

Die Bedeutung von Anleiheemissionen für die Unternehmensfinanzierung in Österreich

In Österreich hat sich die Emission von Unternehmensanleihen zuletzt überaus dynamisch entwickelt, sodass Anleihen mittlerweile einen wesentlichen Bestandteil der Finanzierungsstruktur des österreichischen Unternehmenssektors darstellen. Betriebe aus den verschiedensten Branchen und vermehrt kleinere Firmen haben Emissionen begeben. Mit diesem Instrument können die Unternehmen Gläubiger über Banken hinaus ansprechen und ihre Finanzierung auf eine breitere Basis stellen. Die Emission von Anleihen erhöht daher in der Regel nicht die Verschuldung der Unternehmen, sondern führt zu einer Substitution von Bankkrediten. Anleihen ermöglichen eine längerfristige Mittelaufnahme als Bankkredite, sind aber infolge eines degressiven Kostenverlaufs bei der Emission vor allem für großvolumige Finanzierungen geeignet. Da eine Anleihe für spezifische Finanzierungserfordernisse zweckmäßig ist, wird sie auch auf lange Sicht den Kredit nicht ersetzen können. Eine Anleihe stellt höhere Anforderungen an die Bonität des Emittenten als der Bankkredit. Bisher gab es nur sehr wenige Ausfälle bei den von österreichischen Unternehmen emittierten Anleihen.

Walter Waschiczek¹

1 Einleitung

Der Bankkredit bildet die mit Abstand wichtigste Außenfinanzierungsquelle für Unternehmen in Österreich, während Anleihen lange Zeit eine eher untergeordnete Rolle gespielt haben. In jüngster Zeit hat allerdings die Begebung von Anleihen durch österreichische Unternehmen eine beträchtliche Dynamik entwickelt, nachdem schon unmittelbar nach Einführung des Euro im Jahr 1999 die Emissionstätigkeit im Euroraum kräftig zu expandieren begonnen hatte. Damit sind jene Disintermediationstendenzen in der Fremdkapitalaufbringung, die auf den internationalen Finanzmärkten schon längere Zeit zu beobachten waren, nunmehr auch in Österreich zu registrieren.

Die Mittelaufnahme durch Anleihen unterscheidet sich in einer Reihe von Punkten von der Kreditaufnahme bei Banken wie z. B. im Hinblick auf die Laufzeit der Finanzierung, die damit verbundenen Kosten, aber auch die grundsätzliche Ausgestaltung der Zahlungsmodalitäten. Anleihen sind daher nicht für alle Unternehmen (und Investitionsvorhaben) gleich

geeignet. Damit ergeben sich auch Implikationen für die Finanzmarktstabilität, da das Kreditrisiko und die damit einhergehenden Chancen und Risiken nicht mehr von darauf spezialisierten Banken, sondern von breit gestreuten Anleihegläubigern getragen werden.

Der vorliegende Beitrag hat zum Ziel, die Implikationen dieser Veränderungen des Mittelaufkommens auf die Unternehmensfinanzierung in Österreich näher zu beleuchten. Ausgangspunkt ist eine vergleichende Darstellung der Entwicklung im Euroraum und in Österreich in den Jahren 1999 bis 2003 und ihrer wesentlichsten angebots- und nachfrageseitigen Einflussfaktoren. Das darauf folgende Kapitel untersucht die Bedeutung von Anleihen für die Unternehmensfinanzierung in Österreich und setzt sie zur Mittelaufnahme durch Bankkredite in Beziehung. Darauf aufbauend werden einige sich daraus ergebende Finanzmarktstabilitätsaspekte analysiert. Das letzte Kapitel enthält die Schlussfolgerungen.

¹ Der Autor dankt Werner Dirschmid, Hans-Georg Kantner (KSV), Peter Mooslechner, Helene Schubert, Martin Schürz, Elisabeth Springler, Christian Stein (Austria Wirtschaftsservice) und Florian Vanek (Wiener Börse) für wertvolle Hinweise sowie Michael Andreasch, Gerhard Fiam, Ernst Glatzer, Wolfgang Harrer, Andreas Kronlachner (Wiener Börse), Wolfgang Schellner, Gerhard Schlintl und Wolfgang Schüller für ihre Unterstützung bei der Bereitstellung von Daten.

Wissenschaftliche
Begutachtung:
Markus Schwaiger.

2 Definitionen und Datenbasis

Im Rahmen dieses Beitrags werden unter Unternehmensanleihen Wertpapiere verstanden, die von nicht-finanziellen Unternehmen² begeben werden und einen schuldrechtlichen Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung des vom Investor eingesetzten Kapitals verbriefen. Anleihen unterliegen geringeren rechtlichen Auflagen oder Einschränkungen als Aktien. Sie setzen keine bestimmte Rechtsform voraus und können hinsichtlich der Laufzeit, Verzinsung, Kuponzahlung, Währung, verbrieften Rechte usw. den Erfordernissen der emittierenden Unternehmen und der Kapitalmarktsituation angepasst werden (Zuffer, 2003). Grundsätzlich lassen sich aufgrund der Platzierungsstrategie zwei Varianten unterscheiden: Bei einem öffentlichen Angebot wird die Anleihe einem breiten Investorenkreis angeboten und in der Regel anschließend an einer Börse notiert. Bei einer Privatplatzierung wird die Emission bei einer kleinen Anzahl von namentlich bekannten institutionellen Investoren platziert. Der vorliegende Beitrag bezieht beide Arten von Emissionen in die Analyse ein,

geht allerdings aus Platzgründen auf die Unterschiede nicht näher ein.

Angaben über den Umlauf von Unternehmensanleihen finden sich in mehreren Datenquellen: Zum einen melden die inländischen Kreditinstitute im Rahmen der Emissionsstatistik (neben den eigenen Schuldverschreibungen) die verbrieften Verbindlichkeiten von Nichtbanken.³ Diese Statistik enthält Werte für den Zeitraum ab 1999.⁴ Da sie von allen Zentralbanken des Euroraums nach den Melderichtlinien der Europäischen Zentralbank (EZB) erstellt wird, erlaubt sie einen euroraumweiten Vergleich.⁵

Zum anderen finden sich Daten in der Wertpapier-Stammdatenbank der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB), die – neben diesbezüglichen Meldungen der Banken – von zwei Datenanbietern (Oesterreichische Kontrollbank – OeKB und der Firma Wertpapier-Mitteilungen, Frankfurt) stammen und eine Vielzahl von Merkmalen für alle im In- und Ausland offiziell emittierten Wertpapiere enthalten. In weiterer Folge wird primär diese Datenbasis verwendet. Auch die Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung (GFR) greift auf diesen Datenbestand zurück. Die im Rahmen

² Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (S. 11) gemäß ESVG 1995. Diese umfassen alle institutionellen Einheiten, die als Marktproduzenten in der Haupttätigkeit Waren und nichtfinanzielle Dienstleistungen produzieren. Anleihen, die von Banken und anderen finanziellen Unternehmen begeben wurden, fallen daher nicht darunter, obwohl es sich bei diesen ebenfalls um unternehmerisch agierende Wirtschaftseinheiten handelt. Einige Arbeiten zu diesem Thema beziehen diese zu den Unternehmensanleihen mit ein (z. B. de Bondt und Lichtenberger, 2004).

³ Zu melden sind alle börsennotierten und nicht börsennotierten verbrieften Verbindlichkeiten in Euro und Fremdwährung (auch Privatplatzierungen).

⁴ Für eine weiter zurückreichende Betrachtung der Rentenmarktentwicklung steht überdies die Kapitalmarktstatistik zur Verfügung, die allerdings nur auf dem österreichischen Rentenmarkt emittierte Anleihen enthält, nicht jedoch Emissionen auf den internationalen Märkten sowie Fremdwährungsemissionen. Da in den letzten Jahren der weitaus überwiegende Teil der Unternehmensanleihen im Ausland begeben wurde, gibt diese Statistik ein unvollständiges Bild vom tatsächlichen Ausmaß der Emissionstätigkeit.

⁵ Für eine breitere internationale Perspektive wurden für die USA, das Vereinigte Königreich und Japan die Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) herangezogen, die aber konzeptionell nicht vollständig vergleichbar sind.

der GFR-Statistik erfassten Umlaufdaten (ab 1995 verfügbar) und Transaktionsdaten (ab 1999 verfügbar) sind unter anderem nach Anlegersektoren gegliedert.⁶

Die Bewertung der Anleihen erfolgt in der Emissionsstatistik zu Nominalwerten,⁷ die Wertpapierpositionen in der Wertpapier-Stammdatenbank der OeNB (und der GFR) werden hingegen zu Marktwerten bewertet. Aufgrund dieser Bewer-

tungsunterschiede weichen die Zahlenangaben der einzelnen Statistiken leicht voneinander ab. Während sich das Umlaufvolumen von Unternehmensanleihen laut Emissionsstatistik auf 19 Mrd EUR belief, wiesen sowohl die Wertpapier-Stammdatenbank als auch die GFR für Ende 2003 ein Umlaufvolumen von Unternehmensanleihen von mehr als 20 Mrd EUR aus.⁸

Tabelle 1

Umlaufvolumen von Unternehmensanleihen im Jahr 2003

	in Mrd EUR	in % des BIP
Frankreich	306	19,6
Deutschland	96	4,5
Niederlande	52	11,3
Italien	38	2,9
Belgien	34	12,8
Österreich	19	8,5
Finnland	17	11,8
Portugal	16	12,1
Spanien	16	2,1
Griechenland	1	0,4
Euroraum ¹	594	8,2
USA	1.992	25,9
Japan	578	19,2
Vereinigtes Königreich	268	21,3

Quelle: OeNB: Emissionsstatistik, EZB, BI.Z.

¹ Für Irland und Luxemburg sind keine Werte vorhanden.

3 Unternehmensanleihen im Euroraum und in Österreich

3.1 Markt für Unternehmensanleihen: Struktur und Entwicklung seit 1999

Das Volumen der von im Euroraum ansässigen nichtfinanziellen Unternehmen emittierten Anleihen hat sich zwischen 1999 und 2003 nahezu verdoppelt, nachdem es in den Jahren von 1993 bis 1998 nur um 10% zugenommen hatte. Vor allem in den Jahren 1999 bis 2001 war das Expansionstempo mit Zuwachsraten von

jeweils rund 20% überaus hoch. Im Jahr 2002 verlangsamte sich das Wachstum auf rund 2%, beschleunigte sich aber im Jahr 2003 wieder auf 8%.

Trotz dieser dynamischen Ausweitung betragen Ende 2003 die Unternehmensanleihen im Euroraum weniger als ein Drittel des entsprechenden Werts der USA und nur wenig mehr als in Japan. Bezogen auf die Größe der Wirtschaft war das Volumen der Unternehmensanleihen im Euroraum mit 8% des BIP nicht nur weitaus geringer als in den USA, sondern auch

⁶ Für eine Analyse der Anlegerstruktur wird die GFR herangezogen. Für eine Reihe von europäischen Ländern finden sich Vergleichsdaten aus der Finanzierungsrechnung in der NewCronos-Datenbank des Eurostat.

⁷ Eine Ausnahme gilt für Null-Kupon-Anleihen, die zum tatsächlich gezahlten Betrag erfasst werden.

⁸ Dieser Unterschied resultiert im Wesentlichen aus dem Rückgang der Zinsen in den letzten Jahren, der bei fixverzinsten Anleihen zu einem Kursanstieg geführt hat.

in Japan und im Vereinigten Königreich (Tabelle 1). Innerhalb der einzelnen Länder des Euroraums bestanden dabei erhebliche Unterschiede. Die BIP-Anteile der USA und des Vereinigten Königreichs wurden von keinem Land erreicht. Frankreich, auf das mehr als die Hälfte des Umlaufvolumens im Euroraum entfiel, erreichte mit 19,6% den BIP-Anteil Japans. In Deutschland, dem in absoluten Zahlen zweitgrößten Markt im Euroraum, betrug das Umlaufvolumen demgegenüber nur 4,5% des BIP.

Der österreichische Wert von 8,5% des BIP war der sechstgrößte des Euroraums, damit war das Umlaufvolumen in Relation zur Größe der Wirtschaft etwas größer als der Durchschnitt des Euroraums. Der Anteil österreichischer Emittenten am gesamten Umlauf von Unternehmensanleihen im Euroraum betrug Ende 2003 3,3%. Dabei setzte die Dynamik in Österreich erst einige Jahre später als im Euroraum ein: Nach drei Jahren mit geringen Zuwachsraten bzw. Rückgängen übertraf ab 2002 die Zuwachsrate der Unternehmensanleihen in Österreich jene des Euroraums insgesamt; im Jahr 2002 mit 2,6% nur knapp, im Jahr 2003 mit 22,5% hingegen sehr deutlich.⁹

Die Dynamik der Emissionstätigkeit der österreichischen Unterneh-

men in den letzten Jahren wurde nicht unerheblich von den so genannten Rechtsträgerfinanzierungen verdeckt. Seit 1998 haben Unternehmen im Eigentum des Bundes die Möglichkeit, ihren Fremdkapitalbedarf über Bundesfinanzierungen abzudecken. Aus diesem Grund haben diese Unternehmen, die in der Vergangenheit in erheblichem Ausmaß den Rentenmarkt in Anspruch genommen hatten, zwischen 1998 und 2002 kaum neue Emissionen aufgelegt. Früher emittierte Papiere wurden jedoch planmäßig getilgt, wodurch der Zuwachs des Umlaufvolumens an Unternehmensanleihen insgesamt deutlich abgeschwächt wurde. Seit laut Entscheidung des Eurostat im Februar 2003 diese Bundesfinanzierungen den Staatsschulden im Sinne von Maastricht hinzuzuzählen sind, werden sie sukzessive rückgeführt, und die betroffenen Unternehmen sind auf den Rentenmarkt zurückgekehrt (OeNB, 2004).¹⁰

Wie bei den Bankkrediten haben österreichische Unternehmen auch Anleihen in überdurchschnittlich hohem Ausmaß in Fremdwährung emittiert. Ende 2003 betrug der Anteil von Fremdwährungsemissionen an den gesamten Unternehmensanleihen mehr als ein Viertel, während er sich im Euroraum insgesamt auf 11% belief. Entsprechend unterschiedlich sind die „Marktanteile“ Österreichs:

⁹ Anleihen haben in Österreich bis in die Siebzigerjahre in der Finanzierung des Unternehmenssektors bereits eine relativ große Rolle gespielt, wie die Daten der Kapitalmarktstatistik zeigen. Zum weitaus überwiegenden Teil handelte es sich dabei um Emissionen der Elektrizitätswirtschaft (deren Struktur bis zum EU-Beitritt Österreichs durch das 2. Verstaatlichungsgesetz von 1947 bestimmt wurde), die damit ihren Kapitalbedarf zum Ausbau der Energieversorgung in Österreich deckte. Bis 1977 belief sich das Umlaufvolumen der auf dem österreichischen Rentenmarkt begebenen Anleihen von „sonstigen Nichtbanken“ auf mehr als 3% des BIP, ein Wert, der erst wieder 2003 erreicht wurde.

¹⁰ Wenn man zu Illustrationszwecken ihr gesamtes Volumen (was zweifellos eine Verzerrung in die andere Richtung bedeutet, da nicht das gesamte Finanzierungsvolumen in Form von Anleihen aufgenommen worden wäre) zum tatsächlichen Umlauf der Unternehmensanleihen addiert, belief sich dieser hypothetische Umlauf auf 14,5% des BIP; das wäre der zweithöchste Wert im Euroraum.

Bei den Euro-Emissionen lag dieser 2003 bei 2,7%, im Fremdwährungssegment bei 8,0%.¹¹

3.2 Gründe für die starke Ausweitung der Unternehmensanleihen

Durch die Integration von elf (mittlerweile zwölf) relativ kleinen und zum Teil wenig entwickelten Märkten zu einem breiten, tiefen und liquiden Anleihemarkt haben sich die Bedingungen für die Emission von Anleihen deutlich verbessert. Zum einen sind durch den größeren Markt die Chancen auf eine günstige Platzierung größerer Volumina gestiegen, zum anderen hat die Intensivierung des Wettbewerbs unter den Investmentbanken im Gefolge der Währungsunion die Emissionskosten markant reduziert. Während vor Einführung der einheitlichen Währung das Investment Banking entlang der jeweiligen Währungsgrenzen und daher sehr stark national organisiert war und die Erfahrung mit Marketing und Vertrieb in der jeweiligen Währung somit einen wesentlichen Wettbewerbsfaktor darstellte, besteht mittlerweile zwischen den Nationalitäten von Emissionsbank und Emittent kein besonders enger Zusammenhang mehr. Santos und Tsatsaronis (2002) zeigen, dass die Provisionen und Gebühren für die Übernahme und Platzierung von Unternehmensanleihen in Euro zwischen 1997 und 2000 von 150 Basispunkten auf 25 Basispunkte gesunken sind und damit nicht mehr höher als die äquivalenten Werte für US-Dollar-Emissionen waren. Die Währungsunion hat dadurch die Emissionskosten bedeutend reduziert.

Daneben haben einige temporäre Faktoren in den Jahren 1999 bis 2001 die Emissionstätigkeit zusätzlich ansteigen lassen. So wurde die starke Zunahme der Fusionen und Übernahmen (M&A) zu einem wesentlichen Teil über Unternehmensanleihen finanziert (de Bondt, 2002). Ein weiterer Faktor war die Liberalisierung der Telekommunikationsbranche sowie der Kapitalbedarf für die UMTS-Lizenzen. Darüber hinaus hat in diesen Jahren auch das Umfeld niedriger Inflationsraten und tiefer Zinsen das Interesse der Unternehmen an langfristigen Finanzierungen und damit auch an Anleiheemissionen erhöht.¹² Auch Umschichtungen von Aktien in Anleihen nach dem starken Kursrückgang an den internationalen Börsen ab 2000 haben die Nachfrage erhöht (Deutsche Bundesbank, 2004). Schließlich ist in den ersten Jahren der Währungsunion infolge rückläufiger Fiskalsalden bei einer Reihe von Staaten des Euroraums das Angebot an Staatsanleihen gesunken, sodass auch aus diesem Grund vermehrt in Unternehmensanleihen veranlagt wurde.

Aber nicht nur die Angebotsbedingungen haben sich geändert, auch die Nachfrage nach Unternehmensanleihen stieg infolge der Schaffung eines gemeinsamen Währungsraums, indem der regulationsbedingte „home bias“ durch währungsbezogene Anlagebeschränkungen, die in vielen Ländern für Versicherungen und Pensionskassen bestehen, beseitigt wurde (Perée und Steinherr, 2001). Derartige Währungsdeckungsregelungen, nach denen ein Großteil der Anlagen

¹¹ Aufgegliedert nach Währungen entfielen auf den Schweizer Franken 58%, auf den US-Dollar 25% und auf den japanischen Yen 17%.

¹² Abgesehen von den rückläufigen Anleihezinsen verringerten sich 2003 im Euroraum die Renditenabstände von Unternehmensanleihen zu den Renditen von Staatsanleihen markant (OeNB, 2004).

in jener Währung erfolgen muss, auf die ihre Verbindlichkeiten lauten, wurden für das Portfoliomanagement im Euroraum bedeutungslos, wodurch das Spektrum prinzipiell erwerbbarer Anleihen markant gestiegen ist.

Umgekehrt sind mit dem Aufgehen der Vorgängerwährungen in den Euro die Möglichkeiten entfallen, aus Wechselkursschwankungen oder unterschiedlich hohen Renditen der einzelnen europäischen Währungen Erträge zu generieren. Die Suche nach neuen Möglichkeiten der Streuung des Portfolios und nach höheren Renditen hat die Nachfrage nach Unternehmensanleihen ansteigen lassen (Kaiser und Heilenkötter, 1999). Der daraus resultierende zunehmende Fokus auf das Kreditrisiko bei den Anlageentscheidungen vor allem institutioneller Anleger manifestiert sich auch darin, dass die Expansion der Unternehmensanleihen im Euroraum ab 1999 zu einem wesentlichen Teil vom unteren Ende des Rating-Spektrums getragen wurde (de Bondt und Lichtenberger, 2004).¹³

4 Auswirkungen auf die Unternehmensfinanzierung in Österreich

4.1 Breit gefächerte Branchenstruktur der Emittenten

Während die Emissionen früherer Jahre vor allem von Energieversorgungsunternehmen und anderen

staatsnahen Unternehmen begeben worden waren, haben in letzter Zeit Betriebe aus den verschiedensten Branchen und vermehrt kleinere Firmen Anleihen emittiert – letztere in der Regel Privatplatzierungen.¹⁴ Immer noch sind Unternehmen aus den Bereichen Verkehr – vor allem Infrastruktureinrichtungen – und Energie stark vertreten. Relativ hoch ist der Anteil von Immobiliengesellschaften; worunter neben entsprechenden Unternehmen der öffentlichen Hand auch Wohnbaugesellschaften fallen. Der Anteil der Handelsbetriebe ist größer als jener der Sachgütererzeugung, die relativ gering vertreten ist. Rund 15% entfielen Ende 2003 auf Beteiligungsgesellschaften, über die eine Reihe von Unternehmen ihre Anleiheemissionen abgewickelt hat. Da die von diesen aufgenommenen Mittel aber Unternehmen anderer Wirtschaftssektoren zufließen, wird die Branchenstruktur der Emittenten von Unternehmensanleihen auf diese Weise etwas verzerrt.

In der Wertpapier-Stammdatenbank waren zum Stichtag 31. Dezember 2003 160 Unternehmen ausgewiesen, die Anleihen begeben hatten. Das emittierte Volumen variierte je nach Unternehmen beträchtlich und betrug zwischen 0,3 Mio EUR und mehr als 3,2 Mrd EUR; im Durchschnitt belief sich der zu diesem Zeitpunkt aushaftende Betrag auf 127 Mio

¹³ Der Anteil der von S&P mit einem Speculative Grade-Rating ausgestatteten Emissionen an allen von S&P gerateten Anleihen, die innerhalb der EU aufgelegt wurden, hat sich seit Mitte der Neunzigerjahre, als er noch unter 10% gelegen war, massiv erhöht und betrug im Durchschnitt der ersten fünf Jahre der Währungsunion rund 30% (Standard & Poor's, 2004).

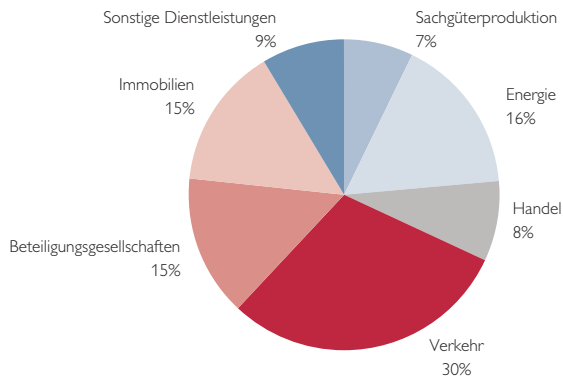
¹⁴ Eine weitere Form der Emission, die vor allem für kleinere Unternehmen geschaffen wurde, sind die so genannten Gewinnwertpapiere. Handelsrechtlich handelt es sich dabei um Gewinnschuldverschreibungen, die gewinnabhängig verzinst werden und für die keine Sicherheiten erforderlich sind. Sie haben eine unbefristete Laufzeit und können frühestens nach 10 Jahren gekündigt werden. Das AWS (Austria Wirtschaftsservice) übernimmt gegen ein Garantieentgelt eine 100-prozentige Eigenkapitalgarantie (gegenüber privaten Anlegern; gegenüber Unternehmen sind es 50%) bis zu einem Anleihebetrag von 20.000 EUR. Das Emissionsvolumen von Gewinnwertpapieren liegt üblicherweise zwischen 0,5 und 2 Mio EUR. Einen Überblick über diese und andere Anleihevarianten für Mittelbetriebe bieten Haiss und Marin (2002).

EUR pro Unternehmen. Rund ein Drittel der Unternehmen hatte Anleiheverbindlichkeiten von weniger als

10 Mio EUR, ein weiteres Drittel zwischen 10 und 50 Mio EUR und der Rest von mehr als 50 Mio EUR.

Grafik 1

Branchenstruktur der Unternehmensanleihen im Jahr 2003



Quelle: OeNB: Wertpapier-Stammdatenbank.

Tabelle 2

Umlaufvolumen der von österreichischen Unternehmen begebenen Anleihen

	Anzahl der Unternehmen
Bis 10 Mio EUR	56
10 bis 50 Mio EUR	51
50 bis 100 Mio EUR	15
Über 100 Mio EUR	38
Insgesamt	160

Quelle: OeNB: Wertpapier-Stammdatenbank.

Die Emission von Anleihen ist also nicht nur einer kleinen Gruppe von großen Unternehmen vorbehalten, sondern Österreich weist mittlerweile eine breit gefächerte Emittentenstruktur auf. Die an der Börse notierten Emissionen wurden jedoch überwiegend von Großunternehmen begeben.

4.2 Zusätzliche Finanzierungsquelle

Gemessen an der Gesamtheit aller österreichischen Firmen ist die Zahl von 160 Unternehmen zwar gering, die in Form von Anleihen aufgenommenen Mittel betragen 2003 aller-

dings immerhin rund 7% der gesamten Außenfinanzierung des österreichischen Unternehmenssektors. Das war im Vergleich mit anderen Ländern des Euroraums ein relativ hoher Anteil, der nur von Frankreich übertroffen wurde (Tabelle 3). Den Bankkredit hingegen haben Anleihen bisher in weitaus geringerem Ausmaß als in anderen Ländern des Euroraums als Finanzierungsquelle des Unternehmenssektors ersetzt, in Relation zu den Krediten lag ihr Umlaufvolumen 2003 deutlich unter dem Durchschnitt des Euroraums.¹⁵

¹⁵ Im langfristigen Vergleich (anhand der Daten der Kapitalmarktstatistik) zeigt sich, dass die Anleihe im Fremdkapitalaufkommen des Unternehmenssektors bis in die frühen Siebzigerjahre eine wesentliche Rolle innehatte – wengleich es ein weitaus kleineres Segment der Wirtschaft als derzeit betraf. Bis etwa 1970 betrug der Umlauf der auf dem inländischen Rentenmarkt begebenen Anleihen mehr als 10% der Unternehmenskredite der Banken.

Struktur der Außenfinanzierung des Unternehmenssektors

im Jahr 2003

	Anleihen	Kredite	Aktien und sonstige Anteilswerte	Sonstige
	in % der Außenfinanzierung			
Belgien	3,8	24,3	49,4	22,5
Deutschland	2,3	43,2	48,0	6,5
Spanien	1,1	28,3	24,3	46,3
Frankreich	7,3	24,3	38,8	29,7
Italien	2,3	32,1	55,6	10,0
Niederlande	5,5	46,4	37,6	10,4
Österreich	7,1	63,6	26,6	2,8
Portugal	5,6	36,4	53,0	5,0
Finnland	5,1	30,8	32,0	32,1
Euroraum ¹	4,1	33,1	48,2	14,7

Quelle: OeNB, Eurostat.

¹ Ohne Griechenland, Irland und Luxemburg.

Der aggregierte Anteil an der Unternehmensfinanzierung gibt allerdings keinen Aufschluss über die Bedeutung der Anleihen für jene Unternehmen, die tatsächlich Emissionen begeben haben. Das zeigt sich, wenn man anhand der Großkreditevidenz (GKE) die Obligi jener Kreditnehmer, die Anleihen begeben haben, mit jenen, die nur Kredite bei Banken aufgenommen haben, vergleicht.¹⁶ Demnach trugen bei jenen Unternehmen, die Anleihen emittiert haben, diese im Jahr 2003 im Durchschnitt rund 52% zu den gesamten Fremdmitteln bei.¹⁷ Die Emission von Anleihen erhöht daher in der Regel nicht die Verschuldung der Unternehmen, sondern führt zu einer Substitution von Bankkrediten.

Durch die Begebung einer Anleihe kann ein Unternehmen seine Gläubigerbasis über die Banken hinaus erweitern. In diesem Sinne ist die Anleihe

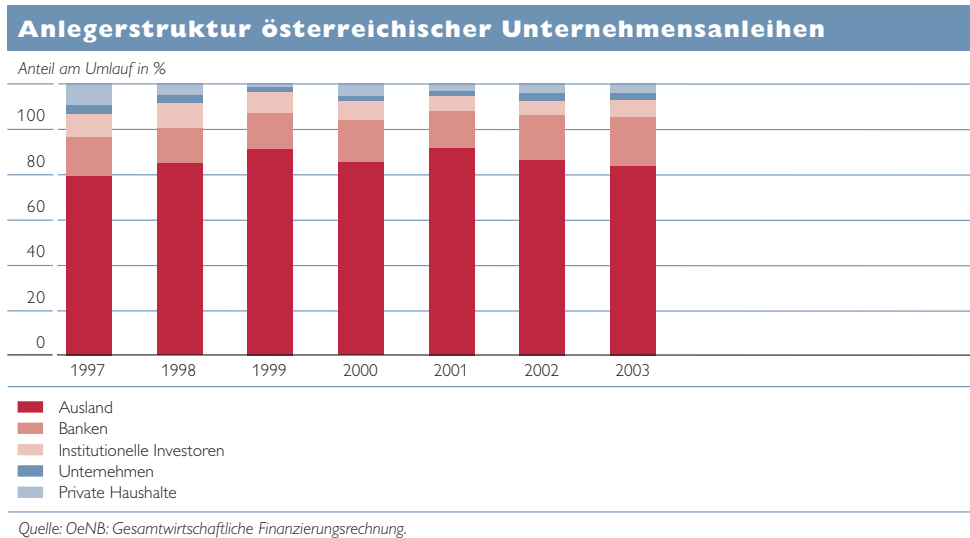
komplementär zur Bankenfinanzierung: Das kommt auch in einer Aufgliederung der Anlegerstruktur (gemäß GFR) zum Ausdruck. Nur knapp ein Fünftel des Umlaufs an Unternehmensanleihen wurde Ende 2003 von (inländischen) Banken gehalten. Ihr Anteil ist in den letzten Jahren gestiegen, was darauf hindeutet, dass die Banken ihrerseits Direktkredite durch titrierte Forderungen substituiert haben.

Den mit Abstand höchsten Anteil in der Anlegerstruktur österreichischer Unternehmensanleihen hatten ausländische Investoren, auf die Ende 2003 rund 70% des Umlaufs entfielen. Vor allem große und liquide Emissionen, die ein externes Rating aufweisen, werden von internationalen Investoren erworben. So betrug der Auslandsanteil bei Anleihen mit einem Umlaufvolumen von mehr als 500 Mio EUR 81%, bei Anleihen mit 100 bis 500 Mio EUR hingegen

¹⁶ Die Großkreditmeldungen dienen als Grundlage für eine Information über die branchenmäßige Verteilung des Kreditvolumens und erfassen Großkredite (Ausnützung oder Kreditrahmen über 350.000 EUR). Der wesentlichste Unterschied zur Monatsausweismeldung besteht darin, dass die Daten einerseits für jeden Einzelkreditnehmer und andererseits brutto (vor Wertberichtigung) gemeldet werden. Unternehmen, die kein Einzelobligo bei einer Bank von mehr als 350.000 EUR aufweisen, werden nicht erfasst. Da naturgemäß die Anleihen, die nicht von Banken gehalten werden, nicht enthalten sind, unterschätzt der hier angestellte Vergleich den Beitrag der Unternehmen zur Unternehmensfinanzierung.

¹⁷ Zum Vergleich: Der entsprechende Wert für alle in der GKE enthaltenen Unternehmen belief sich auf 9,6%.

Grafik 2



nur 34%.¹⁸ Ein weiterer Faktor für den hohen Auslandsanteil ist, dass Fremdwährungsanleihen zumeist auf den internationalen Kapitalmärkten aufgelegt und daher privaten Anlegern gar nicht angeboten werden. Diese zeichnen in relativ großem Umfang kleinere Anleihen, die für den inländischen Markt aufgelegt werden, und halten diese Papiere dann vielfach über die gesamte Laufzeit (Marek, 2002). Dementsprechend belief sich der Anteil der Haushalte bei Anleihen mit einem Umlaufvolumen von mehr als 500 Mio EUR auf 0,6%, bei Anleihen mit 100 bis 500 Mio EUR hingegen auf 8%. Insgesamt spielten die privaten Haushalte mit einem Anteil von 3,4% der vom Unternehmenssektor emittierten Anleihen Ende 2003 als Kreditgeber der Unternehmen eine untergeordnete Rolle. Aber auch inländische institutionelle Investoren halten in

relativ geringem Umfang österreichische Unternehmensanleihen.¹⁹

4.3 Langfristige Finanzierung

Da Investoren Anleihen auf dem Sekundärmarkt verkaufen können, ermöglichen Anleihefinanzierungen eine Entkoppelung der Laufzeitanprüche von Emittent und Investor, wodurch Finanzierungen mit sehr langer Laufzeit möglich sind.²⁰ Zu Ende 2003 wiesen mehr als 80% der von österreichischen Unternehmen begebenen Anleihen eine Ursprungslaufzeit von mehr als 5 Jahren auf, bei den Bankkrediten betrug der entsprechende Anteil knapp 60% (Tabelle 4). Rund 45% des gesamten Volumens der Unternehmensanleihen hatten eine Laufzeit von 10 oder mehr Jahren. Einige Unternehmen haben sogar ewige Renten aufgelegt (v. a. Gewinnwertpapiere). Anders als bei Krediten, bei denen 30% weniger als

¹⁸ Diese Daten wurden aus der GFR und der Wertpapier-Stammdatenbank zusammengeführt. Aufgrund von Bewertungsproblemen sind die diesbezüglichen Werte für Anleihen mit kleineren Umlaufvolumina mit großen Unsicherheiten verbunden und werden daher nicht analysiert.

¹⁹ Ein Grund könnte sein, dass Fonds, die in Unternehmensanleihen investieren, sich oftmals an internationalen Benchmark-Indizes orientieren, in denen österreichische Titel nicht sehr stark vertreten sind.

²⁰ Das gilt in erster Linie für börsnotierte Anleihen. Bei Privatplatzierungen ist die Fungibilität eingeschränkter, da es keinen aktiven Handel auf dem Sekundärmarkt gibt.

1 Jahr liefen, waren bei Anleihen Laufzeiten unter 1 Jahr sehr selten. Schuldverschreibungen mit kurzer Laufzeit, die in vielen Ländern vor allem von großen Unternehmen aufgelegt werden (so genannte Commercial Papers), spielen in Österreich nur eine untergeordnete Rolle.

Da Anleihen langfristige Finanzierungsinstrumente sind, lassen sich mit ihnen auch sehr langfristige Investitionsprojekte fristenkongruent finanzieren.²¹ Darüber hinaus sind Anleihen endfällig gestaltet, wodurch die aufgenommenen Mittel dem Unternehmen die gesamte Laufzeit über zur Verfügung stehen.

Tabelle 4

Ursprungslaufzeit von Unternehmensanleihen und Bankkrediten

zum 31. Dezember 2003

	Unternehmensanleihen	Bankkredite
	Anteil in %	
Bis 1 Jahr	0,4	30,1
1 bis 5 Jahre	18,5	10,7
Über 5 Jahre ¹	81,1	59,2
5 bis 10 Jahre	36,3	x
10 bis 15 Jahre	34,3	x
15 bis 30 Jahre	10,0	x
Über 30 Jahre	0,4	x

Quelle: OeNB: Wertpapier-Stammdatenbank, EZB-Monetärstatistik.

¹ Die EZB-Monetärstatistik ermöglicht keine weitere Aufteilung der Ausleihungen mit einer Laufzeit von mehr als 5 Jahren.

4.4 Hohe Fixkosten

Im Gegensatz zum Bankkredit, bei dem die Kosten im Prinzip proportional zum aufgenommenen Betrag verlaufen, weist die Anleihebegebung einen stark degressiven Kostenverlauf auf. Dieser resultiert daraus, dass bei der Emission eine Reihe von einmaligen Emissionskosten anfällt. Diese beinhalten die Konsortialprovision für Konsortialbanken, die die Emission übernehmen und ihre Platzierung garantieren, die Marketing-Kosten, wie die Kosten für die Erstellung des Emissionsprospekts²² und die Vor-

stellung der Emission bei institutionellen Investoren (Roadshow), und schließlich die Kosten der Börsennotiz, bestehend aus der Börseneinführungsprovision und die Börsenzulassungsgebühren.²³ Alle diese Kosten zusammen können nach Branchenschätzungen bei kleinen oder mittleren Anleihen 2% bis 3% des Anleihebetrags erreichen (Finanzplatz e.V., 2000). Angesichts dieser hohen Fixkosten kommt dieses Instrument vor allem für Unternehmen mit hohem Finanzierungsbedarf in Betracht.

²¹ Siehe z. B. Haiss und Marin (2002), die eine Reihe von Anleiheprospekten von Emissionen österreichischer Unternehmen hinsichtlich des Verwendungszwecks der aufgenommenen Mittel untersucht haben.

²² Öffentlich aufgelegte Anleihen unterliegen den Publizitätsvorschriften des Kapitalmarktgesetzes (KMG), was einen höheren Dokumentationsaufwand und damit höhere Kosten erfordert (Zuffer, 2003). Privatplatzierungen können individueller und flexibler gestaltet werden, für sie gilt auch die Prospektspflicht des KMG nicht, wodurch sich der Dokumentationsaufwand vermindert.

²³ Die Kosten für die Erstzulassung an der Wiener Börse betragen für Anleihen mit Höchstlaufzeit von 5 Jahren 1,00 Basispunkt (bp) im Amtlichen Handel (mindestens 1.450 EUR, höchstens 5.800 EUR), 0,50 bp im Regierten Freiverkehr (mindestens 725 EUR, höchstens 2.900 EUR) und 0,25 bp im Dritten Markt (mindestens 500 EUR, höchstens 2.750 EUR). Für Anleihen mit einer Laufzeit von über 5 Jahren sind die Werte (nicht aber die Mindest- und Höchstsätze) doppelt so hoch. Die jährliche Benutzungsgebühr für Emittenten von Anleihen beträgt 0,16 bp im Amtlichen Handel, 0,08 bp im Regierten Freiverkehr und 72,50 EUR im Dritten Markt.

Bei der laufenden Verzinsung ist grundsätzlich eine fixe oder eine variable Verzinsung möglich. Die Art der Verzinsung wird zum Emissionszeitpunkt für die gesamte Laufzeit festgelegt. Auf dem Euro-Anleihemarkt haben sich Fixzinsanleihen mit fester Laufzeit, regelmäßigen Zinszahlungen und Rückzahlung des Nennbetrags am Ende der Laufzeit durchgesetzt.²⁴ Im Unterschied dazu weisen Bankkredite zu einem beträchtlichen Teil eine variable Verzinsung auf.

Der Kupon von Unternehmensanleihen besteht aus der aktuellen Benchmarkkondition für risikolose Anlagen²⁵ und einem Aufschlag für das Ausfallrisiko des Emittenten und für das Bonitätsänderungsrisiko. Auch das Volumen der Emission kann die Rendite beeinflussen, indem der Zinssatz eine Prämie für geringere Liquidität enthalten kann; vor allem internationale Investoren fragen hohe Volumina nach und messen der Liquidität hohe Bedeutung bei. Auch diesbezüglich bestehen somit Kostenvorteile für große Unternehmen (sowie für langfristige Finanzierungen, bei denen sich die hohen Fixkosten auf einen größeren Zeitraum verteilen).²⁶

4.5 Hohe Bonitätsanforderungen

Durch die Begebung von Unternehmensanleihen können Unternehmen mögliche Friktionen in der Fremdfinanzierung, die daraus resultieren,

dass sich einzelne Banken als Kreditgeber zurückziehen, vermindern. Anleihegläubiger haben üblicherweise keine Möglichkeit, eine vorzeitige Rückzahlung zu verlangen, ihre Ansprüche beschränken sich auf Zahlung der Zinsen, Rückzahlung der Anleihe und regelmäßige Unternehmensinformationen. Kontraktänderungen nach Begebung der Emission (sowohl durch den Gläubiger als auch durch den Schuldner) sind ebenfalls so gut wie ausgeschlossen, da dem Unternehmen ein großer Kreis an – üblicherweise namentlich nicht bekannten – Kreditgebern gegenübersteht und die große Zahl der Beteiligten eine koordinierte Vorgangsweise erschwert. Demgegenüber bieten Kreditverträge mit Banken die Möglichkeit einer flexiblen Vertragsanpassung. So kann etwa eine Bank im Fall zeitweiliger Liquiditätseingpässe sehr viel leichter einen Zahlungsaufschub oder einen Überbrückungskredit gewähren als die (verstreuten) Anleihegläubiger. Aufgrund dieser im Vergleich zum Bankkredit geringeren Flexibilität setzen Anleihefinanzierungen entweder eine überdurchschnittlich hohe Bonität des Emittenten oder ein von außen leicht zu beurteilendes Risiko voraus.²⁷

Überdies sind Wertpapierfinanzierungen – im Unterschied zu Bankkrediten – üblicherweise nicht dinglich besichert.²⁸ Auch das spricht dafür, dass diese Finanzierungsform nur

²⁴ Das gilt auch für österreichische Emittenten: So betrug der Anteil festverzinsten Emissionen bei den von österreichischen Unternehmen in den Jahren 2001 bis 2003 öffentlich zur Zeichnung aufgelegten Anleihen mit Heimatbörse Wien mehr als 98% – gemessen am Emissionsvolumen (OeNB, 2004).

²⁵ Zumeist wird dazu der Swapzinssatz für die Laufzeit der jeweiligen Anleihe herangezogen.

²⁶ Ein Vergleich der Verzinsung von Anleihen mit jener von Krediten ist mangels geeigneter Daten nicht möglich. Der österreichische Markt weist derzeit ein zu geringes Volumen auf, um aussagekräftige Renditen für Unternehmensanleihen zu eruieren. Bei einem Vergleich für den Euroraum kann zwar auf nach Bonitätsklassen und Laufzeitbändern differenzierte Anleiherenditen zurückgegriffen werden, für Kredite liegen jedoch nur Daten für Laufzeiten bis 1 Jahr, 1 bis 5 Jahre und über 5 Jahre vor.

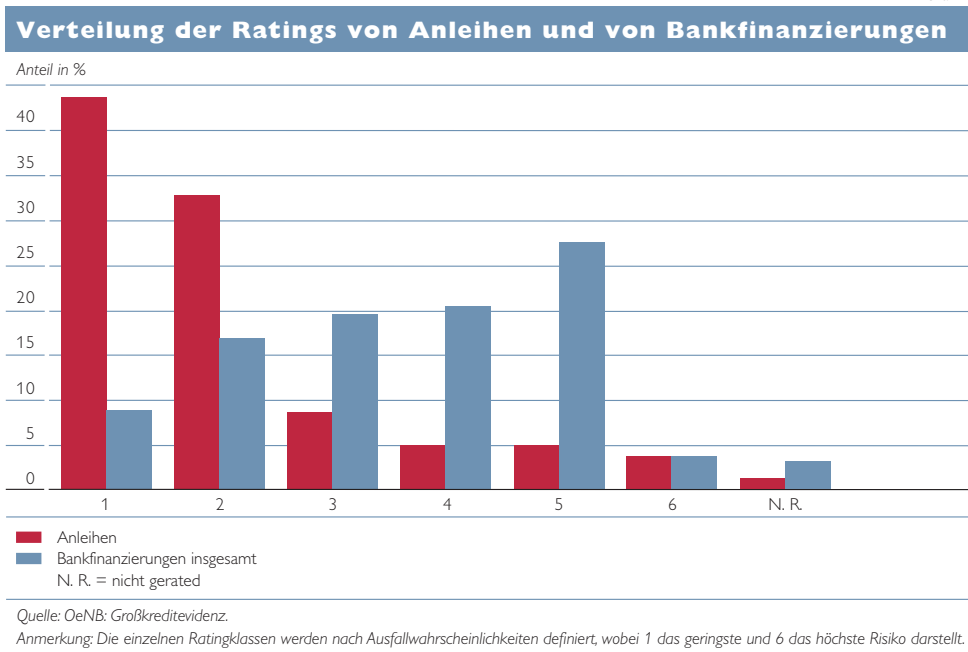
²⁷ Das trifft etwa auf Energieversorgungsunternehmen zu – v. a., wenn sie Monopolbetriebe sind, wie es früher der Fall war.

²⁸ Allerdings können die Anleihebedingungen Verpflichtungserklärungen (Covenants) enthalten, die beispielsweise die Erfüllung rechtlicher Vereinbarungen und die Einhaltung von finanziellen Kennzahlen vorsehen (Zuffer, 2003).

Unternehmen mit besserer Bonität zugänglich ist.²⁹ Das bestätigt auch ein Vergleich von Daten aus der Großkreditevidenz, die ein Rating der einzelnen Kreditnehmer beinhaltet.³⁰ Er zeigt, dass jene Unternehmen, die Anleihen emittiert haben, ein deutlich besseres Rating aufweisen

als Betriebe, die sich ausschließlich durch Kredite finanziert haben. Mehr als drei Viertel der Anleiheemittenten, aber nur ein Viertel der Unternehmen mit Bankkrediten befanden sich Ende 2003 in den beiden obersten Ratingklassen.

Grafik 3



5 Implikationen der Emission von Unternehmensanleihen für die Finanzmarktstabilität in Österreich

Wie bereits zuvor erwähnt, werden durch die Begebung von Unternehmensanleihen Kreditrisiken über das Bankensystem hinaus gestreut. Wenn Investmentfonds oder Versicherungen diese Anleihen übernehmen, verbleiben diese Risiken bei professionellen

Anlegern, bei denen ein entsprechendes Risikomanagement vorausgesetzt werden kann. Beim Erwerb durch Privatanleger wird dies nicht im gleichen Ausmaß der Fall sein. So ist schon angesichts der dazu erforderlichen Volumina eine entsprechende Diversifikation der Risiken zumeist nur in geringerem Umfang möglich.

Zudem haben Banken zumeist Vorteile bei der Beurteilung des Risikos, das mit der Finanzierung eines

²⁹ Prinzipiell steht auch Unternehmen mit schlechterer Bonität die Mittelaufnahme über den Rentenmarkt offen. Eine ungünstigere Risikoeinschätzung kommt dann in einem entsprechend hohen Risikoaufschlag zum Ausdruck.

³⁰ Im Rahmen der Großkreditevidenzmeldung, in die auch verbrieft Forderungen einbezogen werden, melden die Banken das interne Rating jedes Kreditnehmers. Dieses Rating bezieht sich ausschließlich auf die Bonität des Kreditnehmers und berücksichtigt keine Merkmale der Kreditverträge, wie etwa allfälliger Sicherheiten oder die Seniorität der Forderung. Diese Risikoeinschätzungen werden von der OeNB in eine einheitliche Masterskala übertragen. Ab Berichtstermin August 2004 wurde diese Skala auf 7 Stufen zuzüglich einer Default-Klasse umgestellt.

Unternehmens einhergeht. Zum einen sind ihnen im Rahmen der Kreditprüfung oft mehr Informationen zugänglich, als in Anleiheprospekten veröffentlicht werden, zum anderen erhalten sie durch regelmäßige Kontakte, Berichte usw. Informationen über die aktuelle Lage und Entwicklung des Unternehmens.³¹ Aufgrund dieser Informationsasymmetrie und ihrer üblicherweise schlechteren Verhandlungsposition ist für Anleihegläubiger das Bonitätsänderungsrisiko besonders relevant.³²

Dieses Risiko wurde in den letzten Jahren allerdings nur in sehr geringem Umfang schlagend. Da – wie bereits dargestellt – Anleihen in Österreich

vor allem von Unternehmen mit guter Bonität begeben wurden, gab es nur sehr wenige Ausfälle bei Unternehmensanleihen (Tabelle 5).³³ Insgesamt waren 2,4% der in den Jahren 1990 bis 2003 neu an der Wiener Börse notierten Anleihen österreichischer Unternehmen von Ausfällen betroffen.³⁴ Unter Berücksichtigung der getätigten Rückzahlungen beliefen sich die Ausfälle (ohne entgangene Zinszahlungen) auf 1,9% des Emissionsvolumens. Das waren deutlich weniger als etwa die Ausfälle im Kreditgeschäft der Banken, die sich Ende 2003 auf 3,3% der Kundenforderungen beliefen (OeNB, 2004).

Tabelle 5

**Nicht vollständig bediente börsennotierte Anleihen
von österreichischen Unternehmen**

	Laufzeit		Nominale in Mio EUR
	Beginn	Ende	
4% Heid Optionsanleihe 1989–1999 ¹	19.12.1989	19.12.1999	29,1
4% Maculan Wandelanleihe 91–96 ²	07.10.1990	07.10.1996	48,0
Axioma BÜRGES-garantierte Gewinn-Schuldverschreibung 2000 ³	01.10.2000	ewig	0,7
Cymantix BÜRGES-garantierte Gewinn-Schuldverschreibung 2000 ³	01.04.2000	ewig	0,6
SHOPtoSHOP BÜRGES-garantierte Gewinn-Schuldverschreibung 2000 ³	01.11.2000	ewig	0,7
Educell BÜRGES-garantierte Gewinn-Schuldverschreibung 2001 ³	01.12.2001	ewig	1,6
6% Adcon Wandelanleihe 02–07/Tranche A/PP ⁴	13.11.2002	14.11.2007	1,0
6% Adcon Wandelanleihe 02–07/Tranche B ⁴	09.12.2002	09.12.2007	3,0

Quelle: KSV, AWS, APA, Wiener Börse.

¹ Im Jahr 1997 hat die Fa. Heid den Anleihehabern ein Rückkaufangebot von 40% des Nennwerts angeboten. 1998 wurde ein vorzeitiger Rückkauf zu 28% des Kurses angeboten, 1999 wurde ein Rückkaufangebot von 24% unterbreitet.

² Die Konkursquote betrug 40%. Allerdings wurden die Gläubiger mit letztinstanzlicher Zustimmung des OGH mit einer Abschlagszahlung von 10% befriedigt.

³ Bei Gewinnwertpapieren übernimmt die AWS für natürliche Personen eine Ausfallhaftung in Höhe von 100% des Nominales.

⁴ Der Konkurs wurde am 16. September 2003 eröffnet.

Diese geringen Ausfälle deuten darauf hin, dass zumindest die großen österreichischen Emissionshäuser bei der Auswahl von Anleiheemittenten sehr verantwortungsbewusst umge-

hen – und für die erfolgreiche Unterbringung einer größeren Emission ist die Beteiligung eines großen Instituts unabdingbar. Jedenfalls sind spekulative Erscheinungen auf dem österrei-

³¹ Gleichzeitig ist es für Investoren kostengünstiger, wenn sich diese Informationskosten auf ein größeres Finanzierungsvolumen aufteilen lassen, weshalb ebenfalls größere Unternehmen bei der Anleihebegebung im Vorteil sind.

³² Neben den Kreditrisiken tragen Anleihezeichner noch das Kursrisiko (speziell dann, wenn man nicht die Absicht hat, das Papier bis zum Verfall zu halten) und das Liquiditätsrisiko (v. a. bei kleineren Emissionen und bei Privatplatzierungen).

³³ Diesbezügliche Informationen waren nur für börsennotierte Anleihen zu eruieren.

³⁴ Darüber hinaus wurde im Jahr 1991 die Bedienung der Schilling-Anleihe der Omni-Holding eingestellt; ihre Gläubiger erhielten nur eine relativ geringe Quote. Diese Anleihe wurde allerdings nicht von einem österreichischen, sondern von einem Schweizer Unternehmen emittiert – via dessen Emissionsvehikel auf den Kaimaninseln.

chischen Anleihemarkt bisher ausgeblieben.³⁵

Im Umkehrschluss könnte man vermuten, dass es durch die Zunahme der Anleihefinanzierungen, die üblicherweise nur Unternehmen mit besserer Bonität zugänglich sind, tendenziell zu einer Konzentration schlechterer Risiken in den Bankbüchern kommen könnte. Zum Teil steht dem entgegen, dass auch die Banken vermehrt Unternehmensanleihen erwerben. Allerdings betrug der Bestand in den Portefeuilles der Banken Ende 2003 immer noch weniger als 2% der an den Unternehmenssektor vergebenen Direktkredite. Darüber hinaus könnte sich die Risikoposition der Banken sogar verbessern, wenn Unternehmen, die Anleihen begeben haben, mehr Sicherheiten für Kredite zur Verfügung stehen, da Anleihen üblicherweise nicht besichert werden.³⁶ Der wesentlichste Punkt ist jedoch, dass der Substitution von Krediten durch Anleihen Grenzen gesetzt sind, da diese beiden Instrumente – wie bereits erwähnt – verschiedene Funktionen im Finanzierungsprozess haben.³⁷ Das wird auch darin ersichtlich, dass in keinem der hier untersuchten Länder das Volumen der Unternehmensanleihen die aushaftenden Bankkredite übertrifft. Außerdem stellt eine allfällige Kumulierung schlechter Kreditrisiken in den Bilanzen der Banken nur dann ein Problem für die Finanzmarktstabilität dar, wenn diese keinen

entsprechenden Risikoaufschlag aufweisen.³⁸

Da Unternehmensanleihen aber üblicherweise risikoadäquat bewertet werden, führt ihre vermehrte Emission zu einer verstärkten Beachtung von Risikogesichtspunkten in der Finanzierungsentscheidung. Es kann sogar vermutet werden, dass die vermehrte Berücksichtigung von Risikoaspekten bei der Konditionengestaltung im Kreditgeschäft in Österreich zur Zunahme der Anleihefinanzierung in letzter Zeit beigetragen hat. Sollte der Risikoaspekt bei der Kreditentscheidung in Zukunft weiter an Bedeutung gewinnen, könnte die Emissionstätigkeit der österreichischen Unternehmen einen zusätzlichen Impuls erhalten.

6 Schlussfolgerungen

Die Integration des österreichischen Rentenmarktes in den Euro-Anleihemarkt, der durch die gemeinsame Währung einen beträchtlichen Entwicklungsschub erfahren hat, hat für die heimischen Unternehmen die Mittelaufnahme in Form von Anleiheemissionen erleichtert. Angesichts ihrer dynamischen Entwicklung kann davon ausgegangen werden, dass sich die Anleihe als Instrument der Unternehmensfinanzierung in Österreich etabliert hat. Für den Unternehmenssektor haben sich dadurch zwar die Möglichkeiten der Fremdkapitalaufnahme erweitert, allerdings wird die Anleihe auch auf lange Sicht den Kre-

³⁵ Es gibt daher keinen Markt für österreichische High-Yield-Bonds.

³⁶ Sofern dies nicht durch Zusatzvereinbarungen (Covenants) ausgeschlossen wurde.

³⁷ In Bezug auf kurzfristige Finanzierungen könnte sich Substitutionspotenzial herausbilden, wenn sich ein Markt für Commercial Papers in Österreich herausbildet.

³⁸ Schließlich erleichtert die Fungibilität von Anleihen die Allokation von Risiken auf dem Markt. Investoren, die sich von einem bestimmten Risiko in ihrem Portefeuille trennen wollen, können die entsprechende Anleihe auf dem Sekundärmarkt veräußern; Kredite können demgegenüber viel schwerer weitergegeben werden (obwohl sich die Unterschiede in der Fungibilität dieser beiden Instrumente im Zuge der fortschreitenden Securitizationstendenzen zunehmend auflösen beginnen (Lumpkin, 2003).

dit nicht ersetzen können, da sie nur für spezifische Finanzierungserfordernisse geeignet ist. Sie ist vor allem für Investitionsprojekte mit einem relativ großen und langfristigen Finanzbedarf zweckmäßig, darüber hinaus erfordert ihre Inanspruchnahme eine überdurchschnittlich hohe

Bonität des emittierenden Unternehmens. Insgesamt dürfte sich durch Anleiheemissionen die Stabilität der Unternehmensfinanzierung erhöhen, indem sie durch die Verbreiterung der Gläubigerbasis den Zugang der Unternehmen zur Fremdmittelaufnahme glätten.³⁹

Literaturverzeichnis

- Davis, E. P. 2001.** Multiple Avenues of Intermediation, Corporate Finance and Financial Stability. International Monetary Fund Working Paper 01/115.
- Davis, E. P. und C. Ioannidis. 2004.** External Financing of US Corporations; are Loans and Securities Complements or Substitutes? Brunel University Department of Economics and Finance Working Paper 04-02.
- De Bondt, G. J. 2002.** Euro Area Corporate Debt Securities Market: First Empirical Evidence. ECB Working Paper 164.
- De Bondt, G. und J. Lichtenberger. 2004.** The Euro Area Corporate Bond Market: Where do we stand since the Introduction of the Euro? In: European Business Organisation Law Review, 4 (4), 517–539.
- Deutsche Bundesbank. 2004.** Neuere Entwicklungen auf dem Markt für Unternehmensanleihen. In: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank. April. 15–26.
- Finanzplatz e.V. 2000.** Corporate Bonds. Der Markt für Unternehmensanleihen in Deutschland.
- Haiss, P. und S. Marin. 2002.** Corporate Bonds: Entwicklung in Österreich und Euroland. In: Bank-Archiv 11/2002. 847–864.
- Hartmann, P., A. Maddaloni und S. Manganeli. 2003.** The Euro-Area Financial System: Structure, Integration, and Policy Initiatives. In: Oxford Review of Economic Policy 19(1). 180–213.
- Kaiser, H. und A. Heilenkötter. 1999.** Der Rentenmarkt in der Europäischen Währungsunion. In: Deutsche Bank Research, EWU-Monitor, 79. 29. Oktober.
- Lumpkin, S. 2003.** The Integration of the Corporate Bond and Commercial Loan Markets. In: OECD Financial Market Trends 85. 51–86.
- Marek, M. 2002.** Corporate Bonds – Neue Finanzierungsmöglichkeiten für österreichische Unternehmen. In: Raiffeisenblatt 10/2002.
- OeNB. 2004.** Finanzmarktstabilitätsbericht 7.
- Perée, E. und A. Steinherr. 2001.** The Euro and Capital Markets: A New Era. In: The World Economy, 24(10). 1295–1308.
- Standard & Poor's. 2004.** EU 2003 Annual Default Study & Rating Transitions.
- Santos, J. A. C. und K. Tsatsaronis. 2002.** The Cost of Barriers to entry: Evidence from the Market for Corporate Euro Bond Underwriting. Paper presented at the Workshop of the ECB-CFS Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe. Frankfurt am Main. 29.–30. April.
- Zuffer, M. 2003.** Rechtliche Aspekte bei der Emission von Corporate Bonds. Factbook Beteiligungskapital in Österreich. Edition 2003.

³⁹ Davis (2001) hat gezeigt, dass in den USA nach Krisen der Mittelzufluss an Unternehmen über Anleihen rascher wieder in Gang gekommen ist als die Kredite der Banken.