,2	415,3	420,6	470,2	514,8	609,8	810,3		
Wechselkursrisiko										
Eigenmittelerfordernis offene Devisenpositionen	64,0	70,3	80,4	81,8	54,9	66,1	52,9	97,3		
Aktienkursrisiko										
Eigenmittelerfordernis Positionsrisiko von Aktien des Handelsbuchs	28,5	33,6	20,5	25,4	28,4	52,4	43,4	71,1		

Quelle: OeNB.

¹⁾ Bei den Eigenmittelerfordernissen für das Marktrisiko werden jeweils das Standardverfahren und interne Value-at-Risk (VaR)-Berechnungen kombiniert. Bei den VaR-Berechnungen geht der Vortageswert ohne Berücksichtigung des Multiplikators ein. Beim Eigenmittelerfordernis für Zinsinstrumente und Aktien sind jeweils das allgemeine und das spezifische Positionsrisiko addiert.

²⁾ Bilanzsummengewichteter Durchschnitt der „Basler Zinsrisikoquotienten“ (Barwertverlust infolge einer Parallelverschiebung der Zinskurven in allen Währungen um 200 Basispunkte in Relation zu den anrechenbaren Eigenmitteln) aller österreichischen Kreditinstitute mit Ausnahme von Instituten, die im Rahmen der Niederlassungsfreiheit über Zweigstellen in Österreich tätig sind. Bei Instituten mit großem Wertpapierhandelsbuch sind Zinsinstrumente des Handelsbuchs nicht in die Berechnung einbezogen.

Tabelle A22

Liquiditätsrisiko

Periodenendstand in %

	2001		2002		2003		2004		2005	
	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni
Liquidität ersten Grades:										
5-Prozent-Quantil Liquiditätsquotient ¹⁾	5,9	11,5	6,1	7,1	4,5	4,3	4,3	4,3		
Liquidität zweiten Grades:										
5-Prozent-Quantil Liquiditätsquotient	27,3	27,3	26,1	28,2	25,2	25,7	24,4	24,1		

Quelle: OeNB.

¹⁾ Der Liquiditätsquotient stellt die liquiden Aktiva in Relation zu den entsprechenden Verpflichtungen. Für die Liquidität ersten Grades (Kassenliquidität) hat dieser Quotient gemäß § 25 BWG zumindest 2,5% zu betragen, für die Liquidität zweiten Grades (Gesamtliquidität) zumindest 20%. Das 5-Prozent-Quantil gibt jenen Wert des Liquiditätsquotienten an, der zum jeweiligen Stichtag von 95% der Banken übertroffen wurde, und ist somit ein Maß für die Situation jener Banken, die eher schwach mit Liquidität ausgestattet sind.

Tabelle A23

Solvabilität

	2001		2002		2003		2004		2005	
	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni
	Periodenendstand in Mio EUR									
Summe Tier 1-Kapital (Kernkapital)	27.440	28.368	26.861	28.181	29.704	31.564	32.101	33.822		
Summe Tier 2-Kapital (ergänzende Eigenmittel)	13.492	14.159	13.485	14.170	14.941	16.059	16.742	17.656		
Tier 3-Kapital	2.413	2.197	2.324	771	803	764	674	730		
	Periodenendstand, anrechenbare Eigenmittel in % der risikogewichteten Aktiva									
Kapitaladäquanz ¹⁾	13,7	14,2	13,3	13,9	14,9	14,8	14,7	14,6		
Kernkapitalquote	9,5	9,9	9,1	9,5	9,9	10,1	10,0	10,1		

Quelle: OeNB.

¹⁾ Diese Eigenmittelquote bezieht sich auf die laut BWG zur Unterlegung des Kreditrisikos anrechenbaren Eigenmittel (Tier 1-Kapital + Tier 2-Kapital – Abzugsposten), die im Verhältnis zur Bemessungsgrundlage gesetzt werden. Da es sich beim Tier 3-Kapital um nachrangiges Kapital handelt, das nur zur Unterlegung des Marktrisikos verwendet werden darf, wurde auf dessen Einbeziehung verzichtet, um eine möglichst konservative Beurteilung der Kapitaladäquanz zu erhalten.

Tabelle A24

Aktiva der inländischen Vertragsversicherungsunternehmen¹⁾

Periodenendstand in Mio EUR

	2001		2002		2003		2004		2005	
	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni
Kassenbestand, täglich und nicht täglich fällige Guthaben bei inländischen Kreditinstituten	2.182	1.442	1.628	3.617	2.106	1.744	2.516	2.472		
Inländische Rentenwertpapiere	7.712	7.600	7.736	8.488	9.101	9.175	8.909	9.238		
davon: Inländische Kreditinstitute	4.949	5.031	5.350	6.264	6.824	6.938	7.068	7.519		
Anteilswerte und sonstige inländische Wertpapiere	13.127	14.616	15.043	14.648	15.204	15.987	17.360	19.387		
Darlehen	8.769	8.517	8.055	7.441	7.303	6.733	6.504	5.933		
davon: Inländische Kreditinstitute	62	126	78	137	146	148	161	206		
Inländische Beteiligungen	2.510	2.784	3.308	3.550	3.588	3.682	3.906	3.928		
Bebaute und unbebaute Grundstücke	3.494	3.804	3.553	3.526	3.573	3.438	3.361	3.340		
Auslandsaktiva	14.397	14.959	15.709	15.597	17.261	19.209	20.691	22.964		
davon: Rentenwertpapiere	10.615	11.132	11.548	11.776	12.755	14.979	15.648	17.002		
Depotforderungen aus den Rückversicherungen	1.854	..	2.042	..	2.148	..	2.260	..		
Andere Aktiva	3.426	3.310	3.329	3.734	3.549	4.068	3.594	4.361		
Bilanzsumme	57.471	58.620	60.403	62.320	63.833	65.927	69.101	73.433		

Quelle: OeNB.

¹⁾ Halbjahreswerte ohne Rückversicherungsgeschäft, basierend auf Quartalsmeldungen.

Tabelle A25

Vermögensbestand der inländischen Investmentfonds

Periodenendstand in Mio EUR

	2001		2002		2003		2004		2005
	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	
Wertpapiere inländischer Emittenten	36.068	36.471	35.952	34.653	34.309	35.405	37.341	43.052	
davon: Rentenwerte	23.262	23.003	22.547	20.743	19.436	19.058	19.025	20.545	
Anteilswerte	12.806	13.468	13.405	13.910	14.873	16.347	18.316	22.507	
Wertpapiere ausländischer Emittenten	57.324	60.701	60.712	66.706	69.435	75.708	80.505	91.472	
davon: Rentenwerte	34.717	40.498	43.200	48.531	48.952	53.022	56.821	64.635	
Anteilswerte	22.607	20.203	17.513	18.175	20.482	22.686	23.684	26.837	
Sonstige Vermögensanlagen	5.341	5.018	6.047	5.774	7.274	7.529	7.441	7.985	
Vermögensbestand insgesamt	98.733	102.190	102.712	107.133	111.018	118.642	125.286	142.509	
davon: Fremdwährung	24.346	24.157	22.455	22.376	22.178	24.328	24.591	28.085	

Quelle: OeNB.

Tabelle A26

Vermögensbestand der inländischen Pensionskassen

Periodenendstand in Mio EUR

	2001		2002		2003		2004		2005
	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	
Wertpapiere inländischer Emittenten	7.245	7.128	7.200	7.744	8.267	8.770	9.179	9.744	
davon: Bundesschatzscheine	0	0	0	0	0	0	0	0	
Rentenwerte	63	67	57	56	45	121	108	96	
Investmentzertifikate	7.163	7.032	7.125	7.641	8.159	8.607	9.019	9.579	
andere Wertpapiere	19	30	18	47	63	42	52	69	
Wertpapiere ausländischer Emittenten	534	401	353	425	405	460	525	728	
davon: Rentenwerte	49	44	44	47	44	15	27	70	
Investmentzertifikate	451	315	279	350	330	417	469	645	
andere Wertpapiere	34	43	30	29	31	28	29	13	
Einlagen	164	118	171	164	221	72	125	95	
Darlehen	39	32	42	67	42	59	83	94	
Sonstige Vermögensanlagen	67	121	110	161	143	147	170	196	
Vermögensbestand insgesamt	8.049	7.800	7.876	8.562	9.078	9.508	10.082	10.857	
davon: Fremdwährung	303	188	195	233	212	236	249	272	

Quelle: OeNB.

Tabelle A27

Vermögensbestand der inländischen Mitarbeitervorsorgekassen

Periodenendstand in Mio EUR

	2003 ¹⁾	2004		2005	
	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.	30. Juni	31. Dez.
Summe der Direktveranlagungen	38,53	64,94	92,25	129,39	129,39
davon: auf Euro lautend	38,16	63,99	89,23	122,45	122,45
auf Fremdwährungen lautend	0,00	0,00	×	×	×
Abgegrenzte Ertragsansprüche aus Direktveranlagungen	0,37	0,95	×	2,03	2,03
Summe der indirekten Veranlagungen	59,46	123,53	269,59	382,34	382,34
davon: Summe der auf Euro lautenden Veranlagungen in Anteilsscheinen von Kapitalanlagefonds	59,19	122,85	266,59	370,40	370,40
Summe der auf Fremdwährungen lautenden Veranlagungen in Anteilsscheinen von Kapitalanlagefonds	0,00	×	3,25	11,94	11,94
Summe des den Veranlagungsgemeinschaften zugeordneten Vermögens	146,47	188,46	362,10	511,73	511,73
davon: Fremdwährung	0,00	×	4,93	16,85	16,85

Quelle: OeNB.

¹⁾ Aufgrund besonderer bilanztechnischer Buchungen kann die Summe des den Veranlagungsgemeinschaften zugeordneten Vermögens von der Summe der direkten und indirekten Veranlagungen abweichen.

H I N W E I S E

Abkürzungen

APSS	Austrian Payment Systems Services GmbH	IDB	Inter-American Development Bank (Interamerikanische Entwicklungsbank)
ARTIS	Austrian Real Time Interbank Settlement	IFES	Institut für Empirische Sozialforschung
A-SIT	Zentrum für sichere Informationstechnologie – Austria	ifo	Institute for Economic Research
ASVG	Allgemeines Sozialversicherungsgesetz	IHS	Institut für Höhere Studien und Wissenschaftliche Forschung
A-Trust	A-Trust Gesellschaft für Sicherheitssysteme im elektronischen Datenverkehr GmbH	IIF	Institute of International Finance
ATX	Austrian Traded Index	ISO	International Organization for Standardization
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision (Basler Ausschuss für Bankenaufsicht)	IT	Informations- und Kommunikationstechnologie
BGBL	Bundesgesetzblatt	IVP	Internationale Vermögensposition
BFG	Bundesfinanzgesetz	IWF	Internationaler Währungsfonds (International Monetary Fund)
BHG	Bundeshaushaltsgesetz	IWI	Industriewissenschaftliches Institut
BIP	Bruttoinlandsprodukt	JVI	Joint Vienna Institute
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Bank for International Settlements)	KWG	Kreditwesengesetz
BMF	Bundesministerium für Finanzen	LIBOR	London Interbank Offered Rate
BNP	Bruttonationalprodukt	MFI	Monetäre Finanzinstitute
BSC	Banking Supervision Committee	MoU	Memorandum of Understanding
BVA	Bundesvoranschlag	MÖAG	Münze Österreich AG
B-VG	Bundes-Verfassungsgesetz	MOEL	Länder Mittel- und Osteuropas
BWA	Bundes-Wertpapieraufsicht	NACE	Nomenclature générale des activités économiques dans les communautés européennes
BWG	Bankwesengesetz	NBG	Nationalbankgesetz
CACs	Collective Action Clauses	NZBen	Nationale Zentralbanken (EU-25)
CESR	Committee of European Securities Regulators	OeBS	Oesterreichische Banknoten- und Sicherheitsdruck GmbH
EBA	European Banking Association	OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung)
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development (Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung)	OeKB	Oesterreichische Kontrollbank
ECOFIN-Rat	Economic and Finance Ministers Council (Rat der Wirtschafts- und Finanzminister der EU)	OeNB	Oesterreichische Nationalbank
EFTA	European Free Trade Association (Europäische Freihandelsassoziation)	OPEC	Organization of the Petroleum Exporting Countries (Organisation Erdöl exportierender Länder)
EG	Europäische Gemeinschaft	ÖBFA	Österreichische Bundesfinanzierungsagentur
EG-V	EG-Vertrag	ÖIAG	Österreichische Industrieverwaltung-Aktiengesellschaft
EIB	European Investment Bank (Europäische Investitionsbank)	ÖNACE	Österreichische Version der statistischen Systematik der Wirtschaftszweige in der EU
EONIA	Euro OverNight Index Average	ÖTOB	Österreichische Termin- und Optionenbörse
ERP	European Recovery Program	RTGS	Real Time Gross Settlement
ESA	Economics and Statistics Administration	SDRM	Sovereign Debt Restructuring Mechanism
ESAF	Ergänzende/Erweiterte Strukturanpassungsfazität	STUZZA	Studiengesellschaft für Zusammenarbeit im Zahlungsverkehr G.m.b.H.
ESRI	Economic and Social Research Institute	S.W.I.F.T.	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
ESVG	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen	SZR	Sonderziehungsrecht
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken	TARGET	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer
EU	Europäische Union	UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development (Konferenz der Vereinten Nationen über Handel und Entwicklung)
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate	UNO	United Nations Organization (Organisation der Vereinten Nationen)
Eurostat	Statistisches Amt der Europäischen Gemeinschaft	VGR	Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum	VÖIG	Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften
EWS	Europäisches Währungssystem	VPI	Verbraucherpreisindex
EZB	Europäische Zentralbank	WBI	Wiener Börse Index
FATF	Financial Action Task Force on Money Laundering	WEF	World Economic Forum (Weltwirtschaftsforum)
Fed	Federal Reserve System	WFA	Wirtschafts- und Finanzausschuss
FMA	Finanzmarktaufsichtsbehörde	WIFO	Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung
FMABG	Finanzmarktaufsichtsbehördengesetz	WIIW	Wiener Institut für internationale Wirtschaftsvergleiche
FOMC	Federal Open Market Committee	WKM	Wechselkursmechanismus
FSAP	Financial Sector Assessment Program	WKO	Wirtschaftskammer Österreich
GAB	General Arrangements to Borrow	WTO	World Trade Organization (Welthandelsorganisation)
GATS	General Agreement on Trade in Services	WWU	Wirtschafts- und Währungsunion
GFR	Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung		
GSA	GELDSERVICE AUSTRIA Logistik für Wertgestionierung und Transportkoordination G.m.b.H.		
GUS	Gemeinschaft Unabhängiger Staaten		
HGB	Handelsgesetzbuch		
HIPC	Highly Indebted Poor Countries		
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex		
IBRD	International Bank for Reconstruction and Development (Internationale Bank für Wiederaufbau und Entwicklung, Weltbank)		

Zeichenerklärung

- .. = Angabe liegt zur Zeit der Berichterstattung nicht vor
- × = Eintragung kann aus sachlichen Gründen nicht gemacht werden
- 0 = Zahlenwert ist null bzw. eine Größe, die kleiner als die Hälfte der ausgewiesenen Einheit ist

Rundungen können Rechendifferenzen ergeben.

Schwerpunktthemen im Finanzmarktstabilitätsbericht

Näheres finden Sie unter www.oenb.at

Finanzmarktstabilitätsbericht 7

Neue Ansätze in der österreichischen Bankenanalyse

Evelyn Hayden, Jürgen Bauer

Innovative Kreditrisikotransfer-Instrumente und Finanzmarktstabilität
in Österreich

Eleonora Weiss, Vanessa Redak

Eine empirische Analyse der Netzwerkstruktur
des österreichischen Interbankenmarktes

Michael Boss, Helmut Elsinger, Martin Summer, Stefan Thurner

Der Transformationsprozess im rumänischen Finanz- und Bankensektor

Stephan Barisitz

Finanzmarktstabilitätsbericht 8

Zinsmargen im Kredit- und Einlagengeschäft in vier neuen Mitgliedstaaten
(NMS-4)

Zoltan Walko, Thomas Reininger

Bankeneffizienz in Zentral- und Osteuropa

Stefania P.S. Rossi, Markus S. Schwaiger, Gerhard Winkler

Der bulgarische Bankensektor

Zoltan Walko

Beaufsichtigung von Finanzkonglomeraten

Gabriele Stöffler

Finanzmarktstabilitätsbericht 9

Wie konsistent sind Eigenangaben von Hedgefonds über ihren Anlagestil?

Eine renditebasierte Analyse mittels Self-Organizing Maps

Ramin Baghai-Wadji, Rami El-Berry, Stefan Klocker, Markus S. Schwaiger

Institutionelle Determinanten der Eigenkapitalbildung in Österreich

Werner Dirschmid, Walter Waschiczek

Demographische Entwicklung, kapitalgedeckte Pensionsvorsorge
und Finanzmarktstabilität

Stefan W. Schmitz

Das kroatische Bankensystem

Thomas Reininger, Zoltan Walko

Periodische Publikationen der Oesterreichischen Nationalbank

Näheres finden Sie unter www.oenb.at

Statistiken & Daten und Analysen

vierteljährlich

Diese Publikation enthält Kurzberichte und Analysen mit dem Fokus auf österreichischen Finanzinstitutionen sowie auf Außenwirtschaft und Finanzströmen. Den Analysen ist eine Kurzzusammenfassung vorangestellt, die auch in englischer Sprache zur Verfügung gestellt wird. Der Tabellen- und Erläuterungsabschnitt deckt finanzwirtschaftliche und realwirtschaftliche Indikatoren ab. Im Internet sind die Tabellen und Erläuterungen (jeweils Deutsch und Englisch) sowie ein zusätzliches Datenangebot abrufbar. Im Rahmen dieser Serie erscheinen fallweise auch Sonderhefte, die spezielle statistische Themen behandeln.

Geldpolitik & Wirtschaft

vierteljährlich

Die auf Deutsch und Englisch erscheinende Quartalspublikation der OeNB analysiert die laufende Konjunkturentwicklung, bringt mittelfristige makroökonomische Prognosen, veröffentlicht zentralbank- und wirtschaftspolitisch relevante Studien und resümiert Befunde volkswirtschaftlicher Workshops und Konferenzen der OeNB.

Finanzmarktstabilitätsbericht

halbjährlich

Der auf Deutsch und Englisch erscheinende *Finanzmarktstabilitätsbericht* umfasst zwei Teile: Der erste Abschnitt enthält eine regelmäßige Analyse finanzmarktstabilitätsrelevanter Entwicklungen in Österreich und im internationalen Umfeld. Daneben werden im Rahmen von Schwerpunktartikeln auch gesonderte Themen herausgegriffen, die im Zusammenhang mit der Stabilität der Finanzmärkte stehen.

Focus on European Economic Integration

halbjährlich

Als Nachfolgepublikation des *Focus on Transition* (letzte Ausgabe 2/2003) bietet diese englischsprachige Publikation eine Fülle an Informationen zu Zentral-, Ost- und Südosteuropa. Der *Focus on European Economic Integration* enthält eingangs eine aktuelle Wirtschaftsanalyse ausgewählter Länder aus diesem Raum. Im Hauptteil finden sich Studien zu ausgewählten notenbankrelevanten Themen sowie gegebenenfalls zu einem Schwerpunktthema. Abgerundet wird die Publikation durch Informationen über Konferenzen und Veranstaltungen der OeNB zu Zentral- und Osteuropa sowie einen statistischen Anhang.

Geschäftsbericht

jährlich

In mehreren Kapiteln werden im *Geschäftsbericht* der OeNB die Geldpolitik, die Wirtschaftslage, neue Entwicklungen auf den Finanzmärkten im Allgemeinen und auf dem Gebiet der Finanzmarktaufsicht im Speziellen, die sich wandelnden Aufgaben der OeNB und ihre Rolle als internationaler Partner erörtert. Der Bericht enthält auch den Jahresabschluss der OeNB.

Volkswirtschaftliche Tagung (Tagungsband) **jährlich**

Die *Volkswirtschaftliche Tagung* der OeNB stellt eine wichtige Plattform für den internationalen Meinungs- und Informationsaustausch zu währungs-, wirtschafts- und finanzmarktpolitischen Fragen zwischen Zentralbanken, wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern, Finanzmarktvertretern und der universitären Forschung dar. Der Konferenzband enthält Beiträge der Tagung und ist überwiegend auf Englisch verfasst.

Workshop-Bände **fallweise**

Die im Jahr 2004 erstmals herausgegebenen Bände enthalten in der Regel die Beiträge eines Workshops der OeNB. Im Rahmen dieser Workshops werden geld- und wirtschaftspolitisch relevante Themen mit nationalen und internationalen Experten aus Politik und Wirtschaft, Wissenschaft und Medien eingehend diskutiert. Die Publikation ist nur auf Englisch verfügbar.

Working Papers **fallweise**

Die *Working Paper*-Reihe der OeNB dient der Verbreitung und Diskussion von Studien von OeNB-Ökonomen bzw. externen Autoren zu Themen, die für die OeNB von besonderem Interesse sind. Die Beiträge werden einem internationalen Begutachtungsverfahren unterzogen und spiegeln jeweils die Meinung der Autoren wider.

Conference on European Economic Integration (Konferenzband) **jährlich**

(Nachfolgekonferenz der „Ost-West-Konferenz“ der OeNB)

OeNB-Konferenzbandreihe mit Schwerpunkt auf notenbankrelevanten Fragen im Zusammenhang mit Zentral-, Ost- und Südosteuropa und dem EU-Erweiterungsprozess. Erscheint in einem renommierten internationalen Verlag auf Englisch.

Näheres finden Sie unter ceec.oenb.at

HVW-Newsletter **vierteljährlich**

Der quartalsweise im Internet erscheinende Newsletter der Hauptabteilung Volkswirtschaft der OeNB präsentiert ausgewählte Ergebnisse einem internationalen Adressatenkreis. Kollegen aus anderen Notenbanken oder internationalen Institutionen, Wirtschaftsforscher, politische Entscheidungsträger und an Ökonomie Interessierte werden über die Forschungsschwerpunkte und Tätigkeiten der Hauptabteilung Volkswirtschaft informiert. Zusätzlich bietet der Newsletter Informationen über Publikationen, Studien oder Working Papers sowie über Veranstaltungen (Konferenzen, Vorträge oder Workshops) des laufenden Quartals. Der Newsletter ist in englischer Sprache verfasst.

Näheres finden Sie unter hvw-newsletter.oenb.at

Leitfadenreihe Kreditrisiko

Der vermehrte Einsatz innovativer Finanzprodukte wie Verbriefungen oder Kreditderivate und die Weiterentwicklung moderner Risikomanagementmethoden führt zu wesentlichen Veränderungen bei den geschäftlichen Rahmenbedingungen der Kreditinstitute. Insbesondere im Kreditbereich erfordern die besagten Neuerungen eine Anpassung von bankinternen Softwaresystemen und relevanten Geschäftsprozessen an die neuen Rahmenbedingungen. Die Leitfadenreihe zum Kreditrisiko soll eine Hilfestellung bei der Umgestaltung der Systeme und Prozesse in einer Bank im Zuge der Implementierung von Basel II geben. In dieser Leitfadenreihe sind erschienen:

Kreditvergabeprozess und Kreditrisikomanagement

www.oenb.at/de/img/leitfadenreihe_kreditvergabe_tcm14-11170.pdf

Ratingmodelle und -validierung

www.oenb.at/de/img/leitfadenreihe_ratingmodelle_tcm14-11172.pdf

Best Practice im Risikomanagement von Verbriefungen

www.oenb.at/de/img/best_practice_tcm14_11168.pdf

Techniken der Kreditrisikominderung

www.oenb.at/de/img/leitfaden_kreditrisikominderung_2004_tcm14_22999.pdf

Kreditsicherungsrecht in Tschechien

www.oenb.at/de/img/lf_ksr_tschechien_tcm14-22884.pdf

Kreditsicherungsrecht in Ungarn

www.oenb.at/de/img/lf_ksr_ungarn_tcm14-22885.pdf

Kreditsicherungsrecht in Kroatien

www.oenb.at/de/img/lf_ksr_kroatien_tcm14-22674.pdf

Kreditsicherungsrecht in Polen

www.oenb.at/de/img/lf_ksr_polen_tcm14-22673.pdf

Kreditsicherungsrecht in Slowenien

www.oenb.at/de/img/lf_ksr_slowenien_tcm14-22883.pdf

Kreditsicherungsrecht in der Slowakischen Republik

www.oenb.at/de/img/lf_ksr_slowakei_tcm14-22672.pdf

Alle Hefte werden auch ins Englische übersetzt.

Leitfadenreihe zum Marktrisiko

Ziel des Produkthandbuchs ist es, allen interessierten Marktteilnehmern ein Nachschlagewerk für die Bewertung und Zerlegung der in Österreich am häufigsten gehandelten strukturierten Produkte zur Verfügung zu stellen. Erschienen sind:

FINANZINSTRUMENTE – Produkthandbuch Teil A – Zinsen

www.oenb.at/de/img/phb_teil_a_tcm14-11174.pdf

FINANZINSTRUMENTE – Produkthandbuch Teil B – Aktien

www.oenb.at/de/img/phb_teil_b_1_tcm14-11178.pdf

FINANZINSTRUMENTE – Produkthandbuch Teil C – Fremdwährungen

www.oenb.at/de/img/baselii_phb_teil_c_1_tcm14-2325.pdf

Alle drei Bände zusammen finden sich in der englischen Fassung „Structured Products Handbook“ wieder.

Je ein Leitfaden ist dem Begutachtungsverfahren eines Value at Risk-Modells und dem Prozedere bei der Überprüfung der Standardmarktrisikobestimmungen durch die Oesterreichische Nationalbank gewidmet. Vier weitere Bände setzen sich ausführlich mit der Thematik der Durchführung von Krisentests für Wertpapierportfolios, der Berechnung und Berücksichtigung des Eigenmittelefordernisses von Optionsrisiken, des allgemeinen Zinsrisikos bei Schuldtiteln und sonstigen Risiken (Ausfalls-, Abwicklungsrisiko etc.) auseinander.

Allgemeines Marktrisiko bei Schuldtiteln

2., überarbeitete und erweiterte Auflage

www.oenb.at/de/img/band1dv40_tcm14-11162.pdf

Prüfung des Standardverfahrens

www.oenb.at/de/img/band2dv40_tcm14-11163.pdf

Begutachtung eines Value at Risk-Modells

www.oenb.at/de/img/band3dv40_tcm14-11164.pdf

Berücksichtigung von Optionsrisiken

www.oenb.at/de/img/band4dv40_tcm14-11165.pdf

Durchführung von Krisentests

www.oenb.at/de/img/band5dv40_tcm14-11166.pdf

Sonstige Risiken des Wertpapier-Handelsbuches

www.oenb.at/de/img/band6dv40_tcm14-11167.pdf

Leitfadenreihe Management des operationellen Risikos

(im Erscheinen)

Dieser Leitfaden führt in die Thematik des operationellen Risikos ein, indem er Eigenheiten und Bedeutung dieser Risikokategorie für Banken und Wertpapierfirmen darstellt und einen Überblick über die Methoden und Maßnahmen des Managements operationeller Risiken gibt. Wesentliche Risikobereiche, Management- und Minderungsmaßnahmen werden entsprechend den vier Ursachen des operationellen Risikos (Menschen, Systeme, Prozesse, externe Ereignisse) sowie hinsichtlich Rechtsrisiken beleuchtet. Weiters werden die Ansätze zur Eigenmittelberechnung samt ihren qualitativen und quantitativen Anforderungen dargestellt.

Der bankenaufsichtliche Themenkomplex wird durch Studien über Kreditrisikomodelle und Value at Risk ergänzt:

Kreditrisikomodelle und Kreditderivate

(in: Berichte und Studien 4/1998)

www.oenb.at/de/img/kreditrisiko_tcm14-11169.pdf

Value at Risk – Evaluierung verschiedener Verfahren

(in: Berichte und Studien 4/1998)

www.oenb.at/de/img/value_at_risk_tcm14-11177.pdf

Neue quantitative Modelle der Bankenaufsicht

www.oenb.at/de/img/quantitative_modelle_bankenaufsicht_tcm14-17729.pdf

Die Analyselandschaft der österreichischen Bankenaufsicht – Austrian Banking Business Analysis

www.oenb.at/de/img/die_analyselandschaft_tcm14-27482.pdf

Adressen der Oesterreichischen Nationalbank

	Postanschrift	Telefon	Fernschreiber	
Hauptanstalt				
	Wien 9, Otto-Wagner-Platz 3	Postfach 61 1011 Wien	(+43-1) 404 20-0 Telefax: (+43-1) 404 20-2398	114669 natbk 114778 natbk
Internet: www.oenb.at				
Zweiganstalten				
Zweiganstalt Österreich West				
Innsbruck				
	Adamgasse 2	6020 Innsbruck	(+43-512) 594 73-0 Telefax: (+43-512) 594 73 99	
Zweiganstalt Österreich Süd				
Graz				
	Brockmanngasse 84	Postfach 8 8018 Graz	(+43-316) 81 81 81-0 Telefax: (+43-316) 81 81 81 99	
Klagenfurt				
	10.-Oktober-Straße 13	Postfach 526 9010 Klagenfurt	(+43-463) 576 88-0 Telefax: (+43-463) 576 88 99	
Zweiganstalt Österreich Nord				
Linz				
	Coulinstraße 28	Postfach 346 4021 Linz	(+43-732) 65 26 11-0 Telefax: (+43-732) 65 26 11 99	
Salzburg				
	Franz-Josef-Straße 18	Postfach 18 5027 Salzburg	(+43-662) 87 12 01-0 Telefax: (+43-662) 87 12 01 99	
Repräsentanzen				
Oesterreichische Nationalbank				
London Representative Office				
5 th floor, 48 Gracechurch Street				
London EC3V 0EJ, Vereinigtes Königreich				
Oesterreichische Nationalbank				
New York Representative Office				
745 Fifth Avenue, Suite 2005				
New York, N. Y. 10151, USA				
Ständige Vertretung Österreichs bei der EU				
Avenue de Cortenberg 30				
B 1040 Brüssel, Belgien				
Ständige Vertretung Österreichs bei der OECD				
3, rue Albéric-Magnard				
F 75116 Paris, Frankreich				
		(+44-20) 7623-6446 Telefax: (+44-20) 7623-6447		
		(+1-212) 888-2334 (+1-212) 888-2335 Telefax: (+1-212) 888 2515	(212) 422509 natb ny	
		(+32-2) 285 48-41, 42, 43 Telefax: (+32-2) 285 48 48		
		(+33-1) 53 92 23-39 (+33-1) 53 92 23-44 Telefax: (+33-1) 45 24 42-49		

Der halbjährlich erscheinende *Finanzmarktstabilitätsbericht* der OeNB enthält regelmäßige Analysen finanzmarktstabilitätsrelevanter Entwicklungen in Österreich und im internationalen Umfeld. Daneben werden im Rahmen von Schwerpunktartikeln auch gesonderte Themen behandelt, die im Zusammenhang mit der Stabilität der Finanzmärkte stehen.

Editorial Board:

Andreas Ittner, Peter Mooslechner, Helene Schuberth, Michael Würz

Koordination:

Markus S. Schwaiger, David Liebeg

Redaktion:

Alexander Dallinger

Berichtsteil:

Der Berichtsteil entstand in Kooperation der Abteilung für die Analyse wirtschaftlicher Entwicklungen im Ausland, der Abteilung für Finanzmarktanalyse und der Abteilung für volkswirtschaftliche Analysen unter Mitarbeit von Markus Arpa, Christian Beer, Roman Buchelt, Gernot Ebner, Hannes Elsinger, Eleonora Endlich, Friedrich Fritzer, Alexandra Habisohn, Karin Hrdlicka, Gerald Krenn, David Liebeg, Gabriel Moser, Mario Oschischnig, Claus Puh, Vanessa Redak, Thomas Reiningger, Benedict Schimka, Stefan W. Schmitz, Markus S. Schwaiger, Birgit Schwirkschlies, Gabriele Stöffler, Zoltan Walko, Walter Waschiczek.

Technische Gestaltung:

Peter Buchegger (Grafische Gestaltung)

Walter Grosser (Layout, Satz)

Hausdruckerei der OeNB (Druck und Herstellung)

Rückfragen:

Oesterreichische Nationalbank, Sekretariat des Direktoriums/Öffentlichkeitsarbeit

Postanschrift: Postfach 61, 1001 Wien

Telefon: (+43-1) 40420-6666

Telefax: (+43-1) 40420-6698

E-Mail: oenb.info@oenb.at

Bestellungen / Adressenmanagement:

Oesterreichische Nationalbank, Dokumentationsmanagement und Kommunikationsservice

Postanschrift: Postfach 61, 1001 Wien

Telefon: (+43-1) 40420-2345

Telefax: (+43-1) 40420-2398

E-Mail: oenb.publikationen@oenb.at

Impressum:

Medieninhaber (Verleger), Herausgeber und Hersteller:

Oesterreichische Nationalbank

Otto-Wagner-Platz 3, 1090 Wien

Günther Thonabauer, Sekretariat des Direktoriums/Öffentlichkeitsarbeit

Internet: www.oenb.at

Druck: Oesterreichische Nationalbank, 1090 Wien.

© Oesterreichische Nationalbank, 2005

Alle Rechte vorbehalten.

Reproduktionen für nicht kommerzielle Verwendungen und Lehrtätigkeiten sind unter Nennung der Quelle freigegeben.

DVR 0031577

Wien, 2005