

# Direktinvestitionen und ihre Erträge

## Ein Konzeptvergleich

Direktinvestitionen (DI), mehr als andere grenzüberschreitende Kapitalveranlagungen, werden getätigt, um damit nachhaltig Erträge zu erwirtschaften. Die Erträge aus Direktinvestitionen werden in der Primäreinkommensbilanz – ein Bestandteil der Leistungsbilanz – als „Erträge aus Direktinvestitionen“ auch gesondert ausgewiesen. In Analogie zur Unterscheidung von *Eigenkapital* und *sonstigem Direktinvestitionskapital* unterscheidet man bei den Erträgen zwischen der Gewinnkomponente, die dem Eigenkapital zuzurechnen ist, und den Zinsaufwendungen bzw. Zinserträgen für konzerninterne Kredite.

Die Zinserträge wurden für konzerninterne Kredite bis 1996 gar nicht und bis 2006 nur unzureichend erfasst. Deswegen konzentriert sich die weitere Darstellung vor allem auf das Eigenkapital und die korrespondierenden Unternehmensgewinne.

Ebenfalls klar ersichtlich ist die Tatsache, dass bis zum Jahr 2003 die Gewinne ausländischer Investoren in Österreich stets die Erträge, die Österreicher im Ausland erzielen konnten, übertroffen haben. 2004 und 2005 ist die Einkommensbilanz der Direktinvestitionen ausgeglichen, seit 2006 ist sie durchwegs positiv. Bemerkenswert erscheint auch die Beobachtung, dass die Gesamterträge der österreichischen Auslandsinvestitionen zu Beginn der 1990er-Jahre negativ waren. Dieses außergewöhnliche Ergebnis war die unmittelbare Folge des mit dem Fall des Eisernen Vorhangs im Jahr 1989 einsetzenden Investitionsbooms. Wie Analysen der OeNB zeigen, sind Direktinvestitionen – nicht nur in Zentral-

Ost- und Südosteuropa – kurz nach der Neugründung oder der Übernahme häufig mit „Anlaufverlusten“ konfrontiert. Die passiven Direktinvestitionen hatten zu jener Zeit bereits ein höheres Alter, so dass es im Beobachtungszeitraum kein negatives Gesamtergebnis gibt. Für einzelne Länder und vor allem für einzelne Beteiligungen sind Verluste jedoch keineswegs selten.

Das Ausmaß der Erträge hängt natürlich auch sehr eng mit der Höhe des finanziellen Engagements zusammen. So ist der Umschlag von einer negativen zu einer positiven Einkommensbilanz weniger Ausdruck einer erfolgreicherer Unternehmensführung als vielmehr der Tatsache, dass der stark gewachsene

Thomas Cernohous,  
René Dell'mour<sup>1</sup>

Tabelle 1

### Einkommen aus Direktinvestitionen

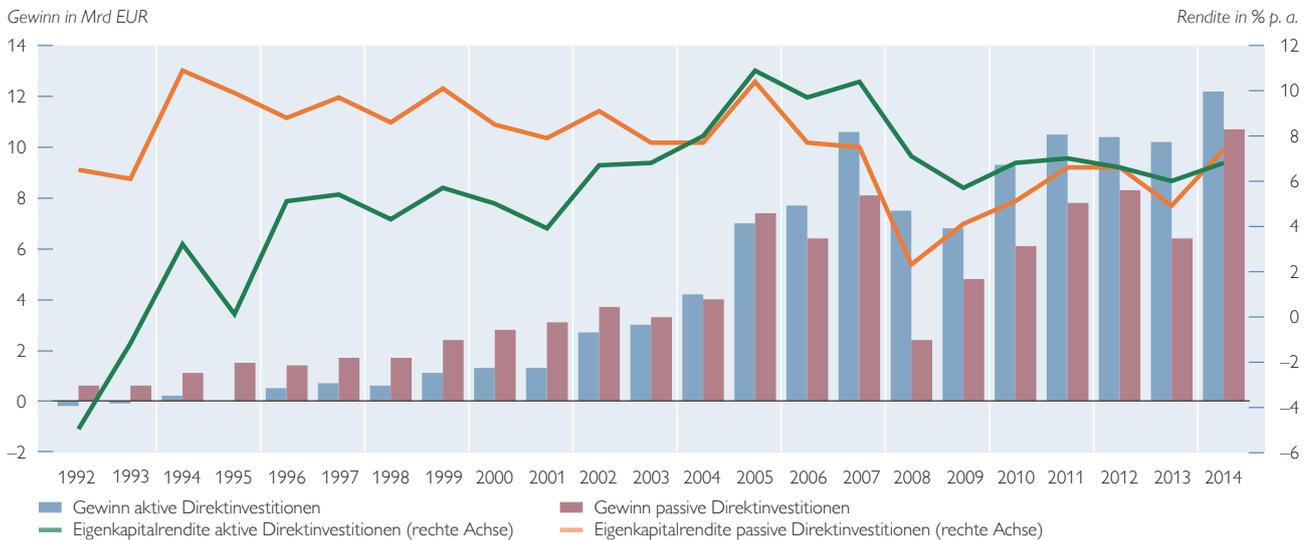
| Jahr | aktive Direktinvestitionen |                  |                | passive Direktinvestitionen |                   |                |
|------|----------------------------|------------------|----------------|-----------------------------|-------------------|----------------|
|      | Gewinn                     | Zins-<br>erträge | Ein-<br>kommen | Gewinn                      | Zinsauf-<br>wände | Ein-<br>kommen |
|      | in Mrd EUR                 |                  |                |                             |                   |                |
| 1995 | 0                          | 0                | 0              | 1,5                         | 0                 | 1,5            |
| 1996 | 0,5                        | 0                | 0,5            | 1,4                         | 0                 | 1,4            |
| 1997 | 0,7                        | 0                | 0,7            | 1,7                         | 0                 | 1,7            |
| 1998 | 0,6                        | 0                | 0,7            | 1,7                         | 0                 | 1,7            |
| 1999 | 1,1                        | 0,1              | 1,2            | 2,4                         | 0                 | 2,4            |
| 2000 | 1,3                        | 0,1              | 1,4            | 2,8                         | 0                 | 2,8            |
| 2001 | 1,3                        | 0,1              | 1,3            | 3,1                         | 0                 | 3,1            |
| 2002 | 2,7                        | 0,1              | 2,8            | 3,7                         | 0                 | 3,7            |
| 2003 | 3                          | 0,1              | 3,1            | 3,3                         | 0                 | 3,3            |
| 2004 | 4,2                        | 0                | 4,2            | 4                           | 0                 | 4              |
| 2005 | 7                          | 0,1              | 7              | 7,4                         | 0                 | 7,4            |
| 2006 | 7,7                        | -0,1             | 7,6            | 6,4                         | -0,1              | 6,2            |
| 2007 | 10,6                       | -0,1             | 10,5           | 8,1                         | 0,5               | 8,6            |
| 2008 | 7,5                        | 0                | 7,5            | 2,4                         | 0,7               | 3,1            |
| 2009 | 6,8                        | 0,1              | 6,9            | 4,8                         | 1,1               | 5,9            |
| 2010 | 9,3                        | 0,1              | 9,4            | 6,1                         | 0,7               | 6,8            |
| 2011 | 10,5                       | 0,2              | 10,7           | 7,8                         | 0,8               | 8,6            |
| 2012 | 10,4                       | 0,3              | 10,7           | 8,3                         | 0,6               | 8,9            |
| 2013 | 10,2                       | 0,3              | 10,5           | 6,4                         | 0,6               | 7              |
| 2014 | 12,2                       | 0,3              | 12,5           | 10,7                        | 0,7               | 11,4           |

Quelle: OeNB.

<sup>1</sup> Oesterreichische Nationalbank, Abteilung Statistik – Außenwirtschaft, Finanzierungsrechnung und Monetärstatistiken, thomas.cernohous@oenb.at, rene.dellmour@oenb.at.

## Eigenkapitalrendite

### gegliedert nach aktiven und passiven Direktinvestitionen



Bestand an österreichischen Direktinvestitionen im Ausland seit 2007 den Bestand der ausländischen Beteiligungen in Österreich übertrifft.

Will man den unternehmerischen Erfolg (über die Zeit, zwischen Ländern, nach Richtung) vergleichen, so muss man den Periodengewinn zum Umfang des investierten Kapitals in Beziehung setzen. Die Entwicklung dieser Eigenkapitalrendite („Return on equity“) über die Beobachtungsperiode zeigt Grafik 1. Im Zeitraum bis 2005 erkennt man einen Aufholprozess auf der Seite der aktiven Direktinvestitionen. Während die passiven Direktinvestitionen eine relativ stabile Ertragsrate aufweisen, beginnen die aktiven Direktinvestitionen im roten Bereich, holen rasch auf und erreichen schließlich im Jahre 2004 den Gleichstand. Mit Ausbruch der

Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahre 2008 erleiden die Unternehmensprofite einen schweren Einbruch, von dem sie sich bis 2011 langsam zu erholen scheinen. Seit 2011 sinkt oder stagniert die Rentabilität jedoch erneut. Insgesamt ist aber die Rentabilität der aktiven Direktinvestitionen seit 2005 stets höher als jene der passiven Direktinvestitionen.<sup>2</sup>

### Total Return on Investment

Ertragsanalysen auf Basis des Ergebnisses der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit sind weit verbreitet, gerade aber in krisenhaften Zeiten wird klar, dass „ungewöhnliche“, krisenhafte Ereignisse zu Abschreibungen und Wertberichtigungen führen können, die zu einer umfassenderen Betrachtung des Erfolgs einer Investition zwingen. Mit dem

<sup>2</sup> Eine detaillierte Analyse der Rentabilität auf Ebene der einzelnen Beteiligungen zeigt jedoch, dass der Median der Rentabilität der aktiven Direktinvestitionen unter dem Median der passiven Direktinvestitionen zu liegen kommt. Mit anderen Worten: Das günstige Ergebnis wird von einer kleinen Anzahl großer Unternehmen determiniert, bei denen es sich zumeist um ausländische multinationale Unternehmen handelt, die in Österreich regionale „headquarters“ unterhalten. Die breite Masse der kleineren Beteiligungen unter den passiven Direktinvestitionen ist zumeist ertragschwächer.

Tabelle 2

Konzept des „Total Return on Investment“ werden zusätzlich zu den Ertragsströmen (Zinsen, Dividenden, Reinvestierte Gewinne) bewertungsrelevante Ereignisse berücksichtigt.

Das sind einerseits *Preiseffekte*, die etwa bei Kursbewegungen börsennotierter Beteiligungen auftreten. Aber auch bei Kauf und Verkauf von An-

## Messung des wirtschaftlichen Erfolgs von Direktinvestitionen

### Die beiden Methoden im Vergleich

+ Dividenden  
+ Reinvestierte Gewinne  
+ Zinsen  
**Einkommen**

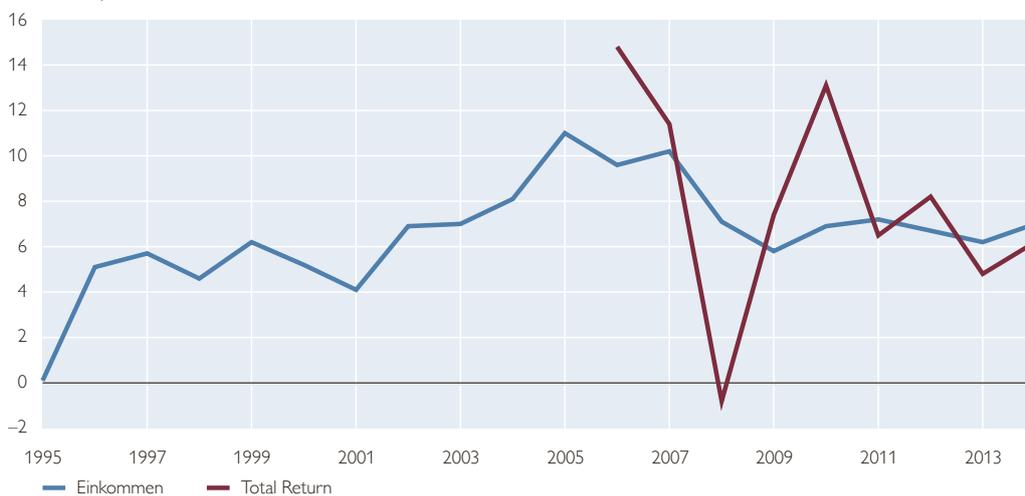
+ Dividenden  
+ Reinvestierte Gewinne  
+ Zinsen  
+/- Preiseffekte  
+/- Wechselkurseffekte  
**Total Return**

Grafik 2

## Performance von aktiven Direktinvestitionen

### gegliedert nach Methoden

Rendite in % p. a.



Quelle: OeNB.

teilsrechten kann ein vom Buchwert abweichender Kaufpreis zu Preiseffekten führen.<sup>3</sup> Weiters werden beim Total Return *Wechselkurseffekte* eingerechnet: Hält ein österreichisches Unternehmen eine Beteiligung in Russland und der Rubel wertet gegenüber dem Euro ab, verringert sich der Euro-Gegenwert des Investments.

Seit 2006 liegen Daten zur Darstellung nach dem Total-Return-Konzept vor. Der direkte Vergleich der beiden Konzepte jeweils für aktive und passive Direktinvestitionen zeigt die höhere

Volatilität der Total-Return-Zeitreihe (siehe Grafiken 2 und 3). Kumuliert über die Jahre 2006 bis 2014 liegen die Ergebnisse nach Total Return etwas höher als die Einkommen, die positiven Bewertungseffekte überwiegen daher die negativen. Bei aktiven und passiven Direktinvestitionen liegen die Total-Return-Ergebnisse rund 5 Mrd EUR über dem Einkommen (Total Return absolut: aktive DI 91 Mrd EUR, passive DI 72 Mrd EUR).

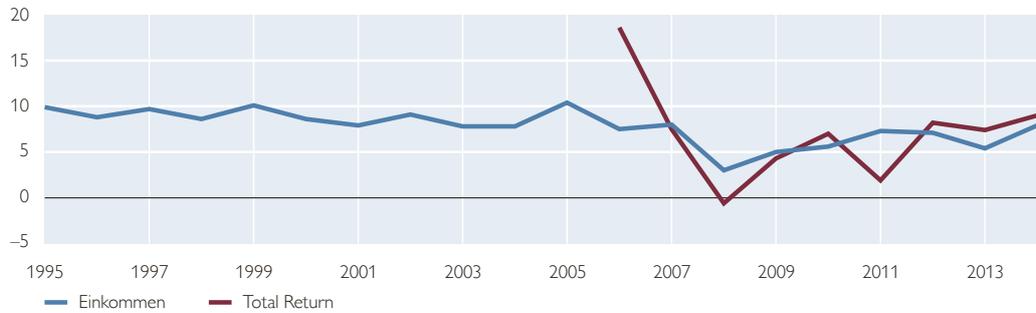
Für einzelne Regionen liefert das Total-Return-Konzept deutlich geringere

<sup>3</sup> Wird beispielsweise eine Beteiligung mit einem Buchwert von 100 um 150 verkauft entsteht ein positiver Bewertungseffekt von 50.

## Performance von passiven Direktinvestitionen

### gegliedert nach Methoden

Rendite in % p. a.



Quelle: OeNB.

Werte als das Einkommen. So führen etwa im Beobachtungszeitraum 2006 bis 2014 die negativen Bewertungseffekte einiger Ost-Beteiligungen sowie

der schwache Rubel zu einem schwachen Total Return in den CESEE-Ländern von 30 Mrd EUR gegenüber einem Einkommen von 43 Mrd EUR.