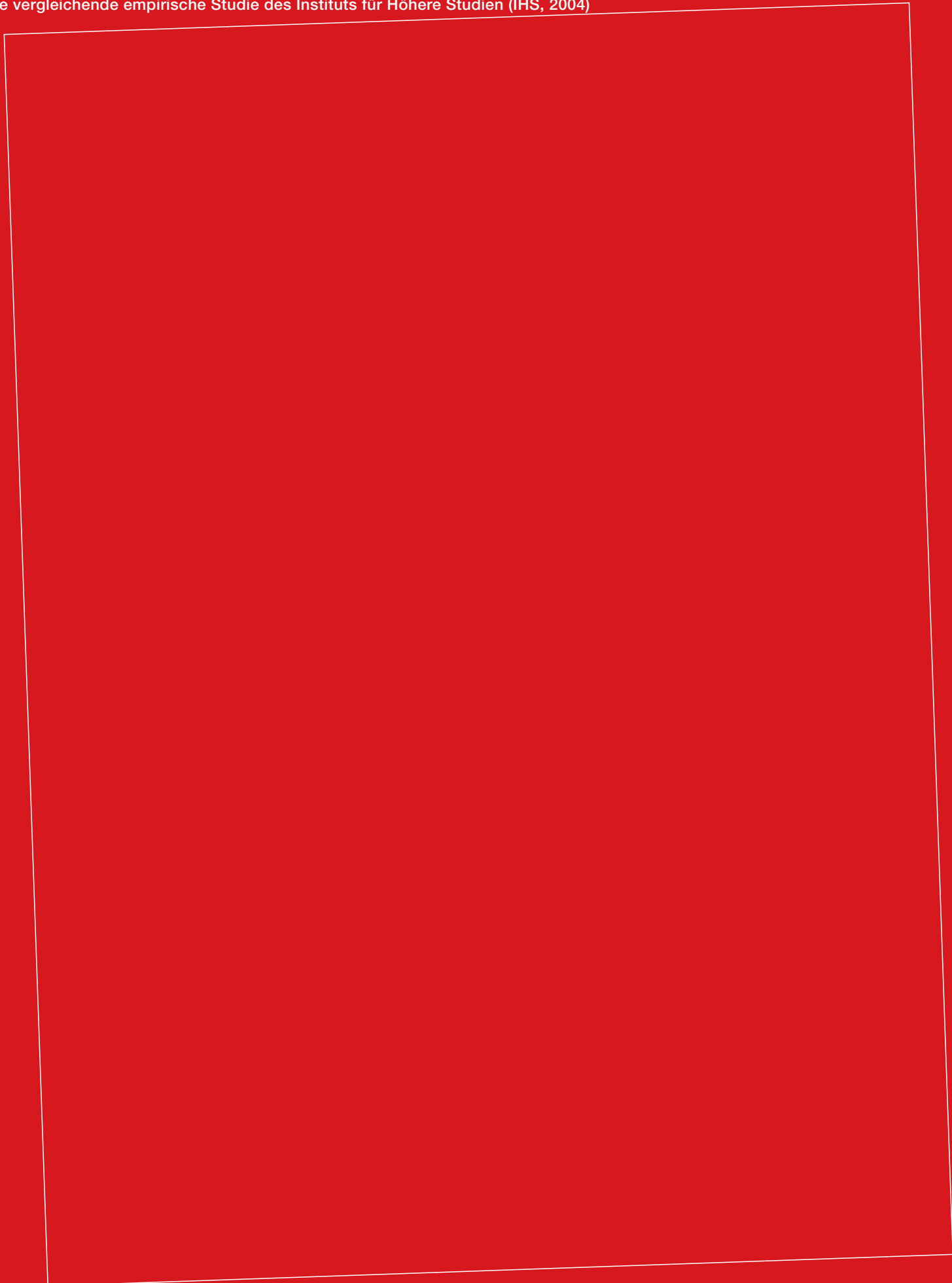


# DER ÖSTERREICHISCHE KAPITALMARKT DIE WACHSTUMSRESERVE

Die Bedeutung von (Eigen-)Kapitalmärkten für dynamische Volkswirtschaften Europas  
Eine vergleichende empirische Studie des Instituts für Höhere Studien (IHS, 2004)



## DIE VOLKSWIRTSCHAFTLICHE BEDEUTUNG DES ÖSTERREICHISCHEN KAPITALMARKTES

Das **Kuratorium für den österreichischen Kapitalmarkt** hat unter dem Titel „Die Bedeutung von (Eigen-)Kapitalmärkten für dynamische Volkswirtschaften Europas“ eine Studie erstellen lassen (Institut für Höhere Studien), um grundsätzliche Aspekte der gesamtwirtschaftlichen Bedeutung eines Kapitalmarktes zu klären.

Österreich gehört zu den weltweit am höchsten entwickelten Volkswirtschaften. Auch die vorliegende Studie bestätigt, dass Österreichs Wirtschaftsleistung (BIP pro Kopf) im absoluten Spitzenfeld der insgesamt zwanzig untersuchten Länder Europas liegt. Hinsichtlich Geldwertstabilität (Inflation), Budgetsaldo und Offenheitsgrad (Export- und Importtätigkeit) reiht sich Österreich unter die besten sieben der betrachteten Länder ein. Unterdurchschnittlich schneidet Österreich hingegen beim Wachstum des Bruttoinlandsproduktes ab.

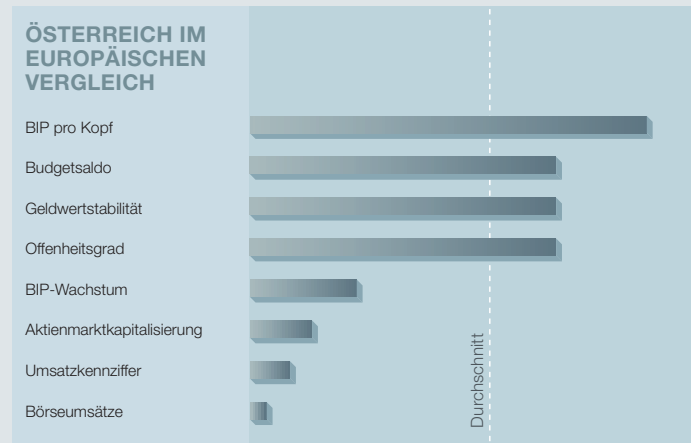
Schon der österreichische Ökonom Joseph Schumpeter hat vor nahezu hundert Jahren (1912) festgestellt, dass es einen unmittelbaren Zusammenhang zwischen einem gut ausgebauten Finanzsystem und einer florierenden Wirtschaft gibt. Die seit Beginn der 1990er Jahre rasch anwachsende empirische Literatur unterstützt die Hypothese, dass volkswirtschaftliches Wachstum eng mit dem Entwicklungsgrad des Finanzsystems verbunden ist. Dieser Zusammenhang wurde durch die Studie mittels verschiedener statistischer Verfahren erneut bestätigt.

Österreich hat ein gut funktionierendes Finanzsystem. Dieses ist überdurchschnittlich Banken-orientiert, der Beteiligungsmarkt – die Börse – hat hingegen ein geringeres Gewicht: Der internationale Vergleich der börseorientierten Größen **Aktienmarktkapitalisierung**, **Börseumsätze** und **Umsatzkennziffer** (Börseumsätze in Relation zur Marktkapitalisierung) führt zu dem ernüchternden Resultat, dass Österreich dabei zu den drei letztgereihten Ländern in der Studie zählt (siehe Abbildung).

Europaweit ist für die nächsten Jahre mit einer Verlagerung von der traditionellen Kreditfinanzierung zu einer verstärkten (Eigenkapital-)Finanzierung über den Kapitalmarkt zu rechnen, da die Kreditvergabe der Banken auf Grund strengerer aufsichtsrechtlicher Bestimmungen (Basel II) zurückhaltender wird. Je besser der österreichische Kapitalmarkt entwickelt ist, umso leichter können österreichische Unternehmen mit dieser neuen Situation erfolgreich umgehen.

Die vorliegende Studie untersucht, ob ein wachsender Stellenwert des Eigenkapitalmarktes in Österreich positive Effekte auf Wachstum, Beschäftigung und Einkommen mit sich bringt. Lohnen sich – volkswirtschaftlich gesehen – Bemühungen um ein aktiveres Börsengeschehen?

Die vom **Institut für Höhere Studien** durchgeführte Studie gibt auf diese Frage eine eindeutige Antwort: Nicht nur der Entwicklungsstand des Finanzsystems insgesamt ist für die wirtschaftliche Entwicklung bedeutsam, sondern speziell auch die Aktivität am Eigenkapitalmarkt hat positive Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum und damit auf Wohlstand und Beschäftigung.



Rangergebnisse für Einzelindikatoren 2002

- **Unbefriedigender Rang Österreichs im Ländervergleich**
- **Verstärkte Börseaktivität als effektiver Weg zur Verbesserung der Position**
- **850 Millionen Euro zusätzliches BIP und 21.000 Arbeitslose weniger...**
- **... wenn sich Österreichs Kapitalmarkt überdurchschnittlich gut entwickelt**

## VERBESSERTE WETTBEWERBSPOSITION DURCH AUSBAU DES KAPITALMARKTES

Die Studie fasst zehn Einzelindikatoren zu Indizes zusammen, welche die zwanzig untersuchten europäischen Länder in vier Gruppen teilen: Für die Jahre 2000 bis 2002 bilden die Niederlande, Finnland und Schweden die Spitzengruppe. Dieser folgt eine Gruppe von überdurchschnittlich gut entwickelten Ländern (Belgien, Dänemark, Frankreich, Großbritannien, Irland, Norwegen und Spanien). Erst in der dritten Gruppe befindet sich Österreich, zusammen mit Deutschland, Griechenland, Italien, Portugal und der Slowakei. Im Ländervergleich bilden die vier Beitrittsländer Polen, Slowenien, Tschechien und Ungarn schließlich eine eigene Gruppe (siehe Abbildung).

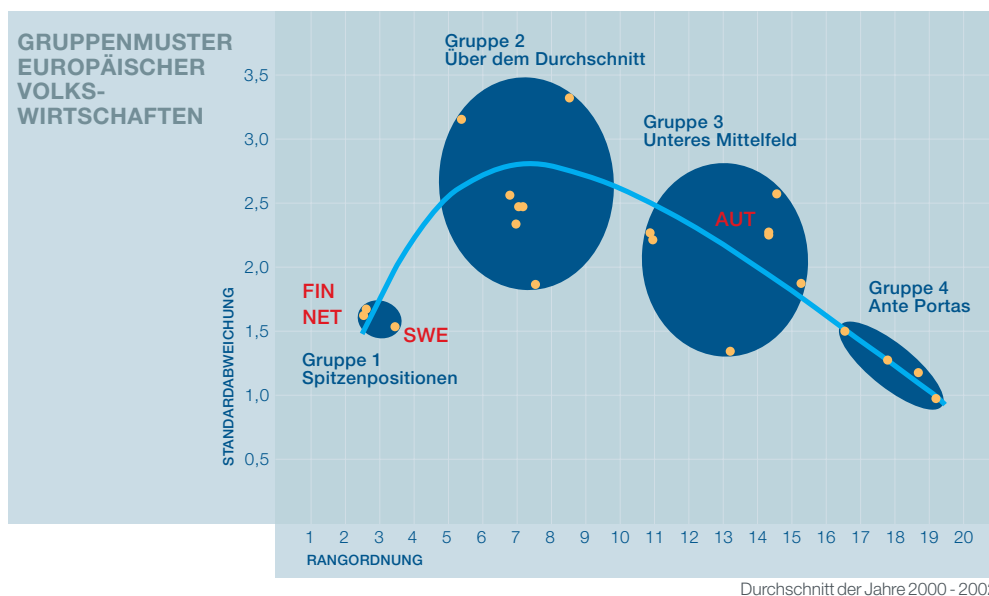
Länder, die im Spitzenfeld liegen, weisen bei (nahezu) allen betrachteten Variablen eine gute Positionierung auf. Vergleichbar ist die Lage im unteren Bereich, aber mit umgekehrten Vorzeichen – dort ist die geringe Streuung auf eine schlechtere Performance bei (nahezu) allen Kriterien zurückzuführen. Im Mittelfeld weisen Länder sowohl Stärken als auch Schwächen auf, die in einer größeren Standardabweichung resultieren. Darin liegt für diese Länder eine große Chance: Werden durch entsprechende wirtschaftspolitische Schwerpunktsetzungen die ausgeprägten Schwächen bekämpft, wird eine markante Verbesserung im europäischen Ländervergleich möglich.

### Österreichs Schwächen und Chancen

Österreich weist Schwächen insbesondere bei den kapitalmarkt-orientierten Einzelindikatoren auf. Gelingt es, den heimischen Kapitalmarkt auszubauen, würde dadurch die Wettbewerbsposition Österreichs gestärkt. Die Berechnungen der Studie zeigen, dass eine Erhöhung der Börseumsätze für Österreich ein effektiver Weg wäre, einen deutlich besseren Platz im Länderranking zu erreichen. Der Börseindikator Umsatz/BIP (wie auch der entsprechende, um die Preiskomponente bereinigte Indikator) liefert einen signifikant positiven Beitrag zur Erklärung des gesamtwirtschaftlichen Wachstums: **Je höher der Börseumsatz, desto höher sind das BIP-Wachstum und das Investitionswachstum.**

Eine Verfünfachung des Börseumsatzes würde Österreich nicht nur in die Gruppe der Volkswirtschaften mit überdurchschnittlichem Entwicklungsstand aufsteigen lassen, sondern zugleich ein um 0,4 Prozentpunkte höheres Bruttoinlandsprodukt pro Jahr zur Folge haben. Bezogen auf das Jahr 2003 wären das beachtliche 850 Millionen Euro. Die Investitionen der Unternehmen würden um 2,9 Prozentpunkte höher ausfallen, was zu einer Verringerung der Arbeitslosenrate um 0,6 Prozentpunkte führte – 21.000 Menschen würden zusätzlich Beschäftigung finden.

Eine deutliche Steigerung der Börseumsätze ist keineswegs unrealistisch: Trotz des Platzens der New Economy-Spekulationsblase hat sich im Zeitraum 1995 bis 2002 der Börseumsatz in Finnland mehr als verzehnfacht, die Niederlande und Schweden vermochten ihre Börseumsätze während dieses Zeitraumes zu versechsfachen beziehungsweise mehr als zu vervierfachen. In der Aktivierung des österreichischen Kapitalmarktes liegt somit ein nutzbares Potenzial erheblichen Umfangs.



- **F&E als ein entscheidender Faktor für künftiges Wachstum**
- **Beteiligungskapital ermöglicht Unternehmen verstärkte Forschungsaktivitäten**
- **Ein starker Kapitalmarkt als integraler Bestandteil einer auf F&E und Innovation ausgerichteten wirtschaftspolitischen Strategie**

## FINANZIERUNG VON FORSCHUNG UND ENTWICKLUNG (F&E)

Investitionen in Humankapital und Innovation sind so genannte Wachstumstreiber, die einen wesentlichen Einfluss auf das zukünftige Wirtschaftswachstum haben. Daher stehen sie auch im Zentrum der Bemühungen, Europa bis 2010 zum „wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum der Welt umzugestalten, der fähig ist, dauerhaftes Wachstum, Vollbeschäftigung und einen größeren sozialen Zusammenhalt zu erzielen“ (Lissabon-Ziel der EU). Konkret ist vorgesehen, den Anteil der F&E-Ausgaben am Bruttoinlandsprodukt (die Forschungsquote) bis 2010 in der EU von derzeit 1,9 % auf 3 % zu steigern, und dabei den Anteil des privaten Sektors an der Finanzierung der F&E-Ausgaben von derzeit ca. 56 % auf zwei Drittel zu erhöhen.

Österreich hat bei den Forschungsausgaben mit knapp 2 % des BIP den derzeitigen europäischen Durchschnitt erreicht. Bis 2010 soll das Lissabon-Ziel erreicht werden. Besonders niedrig ist in Österreich der Anteil der Forschungsausgaben der Unternehmen, der bei lediglich 38 % liegt.

### Zukunftsfrage Forschung ...

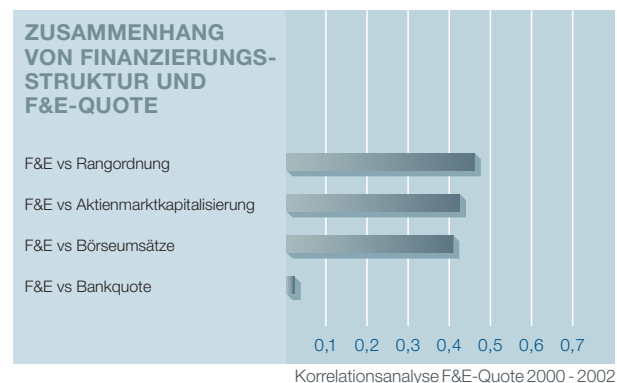
Die Studie des IHS bestätigt den Zusammenhang zwischen der Forschungs- und Entwicklungsquote (F&E-Quote) einerseits und der wirtschaftlichen Entwicklung andererseits. Die Abbildung zeigt eine signifikant positive Korrelation zwischen der F&E-Quote und der Platzierung einer Volkswirtschaft im europäischen Ranking. Je mehr in einem Land in F&E investiert wird, desto besser schneidet das Land in der Rangordnung der europäischen Volkswirtschaften ab.

### ... und ihre Finanzierung

Bemerkenswerterweise ist die Struktur des Finanzsystems für die Höhe der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen nicht

irrelevant. **Zwischen der Aktienmarktkapitalisierung und den Börsenumsätzen einerseits und der F&E-Quote andererseits besteht ein signifikant positiver Zusammenhang.** Für Kreditfinanzierungen besteht ein solcher Zusammenhang hingegen nicht – die Korrelation der F&E-Quote mit der Bankquote liegt nahe bei null und ist nicht signifikant (siehe Abbildung).

Dieses Ergebnis ist von erheblicher Bedeutung, da vor dem Hintergrund des Lissabon-Zieles in Österreich insbesondere die Forschungstätigkeit der Unternehmen in den kommenden Jahren zunehmen muss. Ein wachsender Anteil der technologie- und humankapitalintensiven Wirtschaftszweige an der österreichischen Wirtschaft setzt aber eine entsprechende Verfügbarkeit von Finanzierungen mit Risikokapital voraus. Will die Wirtschaftspolitik die Wettbewerbsposition Österreichs durch Forschung, Entwicklung und Innovation weiter stärken, sollte die Forcierung des heimischen Kapitalmarktes ein integrales Element dieser Strategie sein.



- **Börsefusionen nicht mehr im Fokus**
- **Die Erfahrung zeigt: Ein Heimatmarkt ist notwendig...**
- **... und die Theorie begründet es**
- **Die Börse als Wirtschaftsfaktor**

## **ÖSTERREICHISCHE BÖRSE FÜR ÖSTERREICHS UNTERNEHMEN**

Im Vorfeld der Euro-Einführung wurde in Europa diskutiert, wie viele Börsen dieser Kontinent braucht: Eine, zwei, vielleicht drei. Kleineren Börsen wurde vielfach das baldige Ende vorhergesagt.

Die Konzentration des Aktienhandels auf wenige europäische Börseplätze steht heute nicht mehr im Fokus. Effizienzsteigerungen können durch andere Formen der Kooperation als durch Fusion oder Übernahme besser erreicht werden. So hat eine Konzentration auf bestimmte Handelssysteme stattgefunden und die Wiener Börse hat durch die Teilnahme am Handelssystem Xetra der Deutschen Börse in den letzten Jahren die Zahl der Börsemitglieder deutlich ausweiten können.

Der Wettbewerb zwischen den Börsen erzeugt einen Innovationsdruck, der günstigere Konditionen in Verbindung mit einem vielseitigeren Dienstleistungsangebot ergibt. Der Konditionen- und Innovationswettbewerb führt so zu einer Stärkung der europäischen Finanzarchitektur im globalen Wettbewerb.

### **Heimvorteil für Aktien**

Zahlreiche Forschungsarbeiten zeigen, dass der Handel mit den Aktien eines Unternehmens überwiegend dort stattfindet, wo das Unternehmen ansässig ist. Selbst eine Zweitnotierung an der New York Stock Exchange (NYSE) – der liquidesten Börse weltweit – ändert nichts daran, dass die betreffenden Titel hauptsächlich an ihrer Heimatbörse gehandelt werden: Bei großen deutschen Aktiengesellschaften, die an der NYSE doppelgelistet sind, erreicht das Zweitlisting (von ganz wenigen Ausnahmen abgesehen) weniger als 10 % des Gesamtumsatzes in dem betreffenden Titel. Die prinzipielle Bevorzugung der Heimatbörse, die grundsätzlichen Überlegungen zur internationalen Anlagestreuung auf den ersten Blick widerspricht, wird als home market bias bezeichnet.

Erklären lässt sich dieses Phänomen vor allem durch unterschiedlich hohe Informationskosten. Unter Berücksichtigung der höheren Kosten der Information über relativ kleine, ausländische Unternehmen kann der Verzicht auf eine Einbeziehung dieser Titel in ein Portefeuille vernünftig sein. Die Chancen für eine systematische Aktienanalyse von Titeln ist am Heimatmarkt deutlich besser als an ausländischen Plätzen. Gerade in Österreich gibt es viele erfolgreiche Unternehmen, die – im internationalen Vergleich – relativ klein sind. Ohne eine Heimatbörse käme diesen Unternehmungen die ihnen gebührende Aufmerksamkeit in den wenigsten Fällen zu.

### **Optimale Rahmenbedingungen**

Mehrere österreichische Unternehmen, die in den 1990er-Jahren Aktien an anderen europäischen Börseplätzen emittiert haben, sind zuletzt wieder an die Wiener Börse zurückgekehrt. Diese „Heimkehrer“ zeigen: An einer überschaubaren nationalen Börse haben auch Unternehmen mittlerer Größe die Chance auf optimale Betreuung durch professionelle Finanzdienstleister und eine erhöhte Beachtung durch Investoren.

Die Wiener Börse ermöglicht österreichischen Unternehmen den Zugang zu internationalem Anlagekapital. Mit einer entsprechenden Kapitalausstattung sind Unternehmen am Markt weltweit konkurrenzfähig und haben eine solide Basis für künftige Geschäftserfolge.

### **Die Börse als Wirtschaftsfaktor**

Berechnungen im Rahmen der IHS-Studie zeigen, dass die Wiener Börse selbst ein wichtiger Wirtschaftsfaktor ist. Mittels Input-Output-Analyse lässt sich ermitteln, dass ohne Wiener Börse im Jahr 2002 zusätzliche Importe von Dienstleistungen in Höhe von ca. 284 Millionen Euro notwendig gewesen wären, gleichzeitig wäre die inländische Produktion um bis zu 188 Millionen Euro niedriger ausgefallen. Die Wirtschaft wäre mit einem Mehraufwand in Höhe von fast 100 Millionen Euro belastet gewesen.

## **KAPITALMARKTPOLITISCHE HANDLUNGSANSÄTZE**

Die Studie zeigt ein Spektrum verschiedener Optionen auf, wie die Möglichkeiten des Kapitalmarktes noch wirksamer für Österreichs Zukunft genutzt werden können:

### **Kapitalgedeckte Pensionsvorsorge**

Instrumente der kapitalmarktbasierter Eigenvorsorge sollen weiter forciert werden, auch über adäquate (steuer-)rechtliche Ausgestaltungen. Wünschenswert ist eine Gleichstellung sämtlicher Instrumente in steuerrechtlicher Hinsicht: Dies sollte auch für eine Pensionsvorsorge von Privathaushalten durch Direktengagements an der Börse (etwa über Aktien, Indexzertifikate, Unternehmensanleihen) gelten. Der Kritik an Instrumenten, die einen hohen Veranlagungsgrad an der Wiener Börse vorsehen – wie die neu geschaffene „Zukunftsvorsorge“ – ist entgegenzuhalten, dass sie zu einer dynamischeren Entwicklung des österreichischen Kapitalmarktes beitragen, welche für die Volkswirtschaft insgesamt vorteilhaft ist. Andere häufig als Erfolgsbeispiel genannte Länder (z.B. Finnland) sehen ebenfalls Veranlagungsrichtlinien für Vorsorgeinstrumente vor.

### **Steuerstrukturreform**

Im Rahmen einer Steuerstrukturreform ist ein positiver Impuls für die Beteiligungsfinanzierung zu erwarten, wenn die unternehmenssteuerliche Benachteiligung des Eigenkapitals gegenüber dem Fremdkapital beseitigt wird.

### **Privatisierungen über die Börse**

Die dynamische Entwicklung der Wiener Börse in den letzten Jahren war nicht zuletzt auf gelungene Privatisierungen zurückzuführen. Bei den noch anstehenden Privatisierungsschritten ist einer Privatisierung über die Börse der Vorzug vor Direktverkäufen von Unternehmen zu geben.

### **Stärkung des vorbörslichen Risikokapitalmarktes**

Ein entwickelter Markt für vorbörsliches Risikokapital erlaubt einerseits ein rascheres Wachstum kleiner, aufstrebender Unternehmen und macht andererseits diese Unternehmen bereits frühzeitig mit den Grundsätzen des Kapitalmarktdenkens vertraut. In Ländern mit einer hoch entwickelten Landschaft an Risikokapitalfinanzierungen ist auch der Stellenwert der Börse signifikant höher. Im Durchschnitt des Zeitraumes 1995 bis 2000 lag in Österreich die Finanzierung mit Venture Capital bei etwa 0,02 % des BIP (Die Niederlande hingegen positionieren sich mit knapp 0,19 % im Spitzenfeld der OECD-Länder). Ein gut entwickelter Venture Capital Markt ist für Klein- und Mittelbetriebe, insbesondere für technologiebasierte Unternehmungen, die zentrale Finanzierungsquelle für Risikokapital.

### **Informationsarbeit und Bewusstseinsbildung**

Von erheblicher Bedeutung ist die Verbesserung des Know Hows von Klein- und Mittelbetrieben in Bezug auf Beteiligungsfinanzierung. Gleichzeitig ist die Unterstützung der Anleger durch Verbreitung von Informationen über Finanzprodukte wünschenswert, damit diese zu Anlageentscheidungen auf objektiven Grundlagen gelangen können.

### **Asset Backed Securities**

Optimale Rahmenbedingungen für Asset Backed Securities ermöglichen eine verstärkte Anwendung und Abwicklung dieser modernen Finanzierungstechnik in Österreich. Damit können die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen verbessert und der österreichische Finanzplatz gestärkt werden.

### **Corporate Governance**

Mit dem Österreichischen Corporate Governance Kodex wurde die Corporate Governance-Kultur auf gesetzlicher Basis weiter verbessert. Durch die Fortsetzung der Bemühungen zur Stärkung der Corporate Governance wird eine kontinuierliche Förderung des Anlegervertrauens erreicht.

Das Kuratorium für den österreichischen Kapitalmarkt sieht seine zentrale Aufgabe in der Förderung des österreichischen Kapitalmarktes. In Österreich ist eine Kapitalmarktorientierung weder in der Politik noch bei Unternehmen und (potenziellen) Investoren in wünschenswertem Umfang vorhanden. Mit der Gründung des Kuratoriums – auf Initiative der Wiener Börse – ist es gelungen, maßgebliche Institutionen und Unternehmen der österreichischen Wirtschaft zu motivieren, sich für den österreichischen Kapitalmarkt einzusetzen und ihn nachhaltig zu stärken. Die nunmehr vorliegende Studie des Instituts für Höhere Studien bekräftigt, dass damit ein richtiger Weg eingeschlagen wurde. Ein richtiger und wichtiger Weg, denn der Beitrag der Wiener Börse für die Zukunft der österreichischen Wirtschaft, für die Entwicklung von Wertschöpfung, Einkommen und Beschäftigung in Österreich kann nunmehr umfassend dokumentiert werden.

wiener  börse.at

## **Die Mitglieder des Kuratoriums für den österreichischen Kapitalmarkt**

Bank Austria Creditanstalt  
Bundesministerium für Finanzen, Regierungsbeauftragter für den Kapitalmarkt  
Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit  
Capital Bank  
C.I.R.A. Circle Investor Relations Austria  
Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG  
EVN AG  
FMA-Finanzmarktaufsicht  
Kammer der Wirtschaftstrehänder  
Oesterreichische Kontrollbank AG  
Oesterreichische Nationalbank  
OMV Aktiengesellschaft  
Österreichische Industrieholding Aktiengesellschaft (ÖIAG)  
Österreichische Industriellenvereinigung/Aktienforum  
ÖVFA - Österreichische Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management  
Pühringer Privatstiftung  
Raiffeisen Bankengruppe  
Telekom Austria AG  
Verbund AG  
Wiener Börse AG  
Wiener Wirtschaftsförderungsfonds der Stadt Wien  
Wirtschaftskammer Österreich

## **Kuratorium für den österreichischen Kapitalmarkt**

c/o Wiener Börse AG  
A-1014 Wien, Wallnerstraße 8  
Tel. +43 1 53165 0, Fax +43 1 53297 40  
kapitalmarkt@wienerborse.at  
Kontakt: Mag. Edith Franc, Ing. Romana Mört