

Fachheft Nr. 1

# Die Liquiditätssituation an der Wiener Börse

Alarmierende statistische Fakten und O-Töne aus dem Finanzmarkt

Christian Drastil, Juli 2012

## Die Liquiditätsfalle schnappt existenzbedrohend zu

Bei zu wenig Handelsvolumen wird es für Sales,  
Research und Broker eng



## Liquidität als Thema der Jahres- veranstaltung des Aktienforum

Einblick in das Programm  
des Austrian Equity Day 2012



Liebe Leserinnen, sehr geehrte Leser! Der eine oder andere kennt mich vielleicht als langjährigen CEO des ‚Börse Express‘. Mit Jahresende 2011 habe ich diese Funktion zurückgelegt, ich bin seither selbstständig tätig. Doch es hat sich nicht viel verändert; ich kooperiere jetzt auch mit meiner Agentur Christian Drastil (Communications) intensiv mit dem Börse Express. Ich habe aber einige neue Dinge in Angriff genommen; so wurde mein Projekt ‚www.christian-drastil.com‘ in Deutschland gegen 180 Konkurrenten zum ‚Finance Blog of the Year 2012‘ gewählt. Im August werde ich mit starken Kollegen aus der D-A-CH-Region ein spannendes neues Finanzportal (oder vielmehr ein ‚Lab‘) starten. Es wird nicht rein ‚online‘ sein. Und das ist auch gleich die Überleitung zum hier vorliegenden Printprodukt: Seit Frühjahr bin ich mit meiner Agentur Mitglied beim Aktienforum. Dass mir die Verbesserung der Liquiditätssituation an der Wiener Börse ein Anliegen ist, ist aus zahlreichen Kommentaren bekannt. Das Aktienforum wird hier in der zweiten Jahreshälfte einen Schwerpunkt setzen, siehe Kommentar von Ulrike Haidenthaler. In Kooperation mit dem Aktienforum gibt es jetzt einmal dieses 8-seitige Fachheft zum Status quo in Wien. Methodisch habe ich mich dafür entschieden, das Fachheft in zwei Blöcke zu teilen: Zum einen eine Sammlung von statistischem Material zum Thema ‚Liquiditätssituation an der Börse Wien‘, zum anderen ist es mir um möglichst viel O-Ton von börsennotierten Unternehmen, Analysten, Asset Managern, der Wiener Börse selbst sowie von Steuerexperten gegangen. Ich habe mir erlaubt, Empfehlungen zusammenzuschreiben – vieles aus dem Kontext der O-Töne (da fielen auch Worte wie ‚existenzbedrohend‘), vieles aus meiner eigenen Überzeugung. Das Fachheft erhebt nicht den Anspruch, eine Studie zu sein. Nein, es soll das sein, was es ist: die bisher umfassendste Ideen- und Faktensammlung zum Thema ‚Liquidität‘. Es soll Fragen aufwerfen, Lösungsansätze in den Raum stellen. Es soll dazu anregen, eine sinnvolle Diskussion zu entfachen. Denn die ist dringend nötig. Es ist 5 vor 12. So, und nun viel Lesespass und Nutzen mit dem Fachheft Nr. 1. Weitere werden folgen. Stay tuned.

Christian Drastil, Herausgeber Fachheft

Die Steigerung der Liquidität am österreichischen Kapitalmarkt ist eine wesentliche Thematik für Emittenten. Aus diesem Grund steht die heurige Jahresveranstaltung des Aktienforum, der ‚Austrian Equity Day 2012‘, unter dem Stern der Liquiditätssteigerung am Kapitalmarkt. In bewährter Kooperation mit der Wiener Börse und unseren börsennotierten Unternehmen wird der Bogen von der europäischen Regulierung, allen voran der neuen Marktregulierung MiFid II, über volkswirtschaftliche Ansätze für funktionierende und transparente Kapitalmärkte bis hin zu Implikationen der neuen Marktstrukturen für börsennotierte Unternehmen gespannt. Zentral werden folgende Fragen geklärt: Welche Auswirkungen hat die neue Marktsituation (u.a. durch MiFid II, neue Transparenzanforderungen) auf Unternehmensfinanzierung und Kapitalkosten? Wie kann in der neuen elektronischen Handelswelt Liquidität am österreichischen Kapitalmarkt gebündelt werden? Welche Auswirkungen ergeben sich für die Investorenansprache und die Teilnahme in handelsvolumengewichteten Indizes? Was sind offensichtliche Schraubstellen, an denen der Erfolg des österreichischen Kapitalmarkts in der heutigen herausfordernden Zeit hängt? Wir erwarten eine besonders interessante Fachdiskussion mit den Herren Gnom, Vertreter der EU-Kommission zum Thema MiFid II, Dr. Hoffmann, Studienautor für das Aktienforum (Contrast Management Consulting), Matejka (Matejka & Partners) und Morgan (Deutsche Bank). Abschließend findet traditionellerweise ein politischer Round Table statt. Das Gespräch verspricht anregend zu werden: Mag. Kuras (Wiener Börse), Dr. Mühl (Arbeiterkammer), Mag. Ottel (Aktienforum), Dr. Pribil (FMA) und Dr. Raidl (ÖNB) diskutieren mit Dr. Schellhorn (Die Presse) über die Steigerung der Leistungsfähigkeit des österreichischen Kapitalmarkts. Der Austrian Equity Day 2012 findet am 9. Oktober 2012 von 13.30 bis 19.00 Uhr im Haus der Industrie statt. Nach der Veranstaltung erwartet die Besucher ein gemütlicher Ausklang bei Buffet, Musik und Zigarrenlounge. Mehr Information zu dem genauen Programm und Details zur Anmeldung erfahren Sie unter: [office@aktienforum.org](mailto:office@aktienforum.org)

Ulrike Haidenthaler, Geschäftsführerin des Aktienforum

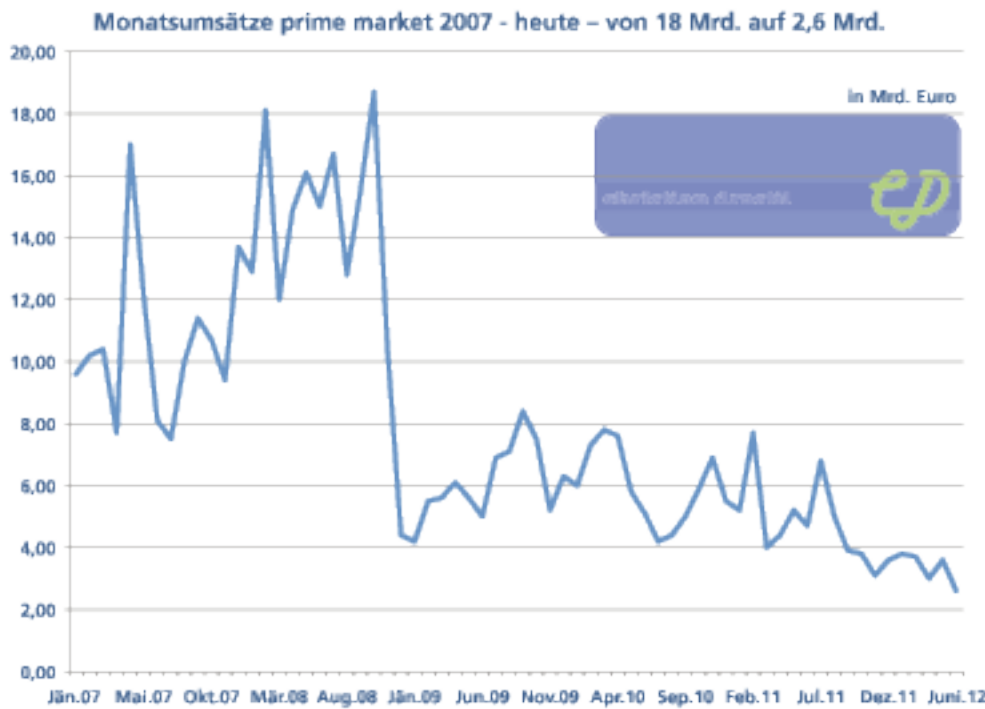
### IMPRESSUM

Für den Inhalt verantwortlich: Büro Christian Drastil (Werbegente), Gussenbausegasse 4-6/4c, 1080 Wien.  
me@christian-drastil.com • Vollständige Impressum auf [www.christian-drastil.com](http://www.christian-drastil.com)  
Druck: Niederösterreichische Pressehaus, Druck- und Verlags-gesellschaft m.b.H., Gutenbergestraße 12, 3100 St. Pölten.  
Auflage: 500 Stück, dazu als PDF, anfordbar unter [me@christian-drastil.com](mailto:me@christian-drastil.com)



# Liquidität: Fakten zeigen, dass es 5 vor 12 ist

Worüber wir reden: Wie die Handelsumsätze oder Nicht-mehr-Handelsumsätze an der Wiener Börse eine Reihe unschöner Folgeeffekte auslösen. Die Abwärtsspirale muss gestoppt werden.



Der Umsatzrückgang an der Wiener Börse ist existenzbedrohend, sagen Marktteilnehmer. Grafik: Drastil, Datenquelle: Wiener Börse

• Das 1. Halbjahr 2012 brachte Langfrist-lows beim Handelsvolumen in Wien. Die o.a. Grafik zeigt die Volumensentwicklung des ATX-Prime auf Monatsbasis. Datenquelle ist die (hervorragende) Statistikdatenbank der Wiener Börse.

Der Juni 2012 brachte mit 2,615 Mrd. Euro verglichen mit dem Vorjahresmonat nicht nur einen Volumensrückgang von 50 Prozent, sondern auch den tiefsten Wert seit vielen Jahren. Stellt man die ersten sechs Monate 2012 jenen aus 2011 gegenüber, so beträgt der Rückgang 37,4 Prozent. Bezogen auf das Gesamtjahr 2012, liegt die Wiener Börse zum Halbjahr 2012 bei einer „Zielerreichung von 33,8 Prozent“.

Auffällig ist, dass es auch bei den Bonds und bei den strukturierten Produkten Abgänge von ca. der Hälfte gegeben hat. Noch extremer ist die Langfristsicht: Im Juni 2007, also vor fünf Jahren, waren es 17,5 Mrd. Euro in einem einzigen Monat, jetzt waren es 20 Mrd. in sechs Monaten. Das stärkste Handelsmitglied, die Deutsche Bank, machte 2007 in einem Monat fast so viel Umsatz wie heute alle Handelsmitglieder zusammen.

• Wien verliert deutlich stärker als die Nachbarbörsen

Österreich ist Schlusslicht beim Finanzwissen.



In Deutschland gab es im ersten Halbjahr 2012 einen Rückgang von 16,8 Prozent gegenüber dem ersten Halbjahr 2011. In der Schweiz summierte sich das Minus im ersten Halbjahr 2012 gegenüber dem ersten Halbjahr 2011 auf 26,9 Prozent.

Ein für die Österreicher sehr interessanter Markt ist auch Polen, denn hier geht es um den Status der Proxybörse für CEE: Polen liegt im ersten Halbjahr um 20 Prozent unter den Werten aus 2011. Allerdings: 2011 war in Polen ein Rekordjahr, im Vergleich mit 2009 stellen die 2012er-Werte ein Plus von 21 Prozent dar. Zum Vergleich: Die o.a. 2012er-Umsätze Wiens liegen um rund 35 Prozent unter den Vergleichswerten aus 2009. Fazit: Alle Börsen verlieren, Wien mit Abstand am stärksten.

• 4 Mrd. benötigt, um (überleben zu können - Abgang von wichtigen Playern im Bereich Research und Sales (UniCredit, Cheuvreux, Deutsche Bank)

4 Mrd. Euro - das ist der Wert, den Marktteilnehmer hinter vorgehaltener Hand als monatliches Minimalvolumen in Aktien nennen, damit sich das Geschäftsmodell rechnet. Momentan fehlt viel auf diesen Wert. Cheuvreux, UniCredit, die Deutsche Bank - drei der fünf größten Handelsteilnehmer haben ihr Wien-Geschäft vor Kurzem gestoppt oder betreiben es nicht mehr von Wien aus; weitere werden folgen.

• Nur noch zwei Market Maker

Mit Erste Group und RCB gibt es nur noch zwei Banken mit echten Liquiditätsbereitsteller-Commitment. Und auch sie stöhnen (siehe Seite 3).

• Neue Auslands-IPO-Welle?

Die Gefahr, dass österreichische Unternehmen ihr Glück bei Börsengängen wieder im Ausland versuchen, nimmt zu. Vgl. die Phase von 1996 bis 2000, als mit SEZ, SBO, Topcall, S&T, Pankl, YLine, Adcon, Fabasoft, Brain Force, Beko, Sanocemias, Plaut, AT&S, EMTS, update, Blue C und Gericom gleich 17 Unternehmen im Ausland starteten.

Die jüngsten IPO-Versuche in Wien brachten fast durchwegs Enttäuschungen, so die Angebote nicht sogar last minute zurückgezogen wurden. Im 1. Halbjahr gab es kein IPO in Wien, dafür 19 in Polen. Es gibt in Wien keine Investorencommunity mehr.

• Wertpapier-KEST vertriebt Privatanleger

Retailbroker berichten, dass noch im Vorjahr rund 20 bis 25 Prozent der Kundenumsätze an der Wiener Börse stattgefunden hätten. Das habe sich im bisherigen Verlauf 2012 halbiert. Die KEST habe besonders dem Wien-Volumen geschadet.

Die typischen Buy/Hold-Investoren, die treuen Österreich-Anleger, seien weitgehend verschwunden. Es sind die die treuesten gewesen, mit hohem Wissen über Firmen und Kapitalmarkt. Gerade bei dieser Klientel ist die Wertpapier-KEST mit ihren vielen kleinen Gemeinheiten (Verlustvorträge fehlen, Spesen/Gebühren nicht abziehbar) das Hauptmotiv für die Beendigung des Aktionärsdaseins.

• Dünnes Orderbuch: ab in Dark Pools, Pech für Börsennotierte

Folge ist, dass das Grundrauschen der Privaten im Orderbuch fehlt und die börsliche Liquidität verloren geht. Institutionelle weichen auf billigere OTC-Märkte bzw. Dark Pools aus. Die Umsätze gehen stärker an der Wiener Börse und damit auch an den offiziellen Statistiken vorbei. Unternehmen werden nicht mehr zu Roadshows eingeladen,

für Liquiditätsbereitsteller lohnt sich das Geschäft nicht mehr. Selbst Research wird zum reinen Hobby.

• Österreich hat keine Investment-story mehr; Foul auch bei der Zukunftsvorsorge

Es fehlt der Wille zur Privatisierung, der Wille zum Aufbau einer nachhaltigen privaten Investorencommunity. Das Gegenteil wird betrieben. Internationale Investoren bemerken das. Selbst die Zukunftsvorsorge wurde schlechter gestellt.

Dazu eine Randbemerkung: Druckunterlagenschluss für dieses Fachheft Nr. 1 war der 9. Juli. Das ist zufällig exakt der 5. Jahrestag des ATX-All-time-highs. Finanzminister Molterer führte damals, 2007, den ATX-Rekord auf „günstige Rahmenbedingungen und die europäische Perspektive“ zurück. Auch Gusenbauer trällerte „Vienna will go bullish“. Ihre Nachfolger haben den Markt zerstört, Market Maker, Sales-Teams und Privatanleger vertrieben.

• Finanztransaktionssteuer:

Das wäre der Tupfen auf dem „i“. Österreich gehört zu jener „Koalition der Willigen“, die unbedingt eine Finanztransaktionssteuer durchsetzen will, auch wenn nur wenige Länder dabei sein würden - just jenes Österreich, das ohnedies einen existenzgefährdeten Kapitalmarkt hat. Eine Kompromiss-Idee kam via Format vom Österreicher Rudolf Ferch, der nur die Gebührenbesteuern würde.

• Steuerpolitisch nicht kompetitiv

Das IMD stellt Österreichs Fiskalpolitik im aktuellen „World Competitiveness Yearbook 2012“ unter 59 Industrieländern ein katastrophales Zeugnis aus: Die österreichische Steuerpolitik wird sage und schreibe nur noch an 56. Stelle gereiht - also hinter Ländern wie Chile, Indonesien, Kasachstan oder Peru.

• Zocker, Spekulanten, Politiker

In den vergangenen eineinhalb Jahren wurde von der österreichischen Politik überhaupt nichts Positives zum Kapitalmarkt gesagt, von ein paar Privatisierungswünschen abgesehen. Aktienbesitz wird generell mit Spekulation und Zockertum gleichgesetzt (vgl. den Schwenk zu Molterer/Gusenbauer 2007).

• Der Kreis schließt sich beim Wissen

Die ING International Survey (IIS) on Financial Competence testete im Frühjahr 2012 mehr als 11.000 Menschen in elf europäischen Ländern und fragte ihr Wissen ab. Das Fazit: Die Finanzkompetenz ist mangelhaft. Nicht überraschend: Österreicher sind international das Schlusslicht.

• Es geht nicht nur um Börse und Börsianer

Die Notwendigkeit einer privaten Altersvorsorge wurde von der Politik infrage gestellt. Den Unternehmen wiederum brachen traditionelle Finanzierungsmöglichkeiten über die Banken weg und nun auch der dringend nötige Zugang zu Eigenkapital über die Börse. Der Standort ist in Gefahr. Wenn große Marktteilnehmer abziehen, kehren sie so rasch nicht mehr zurück. Arbeitsplätze fallen weg, Wertschöpfung fällt weg, Wettbewerbsfähigkeit sowie so, denn auch Konzerne ziehen in finanztechnisch pulsierende Regionen. Zudem wird das globale Finanzsystem noch instabiler. Die vielzitierte Regulierung ist hierzulande immer noch weit besser als z.B. in Asien, OTC-Märkten oder Dark Pools.

# In Wahrheit nur noch zwei Market Maker ...

Die beiden verbliebenen Banken mit echtem Österreich-Commitment sind die RCB und die Erste Group. Hört einer der beiden auch noch auf, wird der Handel zur Farce. Und es brodelt.

Am 1. April 1999 wurde das Specialist- und Market Maker-System an der Wiener Börse eingeführt, um zusätzliche Liquidität in den Handel zu bringen. Es ist ein guter Gedanke: Der Specialist hat wie ein Market Maker die Aufgabe, verbindlich kompetitive Kauf- und Verkauforders zu stellen und in Verbindung mit zusätzlichen Massnahmen für eine intensivere Betreuung und Vermarktung der Titel und Produkte zu sorgen. Sowohl Specialist als auch Market Maker sind während einer bestimmten Zeit des Fortlaufenden Handels zur verbindlichen Nennung von An- und Verkaufspreisen (Quotes) verpflichtet, die zumindest die Market Maker-Mindestquotierungsmenge (Minimum Size) umfassen und innerhalb einer Preisspanne (Maximum Spread) liegen.

Das Problem an der Wiener Börse ist jedoch, dass es de facto nur noch zwei wirkliche Market Maker-Banken gibt, die sich

auch das „Spezialistentum“ untereinander aufteilen: Die Erste Group, die heuer für drei Viertel aller ATX-Titel der Specialist ist, und die RCB, die insgesamt den Spitzenreiter bei Market Maker-Verpflichtungen darstellt und auch in der Langfristsicht das grösste Commitment gezeigt hat. Die u.a. Grafik zeigt die Dominanz der beiden Banken; dazu kommt noch, dass man sich quasi im Alleingang und viele weitere Segmente (z.B. RCB bei strukturierten Produkten) kümmert.

## Ausländer bevorzugt?

Wenn es keine Market Maker mehr gibt, dann wird es auch eng für die Liquidität. In einem Interview mit dem „Börse Express“ (Bettina Schragl, 19. Mai 2012) sprach Erste Group-Vorstand Franz Hochtrasser klare Worte: Die Wiener Börse habe immer nur ausländische Marktteilnehmer forciert, in der

Hoffnung, dass der Umsatz steigt. Das habe dazu geführt, dass sich das Sales-Volumen für die österreichischen Banken verkleinert und sich für diese Institute das Market Making immer weniger gerechnet habe. „Auf der Sales Seite, wo Banken etwas verdienen können, sind aber alle da“, so Hochtrasser. Mit dem Market Making könne man kein Geld verdienen. Aber es sei etwas wert, für den österreichischen Markt für Liquidität zu sorgen, weil die Bank ja im Handel, auf der Sales Seite, bei Emissionen die Möglichkeit zum Verdienen habe. Wird man dort hinausgedrängt, dann zahlt sich das gesamte Geschäft mit österreichischen Aktien nicht mehr aus. Das sei im Börse-Aufsichtsrat auch immer wieder angesprochen worden. Nun hätten tatsächlich einige aufgehört. Das steht auch bei den beiden verbliebenen Banken eventuell im Raum, zumindest spricht es die Erste Group offen aus.



## Specialist- und Market Maker-Verpflichtungen im Handel mit Wertpapieren (Specialist- und Market Maker-Obligation's in Securities Trading) / Stand (as of): 02.07.2012

Handelsystem XETRA / Handelsverfahren Fortlaufender Handel (Trading System XETRA / Continuous Trading)

### equity market.at / prime market

ATX-Titel	ATX-Typ	Aktion bzw. ADCs der (Shares or ADCs of)	XETRA-Kürzel (Xetra-Code)	Handelsbanken													SUMME (Summary)		
				BALFR	ETRBL	CHVPA	DBKFR	EBOWI	EIBVI	ICFFR	LSRDU	OBBLI	CENWI	TIMZG	BVMU	WOCPR			
AT0000603709	O	AGRANA Beteiligungs-AG	AGR		M										S (M)				2
AT00000AMA93		AMAG Austria Metall AG	AMAG					S (M)							M				2
AT0000730007	X5 O	Andritz AG	ANDR	M				S (M)							M	M			4
AT0000989885		AT & S Austria Technologie & Systemtechnik AG	ATS												S (M)				1
AT000008EN66		BENE AG	BENE												S (M)				1
AT0000737705		BWT AG	BWT												S (M)				1
AT0000641352	X	CA Immobilien Anlagen AG	CAI			M		S (M)							M				3
AT0000469900		Century Casinos Inc.	CNTY												S (M)				1
AT0000697750	X O	conwert Immobilien Invest SE	CWI			M		M							S (M)				3
AT0000818802		DO & CO Restaurants & Catering AG	DOC					M									S (M)		2
AT0000652011	X5 O F	Erste Group Bank AG	EBS					S (M)							M	M		M	4
AT0000741053	X O F	EVN AG	EVN					M							S (M)	M			3
AT0000911805	O	Flughafen Wien AG	FLU												S (M)				1
AT0000782406		Frauenthal Holding AG	FKA		S (M)														1
AT0000784828		HTI High Tech Industries AG	HTI							S (M)									1
AT0000809058	X5 O	IMMOFINANZ AG	IIA					S (M)							M	M			3
AT0000612801	O F	Intercell AG	ICLL					M							S (M)				2
AT0000KAP9CH9		Kapsch TrafficCom AG	KTCG			S (M)									M				2
AT0000644505	X O	Lenzing AG	LNZ					M						M	S (M)				3
AT0000938204	X O F	Mayr-Melnhof Karton AG	MMK					M							S (M)	M			3
AT0000748059	X5 O F	OMV AG	OMV					S (M)							M	M			3
AT0000AP05T4	X O F	Österreichische Post AG	POST					S (M)							M	M			3
AT0000759305	O	PALFINGER AG	PAL			S (M)		M							M				3
AT0000A00XX9		POLYTEC Holding AG	PYT					M							S (M)				2
AT0000606306	X O F	Raiffeisen Bank International AG	RBI					S (M)							M	M			3
AT0000678903	X O F	RHI AG	RHI					S (M)							M	M			3
AT0000922554		Rosenbauer International AG	ROS			M		M					M		S (M)				4
AT0000652250		S IMMO AG	SPI		M			S (M)											2
AT0000948852	X O F	SCHOELLER-BLECKMANN OILFIELD EQUIPMENT AG	SBO			S (M)		M							M	M			4
AT0000785555	O	Semperit AG Holding	SEM					M							S (M)				2
AT000005TR1	X O F	STRABAG SE	STR					S (M)							M				2
AT0000720008	X O F	Telekom Austria AG	TKA					S (M)							M	M			3
AT0000821103	O F	UNIQA Versicherungen AG	UQA					M							S (M)				2
AT0000746409	X O F	VERBUND AG	VER					S (M)							M	M			3
AT0000908504	X O F	WIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe ("Vienna Insurance Group")	VIG					S (M)							M	M			3
AT0000937503	X5 O F	voestalpine AG	VOE	M				S (M)							M	M			4
AT0000827209		Warimpex Finanz- und Beteiligungs AG	WXP					M							S (M)				2
AT0000831706	X O F	Wienerberger AG	WIE					S (M)							M	M			3
AT0000834007		Wolford AG	WOL												S (M)				1
AT0000837307	X O F	Zumtobel AG	ZAG					S (M)							M	M			3
<b>SUMME (Summary)</b>				<b>40</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>30</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>36</b>	<b>16</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>98</b>	

Quelle: Wiener Börse

X = ATX-Stocks  
 S = ATXfive-Stocks  
 O F = Stock-Options / Stock-Futures

S = Specialist  
 S (M) = Specialist (sonst bzw. vorher MM)

M = Market Maker  
 M/ = Rücklegung per Ablauf ...

# Das schreckt Broker, das plant die Wiener Börse

Die Dark Pools als Nutzniesser: Wenn es keine Privatanleger mehr an der Börse gibt, weichen die Profis verstärkt auf ausserbörsliche Plattformen aus. Und die Trader traden DAX-Titel.



Jahrelang gab es nur einen offiziellen Kursticker, jenen der Wiener Börse. Institutionellen ist das aber zunehmend egal, sie weichen „ausserbörslich“ aus.

## DUNKLER MITBEWERB

Die wichtigsten OTC-Plattformen und Dark Pools mit Österreich-Geschäft:

BATS Ch-X Europe

Liquidnet

POSIT

UBS MTF

Turquoise

SIGMA X MTF

Nominix NX

hinet Block Match

Sea Pool

BLNK

Mit Effektiv-Werten der Wertpapier-KEST ist genau das passiert, was zu befürchten war, von KEST-Befürwortern aber als Panikmache abgetan wurde: Die typischen Buy/Hold-Investoren, die treuen Österreich-Anleger, sind weitgehend verschwunden. Ja, sie haben sogar reissausgenommen. Auf Wienerisch: Man hat einfach „angefressen“ auf die Politik und auf die Steuer, die ja doch nur die Spekulanten begünstigt. Und so berichten spezialisierte Österreich-Broker auch, dass noch im Vorjahr rund 20 bis 25 Prozent der Kundenumsätze an der Wiener Börse stattgefunden hätten. Das habe sich im bisherigen Verlauf 2012 halbiert. Die KEST habe besonders dem Wien-Volumen geschadet. Diejenigen, die spekulieren, sind geblieben, aber es werde da gern der Frankfurter Markt gehandelt. Aufgrund der geringen Markttiefe würden sich österreichische Aktien nicht so gut für das Trading eignen. Man blickt auch wehmütig nach Skandinavien, wo die Kunden einfach um den Faktor 10 aktiver agieren würden; dort sei die Politik auch um den lokalen Aktienmarkt bemüht.

## Wiener Börse in der Zwickmühle

Die Wiener Börse ist in einer unangenehmen Position, weil sie ja für den Wegfall der „Investments in Österreich“ nicht verantwortlich gemacht werden kann. Dass das Thema Liquidität mehr als nur heiss ist, ist bekannt. Die Börse plant etliche Massnahmen,

das wurde auch schon auf einer Pressekonferenz bekannt gegeben. Für das hier vorliegende Fachheft wurde man konkreter (siehe an die Börse für den Input).

„Nachstehend ein kurzer Überblick über alle unsere Massnahmen, um die Liquidität an der Wiener Börse zu erhöhen.“

Vorweg: Die Erhöhung der Liquidität an der Wiener Börse muss ein gemeinsamer Kraftakt aller Kapitalmarktteilnehmer sein; wir sprechen daher mit allen Mitgliedern der Community (im In- und Ausland), die einen Beitrag zur Umsatzsteigerung leisten können:

1. Potenzielle Handelsteilnehmer;
2. Bereits zugelassene Handelsteilnehmer;
3. Investoren im In- und Ausland (Roadshows);
4. Emittenten, welche Massnahmen (z.B. Erhöhung Freefloat) sie setzen können, die zu einer Erhöhung der Umsätze beiträgt;
5. Wir sprechen flächendeckend in ganz Österreich mit Unternehmen, die aus unserer Sicht börsengeeignet wären, um ihre Bedürfnisse festzustellen; wir gehen dabei nicht taktisch, sondern strategisch vor, also im Hinblick auf die nächsten Jahre;
6. Alle heimischen kapitalmarktrelevanten Politiker – für eine generell positivere Kapitalmarktstimmung;
7. Mit Finanzintermediären, vor allem österreichische Banken;
8. ÖIAG und Politiker bzgl. weiterer Privatistierungen.“

## Dark Pools zu sehr im Dunklen

Nicht erwähnt im 8-Punkte-Plan der Börse werden die Dark Pools, diese wurden aber bereits zu Jahresbeginn in einer Pressekonferenz als recht unkontrollierbares, weil vor allem „unkontrolliertes“, Problem dargestellt. Aufgrund der besonderen Konstellation in Österreich geht besonders viel Geschäft an diese Plattformen verloren.

Letztendlich können Finanzinstitute via Dark Pools Wertpapieraufträge von Kunden auch intern abhandeln (auf Englisch: clearen), was dem Anbieter im geregelten Markt über die Börse verwehrt bleibt. Als Dark Pool (auch Dark Pool of Liquidity) wird also eine bank- und/oder börseninterne Handelsplattform für den anonymen Handel mit Finanzprodukten bezeichnet, der außerhalb des offenen Wertpapierhandels der Börsen abgeschlossen wird.

Zu den Dark Pools gehören Bereiche wie Forex (Kassa oder Spot-Währungshandel), CFD (Contract for Difference) und OTC (Over the Counter). Dark Pools unterliegen nicht den Regeln und der Aufsicht der europäischen Börsen. Jedoch gewinnt das Thema Dark Pools auch in Europa und Asien zunehmend an Bedeutung, da viele Investoren mit grossem Ordervolumen lieber anonym bleiben wollen. In Wien wird neben der geringen Orderbuchtiefe an der Börse gern auch der Punkt, dass die Wiener Börse nach Gebühren einfach teuer ist, angeführt.



aktienforum

SAVE THE DATE

9.10.2012

13.30 bis 19.00 Uhr

Haus der Industrie  
Schwarzenbergplatz 4  
1031 Wien | Österreich

## Austrian Equity Day 2012

Das Kapitalmarkttreffen  
Österreichs

Fachtagung zum Thema: Liquiditätssteigerung am österreichischen Kapitalmarkt (u.a. mit einem Vertreter der EU-Kommission). Im Anschluss: Politische Diskussionsrunde

Wir informieren Sie gerne weiter unter [www.aktienforum.org](http://www.aktienforum.org) und freuen uns auf eine spannende Jahresveranstaltung.

Kontakt: Aktienforum | Lothringerstraße 12 | 1030 Wien | Österreich

Email: [office@aktienforum.org](mailto:office@aktienforum.org) | Tel.: + 43 1 71135 - 2761



# Das sagen Österreichs gelistete Unternehmen

Fachheft-Rundmail an die Börsennotierten: Sie ärgern sich über die Politik, das Nicht-mehr-Funktionieren von Roadshows sowie die schwache Position der Wiener Börse gegen die Dark Pools.

Wurden Sie in Ihrer täglichen Arbeit auf die veränderte Liquiditätssituation an der Wiener Börse bereits angesprochen? (Roadshows, One-on-Ones, Calls)?

• Ja, wenn es auch unterschiedliches Feedback gibt – einige institutionelle Investoren brauchen einen Mindest-Tagesumsatz, anderen Smart-Investoren ist es wiederum eher egal –, es macht jedoch keinen guten Eindruck, wenn mehr Aktien OTC als an der Wiener Börse gehandelt werden. (Martin Theyer, AT&S).

• Ja, ist insbesondere in One-on-Ones regelmäßig ein Thema (Florian Nowotny, CA Immo).

• Ja. Wir leiden dzt. unter Liquiditätsproblemen der EVN-Aktien und Wiener Börse. Wir wollten Anfang Juni auf Roadshow nach Zürich und Genf fahren, aber unsere Brokerbank hat sehr wenige One-on-Ones zusammengebracht und deshalb wurde es verschoben. (Klara Szekffy, EVN).

• Ja, regelmäßig und häufig. (Marcus Handl, Kapsch).

• Wir wurden einige Male im Rahmen von One-on-Ones darauf angesprochen. Vor allem scheint die geringe Liquidität eine Einstiegsbarriere darzustellen. Investoren, die bereit wären, mit einer größeren Summe in die S Immo-Aktie einzusteigen, werden daran gehindert, eine entsprechende Anzahl der Aktien zu erwerben. (Holger Schmidtmayr, S Immo).

• Ja, sehr oft. Viele Investoren, bei denen Strabag ansonsten optimal ins Portfolio passen würde, bedauern, dass sie die Aktien aufgrund der geringen Liquidität nicht kaufen dürfen oder können. Auch wenn sich einiges Volumen nun OTC bzw. auf alternativen Plattformen abspielt, so berücksichtigen die Policies der Institutionellen oft nur das „offizielle“ Volumen über die Börse. Bei Strabag werden aber circa 60% über Dark Pools bzw. OTC gehandelt! (Diana Klein, Strabag).

• In Wien wurde ich noch nicht darauf angesprochen. An der Börse Warschau ist der Rückgang der Liquidität ebenfalls ein großes Thema, im Mai 2012 war das Handelsvolumen um 17% niedriger als noch im Vorjahr (Mai vs Mai). (Daniel Foliań, Warimpex).

Hat Ihr Unternehmen institutionelle Investoren wegen des Rückgangs der Liquidität verloren?

• Ich glaube, dass immer mehrere Faktoren zusammenspielen – schlechtes Makroumfeld, damit einhergehend fallende Kurse und somit weniger Umsätze; ich glaube nicht, dass wir direkt Investoren nur durch die geringe Liquidität verloren haben, aber sicher ist, dass neue Investoren sich zweimal überlegen, einzusteigen. (Martin Theyer, AT&S).

• Verloren nicht unbedingt, allerdings erhöht die geringe Liquidität die Hürde, um neue Investoren in die Aktie zu bringen. Insbesondere in diesem volatilen Umfeld ist eine rasche Liquidierung einer Position ein zunehmend wichtiges technisches Kriterium (auch aus der Erfahrung der Fondsmanager mit plötzlichen Mittelabflüssen aus ihrem Fonds). (Florian Nowotny, CA Immo).

• Wir gehen davon aus, dass einige institutionelle Investoren unsere Aktie aufgrund der schwachen Liquidität veräußert haben. Das zeigt sich leider auch in der aktuellen schwachen Kursentwicklung. Darüber hinaus investieren viele institutionelle Investoren auf Basis von vorgegebenen Benchmarks – Liquidität ist eine davon! (Holger Schmidtmayr, S Immo).

• Ich denke nicht, da sich dieser Effekt aufgrund vielfältig geänderter Umfeldbedingungen nur schwer herausrechnen lässt. Doch eines ist klar: Geringe Liquidität zieht geringere Liquidität nach sich, d.h. wir wer-

den wohl „potenzielle“ Investoren verloren haben. (Diana Klein, Strabag).

• Definitiv, ich treffe oft Fundmanager, die weiterhin vom Unternehmen überzeugt sind, jedoch wegen Rückflüssen bzw. wegen fehlender Liquidität in der Aktie ihre Position auflösen. (Daniel Foliań, Warimpex).

• Verloren, mag sein – ist schwierig zu tracken. Der Kreis der möglichen One-on-Ones im Rahmen von Roadshows wird einfach kleiner, es entgehen uns zukünftige Investoren, weil das ein Ausschlussgrund ist. Die wollen uns einfach nicht sehen – wegen zu geringer Liquidität bzw. geringer Market Cap. (Anonymisiert).

Haben Analysten liquiditätsbedingte Bewertungsabschläge ins Spiel gebracht?

• Nein, das wäre auch unseriös; Liquiditätsabschläge zu quantifizieren ist kaum möglich. (Martin Theyer, AT&S).

• Nein, solche expliziten Abschläge scheinen weniger auf die tatsächliche Liquidität als auf die Free-Float-Kapitalisierung abzustellen, welche bei uns ausreichend ist. (Florian Nowotny, CA Immo).

• Ja, schmerzlicher Weise. (Marcus Handl, Kapsch).

• Konkret haben wir das in dieser Form in den Coverage-Reports nicht gefunden. Liquidität ist einer der Gründe, warum die Bewertungsabschläge in Österreich derzeit generell höher sind als in anderen Märkten. Zusätzlich hat die Einführung der Wertpapierkapitalertragsteuer zur Passivität der privaten Investoren beigetragen, was wiederum zur niedrigeren Liquidität geführt hat und die Wiener Börse letztendlich zu einer Nebenbörse gemacht hat; als letzte Konsequenz entwickelt sich der Aktienkurs daher nur schleppend. (Holger Schmidtmayr, S Immo).

• Meines Wissens nicht, zumindest wurde das bei der WACC-Berechnung bisher nicht explizit dargestellt. Wundern würde es mich aber nicht, vor allem nicht bei nicht-österreichischen Analysten aus Großbanken, die sehr strikte, einheitliche Vorgaben und Parameter hinsichtlich der WACC-Bewertung haben. (Diana Klein, Strabag).

• Die Liquiditätsabschläge in Bewertungen gibt es seit 2008, das ist nichts Neues. (Daniel Foliań, Warimpex).

Was wären, Ihrer Meinung nach, Massnahmen, um die Liquidität wieder zu erhöhen?

• Ich meine, es ist wichtig, auf den Börsenplatz Wien wieder hinzuweisen – man muss herausstreichen, dass es tolle Unternehmen in Österreich gibt, die zu Weltmarktführern in ihrer Klasse zählen. Wien muss sein verstaubtes Image ablegen. Zusätzlich ist es wichtig, das Know-how vor allem im Research Bereich wieder in Wien anzusiedeln – es gibt einen Train of Brain und der sollte rasch gestoppt werden; wenn die richtigen Leute mit Vision und Fokussierung zusammentreffen, ist vieles möglich. Ich baue hier auf den neuen Vorstand Frau Kuras. (Martin Theyer, AT&S).

• Spesenregelungen der Wiener Börse gehören hinterfragt. In diesem Zusammenhang wäre es auch wichtig, die Umsätze in den Dark Pools etwas transparenter zu machen – wegen der Spesenregelungen scheint der Anteil des außerbörslichen Umsatzes für österreichische Aktien besonders hoch zu sein, wodurch die Gesamtkapitalität tendenziell unterschätzt wird. Ein Aspekt scheint auch die Tatsache zu sein, dass wesentliche Personen, die im letzten Jahrzehnt österreichische Aktien international repräsentiert haben (insbesondere auf der Sales- und Research-Seite), die Branche verlassen haben (bzw. verlassen mussten) oder zu deutlich weniger schlag-

kräftigen Organisationen wechseln mussten. Gerade ein Small Cap-Markt wie Wien braucht gute Sales- und Research-Experten, die in London glaubwürdig die Stories erklären können. Durch die Schließung/Reorganisation von UniCredit, Cheuvreux, Deutsche Bank, Sal Oppenheim ist hier sehr viel Know-how verloren gegangen. Hier sind wir gerade in einem Teufelskreis – für die Banken rechnen sich mangels Umsätzen die Österreich-Spezialisten nicht mehr, wodurch noch mehr Liquidität verloren geht. (Florian Nowotny, CA Immo).

• Privatisierung, Abbau der staatlichen Beteiligungen, kein Einfluss der Politik bei den Emittenten. (Klara Szekffy, EVN).

• Gezielte Verringerung der OTC-Umsätze oder Hinzusäuerung der OTC-Umsätze zu Börsenumsätzen + Anreize für Versicherungen und Pensionsfonds setzen, den Aktienanteil zu erhöhen! (Marcus Handl, Kapsch).

• Konkrete Maßnahmen haben wir als S Immo durch die Etablierung eines zweiten Market Makers und durch unser Aktienrückkaufprogramm gesetzt.

Von politischer Seite wünschen wir uns: Wegfall der Wertpapier-KEST; Aktive Vermarktung Finanzplatz Österreich; CEE trommeln – Wachstumsmarkt, Österreich ist Drehscheibe, Österreich für Broker interessant machen (Rückzug Cheuvreux extrem schlecht); Kapitalmarktkultur ändern: alle kaufen Häuser, keine Immoaktien. (Holger Schmidtmayr, S Immo).


• Vonseiten der Unternehmen kann im Alleingang nicht mehr getan werden. Wir fahren ja weiterhin fleißig auf Roadshows und intensivieren die aktive IR-Arbeit. Auch auf Marketingseite der Wr. Börse wird viel getan. Doch das sind alles Einzelmaßnahmen, die nicht greifen, wenn der Nährboden – ich spreche von der Einstellung der Politik – ausgetrocknet ist. Eine Arbeitsgruppe, bestehend aus Vertretern der Legislative, der Unternehmen, der Börse und der Anleger, müsste ein strukturiertes, kohärentes, umfassendes Programm mit aufeinander abgestimmten Maßnahmen erarbeiten – beginnend mit den regulatorischen Rahmenbedingungen bzw. einem Commitment der Politik zur Steigerung der Liquidität! (Diana Klein, Strabag).

• Reform des Pensionsystems in ein 2-Säulen-Modell. Die zweite Säule soll großteils in Österreich investieren, und zwar in Anleihen und Aktien. In Polen gibt es ein sehr gut funktionierendes System mit privaten Pensionskassen (PFE), durch die die Warschauer Börse sehr profitiert. (Daniel Foliań, Warimpex).

Weiters vier anonymisierte Antworten: • Unseren Informationen nach gehören die Börse-Gebühren in Wien (also die Gebühren, die die Händler der Banken für eine Order an der Wiener Börse bezahlen), zu den höchsten in Europa. Viele Händler bevorzugen daher alternative Plattformen und meiden einen Handel über die Wiener Börse.

• Darstellung der OTC-Daten: Inkludierung der OTC-Umsätze auf der Website der Wiener Börse.

• Ende der Doppelsäuerung. Das ist international absolut nicht üblich und verwirrt nur.

• Es müsste wieder mehr über die Börse gehen, Handel über den regulierten Markt; Börse muss attraktiver werden (geringere Spesen?, keine Steuern – wie Finanztransaktionssteuern, KGST, etc.). Vielleicht muss sich die Wr. Börse über internationale Börsenkooperationen wieder attraktiver machen. Unregulierte Märkte wie Dark Pools, etc. sind auf deren Vorteile zu analysieren und diese Vorteile wenn möglich auch im Börsenhandel einzusetzen. Vielleicht kann auch die Wr. Börse einen eigenen Dark Pool haben? 

## EMPFEHLUNGEN

Weg mit der Wertpapier-KEST: Sie bringt nichts, hat lediglich die Privaten vertrieben

Finanztransaktionssteuer muss vom Tisch: Sie schadet der Realwirtschaft. Östreich sollte an der „Koalition der Willigen“ als scheitern, das würde Vertrauen in den Kapitalmarkt zurückbringen

Pensionssysteme Reform des Pensionsystems in ein Zwei-Säulen-Modell. Die 2. Säule soll großteils in Österreich geliebte Anleihen und Aktien investieren

Sales- und Research Teams forcieren: Gewaltiger Abgang von Know-how und Network in den vergangenen Jahren. „Comeback“ geht nur über generelle Attraktivierung des Marktes

Börse vs. Dark Pools: Handel über den regulierten Markt der Wiener Börse muss attraktiver werden. Unternehmen können Dark Pool-Umsätze öffentlich veröffentlichen

# Das sagen Analysten und Asset Manager

Bleiben die Handelsumsätze auf diesem Niveau, so würde das für das Research mit österreichischen Aktien in eine existenzbedrohende Situation münden.



Die Gesprächsreihe „Cafe BE“ des Börse Express ist die grösste ihrer Art: Anfang Juli trafen sich Christian Drastil (Christian Drastil Communications), Thomas Neuhold (Kepler), Günther Artner (Erste Group), Wolfgang Matejka (Matejka & Partner), Stefan Maxian (RCB) und Roland Neuwirth (Salus Alpha), um über den Q3-Ausblick zu sprechen. Und über die Liquiditätsfrage.

[www.boerse-express.com/cafebe](http://www.boerse-express.com/cafebe)

Wie sieht ein Asset Manager die Liquiditätssituation an der Wiener Börse, Herr Matejka?

Wolfgang Matejka: Es gibt zwei Erklärungsansätze, einerseits der Liquiditätsansatz, die Handelsfähigkeit, der Risikansatz, man muss aus Positionen auch wieder rauskommen. Zweitens der fundamentale Aspekt vs. dem Angst-Effekt. Man hat die Realwirtschaft und die Finanzwirtschaft, strukturell überlagert ist das regulatorische Umfeld, das dazu geführt hat, dass zu viele Verkaufsforderungen in den Markt geflossen sind, ohne dass ein Käuferäquivalent erzeugt wurde, weil man sich selbst nicht ersetzen konnte, z.B. bei einem Versicherer, der verkauft hat und nicht mehr kauft.

Auch von der Typologie waren es eigentlich nicht mehr die fundamentalen Aspekte. Viele Wiener Titel sind einfach extrem billig. Die strukturelle Liquiditätssituation ist nicht nur durch Lösungsfremdheit von Politikern bestimmt, sondern auch durch Regulatorien. Es würde aber ein paar Jahre brauchen, bis das Zocker-Gespenscht wieder verschwunden ist. Die Liquidität spielt für Asset Manager eine grosse Rolle, man hat auch gesehen, dass jene Fonds Redemptions hatten, die zu nah an der Benchmark sind. Das ist die Chance für die Alpha-Fonds. Die Barbell-Strategie macht direkt Sinn, die kleineren Werte kauft man sich über den Fonds, das ist eine echte Chance. Man kauft wieder Fondsmanager-Persönlichkeiten.

Gibt es Titel, die Sie aufgrund mangelnder börslicher Liquidität anders angehen müssen?

Matejka: Es geht hier um die Gewichtung. Beispiel: austriamicrosystems ist ein grossartiges Unternehmen, es gefällt mir von der Bewertung her wirklich gut. Die Liquiditätsschwankungen gibt es aber trotzdem, wenn man so einen Titel noch dazu stark gewichtet hat, schwankt der Fonds zu stark, das geht in Zeiten wie diesen einfach nicht. Man geht daher nicht auf zehn Prozent, sondern vielleicht auf fünf Prozent. Aufgeben darf man so eine Story aber nicht.

Herr Neuwirth, Sie waren Analyst, sind jetzt ebenso Asset Manager. Wie sehen Sie das?

Roland Neuwirth: Die Wiener Börse ist in regelmässigen Zyklen immer wieder in, das war 1985, 1989/90, dann zuletzt 2006/07, seither sind wieder fünf bis sechs Jahre vergangen, wir erleben den Kater, sind von den

Umsätzen her in die Steinzeit zurückgefallen. Vom Big Picture zum Thema Österreich sehe ich nichts, das darauf hindeutet, dass Wien wieder in wäre, dass Leute aus London nach Wien kommen und sich Firmen ansehen. 2006/07 war es so, dass wir Wochen hatten, wo täglich Leute zu Gast waren. Ich sehe das auch nicht wieder kommen, ich sehe kein Licht am Ende des Tunnels. Das Unverständnis und die Polemik der Politiker mit ihrem Hinhalten auf die Zocker, man kann das nicht mehr hören. Wir bewegen uns auf eine Phase hin, die schon sehr extrem ist. Keine Umsätze mehr, niemand redet mehr darüber, keine Börsengänge. Für Asset Manager ist es in so einem Umfeld aber leichter, Opportunitäten zu finden, das ist richtig.

Was bedeutet der kleiner werdende Markt für die Teamgrössen der Analysten bzw. schichtet man Ressourcen zum Bondmarkt um?



Die ganze Community muss aufstehen und sagen: Börse ist nicht böse, Börse ist nicht Spekulation. Ein attraktiver Kapitalmarkt sollte für eine Industrienation wie Österreich ein Ziel und eine Selbstverständlichkeit sein. Aktionäre beteiligen sich an Unternehmen. Unternehmen können wachsen, schaffen Arbeitsplätze.

Dazupassend Fondsmanager Alois Wögerbauer zum Börse Express



Günther Artner: Es hat bei den Umsätzen einige Sondersituationen gegeben. Wenn man sich die Summen incl. OTC ansieht, dann ist es nicht ganz so wild. Die Wiener Börse hat ein grosses OTC-Problem, wir Analysten hängen halt hauptsächlich an den börslichen Umsätzen dran. Da wird einiges gecrossed, was dann nicht gemeldet wird, es sind weniger die Dark Pools, sondern klassisch OTC.

Die Roadshows machen aufgrund der zurückgehenden Volumina auch schon Probleme, höre ich...

Artner: Es ist ja auch so, dass heutzutage nicht einmal bei den Österreich-Roadshows, mit denen man in andere Länder fährt, die Einladungen wahrgenommen werden. Da bleiben Plätze leer, das Thema zieht einfach

nicht mehr. Man muss es sagen, wie es ist. Für uns ist es existenzbedrohend, wenn so wenig Umsätze über die Broker laufen. Natürlich schreiten wir teilweise Kapazitäten ins Bondresearch um. Titel, bei denen es sich überhaupt nicht mehr gerechnet hat, haben wir mit dem Research eingestellt. Die Bank hat ein Commitment zur Wiener Börse, daher probiert man, den Markt abzudecken. Die besten Volkswirtschaften in Zentral- und Osteuropa sind ja die Türkei und Polen, Märkte, in denen der Staat die lokalen Finanzmärkte unterstützt, z.B. dass Fonds lokal investieren müssen. Das kann nicht EU-konform sein, aber es ist so, deswegen geht jeder an die Warschauer Börse. Wir waren mit der Zukunftsvorsorge zu brav und sogar das ist zurückgefahren worden. Ich fürchte, der österreichische Kapitalmarkt wird weiter an Bedeutung verlieren.

Thomas Neuhold: Es gibt strukturelle Faktoren, die auf Österreich wirken, die Leute investieren in Österreich ja nur dann, wenn die Liquidität da ist und auch Story vorhanden sind. Österreich ist nicht ganz oben auf der Liste, aber eine gute Story geht schon, eine Andritz, eine Lenzing, eine voestalpine. Für andere ist es schwierig geworden, weil die Market Cap nicht passt oder die Liquidität.

Da zu kommen hausgemachte Probleme: Die politische Situation passt nicht, und man muss auch sagen, dass die Gebührenstruktur der Börse ebenso ein Problem ist. Wenn wir über Chi-X gehen, zahlen wir 1-2 Basispunkte, über die Wiener Börse zahlen wir 4-5 Basispunkte.

Neuwirth: In Deutschland zahlt man 1 Basispunkt beim DAX.

Euer Universum von 22 Österreich-Aktien, bleibt es dabei?

Neuhold: Ja, das ist ja auch die Vereinbarung mit der UniCredit. Man kann auch sagen, dass Kepler nicht an der Wiener Börse wäre, gäbe es diese Vereinbarung nicht.

Wie sieht die aus?

Neuhold: Kepler ist Kooperationspartner für das Aktiengeschäft, wenn es Deals gibt's wie Kapitalerhöhungen und Placements, sind wir der präferierte Partner.

Maxian: Hätte man 2006 zur CAIB gesagt, dass man in fünf Jahren das Aktiengeschäft zusperrten würde, dann hätte jeder gesagt, Ihr seid verrückt.

Die Liquidität ist sehr gering, da ist es schwer, Geld zu verdienen. Ein Markt braucht in einem gewissen Ausmass auch eine lokale oder private Beteiligung. Das mit der Zukunftsvorsorge war schon wichtig für die Österreich-Story, einfach, dass probiert wird, ein nachhaltiges Publikum für den Markt aufzubauen. Damit ein Markt funktionieren kann, braucht es solche Stories. Warum sollte sonst ein slowenisches Unternehmen an die Warschauer Börse gehen? Bei uns kommt dazu, dass alles brutal vermischt wird, dass einfach alles Spekulation ist, auch wenn die Anlage der langfristigen Vorsorge dient. Das sind Bausteine, die auch international beachtet werden. Wien war früher die Proxy-Börse für Osteuropa, hatte das Zukunftsvorsorgemodell, da ging es um den politischen Willen, die Aktienquote etwas nach oben zu bringen. So etwas würden Investoren gerne hören, aber das gibt es nicht mehr.

Gibt es bei der Valuation Abschlüsse für mangelnde Marktliquidität mancher Titel?

Neuhold: Ja, ich hab das berücksichtigt.

Neuwirth: War eigentlich immer so.

Maxian: Das rein bei der Fundamentalanalyse reinzurechnen, ist nicht ganz fair.

## EMPFEHLUNGEN

Gebührenstruktur an der Wiener Börse überdenken. Der Wiener Markt ist im Vergleich teuer.

Polen und die Türkei im Auge vor, wo man die eigenen Finanztitel unterstützen könnte: lokale Fonds müssen lokal investieren – nicht EU-konform, aber ertragversprechend. Die IPOs landen an diesen Börsen, das ist als Einflüssen nicht logisch.

Eine neue Story muss her für die Börse Wien: z.B. der politische Wille, die Aktienquote wieder nach oben zu bringen (Vorsorge). Sonst bleiben österreichische Roadshows im Ausland mit vielen leeren Plätzen stehen.

Regulatorisches Umfeld: z.B. Versicherungen müssen verkaufen, ohne dass ein Käuferäquivalent erzeugt wurde. An Verbesserungen des Umfelds muss gearbeitet werden.

# Exkurs: Liquidität fehlt nicht nur an der Börse

Im Talk mit Deloitte-Experten über die Liquidität in breiter gefasster Form und wie letztendlich doch alles zusammenspielt: Steuerthemen, FMA, Banken, Vertrauen und die börsliche Liquidität.

Herr Schuch, Liquidität mal genereller gesehen. Was ist aus steuerlicher Sicht zum Thema ‚Liquidität‘ zu sagen?

Schuch: Zunächst einmal etwas sehr Enttäuschendes: Die österreichische Steuerpolitik trifft schon seit Jahren keine für den Standort wettbewerbsfähigen Entscheidungen. Die Regierung hat in Wahrheit kein steuerpolitisches Programm, die Zukunft Österreichs wird der Parteipolitik untergeordnet. Andere Länder, mit denen wir im Standortwettbewerb um Steuerzahler und Steueraufkommen (abschlichtweg um die Zukunft) stehen, haben eine klare Standortstrategie und eine von dieser konsequent abgeleitete Steuerpolitik. Also ist Ausgangspunkt unserer Diskussion leider, dass Österreich auch keine Steuerpolitik für den Kapitalmarkt hat, schon gar nicht für das Thema Liquidität.

Wie kann man das belegen?

Schuch: Der – traurig, aber wahr – beste Beleg für die mangelnde Leistungsfähigkeit der österreichischen Steuerpolitik ist die Ausen-sicht, etwa des renommierten IMD in Lausanne. Das IMD stellt unserer Fiskalpolitik im aktuellen ‚World Competitiveness Yearbook 2012‘ unter 59 Industrieländern ein katastrophales Zeugnis aus: Die österreichische Steuerpolitik wird sage und schreibe an 56. Stelle gereiht – also hinter Ländern wie Chile, Indonesien, Kasachstan oder Peru.

Aber ist es wirklich so schwierig, liquiditätsfördernde Steuerpolitik zu machen?

Schuch: Ganz und gar nicht. Da drängen sich einige simple Maßnahmen förmlich auf. Das eine ist, dass wir die mittlerweile anachronistische Gesellschaftsteuer dringend abschaffen müssen. Diese bestraft die Bereitstellung von Risikokapital. Eine solche Steuer gibt es nur noch in Griechenland, Polen, Spanien und Zypern, also nicht unbedingt unsere übliche Peer Group. Dann die Bankensteuer: Diese ist in der österreichischen Form schlichtweg eine große Dummheit. Die österreichische Politik bürdet den eigenen Banken die weltweit zweithöchste Bankensteuer auf, damit sie es im internationalen Wettbewerb nur ja möglichst schwer haben. Sie ist auch ein Schlag ins Gesicht der Steuerzahler, denn natürlich zahlen die Bankensteuer letztlich die Bankkunden. Eines sollte uns doch wachrütteln: Nur das ‚Orban-Ungarn‘ besteuert Banken noch höher, aber zumindest noch eine Kategorie intelligenter. Denn wenigstens trifft es dort fast nur ausländische Banken, sie schicken den eigenen nicht in die Knie.

Die Erhöhung der Liquidität müsste ja auch zu höheren Steuereinnahmen führen ...

Schuch: Das ginge sogar ganz einfach: Seit der Abschaffung der Gebühr auf Darlehen und Kredite wären wir als Standort für Treasury Centers von großen Konzernen bestens positioniert. Mit einer wettbewerbsfähigen Besteuerung des Konzerntreasurygewinns wären etliche der erfolgreichsten Konzerne der Welt interessiert, ihr Konzerntreasury nach Österreich zu bringen. Wir sprechen dabei von dreistelligen Milliardenbeträgen an liquiden Assets. Alles, was zu tun wäre, ist, dass die Frau Finanzminister ihre Mannschaft beauftragt, nicht nur nobel von Rechtsicherheit zu reden, sondern Rechtsicherheit wirklich zu schaffen und den Investoren die Spielregeln für die Besteuerung zuzusagen, so wie es unsere Mitbewerber ja auch schaffen. Solange das nicht passiert, wird Österreich in seiner Wettbewerbsfähigkeit weiter zurückfallen.

Herr Hannak, Börsennachschub gibt es auch keinen. Wie sieht es am Private Equity Markt aus?

Albert Hannak: Wir haben am europäischen Private Equity Markt deutlich mehr liquide Mittel, als der Markt an vernünftigen Private Equity Transaktionen hergibt. Das Thema ‚Exit über IPO‘ ist eine Alternative, die im Moment nicht verfolgt wird. Man gibt eher an Strategen oder andere PE-Fonds weiter. Wir hatten in den vergangenen Jahren ein extrem gutes M&A-Umfeld ausserhalb der Börse, auch aufgrund des Kapitalüberschusses. Es war möglich, im Private Equity Bereich ausserhalb der Börse zu Multiples zu verkaufen, die teilweise die Multiples von den börsnotierten Unternehmen übertroffen haben. Von dieser Warte her wurden auf der einen Seite die Aktienmärkte aufgrund der Finanzkrise geprügelt, auf der anderen Seite gab es eine Flucht aus den Aktienmärkten in die Direktbeteiligungen, deren Preise gestiegen sind.

Was wir gesehen haben, war auch eine ganze Menge an raschen Bond-Emissionen ...

Schuch: Aber nur, weil die Luxemburger Aufsicht den österreichischen Emittenten geholfen hat. Die rechtliche Voraussetzung ist u.a. Prospektzulassung durch die Aufsicht. Jedoch: Die österreichischen Emittenten mussten nach Luxemburg ausweichen, die dortige CSSF hat die jeweiligen Prospekte blitzartig geprüft und zugelassen, nur so war es in den vergangenen Wochen möglich, die Bonds wirklich rauszuschleusen. Unsere FMA würde hingegen prüfen, prüfen und weiter prüfen und das günstige Zeitfenster wäre schon längst vorbei. Dass österreichische Kapitalnehmer durch die österreichische Aufsicht – die die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ja gewährleisten sollte – zum Forum Shopping gezwungen werden, um sich finanzieren zu können, ist grotesk. Auch das ist ‚Anti-Liquiditäts-Politik‘. Derweil lachen sich die Luxemburger ins Fäustchen, denn so fließt natürlich Arbeit und Geld nach Luxemburg. Auch das ein weiterer trauriger Mosaikstein.

Momentan gibt es auch einen Trend zum Börserückzug ...

Kurt Blecha: Wenn man über den Erfolg oder Misserfolg einer Börse spricht, dann muss man einerseits über harte Fakten wie Kosten und Liquidität sprechen, aber auch über welche Faktoren wie Vertrauen. Im Rahmen eines Trust-Index für Finanzinstitutionen schneiden die Börse Jahr für Jahr schlechter ab, d.h. Marktteilnehmer verlieren immer mehr das Vertrauen in das Instrument Börse. Es gibt auch eine ganze Reihe von Dingen, die in der Vergangenheit einfach nicht richtig gelaufen sind. Es braucht strenge Voraussetzungen und klare Regeln, die eingehalten werden. Eine Börsennotierung ist immer vor der spezifischen Situation des Unternehmens abhängig, d.h. es kann auch in bestimmten Situationen auch ein Delisting Sinn machen. Klarerweise ist zu prüfen, was zu einem Rückzug geführt hat und ggf. sind Korrekturmassnahmen bei der Börse zu ergreifen. Auch ist zu analysieren, wieso zurzeit vor allem die institutionellen Anleger der Wiener Börse fernbleiben und was gemacht werden kann, um diese zurückzuholen, d.h. wir müssen sicherstellen, dass nicht durch falsche Anreize das Geld nicht in unproduktiven Cashbeständen oder fragwürdigen Staatsanleihen liegen bleibt.

Und die Banken, Herr Blecha?

Blecha: Man muss sehen, wo die Banken derzeit stehen. Die Banken haben in Kontinentaleuropa traditionell stets die Wirtschaft finanziert, von der mittelständischen Wirtschaft bis hin zu den grossen Konzernen. Dies ist nun seit Ausbruch der Krise ins Stocken geraten. Es wird zwar in grossem Stil von der ECB Liquidität zur Verfügung gestellt, diese



© Christian Drastil/Maxima Group G

Liquidität kommt aber in immer selteneren Fällen bei den Unternehmen an. Gerade deshalb muss man die Börse als eine weitere und wichtige Finanzierungsform sehr rasch wieder in Gang bekommen. Politiker und Regulatoren müssen sicherstellen, dass die verschiedenen Finanzierungsformen wie eben die Börse durch falsche Regularien oder Steuern nicht noch mehr behindert werden. Jetzt, wo die Banken Schwierigkeiten haben, und wir die Börsenkultur in den letzten guten Jahren nicht entwickelt haben, sitzen wir in einer ‚doppelten Falle‘, die spezifisch Österreich betrifft und auch hier lokal angegangen werden muss – nicht auf Brüssel warten. Schuch: Ein Mittelstandsbond-Programm wäre etwas, wo wir endlich wieder ‚Rot-Weiss-Rot‘ drüberschreiben könnten, so wie die Amerikaner ihr ‚Buy American!‘ haben. Wir sehen in unserer täglichen Praxis, dass genügend interessiertes Kapital da ist, das in erfolgreiche österreichische Mittelständler investieren würde.

Blecha: Ja, es sollte generell ein Standortprogramm entwickelt werden, das entsprechende Finanzierung für die Unternehmen sicherstellt, und dann können auch die verschiedenen Finanzierungsformen in einen fairen Wettbewerb treten. Dies ist für Arbeitgeber als auch Arbeitnehmer ein wichtiges Ziel und leider in diesen Tagen des verstärkten Populismus immer wieder verkant. Eigenkapital als Wagniskapital ist wohl in einer Krise wichtiger denn je – die Voraussetzungen dafür müssen unbedingt stimmen.

Univ.-Prof. MMag. Dr. Josef Schuch (Partner Deloitte), Christian Drastil, Mag. Kurt Blecha, MBA (Booth) Partner | FSI Advisory Deloitte Financial Advisory GmbH

Deloitte-Experten im Talk: Mag. Albert Hannak, Partner Corporate Finance Deloitte (aus dem Ausland zugeschaltet), Josef Schuch und Kurt Blecha



Wir setzen uns für Maßnahmen zur Erhöhung der Liquidität ein:

**3 Banken-Generali**  
Investment-Gesellschaft m.b.H.



High End Brokerage

