

# Relevanz inländischer Kapitalanlagegesellschaften und Investmentfonds für die Finanzmarktstabilität

Stefan Kavan,  
Günther Sedlacek,  
Reinhardt Seliger,  
Eva Ubl<sup>1</sup>

Diese Studie beschäftigt sich mit der Rolle inländischer Kapitalanlagegesellschaften (KAGs) und der von ihnen verwalteten Investmentfonds für die Finanzmarktstabilität. Die 30 inländischen KAGs (davon fünf Immobilien-KAGs) veranlagten per Q3/09 ein Fondsvermögen von etwa 114 Mrd EUR. Ihre Verflechtungen mit anderen Finanzmarktakteuren wie Banken, Versicherungen, Pensionskassen und betrieblichen Vorsorgekassen führen im Fall einer Finanzkrise zu Rückwirkungen. Die vorliegende Studie zeigt die in diesem Zusammenhang vorhandenen Risiken auf und versucht, die Höhe der wechselseitigen Abhängigkeiten zu quantifizieren. Die Ausarbeitung konzentriert sich dabei vor allem auf Markt- und Reputationsrisiken.

Als finanzmarktstabilitätsrelevante Themen zeigen sich dabei der Beitrag der KAGs zur Profitabilität der Banken sowie die Rolle der Depotbank und die damit verbundenen Risiken. Weiters profitieren die Mutterbanken von ihren KAGs über Provisionseinnahmen im Vertrieb und die Fondsverwaltung. Schließlich werden Investmentfonds über fondsgebundene Lebensversicherungen als Tilgungsträger für endfällige Fremdwährungskredite verwendet, was bei einer schlechten Performance der Fonds zu einer Deckungslücke führen kann und ein erhöhtes Kreditrisiko<sup>2</sup> für die betroffenen Banken bedeuten kann.

## 1 Einleitung

Ein Investmentfonds gemäß österreichischem Investmentfondsgesetz (InvFG) ist ein aus Wertpapieren und/oder Geldmarktinstrumenten und/oder anderen liquiden Finanzanlagen bestehendes Sondervermögen, ausgewählt nach dem Grundsatz der Risikostreuung. Mit dem Kauf von Investmentfondsanteilen wird der Anleger Miteigentümer am Fondsvermögen und hat einen Anspruch auf Anteilsrückgabe zum jeweils gültigen Rücknahmepreis. Ein Kapitalanlagefonds kann mehrere Gattungen von Anteilscheinen ausgeben, „nämlich Anteilscheine, die Anspruch auf jährliche Ausschüttungen des Jahresertrages [des

Fonds] an die Anteilhaber verbrieften (Ausschüttungsanteilscheine) und Anteilscheine, die keinen Anspruch auf Ausschüttungen des Jahresertrages an die Anteilhaber verbrieften (thesaurierende Anteilscheine)“.<sup>3</sup> Investmentfonds werden in Österreich von Kapitalanlagegesellschaften (KAGs) verwaltet, die über eine Bankkonzession verfügen müssen und somit dem Bankwesengesetz (BWG) und der Bankenaufsicht unterliegen.<sup>4</sup> Das österreichische InvFG unterscheidet u. a. zwischen Publikums- und Spezialfonds, wobei Letztere ausschließlich von nicht mehr als zehn Anteilhabern (bei natürlichen Personen ist eine Mindestinvestitions-

<sup>1</sup> Oesterreichische Nationalbank, Abteilung für Finanzmarktanalyse, stefan.kavan@oenb.at, reinhardt.seliger@oenb.at, eva.ubl@oenb.at; Abteilung für Außenwirtschaftsstatistik und Finanzierungsrechnung, guenther.sedlacek@oenb.at. Die Autoren danken Direktor Philip Reading und Markus Schwaiger, sowie dem wissenschaftlichen Begutachter Robert Hellwagner für ihre hilfreichen Kommentare und Anmerkungen. Die in diesem Beitrag von den Autoren zum Ausdruck gebrachte Meinung kann von der Meinung der OeNB abweichen.

<sup>2</sup> Siehe dazu „Ergänzung zu den FMA-Mindeststandards zur Vergabe und Gestionierung von Fremdwährungskrediten und Krediten mit Tilgungsträgern“ vom 16. Oktober 2003, Ergänzung vom 22. März 2010 unter <http://www.fma.gv.at/cms/site/DE/detail.html?doc=CMS1269254019033&channel=CH0081>

<sup>3</sup> § 22 Abs. 2 Z7 InvFG.

<sup>4</sup> Laut § 1 (1) Z13 und Z13a ist die Verwaltung von Kapitalanlagefonds (nach dem Investmentfondsgesetz – InvFG) und Immobilienfonds (nach dem Immobilien-Investmentfondsgesetz – ImmoInvFG) ein Bankgeschäft, unterliegt somit dem BWG und bedarf der Konzession der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA).

Wissenschaftliche  
Begutachtung:  
Robert Hellwagner,  
Finanzmarktaufsicht

summe von 250.000 EUR gegeben) gezeichnet werden dürfen.<sup>5</sup>

Im Rahmen der Finanzmarktaufsichtsreform 2008 wurde explizit in § 44b Nationalbankgesetz der Finanzmarktstabilitätsauftrag der OeNB geregelt. Insbesondere „hat die OeNB im öffentlichen Interesse das Vorliegen aller jener Umstände zu beobachten, die für die Sicherung der Finanzmarktstabilität in Österreich von Bedeutung sind.“ Die OeNB erhebt selbst individuelle Daten von Investmentfonds<sup>6</sup> und KAGs, die zu umfangreichen Stabilitätsanalysen herangezogen werden können.<sup>7</sup>

In Österreich waren per Ende September 2009 25 KAGs und 5 Immobilien-KAGs mit der Verwaltung von 2.224 Wertpapier- und 6 Immobilien-Investmentfonds betraut. Die Immo-KAGs verfügten über eine Bilanzsumme von 35 Mio EUR und ein Fondsvolumen von 1,8 Mrd EUR, das ist ein Anteil von 1,3% am gesamten Fondsvolumen, und haben somit einen sehr beschränkten Einfluss auf die aggregierten Ergebnisse. In der Folge sprechen wir trotz unterschiedlicher gesetzlicher Grundlagen einheitlich von KAGs und Investmentfonds.

Die KAGs hatten per Ende Q3/09 eine Bilanzsumme von knapp 600 Mio EUR, das entsprach nur 0,06% der aggregierten unkonsolidierten Bilanzsumme des inländischen Bankensystems. Dieser Summe stand jedoch ein bereinigtes Fondsvolumen in Höhe von 114 Mrd EUR gegenüber, das von den

KAGs angelegt wird und relevant ist für die Stabilitätsanalyse des österreichischen Finanzsystems. Zu den Investoren in Investmentfonds zählen, neben privaten Haushalten, auch Versicherungen, Pensionskassen, betriebliche Vorsorgekassen sowie Banken. In Anbetracht der starken Verflechtungen zwischen KAGs und anderen Finanzintermediären stehen die Erkennung der wesentlichen Risiken für die Stabilität des österreichischen Finanzmarktes und die Analyse möglicher Ansteckungskanäle im Fokus der vorliegenden Studie. Die Daten beziehen sich, wenn nicht anders ausgewiesen, auf Ende Q3/09. Kapitel 2 bietet einen kurzen Überblick über die Entwicklung des Investmentfondssektors in Österreich. In Kapitel 3 werden Vernetzungen und mögliche Ansteckungskanäle zu Banken und anderen Finanzintermediären aufgezeigt, Kapitel 4 fasst die wesentlichen Ergebnisse zusammen.

## 2 Jüngste Entwicklungen des Investmentfondsmarktes in Österreich

Investmentfonds und KAGs nehmen eine zentrale Rolle auf dem österreichischen Finanzmarkt ein, da sie per Ende Q3/09 Vermögen in Höhe von etwa 114 Mrd EUR für Versicherungen, Pensionskassen und betriebliche Vorsorgekassen, aber auch für private Anleger und Unternehmen am Markt veranlagt haben. Das verwaltete Volumen (einschließlich Veranlagungen in österrei-

<sup>5</sup> Produkte, die nicht im österreichischen InvFG bzw. ImmoInvFG geregelt sind, wie geschlossene Immobilienfonds, Private Equity Fonds oder Genussscheine von Gesellschaften, die ähnliche Ziele wie Investmentfonds verfolgen, werden in dieser Studie nicht behandelt. Auch ausländische, in Österreich zum Vertrieb zugelassene Fonds nach § 30 und § 36 InvFG sind nicht Thema dieser Studie.

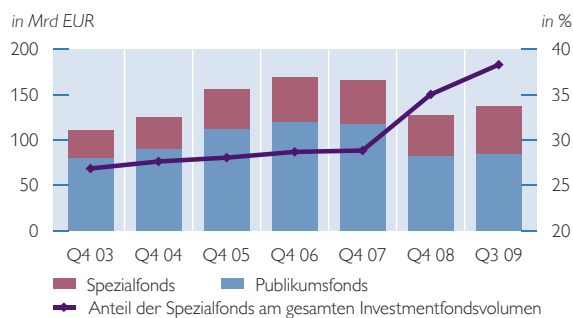
<sup>6</sup> Im Rahmen der EZB-Verordnung über die Statistik über Aktiva und Passiva von Investmentfonds (EZB/2007/8).

<sup>7</sup> Die Wertpapier-Aktiva der Fonds werden pro Wertpapier, alle anderen Aktiva (Guthaben, Finanzderivate, Immobilien, etc.) aggregiert erhoben. Die KAGs fallen aufgrund der Bankkonzession in das aufsichtsrechtliche Meldewesen der OeNB, somit stehen Daten über Struktur und Profitabilität quartalsweise zur Verfügung.



Grafik 1

### Entwicklung der verwalteten Investmentfonds



Quelle: OeNB.

Bei den Fondskategorien lassen sich aufgrund der Datenverfügbarkeit über die gesamte Periode nur bei Publikumsfonds Rückschlüsse ziehen: Hier fällt auf, dass sowohl die Volumina von Aktienfonds<sup>13</sup> (−2,3% p. a.) und Rentenfonds (−0,8% p. a.) von Q4/03 bis Q3/09 gefallen sind, während Geldmarktfonds (+4,8% p. a.) und gemischte Fonds (+3,3% p. a.) zulegen konnten. Immobilien- und Hedgefonds, die Ende 2003 bei österreichischen Publikumsfonds kaum existent waren, schafften sich ebenfalls eine Anlegerbasis und vereinten Ende Q3/09 1,7 Mrd EUR bzw. 527 Mio EUR auf sich.<sup>14</sup>

Bezüglich ihres Anlageverhaltens zeigte sich bei Spezial- und Publikumsfonds in Q3/09 ein sehr unterschiedliches Bild: Während Spezialfonds hauptsächlich als gemischte Fonds klassifi-

ziert waren (51%), war dies bei Publikumsfonds für Rentenfonds der Fall (54%). Weiters waren Spezialfonds zu 39% als Rentenfonds und nur zu 8% als Aktienfonds klassifiziert, Publikumsfonds hingegen zu 24% als gemischte und immerhin zu 15% als Aktienfonds.<sup>15</sup> Nach geografischen Gesichtspunkten unterteilt, investierten österreichische Investmentfonds ihre (bereinigten) Mittel zu mehr als drei Viertel im Ausland (53% sonstiges Euro-Währungsgebiet, 24% im Rest der Welt) und weniger als einem Viertel im Inland.

Bei der Analyse jener Faktoren, welche die Veränderung des Volumens des am Markt veranlagten Vermögens erklären, fällt auf, dass bereits 2006, also noch vor Ausbruch der Finanzkrise, sowohl das Interesse der Anleger<sup>16</sup> als auch die Kursgewinne und Erträge der Fonds gegenüber den Vorjahren zurückgegangen waren. Dieser Trend hielt von 2006 bis 2008 an, wobei Anleger in den Jahren 2007, 2008 und in Q1/09 netto Fondsanteile abstießen und Kursverluste sowohl 2008 als auch in Q1/09 zu Buche standen. In Q2/09 und Q3/09 erholte sich das bereinigte Fondsvolumen zwar wieder (+8% von Q1/09 bis Q3/09), lag jedoch mit 114 Mrd EUR weit unter dem Höchststand von 145 Mrd EUR in

<sup>13</sup> Gemäß EZB-VO 2001/13.

<sup>14</sup> Unter Hedgefonds werden hier nur jene Dach-Hedgefonds verstanden, die einerseits unter das österreichische InvFG fallen und andererseits (seit Dezember 2008) der Definition in der EZB-Verordnung zu Investmentfonds (EZB/2007/8) entsprechen. Sie bilden damit nur einen Teil des gesamtösterreichischen Hedgefonds-Marktes. Generell kam es über die letzten Jahre durch Reklassifizierungen von Fonds zu Verzerrungen der Zeitreihen, die auch die hier genannten Wachstumsraten beeinflussen. Insbesondere sei hier erwähnt, dass Ende 2008 aufgrund der Implementierung der EZB-Verordnung zu Investmentfonds gewisse Rentenfonds zu Geldmarktfonds und manche Hedgefonds zu sonstigen Fonds reklassifiziert wurden.

<sup>15</sup> Es sei erwähnt, dass Spezialfonds in ihren Anlageentscheidungen meist flexibler als Publikumsfonds agieren können und eine Strategieänderung bei der Veranlagung nicht unbedingt einen Kategoriewechsel nach sich ziehen muss.

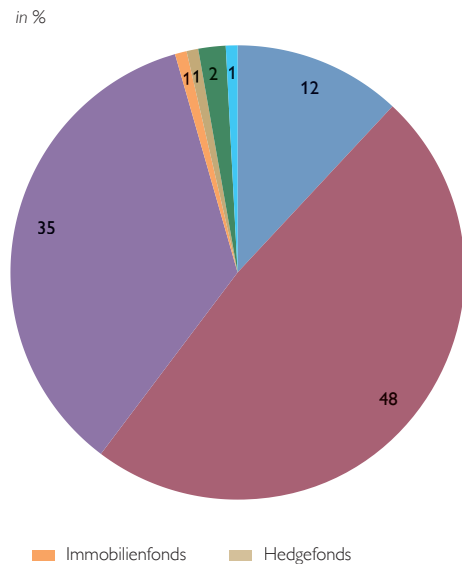
<sup>16</sup> Gemessen durch die bereinigten Nettomittelveränderungen, also dem Saldo aus neu ausgegebenen und zurückgenommenen Investmentfondsanteilen.

## Fondsvolumen nach Kategorien

Fondskategorien bei Publikumsfonds



Volumen der Publikums- und Spezialfonds in Q3 09



Quelle: OeNB.

Q2/07. Die rezente, positive Entwicklung ist vor allem auf die Börsenhausse seit März 2009 und weniger auf Nettomittelzuflüsse durch die Anleger zurückzuführen. So erhöhten Kursgewinne und Erträge das bereinigte Fondsvolumen von Ende 2008 bis Ende Q3/09 um 9,0 Mrd EUR, während die Nettomittelzuflüsse nur 950 Mio EUR ausmachten. Das Vertrauen der Anleger in inländische Investmentfonds als Vermögensanlage kehrt nach den Turbulenzen der Krise also nur allmählich und langsam wieder zurück.

### 3 Vernetzungen und mögliche Rückwirkungen auf die Finanzmarktstabilität

Durch die starken Eigentums- und Investitionsverschränkungen der KAGs mit anderen finanziellen Unternehmen wie Banken, Versicherungen, Pensions- und betrieblichen Vorsorgekassen kann

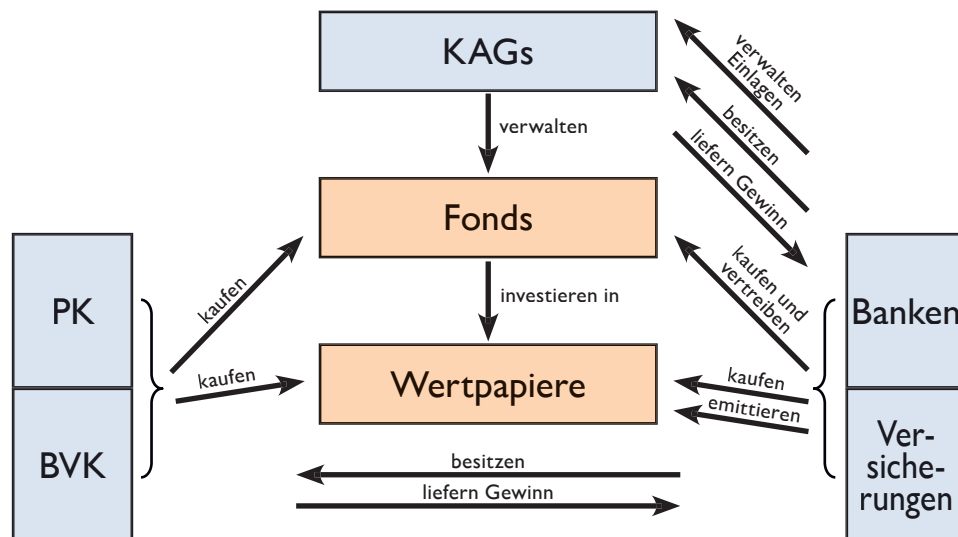
es zwischen diesen Finanzmarktakteuren zu Wechselwirkungen kommen, die für die österreichische Finanzmarktstabilität von Relevanz sind. Diese sollen im Folgenden genauer analysiert werden.

#### 3.1 Gegenseitige Ansteckungsrisiken von Banken, KAGs und Investmentfonds

Inländische Banken hielten per Ende September 2009 Investmentfondsanteile in der Höhe von rund 9,9 Mrd EUR. Das entspricht knapp 1 % der unkonsolidierten Bilanzsumme des österreichischen Bankensystems. Umgekehrt waren knapp 7 % (7,5 Mrd EUR) des bereinigten (Sonder-)Vermögens aller österreichischen Investmentfonds in Wertpapieren (Schuldverschreibungen und Anteilspapieren) inländischer Kreditinstitute<sup>17</sup> veranlagt. Das sind 40 % des Vermögens, das Investmentfonds

<sup>17</sup> VGR-Sektor 122 nach ESVG 95.

### Beziehungen der Finanzmarktakteure im Umfeld der KAGs



für ihre Kunden netto in inländische Wertpapiere veranlagt haben. Von einer überproportionalen Veranlagung der KAGs im Bankensektor kann jedoch nicht gesprochen werden, beträgt der Bankenanteil am im Umlauf befindlichen Volumen<sup>18</sup> aller von österreichischen Emittenten ausgegebenen Wertpapiere (Aktien und Anleihen) per Q3/09 doch knapp 50%.

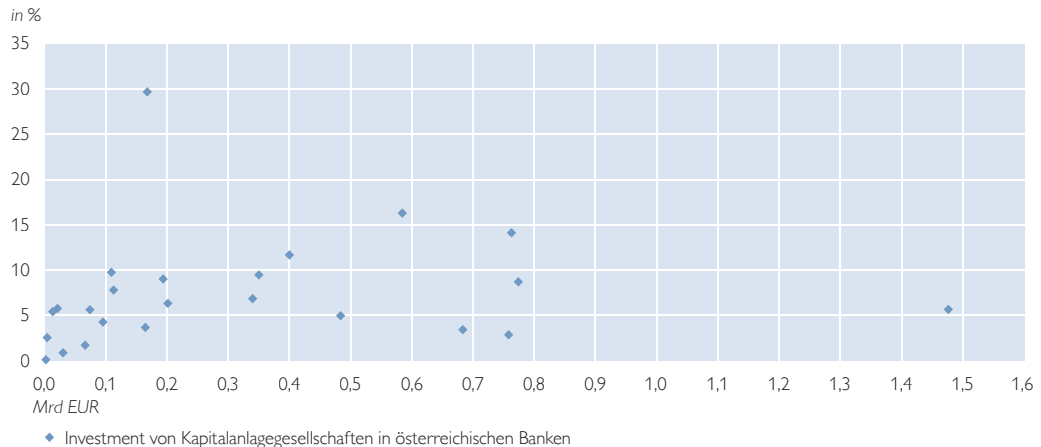
Bei einem Vergleich der KAGs ist jedoch sehr wohl erkennbar, dass KAGs ohne besonderen Bezug zu inländischen Banken auch weniger in deren Wertpapiere veranlagen. In diesem Zusammenhang können Kursverluste inländischer Bankentitel eine nicht unerhebliche Auswirkung auf die Performance österreichischer Investmentfonds haben und ihre Liquiditätssituation im Fall eines Angebotsüberhangs bei Bankentiteln verschlechtern (Gefahr von Fire Sales). Für KAGs, die Töchter einer Mutterbank sind, bedeutet dies während einer Bankenkrise, dass nicht nur ein Reputationsrisiko durch die Ver-

flechtung und oftmalige Namensverwandtschaft mit der Mutterbank besteht, sondern auch Kurs- und Liquiditätsverluste von Bankentiteln in der Performance ihrer Fonds Niederschlag finden können. Somit könnten gleich mehrere Faktoren zur selben Zeit Kapitalabflüsse bei der KAG verursachen, die die Situation der KAG und der Mutterbank weiter verschlechtern würden.

Die in Österreich beaufsichtigten KAGs (dargestellt als Datenpunkte in Grafik 4) lassen eine recht unterschiedliche Exponierung hinsichtlich ihres Investments in Bankenwertpapiere erkennen. Wie aus Grafik 4 ersichtlich ist, weist eine KAG mit rund 30% eine besonders starke Veranlagungskonzentration am inländischen Bankensektor auf. Im Fall eines Investments bei der Mutterbank ist in diesem Zusammenhang natürlich zusätzlich mit einem Interessenskonflikt zu rechnen, wenn Fondsmanager bei Anzeichen von Schwierigkeiten der Mutterbank im Interesse des Kunden Anleihen und Aktien der Mut-

<sup>18</sup> Quelle: Emissionsstatistik OeNB, Daten von September 2009.

### Veranlagung von Kapitalanlagegesellschaften in inländischen Bankenwertpapieren<sup>1</sup>



Quelle: OeNB.

<sup>1</sup> Absolut (in Mrd EUR) und relativ (als Anteil am jeweiligen KAG-Anlagevolumen), ausschließlich KAGs, die keine Wertpapiere von Banken halten.

terbank verkaufen oder Einlagen bei der Mutterbank abziehen. Um dieses Exposure zu limitieren, sieht das InvFG Veranlagungsvorschriften vor, die besagen, dass „ein Fonds bei ein und demselben Kreditinstitut höchstens 20 % des Fondsvermögens in einer Kombination aus von diesem Kreditinstitut begebenen Wertpapieren oder Geldmarktinstrumenten und/oder Einlagen bei diesem Kreditinstitut und/oder von diesem Kreditinstitut erworbenen OTC-Derivaten investieren“ darf.<sup>19</sup>

Eine weitere Risikoexponierung für Banken ist die Übernahme von Kapitalgarantien für Investmentfonds. Kapitalgarantierte Fonds in Österreich verfügen über ein Fondsvermögen von rund 4,8 Mrd EUR, davon haben in Österreich beaufsichtigte Banken Garantien über 3,7 Mrd EUR übernommen.<sup>20</sup> Das Risiko für die Banken ist jedoch beschränkt, da die meisten Fonds über mathematische Wertsicherungsmodelle verfügen, sodass, bevor es zu einer Unterdeckung der Kapitalgaran-

tie kommt, das Fondsvermögen in festverzinsliche Wertpapiere umgeschichtet wird.<sup>21</sup> In diesem Fall bleibt lediglich das „Over-Night-Risiko“, das einen Wertverfall der investierten Wertpapiere innerhalb eines Zeitraums beschreibt, in dem die Anlagestrategie nicht angepasst werden kann. Dieses Risiko ist aber als sehr niedrig einzustufen.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass es bei adversen Marktentwicklungen aufgrund der starken Verflechtungen von Banken und KAGs zu zusätzlichen negativen Auswirkungen und Feed-Back-Effekten kommen kann.

### 3.2 Relevanz der Profitabilität von KAGs für den Bankensektor

Der Großteil der KAGs (80 %, gemessen an der Bilanzsumme) sind Töchter inländischer Banken, die auf unterschiedlichen Wegen von ihren Beteiligungen profitieren. Einerseits durch die Gewinnabführung der KAGs an die

<sup>19</sup> § 20 (3) Z 8d InvFG.

<sup>20</sup> Die restlichen Garantien fallen auf ausländische Banken (0,8 Mrd EUR) und Versicherungen (0,4 Mrd EUR).

<sup>21</sup> Ein Wertsicherungskonzept wie z. B. die „Constant Proportion Portfolio Insurance“.

Mutterbank, wobei der Anteil der KAGs am Jahresüberschuss des aggregierten Bankensystems in Q3/07 2,6% betrug, in Q3/08 knapp 2% und in Q3/09<sup>22</sup> fast 5%. Daraus lässt sich schließen, dass die Banken zuletzt einen vergleichsweise stärkeren Profitabilitätsrückgang verkraften mussten als die KAGs. Nimmt man den Jahresüberschuss jener KAGs, die eine inländische Mutterbank haben, als obere Grenze einer Approximation für die Gewinnabführung, so wurden 2009 maximal 44 Mio EUR an das österreichische Bankensystem abgeführt – eine Größenordnung, die auf die Stabilität der inländischen Banken nur geringen Einfluss hat. Andererseits nehmen Banken durch den Verkauf von Investmentfondsanteilen – meist der Tochter-KAGs – Provisionen ein und sind Gebühren für das Wertpapierhandels- und Depotgeschäft bei den KAGs zu einem

nicht unbeträchtlichen Teil Erträge für die jeweilige Mutterbank, die häufig die Mehrzahl der Handelsgeschäfte abwickelt. Die Profitabilität der inländischen KAGs trägt also zur Stabilität des österreichischen Bankensektors bei.

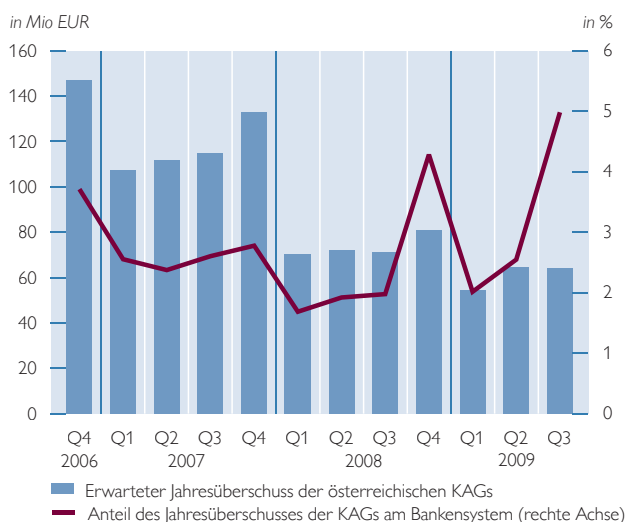
Die UCITS IV-Richtlinie<sup>23</sup>, die 2009 beschlossen wurde und bis zum Jahr 2011 in nationales Recht umgewandelt werden muss, führt ein „Best-Execution-Prinzip“ ein, das die Verpflichtung der KAGs zur bestmöglichen Durchführung der Handelsgeschäfte der Fonds fordert. Das wird den Wettbewerb zwischen den beauftragten Brokern und Depotbanken (zumeist sind Broker und Depotbank ein Kreditinstitut) erhöhen und insofern auch unter Umständen deren Profitabilität begrenzen.

Die Profitabilität der KAGs wird jedoch durch den relativ starken Wettbewerb auf dem Investmentfondsmarkt

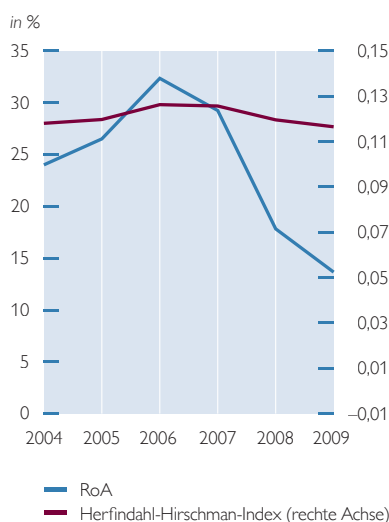
Grafik 5

### Profitabilität und Wettbewerb bei österreichischen KAGs

Jahresüberschuss der KAGs und Anteil am Gesamtsektor



RoA und Herfindahl-Hirschman-Index österreichischer KAGs



Quelle: OeNB.

<sup>22</sup> Jahresüberschuss aller inländischen KAGs in Q3/09: 64 Mio EUR, Jahresüberschuss gesamter österreichischer Bankensystem: 1,3 Mrd EUR.

<sup>23</sup> Immobilienfonds sind von der UCITS IV-Richtlinie nicht betroffen.



begrenzt. So zeigt die Konzentration des Fondsvermögens auf einzelne KAGs (ausgenommen Immobilien-KAGs), gemessen anhand des Herfindahl-Hirschman-Index<sup>24</sup> eine relativ niedrige Marktkonzentration von etwa 0,12, die sich seit 1998 noch verkleinerte. Es existiert aufgrund der relativ zahlreichen KAGs mit einem Marktanteil zwischen 1 % und 4 % ein gesunder Wettbewerb. Die drei größten KAGs verwalten allerdings mehr als 50 % der Fondsvolumina.

Der Return on Assets (RoA) der KAGs fiel seit dem Jahr 2006 markant, von über 30 % auf unter 15 %. Im gleichen Zeitraum nahmen auch die Werte des Herfindahl-Hirschman-Index leicht ab.

Die Tatsache, dass die meisten KAGs von heimischen Banken gehalten werden, birgt jedoch auch gewisse wechselseitige Reputationsrisiken in sich. Gerät etwa die Mutterbank in wirtschaftliche Schwierigkeiten, könnte es zum Abzug von Kundengeldern bei der hauseigenen KAG kommen, was zu Notverkäufen von Wertpapieren und verlorenen Erträgen für die Mutterbank führen könnte. Weitere finanzmarktstabilitätsrelevante Aspekte dieser Verschränkungen werden im folgenden Teil in Hinblick auf die Rolle der Depotbanken beleuchtet.

### 3.3 Die Rolle der Depotbanken für KAGs

Die 24 österreichischen Depotbanken erfüllen für inländische Investmentfonds die wichtige Aufgabe „*der Ausgabe und Rücknahme der Anteilscheine sowie der Verwahrung der zu einem Kapitalanlagefonds gehörigen Wertpapiere und der Füh-*

*rung der zum Fonds gehörigen Konten*“.<sup>25</sup> Aus dieser strengen Definition der Rolle der Depotbanken ist kein stabilitätsrelevanter Ansteckungskanal zwischen Finanzintermediären ersichtlich, da die von Investmentfonds gehaltenen Wertpapiere als Sondervermögen gelten und somit von etwaigen Gläubigerforderungen an die Depotbank unberührt bleiben.

Anders verhält es sich jedoch mit Einlagen bei Banken, die Fonds tätigen, um ihre Anlagestrategie zu optimieren und die Liquidität ihrer Fondsanteile zu gewährleisten. Diese sind laut § 93 (5) Z5 BWG von der österreichischen Einlagensicherung ausgeschlossen und werden aus Gründen der Einsparung von Verwaltungsaufwänden und logistischer Effizienz häufig bei der Depotbank des Investmentfonds gehalten. Im Fall des Konkurses des mit den Einlagen betrauten Kreditinstituts würden sich zwei Probleme für die betroffenen Investmentfonds ergeben: Erstens würden ihre Einlagen zur Konkursmasse zählen und wären somit, wie ein gewöhnliches Investment, einem Verlustrisiko ausgesetzt. Zweitens hätten sie auch keinen sofortigen Zugriff auf ihre Guthaben, was zu Liquiditätsengpässen führen könnte. Unter Umständen müssten die betroffenen Fonds dann Wertpapiere verkaufen, um ihre Liquidität und Anlageflexibilität wiederherzustellen. Somit besteht ein von Banken ausgehender Ansteckungskanal für Investmentfonds und in weiterer Folge im Extremfall auch für den Finanzmarkt, wenn z. B. Notverkäufe von Wertpapieren deren Preise drücken. Für Depotbanken wiederum erschwert die Volatilität der Fondseinlagen das Liquidi-

<sup>24</sup> Der Herfindahl-Hirschman-Index ist eine Kennzahl zur Konzentrationsmessung, welches Werte zwischen 1 und  $1/N$  ( $N$  als Anzahl der Unternehmen) annimmt. Ein Wert von 1 wird bei einem Monopol angenommen. Je kleiner der Wert ist, desto niedriger ist die Marktkonzentration.

<sup>25</sup> § 23 InvFG.

tätsmanagement, da Fondsmanager ihre Einlagenhöhe je nach Marktsituation im Gegensatz zu anderen Kunden sehr schnell anpassen.

Während in Q3/09 über 90% des veranlagten Kapitals in Wertpapieren veranlagt waren, hielten österreichische Investmentfonds kurzfristige, liquide Guthaben bei in- und ausländischen monetären Finanzinstituten (MFIs) in der Höhe von 11,5 Mrd EUR, davon 98% bei inländischen MFIs. Dies entspricht rund 10% der gesamten (bereinigten) Fondsvolumina und rund 2% der gesamten Einlagen von Kunden und Kreditinstituten bei inländischen Banken. Demgegenüber standen Kreditverpflichtungen der Fonds von rund 4,5 Mrd EUR. Generell lässt sich seit Q4/08 ein kontinuierlich sinkender Anteil der Guthaben bei in- und ausländischen MFIs an den österreichischen bereinigten Fondsvolumina feststellen

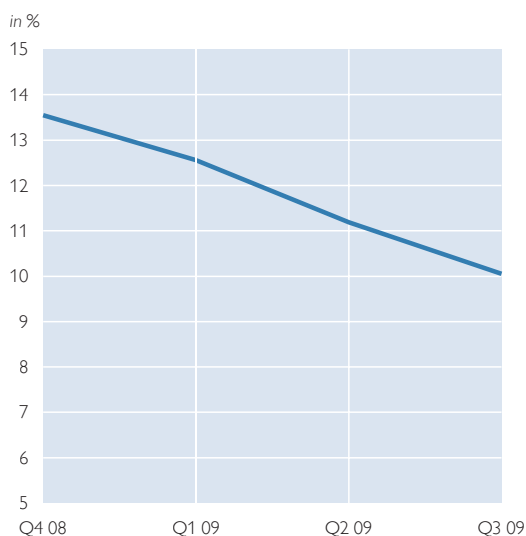
(von 13,6% auf 10,1%), was auf ein vermindertes Liquiditätsbedürfnis der Fonds und den Abbau von defensiven Einlagen im Jahr 2009 hinweist; eine Entwicklung, welche die Erholung an den Börsen unterstützte.

Da keine Einzelbankdaten zu Einlagen von Investmentfonds im Inland zur Verfügung stehen, ist die genaue quantitative Analyse der Verflechtung von Investmentfonds und einzelnen MFIs nicht möglich. Die starke Konzentration der verwalteten Fondsvolumina auf nur drei Depotbanken (59% in Q2/08, 57% in Q3/09) spiegelt den großen Marktanteil der drei KAGs dieser Mutterbanken wider und lässt auch auf eine hohe Konzentration der Einlagen bei diesen Depotbanken schließen. Dies wäre insofern problematisch, als das Risiko für die Liquidität des österreichischen Investmentfondssektors und seiner Anleger bei diesen drei Finanz-

Grafik 6

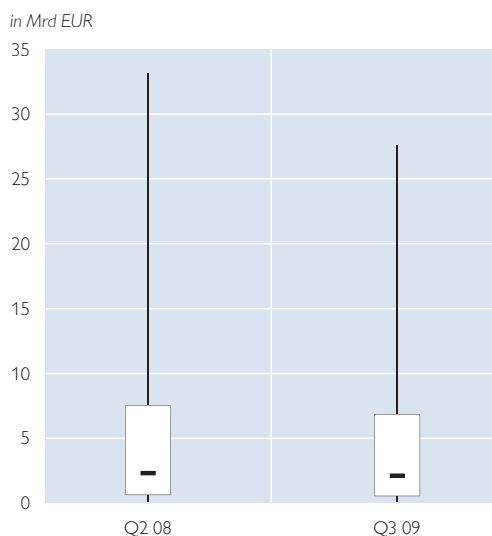
### Guthaben der Investmentfonds bei MFIs und Verteilung der Fondsvolumina auf Depotbanken

**Anteil der Guthaben bei MFIs an den bereinigten Fondsvolumina**



Quelle: OeNB.

**Quartilsdarstellung der Fondsvolumina bei österreichischen Depotbanken**



Darstellung: Min, Max, 1. Quartil, 2. Quartil, Median (Querstrich)

instituten konzentriert wäre.<sup>26</sup> Die ungleiche Verteilung der Fondsvolumina auf die inländischen Depotbanken ist auch in Grafik 6 ersichtlich.

Sollte es also zu Problemen bei jener Bank kommen, bei der ein Fonds seine Einlagen hält, so könnte sich der Fondsmanager entschließen seine Einlagen abzuziehen, was zu einer Verkleinerung der Einlagenbasis und einer verschlechterten Refinanzierungssituation der Bank beitragen würde. Nachdem die meisten KAGs im Besitz heimischer Banken stehen, die ihren Fonds oftmals als Depotbank dienen, wird in dieser Situation ein Interessenskonflikt für Fondsmanager der hauseigenen KAG deutlich. Der Abzug von Einlagen bei der gefährdeten Mutterbank könnte zwar im Interesse der Fondsanleger sein, gleichzeitig jedoch die Mutterbank in weitere Bedrängnis bringen. Um dieser Corporate-Governance-Problematik entgegenzuwirken, sieht § 2 (9) InvFG eine Trennung der organisatorischen und personellen Verantwortlichkeiten bei KAGs und Depotbanken vor.<sup>27</sup>

Ein anderes Beispiel für die Auswirkungen dieser mannigfaltigen Verflechtungen ist der Fall der Constantia Privatbank AG im Jahre 2008,<sup>28</sup> die auch für viele Fremdfonds die Funktion der Depotbank übernommen hatte, nicht den Rückhalt einer Großbank genoss und somit abhängiger von der Refinanzierung durch Fondseinlagen bzw. am Interbankenmarkt war. In diesem Fall stellte sich die Kombination einer Bank

mit geringer Bilanzsumme, großem Depotbankgeschäft und einer Abhängigkeit von Liquiditätslinien von Großbanken, die keine Eigentümerverflechtungen und -interessen aufwiesen, als problematisch heraus.

### 3.4 Versicherungen und KAGs

Auf der Eigentümerseite ist die Verflechtung von KAGs und Versicherungen unbedeutend, zumal sich nur knapp 2 % der Bilanzsumme der KAGs im Besitz von Versicherungen befinden. Umgekehrt veranlagten Versicherungen im Sinne langfristiger Anlagestrategien auch in Investmentfonds, ihre Aktiva umfassten in Q3/09 inländische Investmentfondsanteile in der Höhe von etwa 20 Mrd EUR.<sup>29</sup> Das sind über 20 % der Bilanzsumme des Versicherungssektors und knapp 18 % des (bereinigten) Investmentfondsvermögens. Das Risiko dieser Anlageposition für die Versicherungen liegt neben dem operationellen Risiko im Marktrisiko. Das Anlagerisiko bei Versicherungen kann schlagend werden, wenn aufgrund verlustbringender Kapitalanlageergebnisse eine Unterdeckung der Ansprüche von Versicherungsnehmern entsteht, bzw. die garantierten Zinssätze der klassischen Lebensversicherung nicht erwirtschaftet werden können. Von den 20 Mrd EUR fallen etwa 7,5 Mrd EUR auf fondsgebundene Lebensversicherungen, das Anlagerisiko trägt in diesem Fall vollständig der Versicherungsnehmer.

<sup>26</sup> § 20 (3) Z 8d InvFG.

<sup>27</sup> Das Gesetz besagt: „Mitglied des Aufsichtsrates der Kapitalanlagegesellschaft darf weder ein Geschäftsleiter noch ein Mitglied des Aufsichtsrates der Depotbank sein. Geschäftsleiter oder Prokurist der Kapitalanlagegesellschaft darf weder ein Geschäftsleiter noch ein Mitglied des Aufsichtsrates noch ein Prokurist der Depotbank sein.“ Weiters existieren in Österreich Selbstregulierungsverpflichtungen der betroffenen Akteure, die von der FMA anerkannt sind („Qualitätsstandards der österreichischen Investmentfondsbranche 2008“).

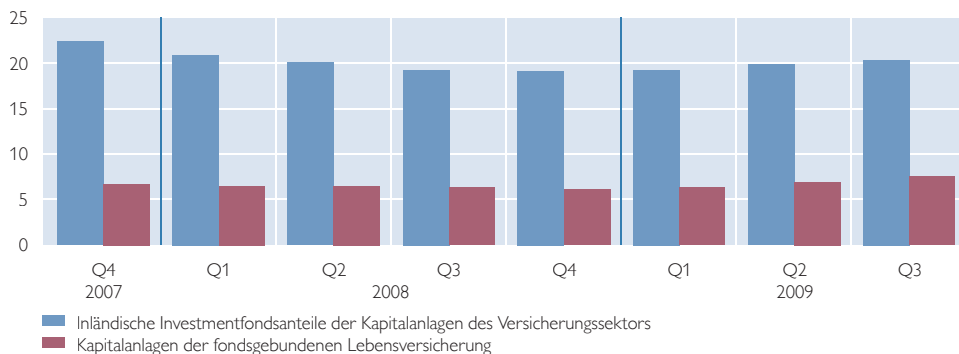
<sup>28</sup> [http://www.oenb.at/de/presse\\_pub/aussendungen/2008/2008q4/20081017\\_constantia\\_privatbank.jsp#tcm:14-91868](http://www.oenb.at/de/presse_pub/aussendungen/2008/2008q4/20081017_constantia_privatbank.jsp#tcm:14-91868)

<sup>29</sup> Die Aufteilung in österreichische und ausländische Investmentfondsanteile für die fondsgebundenen Lebensversicherungen stand nicht zu Verfügung.

Grafik 7

### Inländische Investmentfondsanteile in den Kapitalanlagen österreichischer Versicherungen

in Mrd EUR



Quelle: OeNB.

Fonds- und indexgebundene Lebensversicherungen werden häufig auch als Tilgungsträger für endfällige Fremdwährungskredite verwendet und sollen der Rückzahlung der Hälfte dieser Kredite an private Haushalte dienen (etwa 15 Mrd EUR). Damit eröffnet sich eine weitere Verbindung zwischen Banken, Versicherungen und Investmentfonds. Eine schlechte Performance der Investmentfonds kann über die fondsgebundenen Lebensversicherungen zu einer Deckungslücke<sup>30</sup> der endfälligen Fremdwährungskredite führen und damit das Ausfallrisiko des Kreditnehmers erhöhen. Eine Umfrage bei inländischen Banken per Q4/08 ergab, dass

es am Tiefpunkt der Krise einen Abstand zwischen der realen und geplanten Ansparung von etwa 16% gab, dessen Auswirkungen je nach Laufzeit des Kredits und Anlagestrategie der zugrunde liegenden Investmentfonds variieren. Gemildert wird dieses zusätzliche Kreditrisiko für die Banken durch Sicherheiten wie etwa eine dem Kredit zugrunde liegende Immobilie.

Die umgekehrte Verflechtung durch die Veranlagung von Investmentfondsgeldern in Wertpapiere von österreichischen Versicherungen ist mit einem Volumen von 156 Mio EUR (Q3/09) für den gesamten Sektor vernachlässigbar.

Kasten 1

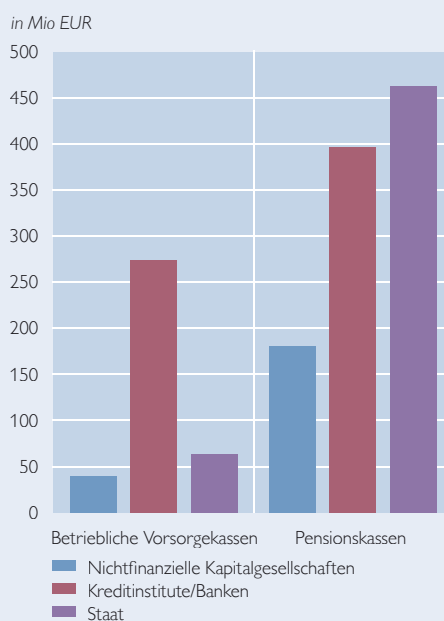
#### Rolle der Pensionskassen und betrieblichen Vorsorgekassen in den Wechselbeziehungen zwischen Banken und KAGs

Pensionskassen (PKs) und betriebliche Vorsorgekassen (BVKs) stehen mehrheitlich im Eigentum des österreichischen Finanzsektors: 65% der PKs und BVKs (vermögensgewichtet) werden von inländischen Banken kontrolliert. Per Ende Q3/09 verfügten Pensionskassen über ein Vermögen von 13,3 Mrd EUR, BVKs über ein Vermögen in Höhe von 2,7 Mrd EUR (starkes Jahreswachstum 2009: +33,5%) – zusammen also rund 16 Mrd EUR. Davon waren 91% in Wertpapieren veranlagt – der Rest sind vor allem Kassenbestände bzw. Guthaben bei Kreditinstituten. Wiederum 91% des in Wertpapieren veranlagten Vermögens waren in Österreich investiert, das heißt entweder direkt in inländischen Wertpapieren (nur rund 340 Millionen

<sup>30</sup> Siehe dazu „Ergänzung zu den FMA-Mindeststandards zur Vergabe und Gestionierung von Fremdwährungskrediten und Krediten mit Tilgungsträgern“ vom 16. Oktober 2003, Ergänzung vom 22. März 2010 unter <http://www.fma.gv.at/cms/site/DE/detail.html?doc=CMS1269254019033&channel=CH0081>

EUR) oder indirekt (12,8 Mrd EUR) in österreichischen Fonds. Vom Gesamtvermögen aller PKs und BVKs waren somit per Ende September 2009 80 % in inländischen Investmentfonds veranlagt. In inländischen Bankentiteln waren PKs und BVKs direkt und indirekt (über Veranlagungen in Fonds) mit 671 Mio EUR veranlagt. Bei einem Umlaufvermögen inländischer Bankpapiere in Höhe von knapp 280 Mrd EUR ist die Bedeutung der PKs und BVKs als Investoren für den Bankensektor allerdings vernachlässigbar.

### Inländisches Anlagevolumen der Kassen nach Schuldnersektoren (insgesamt 1,5 Mrd EUR)



Da gemeinsam mit den Einlagen sogar 14 % des Kassenvermögens bei inländischen Banken bzw. in inländischen Bankentiteln veranlagt waren, könnte der Ausfall eines Kreditinstituts jedoch negative Auswirkungen auf die Performance der Pensionskassen und BVKs haben. In der Beurteilung der Folgen ergibt sich für BVKs und Pensionskassen jedoch ein sehr unterschiedliches Bild: Pensionskassen agieren (für sich als Unternehmen) weitgehend frei von direkten Veranlagungsrisiken, diese trägt mehrheitlich der Arbeitgeber (etwaige Nachschusspflicht) oder der Anwartschafts- bzw. Leistungsberechtigte. Nur bei 27%<sup>1</sup> des Pensionskapitals existiert eine Mindestertragsgarantie, die aber aufgrund ihrer besonderen Beschaffenheit (sie wird erst im Leistungszeitraum schlagend) seit einer Gesetzesänderung 2003 heute ein vergleichsweise geringeres Stabilitätsrisiko für die Pensionskassen darstellt.<sup>2</sup>

Die Situation der BVKs stellt sich etwas exponierter dar: BVKs, die zu 69 % via Investmentfonds investieren, unterliegen einer nominellen Kapitalgarantie nach § 24 BMSVG (Bundesgesetz über die betriebliche

Mitarbeitervorsorge – Betriebliches Mitarbeiter- und Selbstständigenvorsorgegesetz), sodass den Anwartschaftsberechtigten die einbezahlten Beiträge ungeachtet der verrechneten Verwaltungskosten garantiert sind. Wenn nun über mehrere Jahre hinweg aufgrund negativer Performance der Investmentfonds ein Verlust entstände (Szenario: drei Jahre in Folge eine Performance wie im Jahr 2008), liefen einige Kassen Gefahr, ihre Rückstellungen aufzubrechen und einen Kapitalzuschuss seitens der Eigentümer zu benötigen.<sup>3</sup> Da die Kapitalgarantie nominell ist, sollte eine rechtzeitige Umschichtung, z. B. zur Abbildung der Sekundärmarktrendite (aktuell rund 3 %), die Lage aber zeitgerecht entschärfen können. Bereinigt um Ein- und Auszahlungen und nach Kosten haben BVKs in den Jahren 2004–2009 im Schnitt 1,4 % Vermögenszuwachs realisiert.<sup>4</sup>

Hinsichtlich der Liquidität scheint die Situation wenig kritisch, da in dieser frühen Phase des Systems „Abfertigung neu“ jährlich noch vier bis fünf Mal so viele Beiträge einfließen wie Auszahlungen aus Abfertigungsleistungen abfließen. Auch hier gilt: Je näher das System dem

<sup>1</sup> Per Dezember 2008.

<sup>2</sup> Zum einen waren per Ende 2008 erst 11 % leistungsberechtigt, zum anderen wird seit 2003 eine Mindestertragsrücklage (Höhe per Ende 2008: 56 Mio EUR) aus den Beiträgen dotiert.

<sup>3</sup> OeNB-Erhebung 2009, Szenariorechnung per Umfrage.

<sup>4</sup> OeNB-Berechnung, vermögensgewichtet auf Basis des Meldewesens. Diese Berechnung reflektiert die Gesamtheit aller Anwartschaftsberechtigtenkonten hinsichtlich des Schlagendwerdens der Kapitalgarantie und stellt keinen Performanceausweis dar. Ein Performanceausweis kann auf der Homepage der Oesterreichischen Kontrollbank AG (OeKB) eingesehen werden.

*Gleichgewicht kommt, desto anfälliger wird der Sektor bzw. das System gegenüber einer (neuerlichen) Marktkrise. Ungeachtet der Performance der Kassen für die Anspruchsberechtigten/Leistungsberechtigten werden BVKs und Pensionskassen in Zukunft stabilitätsfördernd auf KAGs wirken. Jährlich fließen den Kassen fast 2 Mrd EUR an Beiträgen zu, wovon ein Großteil indirekt, also in Investmentfonds, veranlagt wird. So werden für das Finanzsystem stabile Erträge und Liquidität sichergestellt.*

#### 4 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse

Zusammenfassend ist anzumerken, dass sich aus der relativ geringen Bilanzsumme von KAGs keine systemische Gefahr für die Banken ableiten lässt. Betrachtet man aber das bereinigte Fondsvermögen von 114 Mrd EUR, so haben Investmentfonds eine stabilitätsrelevante Größe.

Insbesondere verdient die Überschneidung der Rollen von Depotbank, Mutterbank und Bank, bei der die liquiden Mittel der Fonds gehalten werden, eine weitere Beobachtung. Des Weiteren wurde die Verflechtung von Investmentfonds mit allen anderen Finanzintermediären – einerseits als Verwalter von Anlagegeldern, andererseits als Investoren in Wertpapiere, die von Finanzintermediären ausgegeben werden – ausführlich analysiert. Zusätzlich

konnte die Studie gegenseitige Eigentümerschränkungen von Banken, KAGs, BVKs und PKs quantifizieren. Insgesamt sind die daraus resultierenden Finanzmarktstabilitätsrisiken hinsichtlich deren Größe als begrenzt einzuordnen.

Nicht Gegenstand der Studie waren operationelle Risiken, die – wie der Madoff-Skandal in den USA zeigte – nicht außer Acht gelassen werden sollten, sowie die Auswirkungen der kommenden OGAW-Richtlinie (UCITS IV).<sup>31</sup> Auch die aus Kursverlustrisiken, die von nichtfinanziellen Unternehmen und Haushalten getragen werden, resultierenden indirekten realwirtschaftlichen Rückkoppelungseffekte auf die Finanzmarktstabilität wurden in dieser Studie nicht analysiert und eröffnen Themenbereiche für weitere Analysen.

#### Literaturverzeichnis

- Andreasch, M. und G. Sedlacek. 2009.** Finanzkrise hinterlässt tiefe Spuren auf dem österreichischen Wertpapiermarkt. Statistiken – Daten & Analysen Q3/09. OeNB. 41–52.
- Ebner, G. und E. Ubl. 2009.** Die österreichische Versicherungswirtschaft aus Sicht der Finanzmarktstabilität. Finanzmarktstabilitätsbericht 18. OeNB. 78–95.
- Probst, C. und G. Sedlacek. 2009.** Österreichische Investmentfonds werden wieder vermehrt nachgefragt. Statistiken – Daten & Analysen Q4/09. OeNB. 35–44.

<sup>31</sup> Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW).

**Anhang****Österreichische KAGs, Fondsvolumina, Depotbank**

Name der KAG	Verwaltetes Fondsvolumen der KAG (in Mio EUR) <sup>1</sup>	Depotbank für den Großteil (>50%) der verwalteten Fondsvolumina der KAG
Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft mit beschränkter Haftung	26.654	Raiffeisen Zentralbank Österreich Aktiengesellschaft
ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H.	26.073	Erste Group Bank AG
Pioneer Investments Austria GmbH	20.034	UniCredit Bank Austria AG
Allianz Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH	9.803	Allianz Investmentbank Aktiengesellschaft
KEPLER-FONDS Kapitalanlagegesellschaft m.b.H.	8.907	Raiffeisenlandesbank Oberösterreich Aktiengesellschaft
DWS (Austria) Investmentgesellschaft mbH	5.883	State Street Bank GmbH Filiale Wien
3 Banken-Generali Investment-Gesellschaft m.b.H.	4.476	Oberbank AG, BKS Bank AG <sup>2</sup>
CPB Kapitalanlage GmbH	4.249	Aviso Zeta Bank AG (vormals CONSTANTIA PRIVATBANK)
Carl Spängler Kapitalanlagegesellschaft m.b.H.	3.693	State Street Bank GmbH Filiale Wien
RINGTURM Kapitalanlagegesellschaft m.b.H.	3.583	UniCredit Bank Austria AG
Gutmann Kapitalanlageaktiengesellschaft	3.437	Bank Gutmann Aktiengesellschaft
BAWAG P.S.K. INVEST GmbH	3.422	BAWAG P.S.K. Bank für Arbeit und Wirtschaft und Österreichische Postsparkasse Aktiengesellschaft
Volksbank Invest Kapitalanlagegesellschaft m.b.H.	3.186	Österreichische Volksbanken-Aktiengesellschaft
HYPO-Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H.	2.573	Vorarlberger Landes- und Hypothekenbank Aktiengesellschaft
Schoellerbank Invest AG	2.230	Schoellerbank Aktiengesellschaft
Sparkasse Oberösterreich Kapitalanlagegesellschaft m.b.H.	2.139	Allgemeine Sparkasse Oberösterreich Bankaktiengesellschaft
Security Kapitalanlage Aktiengesellschaft	1.431	Aviso Zeta Bank AG (vormals CONSTANTIA PRIVATBANK)
Raiffeisen Salzburg Invest Kapitalanlage GmbH	1.296	Raiffeisen Zentralbank Österreich Aktiengesellschaft
C-QUADRAT Kapitalanlage AG	1.071	Aviso Zeta Bank AG (vormals CONSTANTIA PRIVATBANK)
Tirolinvest Kapitalanlagegesellschaft m.b.H.	562	Tiroler Sparkasse Bankaktiengesellschaft Innsbruck
Bankhaus Schelhammer & Schattera Kapitalanlagegesellschaft m.b.H.	349	Bankhaus Schelhammer & Schattera Aktiengesellschaft
JULIUS MEINL INVESTMENT Gesellschaft m.b.H.	228	MEINL BANK Aktiengesellschaft
INNOVEST Kapitalanlage AG	155	Allianz Investmentbank Aktiengesellschaft
Valartis Asset Management (Austria) Kapitalanlagegesellschaft m.b.H.	115	Valartis Bank (Austria) AG
Erste Asset Management GmbH	2	Erste Group Bank AG
Bank Austria Real Invest Immobilien-Kapitalanlage GmbH <sup>3</sup>	1.108	UniCredit Bank Austria AG
Raiffeisen Immobilien Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H. <sup>3</sup>	335	Raiffeisen Zentralbank Österreich Aktiengesellschaft
Immo Kapitalanlage AG <sup>3</sup>	221	Österreichische Volksbanken-Aktiengesellschaft
CPB Immobilien Kapitalanlage GmbH <sup>3</sup>	116	Aviso Zeta Bank AG (vormals CONSTANTIA PRIVATBANK)
ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. <sup>3</sup>	22	Erste Group Bank AG
<b>SUMME</b>	<b>137.352</b>	

Quelle: OeNB.

<sup>1</sup> Daten per Ende Q3/09.<sup>2</sup> Die Fonds der 3 Banken-Generali Investment-Gesellschaft m.b.H. verwenden als Depotbanken hauptsächlich die Oberbank AG und die BKS Bank AG.<sup>3</sup> Immobilien-KAGs.