

Fremdfinanzierung über verzinsliche Wertpapiere des finanziellen und nichtfinanziellen Sektors

Thomas Pöchel, Jacob Wagner, Matthias Wicho, Jun Chao Zhan¹

Zum Ultimo 2018 wiesen inländische finanzielle und nichtfinanzielle Unternehmen ein ausstehendes Umlaufvolumen an verzinslichen Wertpapieren in Höhe von 193,3 Mrd EUR zu Marktwerten aus. Dabei stellten Kreditinstitute die größten Emittenten innerhalb des finanziellen Sektors dar. Während diese Kreditinstitute in den Jahren nach der Finanzkrise zwischen 2007 und 2018 per saldo Nettotilgungen vornahmen, verzeichneten Unternehmen im nichtfinanziellen Sektor in ihren Emissionstätigkeiten seit der Finanzkrise einen positiven Nettotransaktionssaldo. Das Umlaufvolumen an verzinslichen Wertpapieren von nichtfinanziellen Unternehmen betrug im Jahr 2018 zu Marktwerten 40,7 Mrd EUR, jenes von Kreditinstituten 136,6 Mrd EUR. Zum Jahresultimo 2018 waren die Tilgungsschwerpunkte in den Restlaufzeitkategorien „2–5 Jahre“ und „5–10 Jahre“ zu verzeichnen. Die kapitalgewichteten, durchschnittlichen jährlichen Zinskosten ausstehender fixverzinslicher Wertpapiere sanken gegenüber dem Jahresultimo 2007 von 4,04% im Bankensektor bzw. 4,28% im Sektor der nichtfinanziellen Unternehmen auf 2,08% bzw. 2,87% zum Jahresultimo 2018. Trotz fallender Verzinsung zeigt sich auf der Gläubigerseite, dass verzinsliche Wertpapiere finanzieller und nichtfinanzieller Unternehmen aus Österreich international durchaus gefragt waren. Die Wertpapiere wurden mehrheitlich im Ausland gehalten, wobei der Auslandsanteil von 59% dem entsprechenden Durchschnittswert des Euroraums gleichkommt.

Einleitung

Die Fremdfinanzierung im österreichischen Privatsektor² wird vornehmlich durch Kredite (im Fall nichtfinanzieller Unternehmen) bzw. durch Einlagen (im Fall von Banken) vorgenommen. Die Finanzierung über verzinsliche Wertpapiere dient der zusätzlichen langfristigen Fremdkapitalaufnahme. Während der Kreditvertrag eine für die Öffentlichkeit nicht offengelegte Kreditsumme und Zahlungsverpflichtung zwischen zwei Vertragspartnern festlegt, stellen verzinsliche Wertpapiere in Form von Anleihen ein zweites Instrument der Fremdfinanzierung dar, bei dem der Emittent eine Verbindlichkeit in Höhe des bekannt gegebenen Emissionsvolumens gegenüber mehreren Gläubigern einget. Anleiheemissionen werden nach der Erstemission oft an öffentlichen Börsen am Sekundärmarkt gehandelt, wodurch der Wertpapierbesitz über mehrere Gläubigersektoren und -länder verstreut werden kann. Zum Schutz privater Investoren unterliegt der Emissions- und Vertriebsprozess verzinslicher Wertpapiere daher strengen aufsichtsrechtlichen Transparenzregelungen. Trotz der strengeren Auflagen können Wertpapieremissionen für Unternehmen mit einer breiten Investorenbasis eine Alternative zur Kreditfinanzierung bei der Anschaffung hoher Kapitalsummen darstellen.

Nach der Finanzkrise 2007/08 leitete die EZB schrittweise Leitzinssenkungen ein, gefolgt von unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen wie den

¹ Oesterreichische Nationalbank, Abteilung Statistik – Außenwirtschaft, Finanzierungsrechnung und Monetärstatistiken, thomas.poechel@oenb.at, jacob.wagner@oenb.at, matthias.wicho@oenb.at, junchao.zhan@oenb.at.

² Privatsektor bezieht sich im vorliegenden Artikel auf den finanziellen und nichtfinanziellen Teil der Volkswirtschaft exklusive Sektor Staat nach ESGV 2010.

Anleihekaufprogrammen³ und dem Kreditvergabeprogramm „TLTRO“⁴. Diese Maßnahmen trugen in den letzten Jahren wesentlich zu einer Phase stetig sinkender Kapitalkosten im Euroraum bei. Vor dem Hintergrund der historischen Niedrigzinsphase im Euroraum untersucht der vorliegende Artikel die Entwicklung des von inländischen finanziellen und nichtfinanziellen Unternehmen aufgenommenen Fremdkapitalvolumens mit Fokus auf die verzinslichen Wertpapiere.

Im ersten Abschnitt wird die transaktionsbedingte Veränderung des ausstehenden Umlaufvolumens inländischer Anleiheemissionen seit der Finanzkrise 2007 bis zum Jahresultimo 2018 beleuchtet. Dabei liegt der Fokus auf nichtfinanziellen Unternehmen sowie Kreditinstituten.⁵ Die Entwicklung der Anleiheemissionen werden mit Kreditfinanzierungen von nichtfinanziellen Unternehmen bzw. Einlagen von Kreditinstituten verglichen. Anschließend untersucht der Artikel das ausständige Umlaufvolumen österreichischer Anleiheemissionen in Bezug auf ihre Restlaufzeit, welche Aufschluss über den für die Schuldner erforderlichen Refinanzierungsbedarf in den kommenden Jahren gibt. Um die Veränderung der Zinskosten nach den geldpolitischen Maßnahmen der letzten Jahre am österreichischen Anleihenmarkt zu untersuchen, werden die kapitalgewichteten Zinskosten für die in Umlauf befindlichen Anleihen zu den Zeitpunkten Dezember 2007 und 2018 verglichen. Zusätzlich wurden die Zinskosten für Neuemissionen aus dem Jahr 2018 getrennt betrachtet. Im letzten Teil beleuchtet der Artikel die breite Investorenbasis, die österreichische Anleihen besitzt. Die Gläubigerstruktur österreichischer Anleihen wird mit Schwerpunkt auf die internationale Regionalverteilung sowie die inländische Sektorverteilung analysiert, wodurch Exposure-Risiken dem In- oder Ausland zugeordnet werden können. Der vorliegende Artikel zieht als Datenquellen zur Erstellung der nachfolgenden Analysen Basisdaten und Einzelwertpapierinformationen aus Statistiken der Euro Area Securities Issuance Statistics⁶, Securities Holdings Statistics⁷ (SHSS), MFI Interest Rate Statistics⁸, Coordinated Portfolio Investment Survey⁹ (CPIS), sowie Aggregatsgrößen aus der österreichischen gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung heran.

Zeitreihenanalyse der Finanzierung über Fremdkapital des finanziellen und nichtfinanziellen Sektors

Im Folgenden wird die Entwicklung der Fremdfinanzierung mit Hilfe von Daten der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung basierend auf dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung dargestellt.¹⁰ Die verwendeten Daten basieren auf Marktwerten und umfassen je nach betrachtetem volkswirtschaftlichen Sektor die Fremdkapitalpositionen Einlagen, Kredite sowie verzinsliche

³ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>.

⁴ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html>.

⁵ *Unternehmensemissionen von verzinslichen Wertpapieren beschränken sich in Österreich auf relativ wenige große Emittenten wie z. B. die OMV oder die ASFINAG. Dadurch können transaktionsbedingte Veränderungen relativ volatil sein.*

⁶ https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/securities_issues/html/index.en.html.

⁷ https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/securities_holdings/html/index.en.html.

⁸ https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/bank_interest_rates/mfi_interest_rates/html/index.en.html.

⁹ <http://data.imf.org/?sk=B981B4E3-4E58-467E-9B90-9DE0C3367363>.

¹⁰ <https://ec.europa.eu/eurostat/web/esa-2010>.

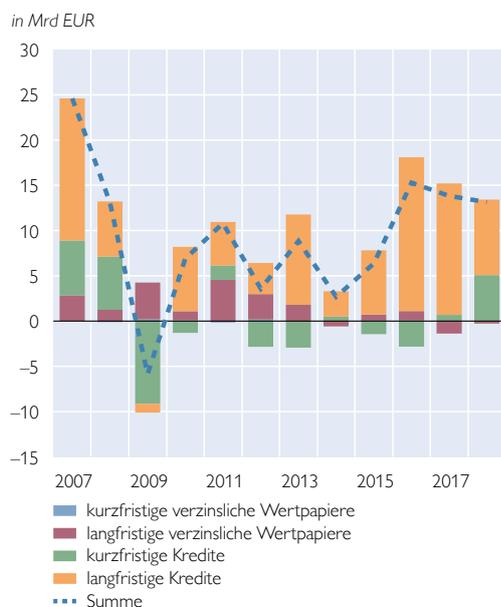
Wertpapiere in Form von Anleihen.¹¹ Dabei wird zwischen kurzfristigen und langfristigen Krediten unterschieden. Bei kurzfristigen Krediten handelt es sich um solche mit einer Ursprungslaufzeit bis zu einem Jahr. Als langfristige Kredite werden jene mit einer Ursprungslaufzeit von über einem Jahr bezeichnet. Die gleiche Einteilung (kurz- und langfristig) wird auch für verzinsliche Wertpapiere herangezogen. Einlagen werden in täglich fällige sowie Einlagen mit Bindungsfrist unterteilt. Die Finanzierung beinhaltet Gläubiger aller volkswirtschaftlichen Sektoren im In- und Ausland.

2018 wiesen österreichische Emittenten außerhalb des öffentlichen Sektors ein ausstehendes Umlaufvolumen an verzinslichen Wertpapieren in Höhe von 193,3 Mrd EUR zu Marktwerten aus, das entspricht etwa 65 % des Umlaufvolumens des öffentlichen Sektors. Nichtfinanzielle Unternehmen dominierten naturgemäß das Segment. Das Umlaufvolumen an verzinslichen Wertpapieren von nichtfinanziellen Unternehmen betrug im Jahr 2018 40,7 Mrd EUR, jenes von Kreditinstituten 136,6 Mrd EUR. Damit waren diese für etwa 8 % bzw. 28 % des gesamten Umlaufvolumens der österreichischen Volkswirtschaft verantwortlich. Alle anderen inländischen Emittenten außerhalb des öffentlichen Sektors wie z. B. sonstige Finanzinstitute oder Versicherungen und Pensionskassen hatten zusammen ein ausstehendes Umlaufvolumen von 16 Mrd EUR und spielen demnach anteilig betrachtet bei der Emission von verzinslichen Wertpapieren nur eine untergeordnete Rolle. Im weiteren Verlauf der Analyse wird deshalb im Wesentlichen auf den Sektor der nichtfinanziellen Unternehmen und Kreditinstitute eingegangen. Betrachtet man

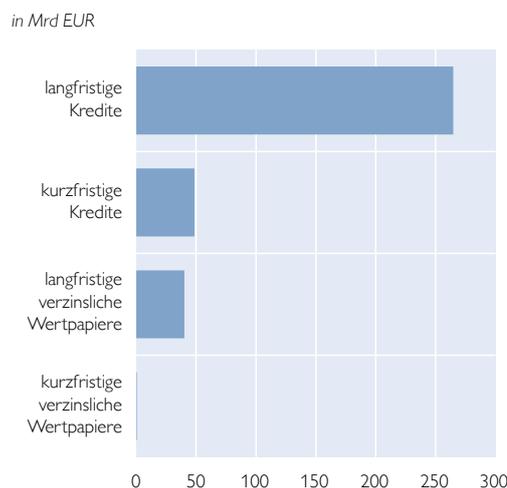
Grafik 1

Nichtfinanzielle Unternehmen

Nettotransaktionen



Bestände Passiva 2018



¹¹ Bei „Krediten“ handelt es sich um Kredite (AF.4) nach ESVG 2010-Definition, nicht enthalten sind Handelskredite (AF.81).

die Ursprungslaufzeit der Emissionen verzinslicher Wertpapiere, zeigt sich, dass sowohl nichtfinanzielle Unternehmen als auch Kreditinstitute fast ausschließlich Anleihen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr begeben haben.

Wie Grafik 1 zeigt, wurde die Fremdkapitalfinanzierung aus Krediten und verzinslichen Wertpapieren wesentlich durch langfristige Kredite beeinflusst. Insgesamt wurden im gesamten Betrachtungszeitraum zwischen 2007 und 2018 Nettokreditaufnahmen von langfristigen Krediten in Höhe von 87,6 Mrd EUR verzeichnet. Nur im Jahr 2009 gab es – finanzkrisenbedingt – einen leichten Rückgang. Im Gegensatz zu langfristigen Krediten haben bei kurzfristigen Krediten in mehreren Jahren die Tilgungen überwogen. Unmittelbar vor der Finanzkrise sowie im Jahr 2018 finanzierten sich Unternehmen verstärkt über kurzfristige Kredite (2018: +5,1 Mrd EUR). Im aushaftenden Bestand an Fremdkapital dominierten zum Jahresultimo 2018 langfristige Kredite mit einem Anteil von 75 % (264,7 Mrd EUR) des ausstehenden Fremdkapitalvolumens (354,1 Mrd EUR) der nichtfinanziellen Unternehmen deutlich, wie aus dem rechten Teil der Grafik 1 ersichtlich ist.

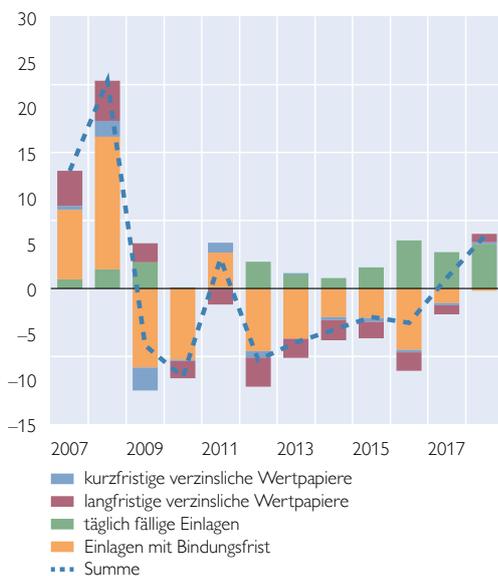
Zusätzlich zur starken Bedeutung von Kreditinstrumenten in der Fremdfinanzierung verzeichnete das Umlaufvolumen von langfristigen verzinslichen Wertpapieren über die meisten Jahre des Betrachtungszeitraumes seit 2007 im nichtfinanziellen Sektor positive Nettotransaktionen – auf allerdings niedrigem Niveau. Insgesamt wurden im Segment der langfristigen Anleihen im gesamten Betrachtungszeitraum 2007 bis 2018 transaktionsbedingte Veränderungen in Höhe von +17,8 Mrd EUR getätigt. Der Anteil von langfristigen verzinslichen Wertpapieren im gesamten aushaftenden Bestand betrug mit 40,2 Mrd EUR etwa 15 % des ausstehenden Fremdkapitalvolumens zum Ultimo 2018. Kurzfristige Wertpapieremissionen spielen für

Grafik 2

Kreditinstitute

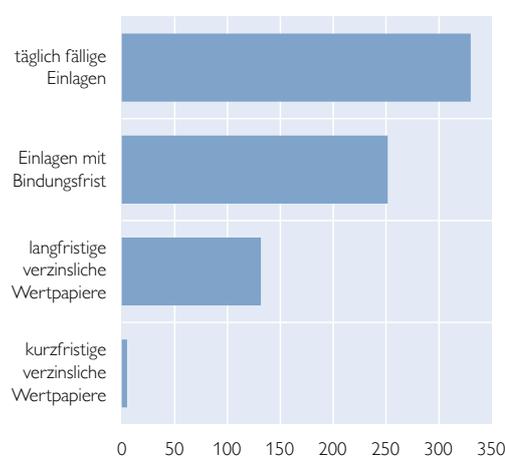
Nettotransaktionen

in Mrd EUR



Bestände Passiva 2018

in Mrd EUR



Quelle: OeNB.

inländische Unternehmen keine Rolle, da die kurzfristige Finanzierung über Handelskredite und kurzfristige Bankenkredite ausreicht. Demnach werden verzinsliche Wertpapiere für nichtfinanzielle Unternehmen zusätzlich zu Krediten als Mittel der langfristigen Fremdkapitalfinanzierung genutzt.

Kreditinstitute finanzierten sich überwiegend über Einlagen. 2018 hatten inländische Kreditinstitute ein ausstehendes Fremdkapitalvolumen von 718,2 Mrd EUR. Täglich fällige Einlagen lagen mit einem Volumen von 330,1 Mrd EUR (46 % des Fremdkapitalvolumens 2018) an erster Stelle, gefolgt von Einlagen mit Bindungsfrist mit einem Volumen von 251,5 Mrd EUR (35 % des Fremdkapitalvolumens 2018). Bei der derzeitigen niedrigen Zinslandschaft werden täglich fällige Einlagen aufgrund der geringen Opportunitätskosten von den Anlegern bevorzugt. Seit 2012 haben Anleger (und hier vor allem die Haushalte) vermehrt begonnen, ihre Einlagen mit Bindungsfristen in täglich fällige Einlagen umzuschichten, wodurch die Bedeutung von Einlagen mit Bindungsfristen als Mittel der Fremdkapitalbeschaffung für Kreditinstitute abgenommen hat. Im Rahmen der Fristentransformation kommt es daher zu einer immer kurzfristigeren Finanzierung der langfristigen Aktiva.

Kreditinstitute selbst haben zwischen 2010 und 2017 ihr aushaftendes Volumen an Emissionen von langfristigen verzinslichen Wertpapieren kontinuierlich getilgt (insgesamt –107,3 Mrd EUR Nettotransaktion zwischen 2010 und 2017). Erst 2018 ist es wieder zu einer positiven Nettotransaktion in Höhe von 6,2 Mrd EUR gekommen. Die weniger bedeutenden kurzfristigen verzinslichen Wertpapiere verhielten sich ähnlich, nur 2008 und 2011 ist es zu einer größeren gegenläufigen Entwicklung gekommen. Diese positiven Transaktionen sind auf Nettoemissionen weniger großer Emittenten zurückzuführen. Der Anteil von langfristigen verzinslichen Wertpapieren am Fremdkapital lag im Bankensektor zum Ultimo 2018 mit 18 % (131,5 Mrd EUR) um etwa 3 Prozentpunkte höher als deren Anteil im Sektor der nichtfinanziellen Unternehmen.

Refinanzierungsbedarf durch auslaufende Anleihen

Um den durch auslaufende Anleihen entstehenden Refinanzierungsbedarf der österreichischen Einheiten abschätzen zu können, wird im Folgenden die Restlaufzeitstruktur der begebenen verzinslichen Wertpapiere untersucht. Im Gegensatz zum einleitenden Kapitel werden die Daten nun zu Nominalpreisen (und somit dem tatsächlich fälligen Rückzahlungsvolumen aus Schuldnersicht) angegeben, zu denen die Marktwerte der Wertpapiere zum Laufzeitende hin konvergieren. Ebenso wurden aus methodologischen Gründen Anleihen, die in Stück (statt mit dem Nominalwert) notiert sind, ausgeschlossen.¹²

Zum Ultimo 2018 hatte der inländische Unternehmens- und Bankensektor in Form von begebenen verzinslichen Wertpapieren insgesamt ein ausstehendes Umlaufvolumen von 169,2 Mrd EUR (gegenüber einem Marktwert von 177,3 Mrd EUR), wobei mit 129,6 Mrd EUR der größere Teil auf Kreditinstitute entfiel, während nichtfinanzielle Unternehmen mit 39,6 Mrd EUR einen deutlich geringeren Anteil stellten. Betrachtet man nun die Restlaufzeitstruktur dieser ausstehenden verzinslichen Wertpapiere, ist ein Aufschluss über den entstehenden Refinanzierungsbedarf der

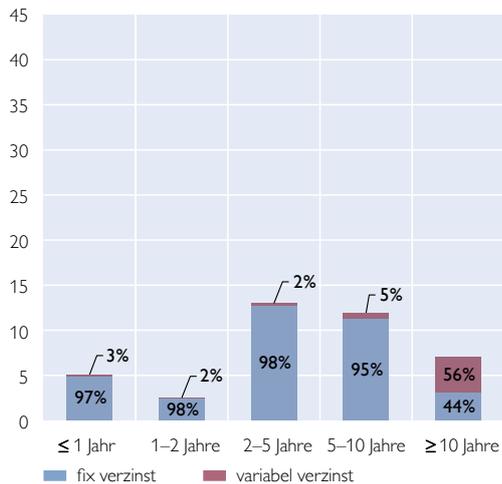
¹² Diese Stück-notierten, verzinslichen Wertpapiere bildeten – gemessen am Marktwert – Ende 2018 allerdings nur rd. 0,7 % der insgesamt begebenen Anleihen und bestehen vorwiegend aus Zertifikaten oder Optionsscheinen.

Grafik 3

Restlaufzeit und Verzinsungsstruktur des Umlaufvolumens emittierter Anleihen (Q4 18)

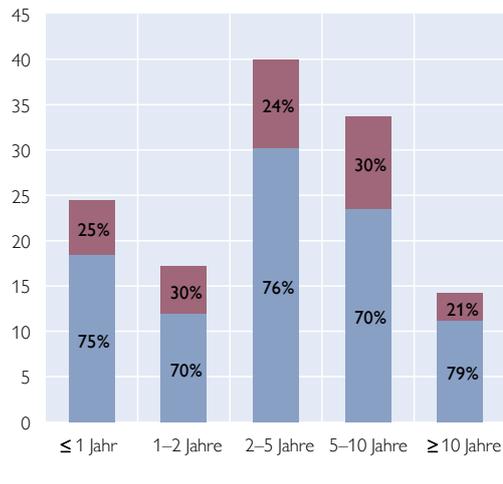
Nichtfinanzielle Unternehmen

in Mrd EUR / zu Nominalpreisen



Kreditinstitute

in Mrd EUR / zu Nominalpreisen



Quelle: OeNB.

Einheiten in den nächsten Jahren möglich. Dabei wird nachfolgend der Jahresultimo 2018 als Referenzzeitpunkt herangezogen.

Grafik 3 gibt eine detailliertere Betrachtung des Umlaufvolumens nach einzelnen Restlaufzeiten und der jeweiligen Verzinsungsstruktur wieder. So werden bis zum Ultimo 2019 5,1 Mrd EUR und somit 13 % der zum Referenzzeitpunkt ausständigen Anleihen des nichtfinanziellen Unternehmenssektors fällig, während 24,5 Mrd EUR bzw. 19 % der verzinslichen Wertpapiere von Kreditinstituten bis zu diesem Zeitpunkt auslaufen. Innerhalb eines zweiten Jahres (Restlaufzeit 1–2 Jahre) werden bei nichtfinanziellen Unternehmen bzw. Kreditinstituten weitere 2,5 Mrd EUR bzw. 17,2 Mrd EUR getilgt. Der Anteil aller Anleiheverbindlichkeiten, die im österreichischen Unternehmens- bzw. Bankensektor innerhalb der kommenden zwei Jahre fällig werden, entspricht somit 19 % bzw. 32 % des Gesamtbestandes. Je rund ein weiteres Drittel aller Anleihen (13,0 Mrd EUR bzw. 33 % bei Unternehmen sowie 40,0 Mrd EUR bzw. 31 % bei Banken) wird im Zeitraum zwischen zwei bis fünf Jahren getilgt. Dass verzinsliche Wertpapiere vor allem als Instrument der langfristigen Fremdkapitalfinanzierung eingesetzt werden, zeigt sich unter anderem auch daran, dass 19,0 Mrd EUR bzw. rd. 48 % der Anleihen von nichtfinanziellen Unternehmen eine Restlaufzeit von über fünf Jahren haben, während dies bei Kreditinstituten auf 47,9 Mrd EUR bzw. 37 % zutrifft.

Um ein Bild über die Finanzierungskosten während der Laufzeit zu erhalten, ist auch die Verteilung in festverzinsliche (inkl. Nullkupon-Anleihen) sowie variabel verzinsten Anleihen von Interesse. Bevor im nachfolgenden Teil eine detailliertere Betrachtung der Zinsniveaus vorgenommen wird, beschränkt sich die Analyse vorerst auf die Verzinsungsstruktur selbst (fix gegenüber variabel) sowie deren Unterschiede zwischen Banken und Unternehmen im Zeitverlauf. Mit 130,0 Mrd EUR waren mehr als drei Viertel des 2018 bestehenden nominellen Umlaufvolumens an ausstehenden Anleihen fix verzinst. Dieser Anteil war insbesondere bei nichtfinanziellen

Unternehmen – mit einem Anteil von 34,5 Mrd bzw. 87 % aller verzinslichen Wertpapiere – dominant. Kreditinstitute emittierten mit einer fixen Zinsbindung rund 74 % (95,4 Mrd EUR). Im Gegensatz dazu waren 2007 nur 57 % aller emittierten Anleihen (134,6 Mrd EUR) fix verzinst, wobei insbesondere der Anteil fixverzinslicher Anleihen von Kreditinstituten mit 55 % (117,4 Mrd EUR) deutlich niedriger als 2018 war (Anleihen von nichtfinanziellen Unternehmen waren auch 2007 mit 17,2 Mrd EUR bereits zu 80 % fix verzinst). Diese Entwicklung hin zu festverzinslichen Schuldverschreibungen könnte darauf hindeuten, dass Emittenten aufgrund der anhaltenden Niedrigzinsphase ihre Neuemissionen an die aktuell vorliegenden guten Finanzierungsbedingungen binden (eine ähnliche Entwicklung hin zu fixer Zinsbindung ist auch bei Krediten zu beobachten).

Allerdings ergibt sich ein etwas differenziertes Bild, wenn die einzelnen Laufzeitenbänder sowie die Aufteilung nach Kreditinstituten und nichtfinanziellen Unternehmen analysiert werden, wie in Grafik 3 ersichtlich. Bei nichtfinanziellen Unternehmen zeigt sich, dass die verschiedenen Restlaufzeitenbänder bis zur Kategorie „Restlaufzeit 5–10 Jahre“ insgesamt ein sehr homogenes Bild darstellen und sehr stark von festverzinslichen Anleihen dominiert werden. Der Anteil der Fixverzinsung beträgt in diesem Segment 97 % (bzw. 31,4 von 32,5 Mrd EUR) für Restlaufzeiten bis zehn Jahren. Gänzlich anders ist das Verhältnis bei verzinslichen Wertpapieren mit einer Restlaufzeit von über zehn Jahren. Diese sind – im Falle von Unternehmen – mit 3,1 von 7,1 Mrd EUR nur zu 44 % mit fixer Zinsbindung versehen, d. h. mehrheitlich variabel verzinst. Der Unterschied zwischen den Laufzeitenbändern ist hier jedoch vorwiegend durch ein größeres Volumen an ewigen Renten im Segment mit einer Restlaufzeit von über zehn Jahren begründet, d. h. durch Anleihen ohne definierten Tilgungszeitpunkt. Diese Sonderform von verzinslichen Wertpapieren war in den Daten jedoch auf relativ wenige Großemissionen einiger größerer Unternehmen zurückzuführen und oftmals mit einer (gewissen Rahmenbedingungen unterliegenden) entsprechenden Tilgungsoption für den Emittenten ausgestattet. Ein deutlich homogeneres Bild ist hingegen im Bankensektor zu erkennen: So schwankt der Fixverzinsungsanteil über die unterschiedlichen Restlaufzeitenbänder bei Anleihen von Kreditinstituten zwischen 70 % (Restlaufzeit zwischen fünf und zehn Jahren) bis 79 % (Restlaufzeit über zehn Jahre). Es zeigten sich somit – im Vergleich zu nichtfinanziellen Unternehmen – keine Auffälligkeiten in der Zinsstruktur über die unterschiedlichen Segmente der Restlaufzeiten.

Zinskosten inländischer Anleiheemissionen

Kredite und Anleihen haben in der Regel für den Schuldner einen Kostenfaktor in Form von expliziten Zinsen (d. h. Nominalzinsen einer Anleihe) und zusätzlich im Fall von verzinslichen Wertpapieren impliziten Zinsen (d. h. Verzinsung aufgrund des Unterschiedes zwischen Ausgabewert und Rückzahlungswert einer Anleihe). Die Höhe des Zinssatzes für aufgenommene Kredite und emittierte verzinsliche Wertpapiere spiegelt neben volkswirtschaftlichen Variablen wie z. B. Marktliquidität, Inflationsrate und Geldpolitik der Notenbanken auch firmenindividuelle Risikoaufschläge wider. Die schrittweise Senkung des EZB-Hauptrefinanzierungssatzes und der Liquiditätsüberschuss im Bankensektor reduzierten die Refinanzierungskosten für österreichische Banken und folglich indirekt über den Transmissionsmechanismus die Kosten für nichtfinanzielle Firmen am Kredit- und Kapitalmarkt wesentlich. Die Veränderung der jährlichen Zinskosten inländischer Anleiheemissionen seit 2007 wird nachfolgend

mittels kapitalgewichteter Streuungsmaße (unteres/oberes Quartil, Median und Durchschnitt) untersucht. Zugunsten einer homogenen Stichprobe wurden hierfür nur fixverzinsliche Anleihen und Nullkuponanleihen berücksichtigt.¹³ Diese machten den Hauptteil aller emittierten Anleihen in beiden untersuchten Sektoren aus (im Dezember 2018 rd. 77 % des Umlaufvolumens). Wertpapiere wie Kredittransferinstrumente (z. B. Wandelanleihen), Zertifikate sowie Index-linked Anleihen mit eingebetteten Finanzderivaten wurden aufgrund ihrer variablen Charakteristiken aus der Untersuchungsstichprobe exkludiert. Die nachfolgenden Zinskosten in % per annum inkludieren sowohl jährliche explizite nominelle Zinsen als auch implizite Zinsen für Anleihen mit unterschiedlichen Emissions- und Tilgungskursen.¹⁴

Die Anzahl bzw. das Volumen der fixverzinsten Anleihen des inländischen Bankensektors stiegen zwischen 2007 und 2018 von 2.129 Anleihen mit einem Volumen von 165,4 Mrd EUR auf 2.645 Anleihen mit einem ausstehenden Volumen von 311,7 Mrd EUR. Die Vergleichsstichprobe der nichtfinanziellen Unternehmen zum Jahresultimo 2007 bzw. 2018 bestand aus 171 bzw. 270 verschiedenen fixverzinslichen Anleihen im Umlauf und einem nominellen Umlaufvolumen von 15 Mrd EUR bzw. 30,39 Mrd EUR. Aus den im Jahr 2018 im Umlauf befindlichen Anleiheemissionen wurde anschließend eine Untermenge jener Anleihen gebildet, die im Jahr 2018 zum ersten Mal emittiert wurden. Die Menge der Neuemissionen aus dem Jahr 2018 für den Sektor der Banken bzw. nichtfinanziellen Unternehmen bestand aus 387 bzw. 54 verschiedenen Anleihen mit einem nominellen Umlaufvolumen von 21,6 Mrd EUR bzw. 3,2 Mrd EUR zum Jahresultimo 2018.

Die Streuungsmaße der jährlichen Zinskosten aus den oben genannten Stichproben werden in Form einer Boxplot-Grafik dargestellt. Die untere bzw. obere Linie einer Boxplot-Grafik stellen das unteren (25 %-Perzentil) bzw. obere Quartil (75 %-Perzentil) einer Stichprobenverteilung dar.¹⁵ Der Medianwert (50 %-Perzentil) wird durch eine dicke durchgezogene und der Durchschnittswert durch eine strichlierte Linie in den Boxplots dargestellt.

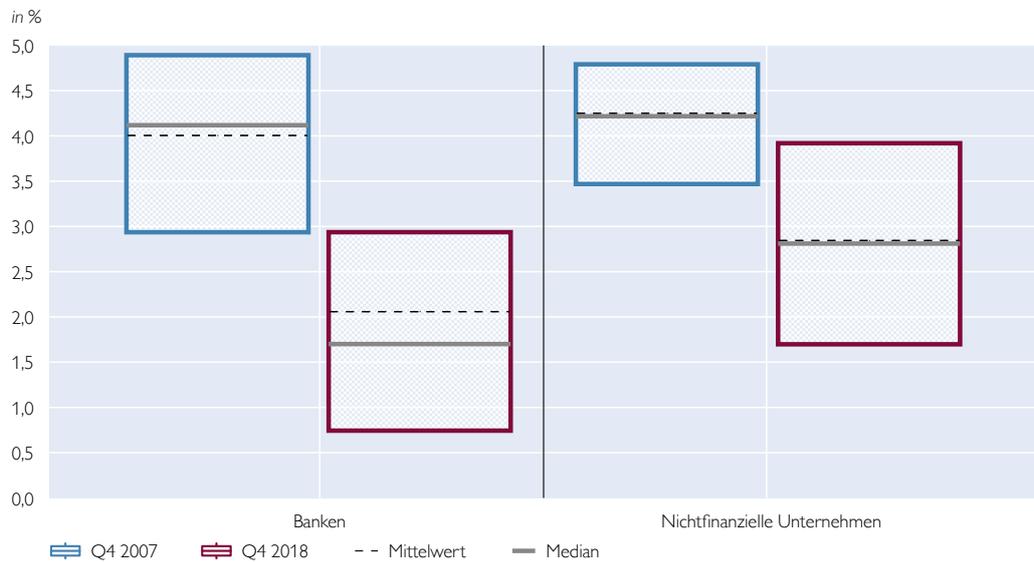
Die Grafik 4 vergleicht die kapitalgewichteten Boxplots der jährlichen Zinskosten des im Umlauf befindlichen Anleihevolumens von Banken und nichtfinanziellen Unternehmen zwischen Ultimo 2007 und 2018. Beide Sektoren wiesen zum Jahresultimo 2007 zunächst ein relativ ähnlich hohes durchschnittliches Zinsniveau auf (4,04 % für den Bankensektor und 4,28 % für den Sektor der nichtfinanziellen Unternehmen). Der Stichprobendurchschnitt für nichtfinanzielle Unternehmen sank von 4,28 % zum Ultimo 2007 auf 2,87 % im Jahr 2018. Der Medianwert der Verteilung lag dabei nahe dem Durchschnittswert. Die Vergleichswerte des inländischen Bankensektors zeigten aufgrund der direkten Betroffenheit durch geldpolitische Maßnahmen der EZB eine wesentlich stärkere Reduktion des Zinsniveaus. Der Durchschnitts- bzw. Medianwert für die jährlichen Zinskosten der Bankenanleihen sanken von 4,03 % bzw. 4,15 % im Jahr 2007 sowie auf 2,08 %

¹³ Exklusion von Anleihen mit variablen Komponenten (z. B. Index-linked Bonds mit variabler Verzinsung und Rückzahlungssumme, Wandelanleihen und Anleihen mit eingebetteten Finanzderivaten) und Anleiheprodukten mit Stücknotierung.

¹⁴ Berechnung der impliziten Verzinsung: $((\text{Tilgungskurs} - \text{Emissionskurs}) / \text{Gesamtlaufzeit in Tagen}) * 360$. Aufgrund fehlender Trancheninformation wird bei Aufstockungen der ursprüngliche Emissionskurs herangezogen, wodurch die angeführte Formel als Annäherung bei Aufstockungen zu betrachten ist.

¹⁵ Das untere Quartil stellt jenen Wert dar, unter dem 25 % aller Stichprobenwerte liegen. Analog dazu das obere Quartil und der Medianwert für 75 % bzw. 50 % aller Stichprobenwerte.

Boxplots der jährlichen Zinskosten des Umlaufvolumens von inländischen Anleiheemissionen



Quelle: OeNB.

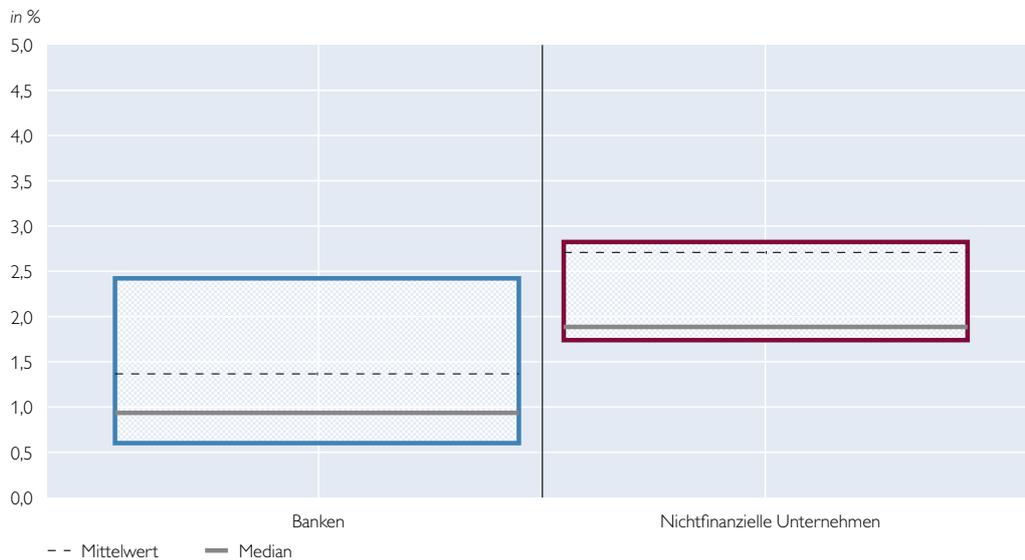
bzw. 1,73 % im Jahr 2018. Zum Jahresultimo 2018 lagen die durchschnittlichen jährlichen Zinskosten des Bankensektors etwas höher als der Median, wodurch dies auf eine eher rechtsschiefe Verteilung der Stichprobe hindeutet (d. h. einige größere Ausreißer in der Stichprobe trieben den Durchschnittswert nach oben).¹⁶ 50 % aller Beobachtungswerte einer Stichprobe liegen innerhalb des Interquartilsabstands, d. h. des Abstandes zwischen dem oberen und unteren Quartil. Dabei vergrößerte sich der Interquartilsabstand im nichtfinanziellen Sektor zwischen den beiden Vergleichsjahren von 1,32 Prozentpunkten auf 2,23 Prozentpunkte (2007: oberes Quartil 4,82 %; unteres Quartil 3,5 %; 2018: oberes Quartil 3,95 %; unteres Quartil 1,72 %). Dies deutet daher auf eine eher stärkere Streuung der jährlichen Zinskosten gegenüber dem Vergleichsjahr 2007 hin.

Die Grafik 5 betrachtet die jährlichen Zinskosten von Neuemissionen aus dem Jahr 2018. Die Zinskosten neu emittierter Anleihen wiesen gegenüber ihren Vergleichswerten in der Gesamtstichprobe (alle im Umlauf befindlichen Anleihen zum Jahresultimo 2018) tiefer liegende Verteilungsmaße auf. Der Medianwert der jährlichen Zinskosten neu emittierter Anleihen im nichtfinanziellen Sektor lag mit 1,9 % um 0,9 Prozentpunkte unter dem Vergleichswert aus Grafik 4 für das Jahr 2018. Zusätzlich zeigt der nichtfinanzielle Sektor eine wesentliche Reduktion der Streuung in den Zinskosten neu emittierter Anleihen auf. Der Interquartilsabstand im nichtfinanziellen Sektor betrug lediglich 1,08 Prozentpunkte (oberes Quartil: 2,83 % und unteres Quartil: 1,75 %), wohingegen der Interquartilsabstand im nichtfinanziellen Sektor für das gesamte Umlaufvolumen zum Jahresultimo 2018 in Grafik 4 noch 2,23 Prozentpunkte betrug. In der Stichprobe der Neuemissionen zeigt sich ebenfalls der größere Abstand zwischen dem Durchschnitts- und

¹⁶ Bei einer symmetrischen Verteilung gleicht der Durchschnittswert dem Median.

Grafik 5

Boxplots der jährlichen Zinskosten der Neuemissionen von inländischen Anleihen 2018



Quelle: OeNB.

Medianwert im Vergleich zur Grafik 4. Insbesondere im nichtfinanziellen Sektor war, relativ zur Stichprobengröße gesehen, eine größere Menge an Ausreißern mit höheren Zinskosten bei Neuemissionen auffindbar, wodurch der kapitalgewichtete Mittelwert in Relation zum Medianwert stärker nach oben getrieben wurde (Ratio Durchschnittswert/Median für das Jahr 2018: Umlaufvolumen: 1,01; Neuemissionen: 1,43).

Die oben gezeigten durchschnittlichen Neuemissionszinsen für nichtfinanzielle Unternehmen (2018: 2,87%) lassen sich mit den Kosten der Kreditfinanzierung im Untersuchungszeitraum 2018 mittels des Kreditkostenindikators¹⁷ der EZB (durchschnittliche Kreditzinskosten in % per annum für Neugeschäfte aus Einmalkrediten und revolvingierenden Krediten für nichtfinanzielle Unternehmen) gegenüberstellen.¹⁸ Dieser monatliche Indikator für den Zeitraum zwischen Jänner und Dezember 2018 zeigt, dass die durchschnittlichen Neugeschäftszinsen für Kreditfinanzierung im nichtfinanziellen Sektor zwischen 1,43% und 1,60% lagen. Für Interbankenkredite wird häufig der 3-Monats-EURIBOR als Referenzzinssatz herangezogen. Dieser lag zum Jahresbeginn am 2. Jänner 2019 bei -0,31%¹⁹, während die Zinskosten für Neuemissionen der Banken im Jahr 2018 durchschnittlich 1,38% betragen.

¹⁷ ECB Cost of borrowing Indicator (Total cost of borrowing to non-financial corporations): <https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691556>.

¹⁸ Hierbei ist wieder zu beachten, dass die Stichprobe der Anleiheemissionen variable verzinsliche Anleihen außer Acht lässt. Wie im vorherigen Kapitel erwähnt, ist dieser Anteil für nichtfinanzielle Unternehmen jedoch vernachlässigbar.

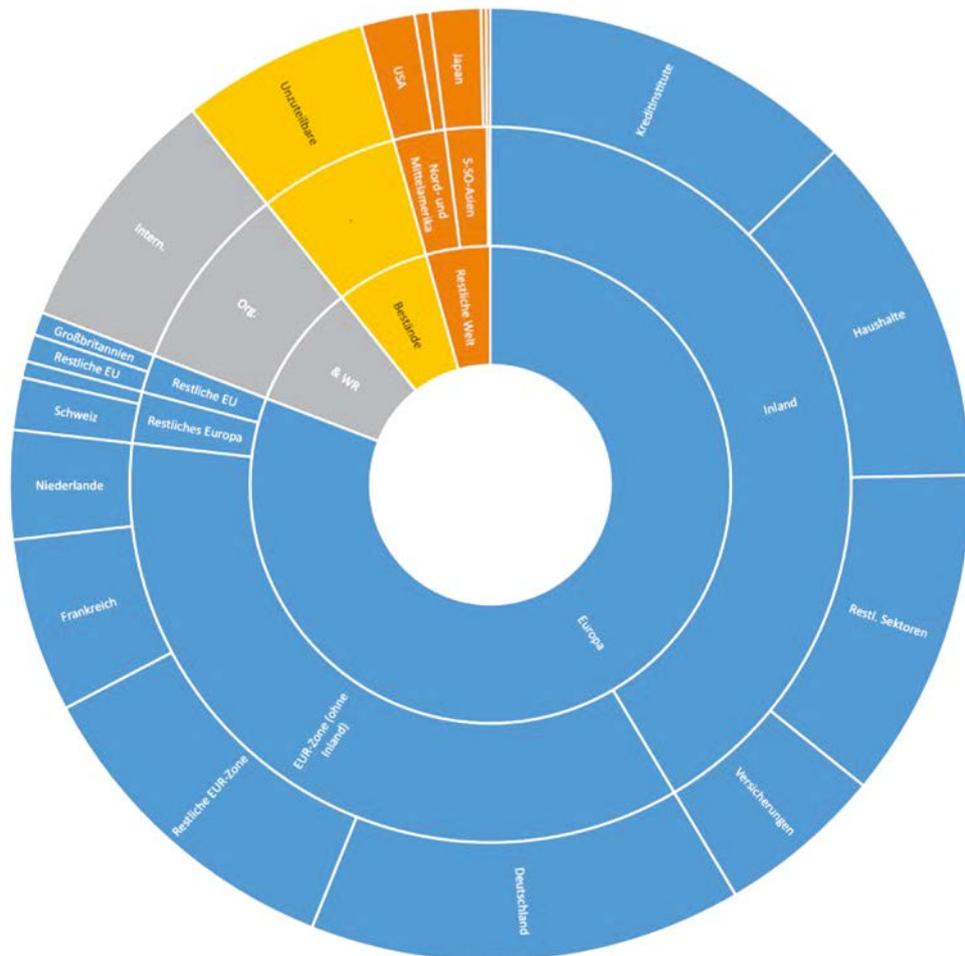
¹⁹ <https://de.euribor-rates.eu/euribor-zinssatz-3-monate.asp>.

Die Gläubigerstruktur österreichischer Anleihen emittiert vom finanziellen und nichtfinanziellen Sektor

Im letzten Abschnitt des Artikels werden die Investoren in österreichische Anleihen von Emittenten des finanziellen und nichtfinanziellen Sektors näher beleuchtet. Die nachfolgenden Angaben zum Volumen verzinslicher Wertpapiere werden zu Marktwerten evaluiert. Sowohl kurzfristige als auch langfristige verzinsliche Wertpapiere, die von finanziellen und nichtfinanziellen Unternehmen emittiert wurden, werden untersucht. Das Volumen dieser emittierten Anleihen hat im vierten Quartal 2018 192,5 Mrd EUR²⁰ betragen.

Grafik 6

Gläubigerstruktur österreichischer Unternehmensanleihen – Ultimo Q4 18



Quelle: Eurostat, EZB, IWF, OeNB.

Anmerkung: Aufteilung der Verbindlichkeiten – Methodik: Datenquelle ist das Einzelwertpapiersystem der OeNB, angereichert mit Spiegeldaten aus dem CPIS (Coordinated Portfolio Investment Survey) und der SHSS (Sectoral Holdings of Securities). Im Inland sind die Gläubigersektoren durch die Depotmeldung bekannt. Jene österreichischen Wertpapiere, die nicht von inländischen Investoren gehalten werden, werden mittels „Residual Approach“ dem Ausland zugerechnet. Diese Residualgröße wird auf Basis von Spiegeldaten, die Informationen zu den Forderungen anderer Länder gegenüber Österreich aus dem CPIS enthalten, aufgeteilt. Im CPIS werden die Forderungen für die drei Finanzierungsinstrumente: Kurzfristige verzinsliche Wertpapiere, langfristige verzinsliche Wertpapiere sowie Aktien und Investmentfondzertifikate veröffentlicht. Die SHSS-Daten ermöglichen darüber hinaus eine feinere Untergliederung in weitere Finanzierungsinstrumente. Jeder der drei Kreise repräsentiert insgesamt 100 % des emittierten inländischen Umlaufvermögens (finanzieller und nicht-finanzieller Sektor). Die Segmente innerhalb der Kreise stellen eine anteilmäßige Aufteilung nach Gläubigerregionen bzw. Sektoren dar.

²⁰ Direktinvestitionen wurden nicht berücksichtigt, diese entsprechen einem Volumen von knapp 800 Mio EUR.

41,4% oder 79,8 Mrd EUR der österreichischen Anleihen emittiert von privaten Emittenten wurden im Inland gehalten. Die größten Gläubigersektoren waren die Kreditinstitute mit einem gehaltenen Volumen von 24,4 Mrd EUR, gefolgt von Haushalten und privaten Organisationen (23,1 Mrd EUR) sowie den Versicherungen (10,8 Mrd EUR). Die restlichen Gläubigersektoren (21,6 Mrd EUR) wurden von Investmentfonds (5,9 Mrd EUR) dominiert, hinter denen wiederum größtenteils österreichische Haushalte und Pensionskassen standen. Der nichtfinanzielle Unternehmenssektor spielte mit 3,5 Mrd EUR keine große Rolle in der Gläubigerstruktur österreichischer Anleihen von privaten Emittenten.

Der überwiegende Anteil (58,5% bzw. 112,6 Mrd EUR) österreichischer verzinslicher Wertpapiere emittiert von nichtfinanziellen und finanziellen Unternehmen wurde jedoch im Ausland gehalten, der Großteil davon innerhalb des Euroraums (68,0 Mrd EUR). Insbesondere Deutschland mit 28,1 Mrd EUR, Frankreich (11,4 Mrd EUR) und die Niederlande (7,1 Mrd EUR) hielten große österreichische Anleihebestände. Im Rest der EU dominiert Großbritannien mit 1,5 Mrd EUR, außerhalb der EU aber innerhalb Europas die Schweiz mit einem Anleihebestand in Höhe von 3,4 Mrd EUR. Insgesamt befanden sich somit 80,9% der österreichischen Anleihen in Europa, davon knapp die Hälfte im Inland (51,3%) und die andere Hälfte im europäischen Ausland (48,7%). Die restlichen 19,1% (36,8 Mrd EUR) wurden vor allem als Währungsreserven bzw. von internationalen Organisationen gehalten (16,3 Mrd EUR). Die größten Bestände in einzelnen Ländern außerhalb Europas befanden sich in den USA (3,5 Mrd EUR) und Japan (3,3 Mrd EUR). Die Restgröße von 12,1 Mrd EUR am im Ausland gehaltenen Volumen ist nicht zuteilbar. Dies ist etwa auf fehlende Spiegeldaten von Forderungen von Ländern, die nicht in

den CPIS melden oder auf Vintage-Effekte²¹ zurückzuführen. Da von einer besseren Datenabdeckung gegenüber europäischen Ländern ausgegangen werden kann, wurden diese Bestände dem nicht-europäischen Ausland zugeordnet.

Das Sunburst-Diagramm (Grafik 6) zeigt auch, dass sich rund 77% der untersuchten österreichischen Anleihen im Euroraum befanden (41% im Inland und weitere 36% im ausländischen Euroraum) – eine im Vergleich zum Euroraum hohe Konzentration. Denn wie Tabelle 1 ausweist, werden 70% der Anleihen emittiert im Euroraum von finanziellen und nichtfinanziellen Unternehmen auch im Euroraum gehalten.

Um die regionale Struktur österreichischer Anleihen emittiert von finanziellen und nichtfinanziellen Unternehmen

Tabelle 1

Gläubigerstruktur von Anleihen – emittiert im Euroraum (Ultimo Q4 18)

	begebenes Anleihevolumen	in %	
		Inland	Ausland
	in Mio EUR		
Euroraum	9.234.219	70	30
Summe der Euroländer	9.137.779	41	59
Frankreich	2.134.850	50	50
Deutschland	1.502.231	50	50
Niederlande	1.367.321	16	84
Italien	820.681	70	30
Spanien	574.474	51	49
Irland	441.165	17	83
Österreich	192.470	41	59
Portugal	102.660	75	25

Quelle: OeNB, Eurostat, EZB.

Anmerkung: Europäische Institutionen, die Anleihen begeben und dem Euroraum zuzurechnen sind, sind in der Aggregation der Einzelländer nicht inkludiert.

²¹ Als Vintage-Effekte bezeichnet man Inkonsistenzen zwischen Statistiken, die durch unterschiedliche Revisionszyklen entstehen.

besser einordnen zu können, hilft ein Blick auf die Regionalverteilung des auf nationaler Basis aggregierten Euroraums sowie ausgewählter Länder des Euroraums. Innerhalb des Euroraums zeigt sich, dass die dort emittierten verzinslichen Wertpapiere im Durchschnitt zu 41 % im Inland und zu 59 % im Ausland gehalten werden – ein Verhältnis, das sich so auch in Österreich wiederfindet. Vergleicht man Österreich mit anderen Ländern des Euroraums, so fällt die Ähnlichkeit der Struktur mit Belgien auf, auch das Volumen der begebenen Anleihen war in einem vergleichbaren Rahmen. Insgesamt zeigt sich, dass die Gläubigerstruktur – national betrachtet – sehr heterogen ist. So reichte der Inlandsanteil von knapp 16 % in den Niederlanden bis hin zu 75 % in Portugal oder 70 % in Italien. Gemessen am begebenen Anleihevolumen ist Österreich aber nur ein kleiner Player im Euroraum: In Österreich stehen begebene Anleihen des nichtfinanziellen und finanziellen Unternehmenssektors gerade einmal für 2 % des im Euroraum begebenen Volumens.

Zusammenfassung

Der vorliegende Artikel untersuchte die Fremdfinanzierung österreichischer Unternehmen des finanziellen und nichtfinanziellen Sektors über verzinsliche Wertpapiere und deren Gläubigerstrukturen zum Ultimo 2018, wobei auf die Emissionen des inländischen Banken- und Unternehmenssektors näher eingegangen wurde. Neben der Einlagen- bzw. Kreditfinanzierung, welche das Hauptinstrument der Fremdfinanzierung für den jeweiligen Sektor darstellt, fand die Finanzierung über verzinsliche Wertpapiere in beiden Sektoren fast ausschließlich in Form von längerfristigen Anleihen statt. Die Tilgungsschwerpunkte (über die Hälfte des zu tilgenden Volumens) der emittierten Anleihen waren in den Restlaufzeitkategorien „2–5 Jahre“ und „5–10 Jahre“ zu verzeichnen. Im Vergleich zum Jahresultimo 2007 war 2018 außerdem ein deutlich höherer Anteil an fixverzinslichen Anleihen zu beobachten. Diese dominieren aktuell das Umlaufvolumen sowohl bei nichtfinanziellen Unternehmen als auch bei Kreditinstituten. Die durchschnittlichen Zinskosten im Bankensektor für die emittierten fixverzinslichen Anleihen fielen seit 2007 um fast die Hälfte. Auch im Sektor der nichtfinanziellen Unternehmen war eine substantielle Abnahme der durchschnittlichen Zinskosten um ca. ein Drittel seit 2007 zu verzeichnen. Trotz fallender Verzinsung zeigt sich auf der Gläubigerseite, dass verzinsliche Wertpapiere finanzieller und nichtfinanzieller Unternehmen aus Österreich international durchaus gefragt waren. Diese wurden mehrheitlich im Ausland gehalten, wobei der Auslandsanteil dem entsprechenden Durchschnittswert des Euroraums entspricht. Weiters zeigt sich, dass Exposure-Risiken der von finanziellen und nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum emittierten verzinslichen Wertpapieren überwiegend im Euroraum verbleiben.