

Juli 2017

Editorial



Mag. Andreas Wosol
Vorstandsmitglied der ÖVFA

Liebe Kolleginnen und Kollegen!

Die Berichterstattung über das Geschäftsjahr 2016, die Publizität der Geschäftsberichte, die Analysten- und Investorenmeetings sind vorüber, und das ist ein guter Zeitpunkt, über das Thema „Alternative Performance Measures“ oder kurz APM zu sprechen. Die Verwendung von „Alternative Performance Measures“ ist aus der Kapitalmarktkommunikation nicht mehr wegzudenken und tief in der Ergebnisberichterstattung verankert. Wie der Name schon andeutet, sind diese nicht durch Bilanzierungsrichtlinien (GAAP/IFRS) vorgeschrieben bzw. definiert. Dies führt zu einer gewissen Flexibilität, aber auch Intransparenz, wie Unternehmen diese APM präsentieren. Die wachsende Diskrepanz zwischen GAAP/IFRS Erträgen und APM hat zu vermehrter Aufmerksamkeit seitens der Regulierungsbehörden und der Investoren geführt. Wer kennt sie nicht, die häufig vorkommenden APM wie zum Beispiel *underlying net income*, *adjusted* oder *clean EBITDA*, *adjusted* oder *clean EBIT*, usw? Typischerweise werden diese APM durch den Ausschluss bestimmter Ertrags- und Aufwandsposten aus dem im Jahresabschluss ausgewiesenen Ergebnis ermittelt. Viele Investoren, Analysten und andere Nutzer von

Finanzberichten finden APM grundsätzlich als hilfreich, zeigen sich aber auch besorgt über die Transparenz, Nachvollziehbarkeit und Kontinuität dieser Werte. Diese Mängel haben auch die Aufmerksamkeit der verschiedenen Regulierungsbehörden und –organisationen – wie etwa der ESMA (European Securities Markets Authority) und der IOSCO (International Organization of Securities Commission) – geweckt und diese dazu jüngst veranlasst, Richtlinien zu publizieren. Unternehmen sind verpflichtet, diese Richtlinien, wie etwa die „ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures“ und die vergleichbare Richtlinie der IOSCO „Statement on Non-GAAP Financial Measures“ zu befolgen. ESMA definiert APM als “financial measure of historical or future performances, financial position, or cash flow, other than a financial measure defined or specified in the applicable financial reporting framework.“ Übersetzt lassen sich APM als alle diejenige historischen und zukünftigen Zahlen beschreiben, die sich nicht auf IFRS begründen lassen, wie beispielsweise auch EBITDA, EBIT, Free Cash Flow, Net Debt, oder von IFRS abweichende, auch adjustierte Zahlen/KPIs. Die nach IFRS geforderten Zwischensummen wie Bruttogewinn und Ergebnis vor Steuern sind keine APM.

In der Kapitalmarktpraxis haben sich mittlerweile drei Arten von Berechnungsweisen durchgesetzt – 1) GAPP/IFRS Zahlen, unternehmensadjustierte Zahlen (APM) und analysten-/investorenadjustierte Zahlen. Die letztere Kategorie resultiert vor allem aus den beschriebenen Mängeln und Bedenken zu den APM. Wenn APM richtig kommuniziert werden, können sie Investoren, Analysten und anderen Stakeholdern helfen, die Ergebnisse eines Unternehmens besser zu verstehen, einschließlich der Haupteinflussfaktoren und vor allem, wie sich externe Events ausgewirkt haben. Werden sie jedoch schlecht kommuniziert, so können sie die Fähigkeit von Investoren beeinträchtigen, die Ergebnisse von Unternehmen richtig zu interpretieren. Folgende

Juli 2017

Bedenken kommen in diesen Zusammenhang häufig auf:

- Verzerrung durch das Management: Unternehmen berichten APM, die ein zu positives „Bild“ der Ergebnisentwicklung zeigen, z.B. durch Ausschluss von Einmalverlusten, aber Inkludierung von Eimalerträgen.
- Inkonsistenz, z.B. durch jährliche Veränderung der Berechnungsmethode.
- Ungenaue Bezeichnung, z.B. nicht-wiederkehrende Positionen, die dann doch immer wieder vorkommen.
- Intransparenz, z.B. durch wenig Information, wie diese APM berechnet wurden bzw. wie sie mit den Ergebnissen aus dem Jahresabschluss übereinstimmen.
- Fehlen der Vergleichbarkeit; da APM nicht allgemein definiert sind, ist die Vergleichbarkeit mit Vergleichsunternehmen aber mit der Historie oftmals nicht möglich.

Oftmals verwenden Investoren diese APM als Inputfaktor für die Bewertung von Unternehmen, was in der Folge zu Fehlbewertungen führen kann.

- Die ESMA Richtlinien verpflichten Unternehmen zu folgenden Maßnahmen:
- Definiere APM's klar und lesbar und gib ihnen eine aussagekräftige Bezeichnung.
- Abgleichung der APM mit den am besten vergleichbaren buchhalterischen Positionen.
- Erkläre die Verwendung von APM, damit die Anwender ihre Relevanz und Zuverlässigkeit verstehen.
- Darstellung der APM mit nicht höherer Bedeutung, Schwerpunkten und Autorität als IFRS Zahlen.
- Präsentiere APM mit Vergleichswerten, die auch abgeglichen werden müssen.

- Definiere APM über die Zeit konsistent und rechtfertige jede Änderung.

Abschließend kann gesagt werden, dass es Ziel sein muss, ein vernünftiges Gleichgewicht zu schaffen, um genügend Flexibilität zu schaffen, damit Unternehmen ihre „Investment story“ weiter erzählen können, während sie sicherstellen, dass Investoren und andere Stakeholder die notwendigen Informationen erhalten, um selbst zu beurteilen, was aus dieser „Story“ herauskommt. Um glaubwürdig zu sein, sollten APM's die Informationen aus dem Jahresabschluss ergänzen, anstatt mit ihnen zu konkurrieren. Dafür benötigt es Kenntnis der Richtlinien sowie Fairness und Disziplin in der Kapitalmarktkommunikation.

Ordentliche Mitgliederversammlung 2017

Die Ordentliche Mitgliederversammlung der ÖVFA fand am 14. Juni 2017 im Veranstaltungssaal der Oesterreichischen Nationalbank statt.



Dr. Marcus Scheiblecker,
Stellv.-Leiter Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung

Die Veranstaltung war gut besucht, reges Interesse wurde dem Festvortrag von **Dr. Marcus Scheiblecker** zum Thema "Finanzmarktregulierung – Notwendigkeit oder Wettbewerbsbremse" entgegengebracht. Die Vortragsunterlage können Sie auf unserer Website abrufen.

Juli 2017

Im Rahmen der Mitgliederversammlung erfolgte auch die offizielle Verleihung der Diplome CRM, CPM, CIIA® und CEFA®. Zu den Gratulanten zählten neben **Mag. Friedrich Mostböck** (Präsident der ÖVFA) **Mag. Dietmar Rupar** (Generalsekretär VÖIG, Vorstand ÖVFA) und **Dr. Markus Bunk** (Geschäftsführer BWG).



Diplomverleihung CRM, CPM, CEFA, und CIIA®

Wir gratulieren allen AbsolventInnen sehr herzlich!

Verleihung des Goldenen Ehrenzeichens der ÖVFA:

Herrn **Dr. Gerhard Edelmann**, der seit vielen Jahren dem Vorstand der ÖVFA zur Verfügung stand, ist auf eigenen Wunsch aus dem Vorstand ausgeschieden. Herr **Mag. Mostböck** würdigte die Arbeit von Herrn **Dr. Edelmann** für unsere Vereinigung und dankte Edelmann für seine Bereitschaft, dass er auch in Zukunft mit seinen Kenntnissen und Erfahrungen zur Verfügung stehen wird. In Anerkennung seiner Verdienste um die Gesellschaft wurde Herrn **Dr. Edelmann** unter Applaus der Anwesenden die Goldene Ehrennadel der ÖVFA verliehen. Herr **Dr. Edelmann** wies in einer kurzen Ansprache darauf hin, dass er in den Jahren seiner Tätigkeit im Rahmen der ÖVFA die Entwicklung des österreichischen Kapitalmarkts von dessen Anfängen und die Herausbildung einer professionellen Investment Community mitverfolgen konnte. Er dankte den Vorstandskollegen für die gute

Zusammenarbeit und den Mitgliedern der ÖVFA für ihr Interesse an unserer Vereinigung und ihre aktive Mitarbeit.



Dr. Gerhard Edelmann und Mag. Friedrich Mostböck

Impressionen zur Veranstaltung können Sie unter tieferstehendem Link abrufen:

<http://gallery.mh-photography.at/index.php?/password/18>

Passwort: OEVFA_Preisverleihung

Ausführliche Informationen über die Tätigkeiten der ÖVFA im Berichtsjahr 2016 entnehmen Sie bitte dem Jahresbericht 2016.

Wiener Börse Preis 2017

Die Verleihung des Wiener Börse Preises fand heuer am 31. Mai 2017 zum 10. Mal statt. Schauplatz dieser traditionellen Veranstaltung war wie im Vorjahr das Palais Niederösterreich.

Durch die Veranstaltung führte Tarek Leitner im Gespräch mit **Univ.-Prof. Dr. Ewald Nowotny**, Gouverneur der Oesterreichischen Nationalbank, die Festrede hielt **Dr. Hans Jörg Schelling**, Bundesminister für Finanzen.

Der Wiener Börse Preis ist eine gemeinsame Initiative von Aktienforum, APA-Finance, Cercle Investor Relations Austria (C.I.R.A.), Oesterreichische Nationalbank (OeNB),

Juli 2017

Österreichische Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (ÖVFA), Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften (VÖIG), Wiener Börse, Wirtschaftskammer Österreich (WKÖ) und Zertifikate Forum Austria.

Die Auswahl der Preisträger des ATX-, Small & Mid Cap- sowie des Corporate Bond-Preises erfolgte durch eine Fachjury der ÖVFA, welche die wesentlichen Marktteilnehmer repräsentiert. Unser Präsident **Mag. Friedrich Mostböck** nannte als wesentliche Kriterien, nach denen Unternehmen beim ATX- und Small & Mid Cap Preis bewertet werden, Finanzberichterstattung, Investor Relations, Strategie und Corporate Governance sowie nachhaltige Orientierung und markttechnische Fakten wie Kursperformance und Liquidität. Beim Corporate Bond-Preis waren Geschäftsbericht, Informations- und Kommunikationspolitik gegenüber Analysten sowie das Vorliegen eines Ratings ausschlaggebend.

Der Preis für die beste Medienarbeit börsennotierter Unternehmen wurde von APA-Finance mit einem Team ausgewählter Finanzjournalisten vergeben.

Die diesjährigen Gewinner sind:

ATX-Preis

- Platz 1: voestalpine
- Platz 2: Lenzing
- Platz 3: Schoeller Bleckmann

Small & Mid Cap-Preis

- Platz 1: Strabag
- Platz 2: Porr
- Platz 3: Palfinger

Corporate Bond-Preis

- Platz 1: CA Immobilien
- Platz 2: BUWOG
- Platz 3: NOVOMATIC

Journalisten-Preis

- Platz 1: voestalpine
- Platz 2: OMV
- Platz 3: Erste Group

Im Einzelnen setzte sich die Jury der ÖVFA aus folgenden Instituten und Gesellschaften zusammen:

- 3 Banken-Generali Investment GmbH,
- Allianz Invest,
- Erste Group,
- Erste Asset Management,
- Kepler Cheuvreux,
- Kepler-Fonds (Raiffeisenlandesbank OÖ),
- Matejka & Partner Asset Management,
- Pioneer Investments Austria,
- Raiffeisen Centrobank,
- Raiffeisen Capital Management,
- UNIQA
- Wiener Privatbank SE.



Gewinner Wiener Börse Preis 2017 mit Festredner Dr. Hans Jörg Schelling, Bundesminister für Finanzen, und Dr. Ewald Nowotny, Gouverneur der OeNB @Wiener Börse AG

Link zur APA-Fotogalerie mit allen Fotos:
<https://www.apa-fotoservice.at/galerie/OTE2NnxjMDE2N2QxY2E2ZW E0YmU1Zjc5MDdiOThhMjBmYzlyNQ==/>.

Es gibt auch ein Video vom Börsepreis:

DE: <https://www.wienerbourse.at/news/videos/wiener-boerse-preis-2017/>

EN: <https://www.wienerbourse.at/en/news/videos/video-vienna-stock-exchange-award-2017-the-oscar-of-the-financial-community-goes-to-voestalpine/>

Juli 2017

EU-Datenschutz- Grundverordnung (DS-GVO)

Dr. **Gregor König**, Group Data Protection Officer, Erste Group Bank AG, hat am 28.6.2017 auf Einladung der ÖVFA und der BWG als Referent das neue Datenschutzregime der EU, die Datenschutz-Grundverordnung vorgestellt. Sie ist ab 25.5.2018 verbindlich in allen Mitgliedsstaaten anwendbar. Sie ist als sog. Vollharmonisierung zu betrachten, dennoch gibt es nationale Besonderheiten in Österreich zu beachten. **König** beleuchtete neben der grundsätzlichen Zulässigkeit der Datenverarbeitung im Unternehmen die Fragen der Pflichten von Verantwortlichen (Verarbeitungsverzeichnis, Meldung Betr Data Breach, Datenschutz-Folgenabschätzung), Rechten der Betroffenen (Recht auf Berichtigung, Löschung und Vergessenwerden) sowie Rechtsfolgen und Strafen. Hierbei ist auf die deutlich ausgeweiteten Strafen bis zu 20 Mio Euro und 4% des Weltkonzernumsatzes besonders hinzuweisen.



Diskussionsleiter: Univ.-Prof. RA Dr. Raimund Bollenberger (li.),
Referent Dr. Gregor König

Zusammenfassend erwähnt König folgende Todo's für ein Unternehmen: Awareness schaffen, Gap-Analysis, Erstellung von Richtlinien, Update von Vertragsmustern und Implementierung der Pflichten als Verantwortliche.

Veranstaltungshinweise:

2nd International Policy Conference on "Intangibles: The European State of the Art", Frankfurt, 12. September 2017:

Am 12. September 2017 findet in Frankfurt die 2nd International Policy Conference on "Intangibles: The European State of the Art" statt zu der wir Sie Namens der Veranstalter sehr herzlich einladen. Unser Präsident, **Mag. Mostböck**, nimmt der Panel-Diskussion „Intangibles and ESG“ teil. Das Programm sowie die Anmeldung sind auf der Website der EFFAS unter folgendem Pfad abrufbereit:

<http://effas.net/events/seminars-conferences.html>

Die Teilnahme an der Veranstaltung ist kostenlos.

C.I.R.A.-Jahreskonferenz, 17. Oktober 2017, Sofitel Vienna Stephansdom

Die C.I.R.A.-Jahreskonferenz 2017, findet heuer am 17. Oktober 2017 im Sofitel Vienna Stephansdom, statt. Als Kooperationspartner der C.I.R.A. konnten wir für unsere **Mitglieder** einen **Sonderpreis in Höhe EUR 100,-** für die Teilnahme vereinbaren. Das Programm werden wir Ihnen mittels Mail übermitteln.

Neue Website und neues Logo

Wie wir bereits berichten konnten, ist unsere ÖVFA-Website in einem neuen Layout mit responsiver Ausgestaltung ab sofort online, der Link ist unverändert www.ovfa.at.

Im Zuge der Neugestaltung der Website wurde auch das ÖVFA-Logo neu gestaltet.

Wir hoffen, in Ihrem Sinn unsere Website für Sie interessanter und benutzerfreundlicher gestaltet zu haben und würden uns über Ihr Feedback freuen.

Juli 2017

Aktienmarkt Österreich: Analyse

Die drei Probleme des österreichischen Aktienmarktes



Mag. Peter Szopo, Chief Equity Strategist, Erste Asset Management, Juli 2017¹

¹ Dieser Artikel spiegelt die persönliche Meinung des Autors wider

Der Leitindex der Wiener Börse legte im ersten Halbjahr 2017 18% zu, und ließ damit - wie schon im Vorjahr - den Euro Stoxx 600 (+5% seit Jahresbeginn) und den Osteuropaindex der Wiener Börse (+17%) hinter sich. Alles eitel Wonne? Nicht ganz, denn die zyklische Erholung des ATX, die weitgehend ein Aufholprozess nach mehreren Jahren einer mediokren Entwicklung ist, lenkt davon ab, dass der österreichische Aktienmarkt mit strukturellen Schwierigkeiten kämpft.

- Erstens, nimmt die Zahl der börsennotierten Unternehmen ab, weil Unternehmen die Börse verlassen
- Zweitens, gibt es keinen Nachschub an neuen Unternehmen - insbesondere gibt es einen Mangel an jungen Unternehmen aus Wachstumsbranchen
- und Drittens geht das Interesse von Marktintermediären - Investmentbanken und Broker - am Wiener Markt zurück.

Diese Entwicklungen sind im Wesentlichen das Resultat von Regulierungen und Markttrends, die das

Umfeld für Small- und Mid-Caps, also Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von unter US\$10 Milliarden, und die Börsen, an denen sie handeln, verschlechtern. Die Möglichkeiten der heimischen Wirtschaftspolitik entgegenzusteuern sind beschränkt, ein besonderes Interesse an einem dynamischen, heimischen Aktienmarkt ist allerdings auch nicht erkennbar.

Abnehmende Zahl gelisteter Unternehmen

Die österreichische Aktienbörse schrumpft. Seit 2006 ist die Zahl der börsennotierten Unternehmen von 127 auf 79 zurückgegangen (Auer, M., Schneid, H., "Die verschmähte Wiener Börse", Die Presse, 23. März 2017, <http://diepresse.com/home/wirtschaft/boerse/5188868/Die-verschmaechte-Wiener-Boerse>). Dieser Rückgang geht auf den Abschied zuvor gelisteter Unternehmen von der Börse zurück. Der Rückzug hat seine Ursache in Übernahmen (z.B. Boehler-Uddeholm, AUA), der bewussten Entscheidung kleinerer Familienunternehmen "to go private" (z.B. Darbo, Baumax, Miba), Umstrukturierungen internationaler Konzerne (Bank Austria) oder dem Wechsel an andere Börsen (bwin, Cross Industries). Letzteres wird sich, wie es scheint, fortsetzen. Der Feuerfestproduzent RHI strebt nach dem Zusammenschluss mit der brasilianischen Magnesita einen Wechsel an die Londoner Börse an. Und das IPO der Novomatic, des Spielautomatenherstellers, wird nach Meldungen in der Wirtschaftspresse nicht in Wien sondern in London erfolgen.

Der Nachschub fehlt

Auf den ersten Blick schaut die Geschichte des österreichischen Aktienmarktes wie eine ungetrübte Erfolgsgeschichte aus. Ein Blick auf den Kurszettel suggeriert eine dynamische Entwicklung des österreichischen Unternehmenssektors. Keines der zehn größten Unternehmen im ATX war 1984, also vor der „Wiederentdeckung“ der Wiener Börse Mitte der 80er Jahre, börsennotiert, und unter den 20 ATX-

Werten gibt es nur ein einziges – die Wienerberger – das damals schon börsennotiert war. Umgekehrt: Nur zwei der 20 größten Aktien (gemessen an der Marktkapitalisierung), die bereits Ende 1984 notierten, sind heute noch an der Börse (Semperit, Manner), aber beide sind nicht im ATX enthalten.

Klingende Namen der österreichischen Wirtschafts- und Börsengeschichte, die in der Nachkriegszeit die Börse dominierten, sind nicht mehr präsent, wie die staatlich kontrollierten Banken (Creditanstalt, Länderbank), Steyr, Perlmöser, Veitscher oder die Brauereien.

Börse Wien: Top-Aktien 1984 und 2017

	Aktueller Status	Listing	
1. Creditanstalt	<i>delisted</i>	OMV	1987
2. Steyr	<i>delisted</i>	Erste Group	1997
3. E.A. Versicherung	<i>delisted</i>	Voestalpine	1995
4. Länderbank	<i>delisted</i>	RBI	2005
5. Semperit	<i>prime market</i>	Verbund	1988
6. Allianz	<i>delisted</i>	Andritz	2001
7. Perlmöser	<i>delisted</i>	Telekom Austria	2000
8. Veitscher	<i>delisted</i>	Lenzing	1985
9. Öster. Brau	<i>delisted</i>	VIG	2004**
10. Meinh	<i>delisted</i>	Buwog	2014
11. Anglo Elementar	<i>delisted</i>	Flughafen	1992
12. Treibacher	<i>delisted</i>	Uniq	1999**
13. Interunfall	<i>delisted</i>	Post	2006
14. Elan	<i>delisted</i>	Wienerberger	1869
15. Neusiedler	<i>delisted</i>	CA Immo	1988
16. Reininghaus	<i>delisted</i>	Immofinanz	1995
17. Manner	<i>standard market</i>	Conwert	1991
18. Universale	<i>delisted</i>	RHI	1987
19. Gösler	<i>delisted</i>	SBO	1997
20. Leipnik	<i>delisted</i>	Zumtobel	2006

Quelle: Erste Asset Management. *) Gereiht nach Marktkapitalisierung. **) Notiz der Stammaktien

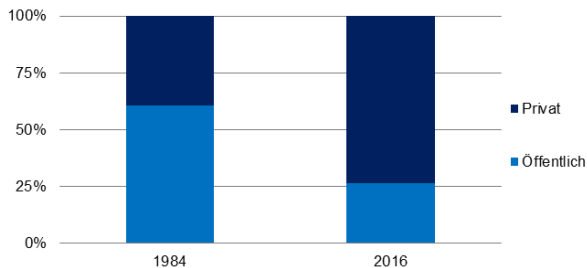
Allerdings: Der Schein trügt. Die Börsenentwicklung der letzten Jahre ist kein Indikator einer dynamischen Entwicklung der realen Wirtschaft, sondern spiegelt

eine massive Neustrukturierung der Eigentumsverhältnisse im Unternehmenssektor wider. Mitte der 80er entfielen über 60% der Börsenkapitalisierung auf Unternehmen, die von der öffentlichen Hand kontrolliert wurden – direkt oder indirekt über die Industriebeteiligungen der verstaatlichten Banken.

In den späten 80er Jahren bis Mitte der 2000er Jahre ist es zu einer nachhaltigen "Entstaatlichung" und "Entgenossenschaftlichung" gekommen, die den aktuellen Kurszettel prägen. Unter den 20 ATX-Werten sind 16 Unternehmen vertreten, die entweder durch Privatisierung oder die Umwandlung genossenschaftlicher Unternehmensstrukturen an die Börse gekommen sind. Lediglich vier Aktien – Immofinanz, RHI, Zumtobel und Conwert – gehen auf private unternehmerische Initiativen zurück. Im ATX Prime, der 39 Aktien umfasst, verschiebt sich das Verhältnis etwas, aber auch hier sind die "echten", d.h. aus dem Privatsektor kommenden Unternehmen (16) in der Minderzahl.

Um kein Missverständnis aufkommen zu lassen: Der Prozess der Entstaatlichung und Entgenossenschaftlichung ist uneingeschränkt positiv zu bewerten. Herausragende Unternehmen des österreichischen Industriesektors wie die Voestalpine, die Andritz oder die SBO verdanken ihre Börsenpräsenz und ihre gute Unternehmensentwicklung letztlich der Schrumpfung des verstaatlichten Industrie- und Bankensektors. Der Staat ist in der Regel kein guter Eigentümer von Industrieunternehmen und Banken, und genossenschaftliche Kontrollstrukturen – die tendenziell zwar betriebswirtschaftlich besser funktionieren als staatliches Eigentum – aber für rasch wachsende, kapitalsuchende Unternehmen oft ein Problem darstellen.

ATX Prime: Eigentumsstruktur



Quelle: Erste Asset Management

Anmerkung: Staatlich kontrollierte Unternehmen wurden zur Gänze, also mit 100% der Marktkapitalisierung dem öffentlichen Sektor zugerechnet.

Aber der nachhaltige Wandel der Eigentumsstrukturen im österreichischen Unternehmenssektor darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Anziehungskraft der Wiener Börse für private Unternehmen in den letzten Jahren und Jahrzehnten beschränkt blieb. Insbesondere Unternehmen aus „neuen“, technologieintensiven oder konsumnahen Wachstumsbranchen sind an der Wiener Börse kaum vertreten. Dazu kommt, dass einige der wenigen Neuzugänge aus diesen Branchen von vornherein eine Notierung außerhalb Österreichs suchten (AMS), aus unterschiedlichen Gründen aus Wien abwanderten (bwin, Cross Industries) oder aufgrund von Übernahmen ihre Attraktivität für Investoren einbüßten (Intercell).

In dieser Hinsicht steht Österreich unter den kleineren Industriestaaten Westeuropas praktisch allein dar. In Ländern wie etwa den Niederlanden, Belgien, Dänemark und Schweden sind aus dem Privatsektor kommende Unternehmen in Branchen wie Pharmazie und Biotechnologie, alternative Energie, Halbleiter, Medien etc. auf dem jeweiligen Kurszettel ganz oben zu finden.

Sinkende Research-Coverage

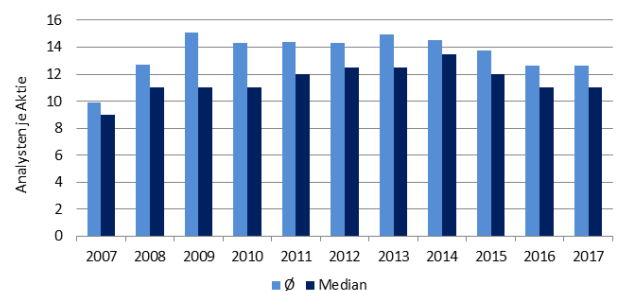
Der dritte problematische Trend, der vor wenigen Jahren eingesetzt hat, ist das fallende Interesse von Intermediären – Investmentbanken, Broker – am

österreichischen Aktienmarkt, das auf geringeres Investoreninteresse schließen lässt.

Nach ihrem jahrzehntelangen Dornröschenschlaf in der Nachkriegszeit nahm der österreichische Aktienmarkt ab Mitte der 80er Jahre einen rasanten Aufschwung. Im Zuge von zahlreichen Börsengängen privater Unternehmen und besonders durch die Privatisierungswelle der 90er und frühen 2000er Jahre stieg das Interesse internationaler Banken, Broker und Investoren am Marktgeschehen in Wien. Das scheint sich nunmehr zu ändern, wenn man die Research-Coverage österreichischer Aktien als Indikator heranzieht.

2007, also vor einem Jahrzehnt, wurde ein ATX-Wert durchschnittlich von 9,4 Analysten der „Sell-side“ (Investmentbanken, Broker) gecovert, d.h. so viele Analysten erstellten pro Aktie Analysen, Prognosen und Bewertungen und gaben Investitionsempfehlungen ab. Im Jahr 2013 erreichte dieser Indikator den bisherigen Höhepunkt mit 15 Analysten je Aktie. Seither sinkt er laufend ab und Mitte 2017 lag die durchschnittliche Coverage nur mehr bei 12,6. (Der Median zeigt einen ähnlichen Verlauf. Nach einem Anstieg von 9 Analysten/Aktie auf 13 Ende 2014, ging die Zahl inzwischen auf 11 zurück). Wenig überraschend ist das Analysteninteresse für Werte außerhalb des ATX noch geringer. Bei jenen Aktien des ATX Prime, die nicht im ATX enthalten sind, liegt die durchschnittliche Coverage aktuell bei 5,5 Analysten je Aktie, und eine Handvoll Aktien wird nur von 2-3 Analysten verfolgt.

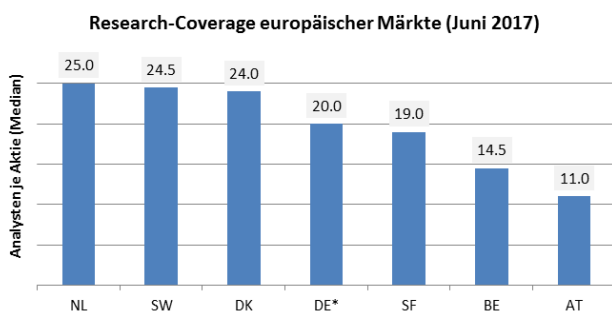
ATX: Research-Coverage



Quelle: Bloomberg, Erste Asset Management

Juli 2017

Das relativ geringe Analysteninteresse zeigt sich auch im europäischen Vergleich. In einer Reihe von kleineren Ländern in West- und Nordeuropa wie auch beim MDAX-Universum liegt die Anzahl der Analysten je Aktie deutlich über 20, und selbst in Finnland und Belgien liegen die Werte deutlich über dem Niveau in Österreich. Der Hauptgrund dafür ist, dass der österreichische Markt im Wesentlichen ein Small- und Midcap-Markt ist. Unter den heimischen Unternehmen gibt es nur zwei Werte (OMV, Erste Group) mit einer Marktkapitalisierung von mehr als USD\$10 Mrd., was für viele auf Large Cap-Aktien spezialisierte Fonds die Untergrenze darstellt.



Quelle: Bloomberg; Erste Asset Management. *) MDAX-Universum

Eine geringere Research-Coverage heißt letztlich, dass tendenziell weniger Investoren laufend Informationen und Einschätzungen über die an der Wiener Börse notierten Aktien und Unternehmen erhalten. Vor allem Nebenwerte sind deshalb dazu übergegangen Investoren mangels Brokerresearch teilweise bezahltes Research von unabhängigen Researchanbietern zur Verfügung zu stellen. Allerdings – ganz unabhängig von jeglichen Qualitätskriterien – ist dies kein vollständiger Ersatz, weil unabhängige Anbieter in der Regel eine geringere Sales-Präsenz bei den institutionellen Investoren haben als die klassische „Sell-side“.

Trendumkehr nicht in Sicht

Die angeführten Problemlagen spiegeln längerfristige Trends wider, wobei eine Änderung nicht in Sicht ist. Monokausale Erklärungen greifen zu kurz, aber einer

der Hauptgründe sowohl für das schrumpfende Aktienuniversum als auch die sinkende Research-Coverage von Small- und Mid-Cap Werten dürfte die zunehmende Regulierungsdichte sein.

Sowohl das bestehende und absehbare Regulierungsumfeld als auch regulierungsunabhängige Markttrends lassen vermuten, dass die Rahmenbedingungen für Aktienmärkte wie Österreich, in denen kleinere und mittlere Unternehmen dominieren, herausfordernd bleiben werden:

- Das klassische Cash-equity-Segment der Finanzmärkte (also Aktienhandel-, -management und -analyse sowie die Kapitalaufbringung an der Börse) wurde in den letzten drei Jahrzehnten zunehmend strengerem Regulierungen unterworfen – auch wenn marktferne Wirtschaftspolitiker, Makroökonomien und Wirtschaftspublizisten unentwegt das Gegenteil behaupten. Die ausufernden Compliance- und Publizitätskosten (monetär wie auch in Form des höheren Managementaufwands) sind eine wachsende Hürde für Unternehmen auf ihrem Weg an die Börse.
- Kleinere und mittlere Unternehmen – und daher auch Märkte, in denen solche Unternehmen dominieren - sind von der steigenden Regulierungsdichte in zweifacher Hinsicht negativ betroffen. Zum einen fallen die Kosten relativ zur Marktkapitalisierung (oder anderen Bezugsgrößen) höher aus. Zum anderen verstärken viele Regulierungen den in der Aktienveranlagung ohnehin bestehenden Trend zu liquiden, überanalysierten und weniger riskanten Aktien – was ebenfalls eher zu Lasten kleinerer Werte geht.
- Die EU-Regulierungen für den Versicherungssektor haben bewirkt, dass Aktieninvestitionen für den Sektor weitgehend unattraktiv geworden sind. Die Rolle von Versicherungen als langfristige Financiers des realen Sektors wurde damit deutlich reduziert.
- Die 2018 in Kraft tretenden Mifid-2 Regeln werden einen neuerlichen Schub an Regulierungen bringen, die vermutlich die Research-Coverage von Small- und Mid-Caps reduzieren werden. Kleinere Broker sowie die Investmentbankoperationen vieler regionaler Universalbanken, die in der Regel das Small- und Midcap-Segment sorgfältiger abdecken

Juli 2017

als die globalen Häuser, werden unter Druck kommen.

- Abgesehen von regulatorischen Entwicklungen geht auch eine Reihe von Markttrends gegen Small- und Midcaps und damit gegen Märkte wie Österreich, in denen solche Unternehmen dominieren. Hervorstechend ist die seit etwa einem Jahrzehnt anhaltende massive Verschiebung in Richtung passives Management. In passiven Strategien spielen die Indexzugehörigkeit und die Liquidität der Aktien eine wichtige Rolle, um eine reibungslose (kostengünstige) Umsetzung der laufenden Portfoliumschichtungen zu erreichen. Nur Unternehmen, die in wichtigen Markt-, Sektor- oder Themenindices enthalten und entsprechend liquid sind, werden in solchen Portfolios nicht aufgenommen.

Die Möglichkeiten der heimischen Wirtschaftspolitik, den internationalen Regulierungs- und Markttrends entgegenzuwirken, sind beschränkt. Allerdings wurde der geringe Spielraum, der bestünde, nicht genutzt, sondern im Gegenteil die Rahmenbedingungen für Aktieninvestitionen in den letzten Jahren tendenziell verschlechtert.

- Die steuerlichen Rahmenbedingungen für Aktieninvestoren wurden verschlechtert, sowohl durch Anhebung des Steuersatzes als auch durch die Abschaffung der Spekulationsfrist. Realisierte Erträge aus Aktieninvestitionen werden nunmehr – Körperschaftssteuer und Kapitalertragssteuer zusammen betrachtet - mit 46% besteuert.
- Der Privatisierungsprozess ist zum Erliegen gekommen. Offenbar reicht die Evidenz – die gute Unternehmens- und Börsenentwicklung einer Reihe privatisierter und teilprivatisierter Unternehmen wie Voestalpine, SBO, Post u.a. nicht aus, um die Wirtschaftspolitiker des Landes und dogmatische Verfechter eines hypertrophen Staatssektors dazu zu bringen, das Thema auf ihre Agenda zu setzen.
- Initiativen wie das offensive, auf einem seltenen Vierparteienkonsens beruhende Eintreten der österreichischen Politik auf europäischer Ebene für eine Finanztransaktionssteuer zeigen, dass der Kapitalmarkt hierzulande in erster Linie als Besteuerungsobjekt gesehen wird und nicht als Vehikel der Ressourcenallokation und Vermögensbildung.

- Die im letzten Jahr angedachte Börse für KMUs (Mahrer: Österreich hat Kapitalmarkt aus der Steinzeit“, Der Standard, 30. Juni 2016, <http://derstandard.at/2000040138013/Mahrer-Oesterreich-hat-Kapitalmarkt-aus-der-Steinzeit>) war zumindest ein Indiz dafür, dass irgendwo in der wirtschaftspolitischen Landschaft auch über positive Kapitalmarktreflexionen nachgedacht wird. Allerdings scheint die Initiative zum Stillstand gekommen zu sein – und zwar aus guten Gründen. Wenn Unternehmen sich aus dem Hauptsegment der Börse zurückziehen und Investoren mit mangelnder Liquidität und sinkender Research-Coverage konfrontiert sind, dann ist es unwahrscheinlich, dass ein neues Segment für noch illiquidere Werte, die noch weniger im Fokus von Intermediären und Investoren stehen, eine Erfolgsgeschichte wird.
- Am wichtigsten: Gerade für kleinere, weniger liquide Märkte, die auf den Radarschirmen internationaler institutioneller Investoren möglicherweise nicht aufscheinen, wäre der längerfristige Aufbau einer heimischen Investorenschicht eine zentrale wirtschaftspolitische Aufgabe. Es gibt keine Anzeichen dafür, dass diese Einsicht von den Wirtschaftspolitikern des Landes geteilt wird.

Zusammenfassend: Nach etwa zwei Jahrzehnten einer dynamischen Aufwärtsentwicklung, getrieben von Privatisierungen und Börsengängen privater Unternehmen, ist der österreichische Aktienmarkt in den Jahren seit der Finanzkrise mit Gegenwind konfrontiert. Zwar belegt die aktuelle Indexentwicklung, dass an der Wiener Börse attraktive Unternehmen notieren, deren Zukunftsaussichten im Aggregat von Investoren positiv gesehen werden. Aber strukturelle Ursachen wie die überbordende europäische Regulierung, der historisch bedingte Mangel an aktienmarktfähigen oder –interessierten Privatunternehmen, die unterentwickelte heimische Investorenbasis sowie das wirtschaftspolitische Desinteresse lassen vermuten, dass der österreichische Aktienmarkt auch in Zukunft in seiner Bedeutung nicht zu den Märkten der europäischen Vergleichsländer aufschließen wird.



Wir wünschen Ihnen und
Ihrer Familie einen
erholsamen Sommer!

IMPRESSUM:

Herausgeber: ÖVFA
A-1090 Wien, Frankgasse 10/7
T: +43-1-533 50 50
F: +43-1-533 50 50 33
E: office@ovfa.at
I: <http://www.ovfa.at>

ZVR: 386256122 Bundespolizeidirektion Wien

Für den Inhalt verantwortlich: Dr. Gerhard Edelmann

Offenlegung gemäß Mediengesetz:

Der Newsletter dient der Information der Mitglieder des Vereines ÖVFA.

Die ÖVFA ist ein gemeinnütziger Verein mit dem Zweck, das Wissen über wirtschaftliche Vorgänge, insbesondere finanzwirtschaftliche Zusammenhänge, einer breiten Öffentlichkeit durch Veranstaltung von Enqueten, Tagungen, Vorträgen etc., sowie durch Publikationsserien nahezubringen und dadurch auch das Verständnis für die Bedeutung und Funktion der Finanz- und Wertpapieranalyse und Anlageberatung zu fördern; die Methoden der Finanz- und Wertpapieranalyse zu verbessern und Einrichtungen anzuregen und zu unterstützen, die diesen Zwecken dienen; die Ausbildung und Information der Mitglieder zu fördern und die Zusammenarbeit mit ausländischen Vereinigungen gleicher Zielsetzung zu pflegen.

Vorstand: Mag. Friedrich Mostböck, Präsident; Mag. Stefan Maxian, Vizepräsident; Mag. Paul Severin, Kassier; Mag. Dietmar Rugar; Mag. Andreas Wosol, Schriftführer.

Bezugsbedingungen: Der Newsletter erscheint unregelmäßig und ist ein kostenloser Service für Mitglieder der ÖVFA. Der Bezug ist zu jedem Zeitpunkt kündbar. Der ÖVFA-Newsletter kann per EMail bestellt und abbestellt werden über: office@ovfa.at

Datenschutz: Die Empfängerdaten werden vertraulich behandelt und in keinem Fall an Dritte weitergegeben.

Haftungsausschluss: Der Inhalt des Newsletter ist nach bestem Wissen und Kenntnisstand erstellt worden. Haftung und Gewähr für die Korrektheit, Vollständigkeit und Qualität der Inhalte sind ausgeschlossen. Die Informationen stellen keine steuerliche oder rechtliche Beratung dar und begründen kein Beratungsverhältnis.