

Die Entwicklung der österreichischen Investmentfonds 1956 bis 1984

Beim Versuch einer umfassenden und möglichst detaillierten Dokumentation des österreichischen Finanzmarktgeschehens werden unvermittelt eine Reihe statistischer und analytischer "weißer Flecken" sichtbar, die einem derartigen Vorhaben entgegenstehen¹⁾. Gewissermaßen als Kuppelprodukt entspringt dieser Situation die Untersuchung eines spezifischen institutionellen Teiles der österreichischen Finanzmärkte, der Investmentfonds in Österreich. In diesem Beitrag soll ein kurzer Überblick über die wichtigsten Aspekte des Investmentsparens gegeben werden, wobei vor allem für die weiter zurückliegenden Jahre eigene Auswertungen der Rechnungsabschlüsse der einzelnen Fonds erforderlich waren. Aktuelle Bezüge erhält die Analyse der Investmentfonds durch die derzeit in Österreich neu entbrannte Diskussion zur Frage der *Finanzintermediation durch Nichtbanken*, der eine verschärfte Konkurrenzsituation zwischen Kreditunternehmen und Vertragsversicherungen zugrundeliegt²⁾

Aufschwung des Investmentsparens am Beginn der achtziger Jahre

Die österreichischen Investmentfonds haben in der jüngsten Vergangenheit einen beachtlichen Aufschwung genommen. Zu Jahresende 1984 verfügten sie über ein Fondsvermögen von 12,7 Mrd. S. Seit 1980 hat sich damit das Fondsvolumen mehr als verdoppelt, gegenüber 1970 auf mehr als das Sechsfache erhöht

Zur Dynamik des Investmentgeschäftes Anfang der achtziger Jahre — gerade in einer Zeit mehrfacher Probleme des Rentenmarktes — haben qualitative Faktoren wesentlich beigetragen. Vor allem ist eine Differenzierung des Angebotes an Fondstypen eingetreten, die offensichtlich den Präferenzen der Anleger verstärkt entspricht. In den Jahren 1978 (ProRent) und 1980 (A2) wurden erstmals spezielle Fonds für institutionelle (Groß-)Anleger angeboten. 1984 entfielen allein auf diese beiden Fonds mehr als 28% des gesamten Investmentvolumens. Als weiterer dynamischer Faktor der Entwicklung trat 1983 die Einführung spezieller Abfertigungsrücklagen-Fonds für den

Unternehmensbereich hinzu. Ende 1984 waren bereits vier derartige Fonds tätig. In nur etwas mehr als einem Jahr konnten sie einen Marktanteil von 13,7% erreichen. Schließlich gewann die Veranlagung in Investmentzertifikaten mit der Einführung einer Zinsertragsteuer zu Jahresbeginn 1984 gleich mehrfach an Attraktivität. So unterliegt der Ertrag aus dem Investmentzertifikat selbst nicht der Zinsertragsteuer. Die im Fondsvermögen vertretenen österreichischen Anleihen sind derzeit — und noch für eine längere Übergangsphase — überwiegend "alte" (= zinsertragsteuerfreie) Emissionen. Gegen Jahresende 1983 ersetzte der Erwerb von Investmentzertifikaten zum Teil den Kauf dieser damals auf dem Sekundärmarkt nicht mehr erhältlichen Papiere. Schließlich bieten die im Ausland bzw. in Fremdwährungspapieren veranlagten Fonds indirekten Zugang zu ebenfalls zinsertragsteuerfreien und dazu noch teilweise hoch verzinsten Veranlagungen. Außerdem konnten im Bereich der Auslands- und Fremdwährungsveranlagung in den letzten Jahren erhebliche Kursgewinne erzielt werden, die sowohl auf die Dollaraufwertung als auch auf die günstige Entwicklung der New Yorker Börse zurückzuführen sind.

Soweit die Situation des 1. Halbjahres 1985 eine Einschätzung zuläßt, setzt sich die rasche Expansion des Investmentmarktes auch 1985 fort. Neben einer weiteren Differenzierung des Anlagespektrums (Intergold-Goldaktien-Fonds) trägt dazu auch die unerwartete Aktienhausse an der Wiener Börse bei.

Entwicklungsphasen des österreichischen Investmentmarktes

Im Jahr 1956 wurde der erste österreichische Investmentfonds Selecta als internationaler Aktienfonds mit der Ausgabe von 120 000 Anteilen à 500 S gegründet³⁾. Die Entwicklung seither läßt sich, gemessen am Fondsvolumen, in relativ klar abgrenzbare Entwicklungsphasen zerlegen.

Die Periode 1956 bis 1961 stellt die *Gründungsphase* dar. Nach schwierigem Start und bis 1958 stagnierendem Fondsvermögen setzte dann eine kurze Phase raschen Wachstums ein. Es wurden drei weitere Fonds gegründet, das Fondsvolumen stieg bis Jahresende 1961 auf über 700 Mill. S, also auf den elffachen Wert von 1956. Mit dem 1960 aufgelegten

¹⁾ Vgl. Mooslechner, P. "Sektorale Geldvermögensbildung und Außenfinanzierung in Österreich" WIFO-Monatsberichte 7/1984.

²⁾ Vgl. dazu "Finanzintermediation durch Nichtbanken", Die Erste-Wirtschaftsanalysen, 1985, (2).

³⁾ Vgl. "Gründung des ersten Investmentfonds in Österreich", WIFO-Monatsberichte, 12/1956

Investmentfonds
Zusammensetzung des Fondsvermögens

Jahr	Fondsanzahl	Insgesamt		Sonstiges Fondsvermögen	Fondsvermögen Anteilswerte			Festverzinsliche Wertpapiere		
		Jahresend- stände	Laut Rechen- schaftsberich- ten		Insgesamt	Ausland	inland	Insgesamt	Ausland	Inland
				Buchwerte in Mill. S						
1956	1	—	67	—	67	10	57	—	—	—
1957	1	—	65	3	62	10	52	—	—	—
1958	1	—	72	3	69	19	50	—	—	—
1959	1	—	105	3	102	27	75	—	—	—
1960	2	260	249	8	227	52	175	13	1	12
1961	4	735	719	20	594	100	494	105	2	103
1962	4	567	567	29	460	87	373	78	20	58
1963	5	580	552 ¹⁾	27	466	116	350	59	—	59
1964	5	588	603	30	490	173	317	83	7	76
1965	6	625	642	57	460	174	286	125	21	104
1966	6	578	609	70	411	152	259	129	19	109
1967	6	621	621	77	415	179	236	129	21	108
1968	6	666	—	67 ²⁾	489	337	152	110	21	89
1969	8	1 392	—	302 ²⁾	596	454	142	494	142	352
1970	8	1 975	—	284 ²⁾	641	483	158	1 050	557	493
1971	9	2 665	—	419 ²⁾	813	601	212	1 433	790	643
1972	9	4 032	—	843 ²⁾	957	817	140	2 232	1 294	938
1973	8	4 094	—	665	821	678	143	2 608	1 477	1 131
1974	8	3 052	—	614	626	539	87	1 813	1 001	812
1975	8	3 263	—	519	788	705	83	1 956	981	975
1976	8	3 443	—	396	880	812	67	2 167	1 024	1 143
1977	8	3 397	—	502	739	683	56	2 156	1 061	1 095
1978	10	4 087	—	652	692	612	81	2 743	738	2 005
1979	11	5 623	—	997	623	573	50	4 003	755	3 249
1980	12	6 113	—	1 149	586	568	18	4 379	774	3 605
1981	10	6 017	—	1 192	498	489	9	4 327	823	3 504
1982	10	7 429	—	1 252	484	478	7	5 693	872	4 821
1983	13	9 798	—	1 756	647	641	6	7 395	955	6 440
1984	15	12 705	—	1 991	539	525	14	10 176	1 238	8 938

Q: 1960 bis 1967 eigene Berechnungen auf Basis der Rechenschaftsberichte ab 1968 laut OeNB — ¹⁾ Ohne Anfangsvermögen Interselect — ²⁾ Restgröße

Securta-Fonds begann gleichzeitig die Veranlagung in festverzinslichen Wertpapieren.

An den raschen Aufstieg des Investmentsparens um den Beginn der sechziger Jahre schloß eine sieben Jahre dauernde *Stagnationsphase* von 1962 bis 1968 an⁴⁾. Das Fondsvermögen lag in diesem Zeitraum ständig unter dem 1961 erreichten Niveau.

1969 setzte dann eine markante *Wachstumsphase* ein, in der das Fondsvermögen bis 1973 auf 4,1 Mrd. S zunahm. Diese Phase war auch durch eine Reihe von Fondsneugründungen und Fondsumstrukturierungen gekennzeichnet, die das Fondsangebot um "reine" Rentenfonds und rein österreichische Fonds erweiterten. Die 1969 gegründeten Rentenfonds Combirent, Intertrend und Allrent waren auch die Hauptträger der in dieser Phase erzielten Expansion des Fondsvolumens. Interessant erscheint für diesen Zeitraum aber auch, daß die mit dem Namen

⁴⁾ In diese Phase fällt auch die gesetzliche Fundierung der Investmentfonds im Investmentfondsgesetz 1963 (BGBl. Nr. 192). Die Novelle dieses Gesetzes im Jahr 1968 (BGBl. Nr. 243) erklärte die Werbung für den Erwerb in- und ausländischer Investmentzertifikate zum Bankgeschäft. Diese Novellierung bezog sich unmittelbar auf den zunehmenden Direktvertrieb ausländischer Investmentzertifikate (IOS).

IOS (Investors Overseas Service) verbundene Investmentkrise 1969/70 zumindest quantitativ kaum Spuren in der österreichischen Investmentlandschaft hinterlassen hat⁵⁾.

Der schwere Rückschlag des Jahres 1974, als das Fondsvolumen um 25% schrumpfte, leitete dann eine bis etwa 1978 dauernde *zweite Stagnationsphase* des Investmentmarktes ein. Ausschlaggebend dafür waren zunächst die im Gefolge des Erdölpreisschocks in den Jahren 1973/74 verzeichneten massiven Kurseinbrüche an den internationalen Börsen. Der damit für den Inhaber von Investmentzertifikaten verbundene Wertverlust führte in den Folgejahren zu einer deutlichen Kaufzurückhaltung der Anleger. Zusätzlich entwerteten Kursverluste des Dollars einen wesentli-

⁵⁾ Durch die Gesetzesnovelle 1968 und entsprechende Maßnahmen der Oesterreichischen Nationalbank im Verlauf des Jahres 1969 wirkte sich die IOS-Krise auf Österreich nur wenig aus. Durch eine Kundmachung 1/69 vom 15. Februar 1969 schränkte die Oesterreichische Nationalbank den bewilligungsfreien Erwerb ausländischer Investmentzertifikate auf Fonds ein, bei denen sowohl die eigenen Investmentzertifikate als auch sämtliche im Portefeuille vertretenen Papiere an einer Börse notieren. Mit der Kundmachung 2/69 vom 18. September 1969 wurde schließlich die generelle Bewilligung zum Erwerb ausländischer Investmentzertifikate aufgehoben.

Typologie von Investmentfonds

Ein Investmentfonds (Kapitalanlagefonds) ist ein aus Wertpapieren (oder — nicht jedoch in Österreich — Immobilien), die nach dem Grundsatz der Risikominimierung ausgewählt sind, bestehendes Sondervermögen. Es zerfällt in gleiche, in Wertpapieren verkörperte Anteile (Investmentzertifikate), steht im Miteigentum der Anteilsinhaber und wird von einer Kapitalanlagegesellschaft (Investmentgesellschaft) verwaltet.

Differenzierung von Fonds nach dem Anlegerkreis

Anteile an *Publikumsfonds* können prinzipiell von jedem erworben werden. *Spezialfonds* sind hingegen einem genau abgegrenzten Anlegerkreis vorbehalten (z. B. die in den USA weitverbreiteten Pensionsfonds großer Unternehmen). In Österreich haben die Spezialfonds bisher keine Rolle gespielt.

Differenzierung von Fonds nach der Emissionsart

Open-end-Fonds (Mutual- oder offene Fonds) verfügen über die Möglichkeit laufend neue Anteile auszugeben und auf diesem Wege ihr Fondskapital auszuweiten. Bei *Closed-end-Fonds* (geschlossene Fonds) ist die Zahl der auszugebenden Investmentzertifikate und damit die Höhe des Fondsvermögens von vornherein fixiert. Die österreichischen Investmentfonds arbeiten nach dem Open-end-Prinzip. Der Closed-end-Konstruktion entsprechen beispielsweise die Genußscheinfonds von Beteiligungsfondsgesellschaften.

Differenzierung von Fonds nach der Ausschüttungspolitik

Distributive Fonds orientieren ihre Ausschüttung an der Gesamtheit der Erträge einschließlich der (realisierten und/oder nicht realisierten) Kursgewinne. *Kumulative Fonds* schütten dagegen höchstens die laufenden Erträge (Zinsen + Dividenden) aus. Werden sämtliche Erträge einbehalten, bezeichnet man einen Fonds als *Wachstumsfonds* (Thesaurierungsfonds).

Differenzierung von Fonds nach dem Anlageobjekt

Wertpapierfonds veranlagen ihre Mittelaufbringung in festverzinslichen Wertpapieren (*Rentenfonds*) oder Anteilswerten (*Aktienfonds*). Als Aktienfonds werden üblicherweise auch die gemischten Fonds bezeichnet, die sowohl in Rentenwerten als auch in Aktien veranlagen. Den Wertpapierfonds sind die *Immobilienfonds* gegenüberzustellen. Es finden sich auch gemischte Fonds mit kombiniertem Immobilien-Wertpapier-Portefeuille. In Österreich sieht das Investmentfondsgesetz 1963 eine Veranlagung in Immobilien nicht vor.

Differenzierung von Fonds nach der regionalen Struktur der Veranlagung

Vor allem bei den Aktienfonds, zunehmend aber auch bei den Rentenfonds spielen regionale Schwerpunkte der Veranlagung eine wichtige Rolle. *Internationalen Fonds* stehen solche mit ausschließlicher Veranlagung in einem Land (*Ein-Land-Fonds*, z. B. die nur in österreichischen Wertpapieren veranlagenden Fonds) oder Fonds mit Konzentration auf einen abgegrenzten Länderkreis gegenüber. Freilich hat sich die ursprüngliche Form von Länderdifferenzierungen seit dem Ende des Systems fixer Wechselkurse zunehmend in eine *Währungsdifferenzierung* gewandelt.

Differenzierung von Fonds nach Anlagebranchen

Wieder in erster Linie die Aktienfonds werden häufig in *Spezialitätenfonds* und *Mehr-Branchen-Fonds* unterteilt. Dabei stellen Spezialitätenfonds im Prinzip eine zumindest teilweise Rücknahme des Grundsatzes der Risikostreuung dar. In Österreich entspricht der 1985 aufgelegte Intergold-Fonds (Veranlagung in Goldaktien) am stärksten der Ausrichtung eines Spezialitätenfonds.

chen Teil der Auslandsveranlagung der Fonds. Aus dieser Konstellation heraus verlagerten sich die Portfoliopräferenzen der Investmentsparer immer mehr zu den risikoarmen (österreichischen) Rentenfonds. Erst 1979 überstieg das Fondsvolumen wieder das

bereits 1973 erreichte Niveau. Mit einer kurzen Pause 1981 setzte dann die im ersten Abschnitt näher beschriebene *Boomphase* der österreichischen Investmentfonds ein, die bis in die Gegenwart andauert.

Ausgeprägter Strukturwandel im Fondsvermögen

Aus der Charakterisierung der Entwicklungsphasen des österreichischen Investmentmarktes geht bereits unmittelbar hervor, wie stark sich die Struktur des Fondsvermögens im Zeitverlauf geändert hat. Bestand der Selecta im Gründungsjahr 1956 noch durchwegs aus Anteilswerten (davon zu 85,1% aus österreichischen Aktien), so verschob sich das Anlagespektrum seither fast ständig zu den festverzinslichen Werten. Zu Jahresende 1984 entfiel auf Rentenwerte ein Anteil von 80,1% des gesamten Fondsvolumens, allein 70,4% auf österreichische festverzinsliche Wertpapiere.

Die Bedeutung ausländischer festverzinslicher Werte im Fondsvermögen erreichte 1973 (36,1%) — also kurz nach dem Ende des Systems von Bretton Woods — ihren Höhepunkt und ist seither auf 9,7% zurückgegangen. Auslandsaktien kommen nur mehr auf einen Anteil von 4,1% am Fondsvermögen. Seit 1968 übersteigt aber ihr Volumen durchgehend das der Veranlagung in österreichischen Anteilswerten.

Tendenziell an Gewicht gewonnen hat das sonstige Fondsvermögen. Dieses umfaßt in erster Linie die Erträge aus der Wertpapierveranlagung sowie Bankguthaben und kurzfristige Geldmarktanlagen. 1984 betrug der Anteil des sonstigen Fondsvermögens 15,7%.

Innerhalb der inländischen festverzinslichen Wertpapiere (zu Nominalwerten) nehmen nun die Bankschuldverschreibungen mit 61,9% (1984) die dominierende Position ein. Auch hier ergibt sich die in Österreich mehrfach anzutreffende Situation, daß die Finanzinstitutionen oder Finanzintermediäre untereinander einen hohen Verflechtungsgrad aufweisen⁶⁾. Wertpapiere des Bundes, des zweiten großen Emittenten auf dem österreichischen Rentenmarkt, sind dagegen nur zu 2,3% im Portefeuille von Investmentfonds zu finden

Gemessen am Gesamtumlauf festverzinslicher Wert-

⁶⁾ Vgl. etwa zur Situation auf dem Markt für festverzinsliche Wertpapiere Mooslechner, P., Nowotny, E., Gesamtwirtschaftliche Finanzierung und öffentliche Verschuldung Sparkassenverlag Wien 1980 S 253ff.

Übersicht 2

Investmentfonds

Bestände an inländischen festverzinslichen Wertpapieren

	Insgesamt	Bund	Länder und Gemeinden	Festverzinsliche Wertpapiere			Bankschuldverschreibungen	Sonstige Schuldverschreibungen	
				Öffentliche Fonds und öffentlich-rechtliche Körperschaften ¹⁾		Elektrizitätswirtschaft		Insgesamt	Industrie
				Insgesamt	Sondergesellschaften				
				Nominale in Mill. S					
1956	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1957	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1958	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1959	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1960	13	13	—	—	—	—	—	—	—
1961	99	55	10	10	10	—	—	15	—
1962	71	40	2	3	2	—	—	24	—
1963	55	25	1	3	2	—	—	24	—
1964	66	20	1	—	3	—	—	42	—
1965	95	26	4	8	3	10	—	44	—
1966	102	23	9	8	10	—	—	53	—
1967	104	23	9	6	13	1	—	53	—
1968	89	20	11	7	11	—	—	40	—
1969	362	73	96	52	83	31	—	27	—
1970	508	101	129	47	101	73	—	57	—
1971	937	100	167	128	102	123	—	317	—
1972	957	71	172	61	279	203	—	171	—
1973	1.204	75	187	117	237	358	—	230	—
1974	904	36	335	102	104	115	—	212	—
1975	994	107	199	179	188	168	—	153	35
1976	1.174	80	201	184	269	304	—	136	85
1977	1.162	37	240	195	325	248	—	117	95
1978	1.844	28	296	292	469	482	—	277	214
1979	3.191	33	628	677	520	968	—	365	282
1980	3.607	33	842	777	450	1.155	—	350	310
1981	3.703	61	528	739	438	383	1.626	366	319
1982	4.908	108	712	741	437	2.431	—	479	458
1983	6.431	85	874	849	513	3.506	—	661	650
1984	9.088	206	971	965	649	5.630	—	765	756

Q: 1960 bis 1967 eigene Berechnungen auf Basis der Rechenschaftsberichte ab 1968 laut OeNB Fremdwährungsemissionen inländischer Stellen zu laufenden Kursen in Schilling umgerechnet — ¹⁾ Ab 1975 einschließlich Sondergesellschaften

Übersicht 3

Struktur der österreichischen Investmentfonds nach Fondstypen

	Aktienfonds ¹⁾	Renten- fonds ²⁾	Alle Fonds	Internationale Fonds ³⁾	Österreichi- sche Fonds ⁴⁾
	Anteile am gesamten Fondsvermögen in %				
1956	100,0	—	100,0	100,0	—
1960	100,0	—	100,0	100,0	—
1970	50,6	49,4	100,0	80,0	20,0
1980	15,1	84,9	100,0	31,4	68,6
1984	8,4	91,6	100,0	19,6	80,4

Q: Eigene Berechnungen auf Basis der Rechenschaftsberichte; Girozentrale, "Die Börse" laufende Jahrgänge — ¹⁾ Auch in Aktien veranlagende Fonds — ²⁾ Nur in Renten veranlagende Fonds — ³⁾ Auch in internationalen Werten veranlagende Fonds — ⁴⁾ Nur in österreichischen Werten veranlagende Fonds

papiere (Einmal- + Daueremissionen) entfällt auf den Besitz der Investmentfonds zu Jahresende 1984 ein Anteil von rund 1,7%. Allerdings hat sich dieser Anteil gegenüber 1980 vergleichsweise stark — um 0,7 Prozentpunkte — und gegenüber 1970 um 0,9 Prozentpunkte erhöht. Vom Netto-Emissionsvolumen des Jahres 1984 (23,5 Mrd S) erwarben die österreichischen Investmentfonds 2,7 Mrd S. Das entspricht einem Anteil am Wertpapierabsatz dieses Jahres von 11,3%.

Der Bedeutungsgewinn festverzinslicher Wertpapiere in der Veranlagungspolitik der Investmentfonds spiegelt sich auch in der Entwicklung der verschiedenen Fondstypen. Während bis 1969 alle Fonds sowohl in Aktien als auch international veranlagten, überwiegen 1984 die reinen Rentenfonds deutlich. Sie nehmen einen Anteil von 91,6% am Gesamtvolumen des Fondsvermögens ein. Ebenso dominieren nun die rein österreichischen Fonds (80,4%) gegenüber den Fonds mit internationalem Anlagespektrum.

Käuferstruktur: Umfangreicher Besitz an Investmentzertifikaten bei Finanzintermediären

Wie für den gesamten Wertpapierbereich stellt die Absatz- bzw. Käuferstruktur auch für Investmentzerti-

fikate in Österreich einen statistischen Problembe- reich dar. Ein vorsichtiger Annäherungsversuch auf Grundlage der Kombination verschiedener Statistiken bringt jedoch eine Reihe interessanter Ergebnisse. Vom gesamten Fondsvermögen österreichischer In- vestmentfonds befanden sich zu Jahresende 1984 5,7 Mrd. S oder 45% im Besitz anderer Finanzinterme- diäre, vor allem im Portefeuille der Kreditunterneh- men (41%). Nur 55% des Investmentfondsvermögens werden außerhalb der finanziellen Institutionen gehal- ten. Von diesem Volumen in Höhe von rund 7 Mrd. S sind 1,7 Mrd S (13,7% des gesamten Fondsvermö- gens) den Abfertigungsrücklagen-Fonds und damit einer Veranlagung durch Unternehmen zuzurechnen. Der verbleibende Rest (5,2 Mrd. S bzw. 41,2% des Fondsvermögens) umfaßt den nicht weiter aufglieder- baren Besitz von Haushalten, Unternehmen und aus- ländischen Käufern.

Auch in der Erwerbsstruktur wird somit ein hoher An- teil der Finanzintermediäre sichtbar. Natürlich sind die Investmentgesellschaften und damit deren Fonds sehr eng mit Kreditunternehmen, in erster Linie mit den Depotbanken der verschiedenen Fonds verbun- den. Trotzdem erscheint der hohe Anteil des Portefeuillebestands an Investmentzertifikaten bei den Kre- ditunternehmen ungewöhnlich: Eine Institution zur Risikostreuung im Wege der Transformation von Fi- nanzanlagen veranlagt bei einer anderen Institution zur Risikostreuung durch Finanzveranlagung, wobei sich im Vermögen der Investmentfonds wieder ein er- heblicher Anteil an Bankschuldverschreibungen fin- det. Mehr als 40% der Mittelaufbringung und Mittel- veranlagung durch österreichische Investmentfonds stellen per Jahresende 1984 eine Mitteltransformation von Kreditunternehmen zu Kreditunternehmen dar. Vom Zuwachs des Fondsvermögens gegenüber 1983 (+ 2,9 Mrd. S) entfiel freilich mit nahezu 80% der weit- aus überwiegende Teil auf die Nicht-Finanzinterme- diäre.

Entsprechend den seit 1974 aus der Kapitalbilanz ver- fügbaren Daten über den Auslandsabsatz österreichi-

Übersicht 4

Käuferstruktur von Investmentzertifikaten

	1980		1983		1984	
	Mill S	Anteile in %	Mill S	Anteile in %	Mill S	Anteile in %
Fondsvermögen insgesamt	6 113	100,0	9 798	100,0	12 705	100,0
Im Besitz von						
Kreditunternehmen (einschließlich OeNB)	2 941	48,1	4 846	49,5	5 206	41,0
Vertragsversicherungen	79	1,3	271	2,8	506	4,0
Investmentfonds	—	—	—	—	7	0,0
Finanzintermediäre insgesamt	3 019	49,4	5 117	52,2	5 721	45,0
Unternehmens-, Haushalts- und Auslandsbesitz	3 094	50,6	4 681	47,8	6 984	55,0
Abfertigungsrücklagen-Fonds	—	—	715 ¹⁾	7,3	1 745 ²⁾	13,7
<i>Nachrichtlich</i>						
institutionelle Fonds für (Groß-)Anleger ³⁾	1 364		3 164		3 582	

Q: Eigene Berechnungen auf Basis von Girozentrale, "Die Börse", laufende Jahrgänge und Oesterreichische Nationalbank Wertpapierbesitz der Kapitalsammelstellen. — ¹⁾ A3 Reserva Toprent — ²⁾ A3 Reserva Toprent Z-Invest-Plus. — ³⁾ ProRent A2

Übersicht 5

scher Investmentzertifikate belief sich der kumulierte Nettoerwerb durch Ausländer im Zeitraum 1974 bis 1984 auf lediglich 21 Mill. S⁷⁾. Gleichzeitig haben Österreicher um 164 Mill. S ausländische Investmentzertifikate erworben. Dieser ebenfalls sehr geringe Wert steht etwas im Widerspruch zur Zahl der immerhin 11 an der Wiener Börse notierten ausländischen Investmentfonds (darunter 4 als Aktiengesellschaften notierende Fonds). Im Zeitraum 1976 bis 1981 wurde mit 15 notierten Auslandsfonds die größte Anzahl erreicht.

Hinweise auf die vergleichsweise geringe Bedeutung des privaten Besitzes (Haushaltsbesitz) von Investmentzertifikaten in Österreich ergeben sich auch aus einer Reihe von Erhebungen über den Nutzungsgrad der verschiedenen Sparformen. Umfragen im Verlauf der siebziger Jahre kommen ziemlich einheitlich zum Ergebnis, daß etwa 1% der Österreicher Investmentzertifikate besitzen. Eine Studie aus jüngster Zeit gibt einen Wert von 1,5% an⁸⁾, ein Ergebnis, das gut zu der in den letzten Jahren gestiegenen Attraktivität der Investmentveranlagung paßt. Zum Vergleich mit diesen Werten ist für Anleihen von einem durchschnittlichen Nutzungsgrad von etwa 4% auszugehen.

Investmentfonds im System der österreichischen Finanzintermediation

Analytisch gesehen zählen Investmentfonds zu den Nichtbanken-Finanzintermediären. Spätestens seit den Arbeiten von Gurley — Shaw (1955, 1960) hat dieser Bereich vor allem in der amerikanischen Literatur große Aufmerksamkeit gefunden⁹⁾. Gurley — Shaw betonen, daß langfristig die Vermögenselastizität für Forderungen gegenüber Finanzinstitutionen außerhalb des Bankenbereichs überdurchschnittlich ist, Nichtbanken-Finanzintermediäre werden daher überproportional wachsen. Diese Prognose hat sich indessen für die USA als zutreffend herausgestellt,

⁷⁾ Freilich lassen Erfassungs-, Abgrenzungs- und Bewertungsprobleme nur eine überaus vorsichtige Interpretation dieser Daten zu. Vor allem ist ein Schluß auf den Bestand an in Auslandsbesitz befindlichen österreichischen Investmentzertifikaten bzw. auf den Bestand ausländischer Investmentzertifikate in Österreich nicht möglich.

⁸⁾ Vgl. die Erhebungen Fessel + GfK, "Wertpapiere", Juli-August 1974 und Oktober-November 1976; Fessel + GfK, IFES, Wertpapiere im Umfeld des allgemeinen Sparverhaltens, Wien, 1977, und IFM, Sparförderung/Wertpapiermarketing, 1979. Die jüngsten verfügbaren Daten sind Kurz, H., Bankenmarketing und Dissonanztheorie, Orac, Wien, 1984 S. 64, entnommen.

⁹⁾ Vgl. Gurley, J. G., Shaw, E. S., "Financial Aspects of Economic Development", American Economic Review, 1955, 45; Gurley, J. G., Shaw, E. S., Money in a Theory of Finance, The Brookings Institution, Washington, 1960. Einen zusammengefaßten Überblick zu diesen Fragen geben Dow S. C., Earl, P. E. Money Matters Totowa 1982, S. 80ff

Struktur finanzieller Institutionen

	Vertragsversicherungen	Investmentfonds	Vertragsversicherungen und Investmentfonds	Kreditunternehmen	Summe
	Bilanzsumme	Fondsvermögen	Anteile in %		Bilanzsumme
1960	7,0	0,2	7,2	92,8	100,0
1965	7,0	0,3	7,4	92,6	100,0
1970	8,8	0,5	7,3	92,7	100,0
1975	5,7	0,4	6,0	94,0	100,0
1980	5,0	0,3	5,3	94,7	100,0
1984	5,1	0,4	5,5	94,5	100,0

Q: Versicherungsstatistik des Bundesministeriums für Finanzen; OeNB Zwischenansweise der österreichischen Kreditunternehmen

doch wird diese Entwicklung von anderen Autoren in erster Linie auf die für den Bankensektor stärkeren Regulierungen zurückgeführt. Eng mit diesen Aspekten zusammenhängend konzentrierte sich der Schwerpunkt der Diskussion in der Folge auf die (kompensierende) Rolle von Nichtbanken-Finanzintermediären gegenüber geldpolitischen Maßnahmen¹⁰⁾.

Im Vergleich zu den USA erscheint die Problematik der Nichtbanken-Finanzintermediation in Österreich vergleichsweise kleiner. Statistisch gesehen ist der Begriff des Sektors Kreditunternehmen in Österreich so weit gefaßt, daß nur Vertragsversicherungen und Investmentfonds als Finanzintermediäre außerhalb des Bankensektors bleiben¹¹⁾. Ein wesentlicher Teil des Konfliktpotentials zwischen Banken- und Nichtbanken-Finanzintermediation betrifft somit in Öster-

¹⁰⁾ Vgl. die grundlegende Arbeit von Tobin, J., Brainard, W. C., "Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Controls", American Economic Review, 1963, 53, und die bei Wood, J. H., "Financial Intermediaries and Monetary Control", Journal of Monetary Economics, 1981, 8, angeführte Literatur. In der US-Flow-of-Funds-Statistik werden folgende Bereiche als Nichtbanken-Intermediäre zugeordnet:

Savings institutions: Savings and loan associations, Mutual savings banks, Credit unions.

Insurance: Life insurance companies, Other insurance companies, Private pension funds, State and local government employee retirement funds.

Other finance: Finance companies, Real estate investment trusts, Open-end investment companies, Money market funds, Security brokers and dealers

¹¹⁾ So werden etwa die Bausparkassen, aber auch die Beteiligungsfondsgesellschaften statistisch unter den Kreditunternehmen erfaßt. Zur Frage der Struktur des österreichischen Bankensystems im Hinblick auf die Trennung von Universalbankenprinzip und Spezialkreditunternehmen vgl. die umfassende Darstellung bei Haschek, H. H., "Aktienbanken, Universalbanken und Spezialkreditunternehmen", in Fuchs, K., Scheithauer, M. (Hrsg.), Das Kreditwesen in Österreich Manz, Wien 1983

Struktur der österreichischen Finanzintermediation
Gemessen an den Bilanzsummen

	Insgesamt		Banken-Finanzintermediation		Nichtbanken-Finanzintermediation									
	1984		1984		1980		1975		1970		1965		1960	
	Mill S	Anteile in %	Mill S	Anteile in %	Mill S	Anteile in %	Mill S	Anteile in %	Mill S	Anteile in %	Mill S	Anteile in %	Mill S	Anteile in %
Vertragsversicherungen und Investmentfonds	165.881	—	165.881	25,5	103.493	24,0	53.777	28,1	27.816	33,1	14.893	35,7	7.557	36,1
Vertragsversicherungen	153.176 ¹⁾	—	153.176 ¹⁾	23,5	97.380	22,6	50.514	26,4	25.841	30,8	14.251	34,2	7.308	34,9
Investmentfonds	12.705	—	12.705	2,0	6.113	1,4	3.263	1,7	1.975	2,3	642	1,5	249	1,2
Kreditunternehmen	2.840.168	2.355.105	485.063	74,5	327.927	76,0	137.877	71,9	56.133	66,9	26.784	64,3	13.397	63,9
Aktienbanken	1.049.933	879.693	170.240 ²⁾	26,2	101.361 ²⁾	23,5	23.363 ²⁾	12,2	8.795 ²⁾	10,5	2.593 ²⁾	6,2	2.300 ²⁾	11,0
Bankiers	43.927	43.927	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Sparkassen	696.101	696.101	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Landeshypothekenbanken	137.304	—	137.304	21,1	97.810	22,7	49.705	25,9	23.209	27,7	12.985	31,2	5.809	27,7
Raiffeisensektor	476.959	476.959	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Volksbanken	119.825	119.825	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bausparkassen	99.168	—	99.168	15,2	82.585	19,1	36.049	18,8	14.049	16,7	4.993	12,0	1.400	6,7
Sonderkreditunternehmen	216.951	138.800 ³⁾	78.351	12,0	46.171	10,7	28.760 ⁴⁾	15,0	10.080 ⁴⁾	12,0	6.213 ⁴⁾	14,9	3.888 ⁴⁾	18,5
Insgesamt	3.006.049	2.355.105	650.944	100,0	431.420	100,0	191.654	100,0	83.949	100,0	41.677	100,0	20.954	100,0

Q: Versicherungsstatistik des Bundesministeriums für Finanzen; OeNB Zwischenausweise der österreichischen Kreditunternehmen; Geschäftsberichte der Oesterreichischen Kontrollbank und der Österreichischen Postsparkasse — ¹⁾ Schätzung — ²⁾ Oesterreichische Kontrollbank — ³⁾ Österreichische Postsparkasse — ⁴⁾ Einschließlich Teilzahlungsinstitute

Übersicht 7

Längerfristige Entwicklung der Struktur der österreichischen Finanzintermediation

	Insgesamt		Banken-Finanzintermediation		Nichtbanken-Finanzintermediation	
	Mill S	Anteile in %	Mill S	Anteile in %	Mill S	Anteile in %
1960	104.724	100,0	83.770	80,0	20.954	20,0
1965	202.798	100,0	161.121	79,4	41.677	20,6
1970	379.741	100,0	295.792	77,9	83.949	22,1
1975	890.590	100,0	698.936	78,5	191.654	21,5
1980	1.962.217	100,0	1.530.797	78,0	431.420	22,0
1984	3.006.049	100,0	2.355.105	78,3	650.944	21,7

Q: Versicherungsstatistik des Bundesministeriums für Finanzen; OeNB Zwischenausweise der österreichischen Kreditunternehmen; Geschäftsberichte der Oesterreichischen Kontrollbank und der Österreichischen Postsparkasse

reich die Struktur innerhalb des Sektors der Kreditunternehmen. Diese Situation geht in erster Linie auf die Dominanz des Universalbankensystems zurück. Dennoch illustriert beispielsweise die gegenwärtige Diskussion zwischen Kreditunternehmen und Versicherungen auch für Österreich eine im Prinzip ähnliche Konfliktsituation.

Gemessen an den Bilanzsummen von Kreditunternehmen und Vertragsversicherungen und am Fondsvermögen der Investmentfonds hat sich seit 1960 das Gewicht tendenziell zu den Kreditunternehmen verschoben. Die Investmentfonds haben dabei ihre Position vergleichsweise gut gehalten. Versucht man hingegen die Kreditunternehmen in Anlehnung an die in den USA zur Trennung von Banken- und Nichtbanken-Finanzintermediation herangezogenen Kriterien aufzuspalten, so hat langfristig gesehen der Bereich der Nichtbanken-Finanzintermediation Anteile gewonnen. Ursache dafür ist das überproportionale Wachstum der in die Nichtbanken-Definition einbezogenen Spezialkreditunternehmen, wobei die Kontroll-

bank und die Bausparkassen am dynamischsten waren.

Im Hinblick auf die Geldpolitik haben die österreichischen Investmentfonds bisher auf Grund ihres vergleichsweise geringen Volumens praktisch keine Aufmerksamkeit gefunden. Ihre Rolle im Rahmen von Anlagestrategien zur Vermeidung der Zinsertragsteuer, ihre Bedeutung als Anleihenkäufer im Jahr 1984 und das starke Wachstum des Fondsvermögens in den letzten Jahren könnten allerdings bereits in naher Zukunft hier ein Umdenken notwendig machen¹²⁾.

Wie rentabel sind die österreichischen Investmentfonds?

Zu den interessantesten und gleichzeitig schwierigsten Fragen zählt die nach der (relativen) Rentabilität einer Veranlagung in Investmentzertifikaten. Attraktivität und der Absatz von Anteilen der einzelnen Fonds hängen entscheidend von der in der Vergangenheit erzielten bzw. für die Zukunft erwarteten Ertragsentwicklung ab. Drei Faktoren bestimmen die Rentabilität eines Investmentzertifikates: eine variable Ausschüttungssumme je Anteil, die Veränderung des Fondsvermögens je Anteil (Wertgewinn oder Wertverlust) sowie der Kauf- und Verkaufszeitpunkt des Anteils (Veranlagungszeitraum)¹³⁾.

Für die Rentabilitätsberechnung der österreichischen

¹²⁾ Die Vertragsversicherungen waren in der Vergangenheit bereits mehrfach in geldpolitische Maßnahmen eingebunden — so beispielsweise in die Kreditrestriktionsmaßnahmen der Stabilisierungsphase VI des Jahres 1975.

¹³⁾ Vgl. ausführlicher zur Rentabilitätsberechnung für Investmentzertifikate Büschgen H. E., Rentabilität und Risiko der Investmentanlage Stuttgart 1971

Investmentfonds wurden auf dieser Grundlage drei Renditen herangezogen: die Ausschüttung in Prozent des Fondsvermögens, Ausschüttung und Veränderung des Fondsvermögens in Prozent des Fondsvermögens bei einem Veranlagungszeitraum von einem Jahr und bei einem Veranlagungszeitraum von fünf Jahren¹⁴⁾. Als Vergleichsgrößen wurden — soweit verfügbar — Emissions- und Sekundärmarktrenditen für Anleihen in Österreich herangezogen.

Die in Übersicht 8 zusammengefaßten wichtigsten Ergebnisse der Rentabilitätsrechnung lassen unmittelbar die Charakteristik einer Veranlagung in Investmentzertifikaten erkennen. Der im Wege der Ausschüttung erzielbare Ertrag reicht in der Regel nicht aus, eine zur Veranlagung in festverzinslichen Wertpapieren konkurrenzfähige Rentabilität zu erbringen. Nur in 6 von 28 Jahren übertraf die Ausschüttung in Prozent des Fondsvermögens den Wert der Emissionsrendite. Während sich aber die auf Grund der

¹⁴⁾ Alle Berechnungen wurden auf der (hypothetischen) Basis des Fondsvermögens je Anteil entsprechend den Angaben der einzelnen Fonds durchgeführt. Unberücksichtigt bleibt, daß der Ausgabepreis eines Anteils üblicherweise über seinem Wert liegt, und daß für die Wiederveranlagung der Ausschüttung Wiederanlagerabatte gewährt werden

Übersicht 8

Rentabilität österreichischer Investmentfonds

	Investmentfonds		Rentenmarkt		
	Ausschüttungsrendite ¹⁾	Gesamtrendite ²⁾	Gesamtrendite ²⁾	Emissionsrendite ⁴⁾	
in %					
1956				6,8	
1957	3,8	- 2,5		7,2	
1958	4,1	15,5		7,2	
1959	2,4	49,6		6,7	
1960	1,6	- 1,8		7,0	
1961	2,0	-13,2	7,2	7,3	
1962	4,4	-17,8	4,3	7,1	
1963	2,8	0,1	1,4	6,8	
1964	2,9	5,0	- 5,8	6,4	(6,4)
1965	2,5	-11,1	- 7,5	6,3	6,5
1966	3,6	- 3,0	- 5,5	6,7	6,8
1967	4,1	3,2	- 1,2	7,2	7,1
1968	5,8	- 1,1	- 1,5	7,6	7,6
1969	6,0	-35,5	- 9,3	7,3	7,4
1970	7,7	1,0	- 7,2	7,4	7,7
1971	8,6	7,5	- 5,9	7,5	7,8
1972	8,7	7,4	- 5,8	7,2	7,3
1973	9,7	- 6,8	- 7,0	7,7	8,0
1974	10,2	- 5,9	0,8	8,8	8,6
1975	8,1	20,0	3,3	9,5	9,3
1976	8,6	9,5	3,3	8,7	8,7
1977	8,4	4,5	2,6	8,3	8,7
1978	7,0	10,1	6,0	8,0	8,1
1979	7,1	22,5	11,4	7,7	7,9
1980	7,1	21,5	11,3	9,1	9,1
1981	7,9	14,4	12,4	10,2	10,4
1982	8,0	27,6	16,8	9,8	9,8
1983	7,6	8,0	16,7	8,1	8,2
1984	7,8	- 3,7	12,1	8,4	8,0

¹⁾ Ausschüttung je Anteil in % des Fondsvermögens je Anteil. — ²⁾ (Ausschüttung je Anteil + Veränderung des Fondsvermögens je Anteil) in % des Fondsvermögens je Anteil bei einjähriger Veranlagungsdauer — ³⁾ (Ausschüttung je Anteil + Veränderung des Fondsvermögens je Anteil) in % des Fondsvermögens je Anteil bei fünfjähriger Veranlagungsdauer — ⁴⁾ Laut OeNB, bis 1969 basierend auf Quartalswerten — ⁵⁾ 1964 bis 1973 laut Länderbank, ab 1974 laut OeNB

Ausschüttung realisierte Rentabilität relativ kontinuierlich entwickelt und sich auch mit zunehmender Bedeutung der Rentenfonds der Anleihenverzinsung immer mehr annähert, zeigt die Gesamtrentabilität auf Jahresbasis starke Ausschläge.

Im Gegensatz zu festverzinslichen Wertpapieren, bei denen die gedämpften Kursbewegungen nur geringe Unterschiede zwischen Emissions- und Sekundärmarktrendite zulassen, bestimmt bei den Investmentzertifikaten die Wertveränderung des Anteils eindeutig die Gesamtrentabilität der Veranlagung. Hohen Ertragschancen stehen somit gleichermaßen hohe Verlustrisiken gegenüber. In der Berechnung mit einem Veranlagungszeitraum von einem Jahr ergibt sich in 11 von 28 Jahren ein Verlust, der höchste mit -35,5% im Jahr 1969. Gleichfalls in 11 von 28 Jahren bot sich die Gelegenheit zu einem die Emissionsrendite übersteigenden Gewinn. Die höchste Rendite wurde im Jahr 1959 (+49,6%) erzielt. Aber auch in den letzten zehn Jahren konnten mit der Veranlagung in Investmentzertifikaten überdurchschnittliche Erträge realisiert werden. Seit 1975 lag die Gesamtrentabilität in 7 von 10 Jahren über der Emissionsrendite für Anleihen, davon in vier Jahren bei Renditen über 20%. Nur einmal (1984) trat in diesem Zeitraum eine negative Rendite auf.

Die Berechnungen für einen Veranlagungszeitraum von fünf Jahren unterstreichen diese Ergebnisse. Der Erwerb von Investmentzertifikaten im Zeitraum 1960 bis 1968, die nach fünf Jahren zum dann gültigen Wert je Anteil wieder verkauft wurden, war durchgehend ein Verlustgeschäft. Für Veranlagungen ab 1969 konnten dann kleine positive Renditen erzielt werden. Käufe von Investmentfondsanteilen ab 1975 lagen in ihrer Gesamtrentabilität zum Teil deutlich über der Emissionsrendite (zwischen 11,3% und 16,8% auf Basis von Jahresdurchschnitten).

Eine Aufspaltung nach Fondstypen bringt im wesentlichen die zu erwartenden Ergebnisse. Die Rentabilität der Aktienfonds und internationalen Fonds schwankt stark, dadurch bieten sich in einzelnen Jahren hohe Gewinnchancen. Langfristig konnten jedoch die seit 1969 bestehenden reinen Rentenfonds und auch die nur in Österreich veranlagenden Fonds bessere Ergebnisse erzielen. Die Rentenfonds erreichten in den letzten 15 Jahren elfmal, die österreichischen Fonds zehnmal überdurchschnittliche Renditen. Bedingt durch die günstige Entwicklung der New Yorker Börse und den Aufwertungstrend des Dollars kehrte sich jedoch diese Situation 1983/84 um. In diesen beiden Jahren verzeichneten Aktienfonds und internationale Fonds höhere Renditen, während z. B. gerade die österreichischen Fonds sogar negative Renditen hinnehmen mußten.

Insgesamt waren jedenfalls Investmentzertifikate im letzten Jahrzehnt eine recht attraktive Anlage. Sicherlich erklärt diese Tatsache auch zu einem wesentli-

Chronologie österreichischer Investmentfonds

Fonds	Kapitalanlage- gesellschaft	Grün- dung	Auflö- sung	Fondstyp	Fondsvermö- gen 1984 Mill. S
Selecta	ÖIG	1956	—	Aktienfonds international	116
Securta	ÖIG	1960	1981	Aktienfonds international	—
Multivalor	ÖIG	1961	1973 ¹⁾	Aktienfonds international	—
Segesta	ÖIG	1961	1969 ²⁾	Aktienfonds international	—
Interselect	ÖIG	1963	1973 ¹⁾	Aktienfonds international	—
Sparinvest	Sparinvest	1965	—	Aktienfonds international	808
Combirent	Sparinvest	1969	—	Rentenfonds Österreich	3 799
Intertrend	Sparinvest	1969	—	Rentenfonds international	894
Allirent	ÖIG	1969 ²⁾	—	Rentenfonds international	544
Atlasfonds	ÖIG	1971	1978 ³⁾	Aktienfonds international	—
Allinvest	Sparinvest	1973 ¹⁾	1981	Aktienfonds international	—
ProRent	Sparinvest	1978	—	Rentenfonds Österreich (für institutionelle Anleger)	3 119
A1	ÖIG	1978	—	Rentenfonds Österreich	632
Effecta	Sparinvest	1978 ³⁾	—	Aktienfonds international	139
Sparfonds	Sparinvest	1979	—	Rentenfonds Österreich	456
A2	ÖIG	1980	—	Rentenfonds Österreich (für institutionelle Anleger)	463
Reserva	Sparinvest	1983	—	Rentenfonds Österreich (Abfertigungsrücklagen-Fonds)	703
A3	ÖIG	1983	—	Rentenfonds Österreich (Abfertigungsrücklagen-Fonds)	369
Toprent	Mercur	1983	—	Rentenfonds Österreich (Abfertigungsrücklagen-Fonds)	574
Österreichischer Rentenfonds	Mercur	1984	—	Rentenfonds Österreich	25
Z-Plus-Invest	Z-Invest	1984	—	Rentenfonds Österreich (Abfertigungsrücklagen-Fonds)	100
Intergold	Mercur	1985	—	Aktienfonds international (Goldaktien-Fonds)	—

Kapitalanlagegesellschaften: Österreichische Investmentgesellschaft m. b. H. (ÖIG) Sparinvest Kapitalanlagegesellschaft m. b. H. Mercur Kapitalanlagegesellschaft m. b. H., Z-Invest-Gesellschaft m. b. H.

¹⁾ Verschmelzung von Multivalor und Interselect zu Allinvest — ²⁾ Umwandlung von Segesta in Allirent. — ³⁾ Umwandlung von Atlasfonds in Effecta.

chen Teil die Dynamik des österreichischen Investmentmarktes. Die Veranlagung bei Investmentfonds erscheint im Lichte dieser Berechnungen als eine der

wenigen Möglichkeiten, in Österreich die Portfoliostruktur der Anleger um eine etwas riskantere Anlageform zu bereichern. *Peter Mooslechner*