

## Mittel- und osteuropäische Aktienmärkte: Geringe Liquidität beeinträchtigt Entwicklung

*Als Folge der Russlandkrise im August 1998 haben viele internationale Investoren ihre Aktienengagements in den Ländern Mittel- und Osteuropas einer kritischeren Betrachtung unterzogen. Mit dem Rückgang der Portfolioinvestitionen ausländischer Investoren sind wichtige Handelsteilnehmer an den Aktienmärkten weggefallen. Dies hat die ohnehin schon geringe Liquidität der mittel- und osteuropäischen Aktienmärkte noch weiter verringert. Dadurch hat auch die Finanzierungsfunktion der Aktienmärkte für inländische Unternehmen an Bedeutung verloren. Als Reaktion sind neue Handelsplätze für Aktien gegründet worden, um weitere ausländische Finanzmittel zu attrahieren. Die Schaffung zusätzlicher Märkte zur Belebung des Handels und der Stärkung der Liquidität an den originären Börsenplätzen wird allerdings kurzfristig wenig erfolgversprechend sein. Wichtiger für die Entwicklung der Kapitalmärkte erscheint hingegen die Gründung von Pensionsfonds als Kapitalsammelstellen, die zusätzliche inländische Nachfrage nach Wertpapieren schaffen können.*

### **Rückschlag durch russische Finanzkrise**

Die russische Finanzkrise vom August 1998 markiert einen wichtigen Wendepunkt für die mittel- und osteuropäischen Länder bei der Attrahierung ausländischen Kapitals. Ausländische Investoren sind wichtige Teilnehmer am Handel mit Wertpapieren an den Börsen Mittel- und Osteuropas; am größten ist ihr Anteil am gesamten Aktienhandel mit rund 40 vH an der Budapester Börse. Im Zuge der Krise kam es an allen mittel- und osteuropäischen Aktienmärkten als Folge der Kapitalabflüsse zeitweise zu drastischen Kurseinbrüchen (vgl. Abbildung 1).<sup>12</sup> Die Spannbreite der Kursrückgänge reichte in den ersten zwei Monaten nach der Krise von 7 vH an der Prager Börse bis zu mehr als 40 vH an der Börse in Budapest. An

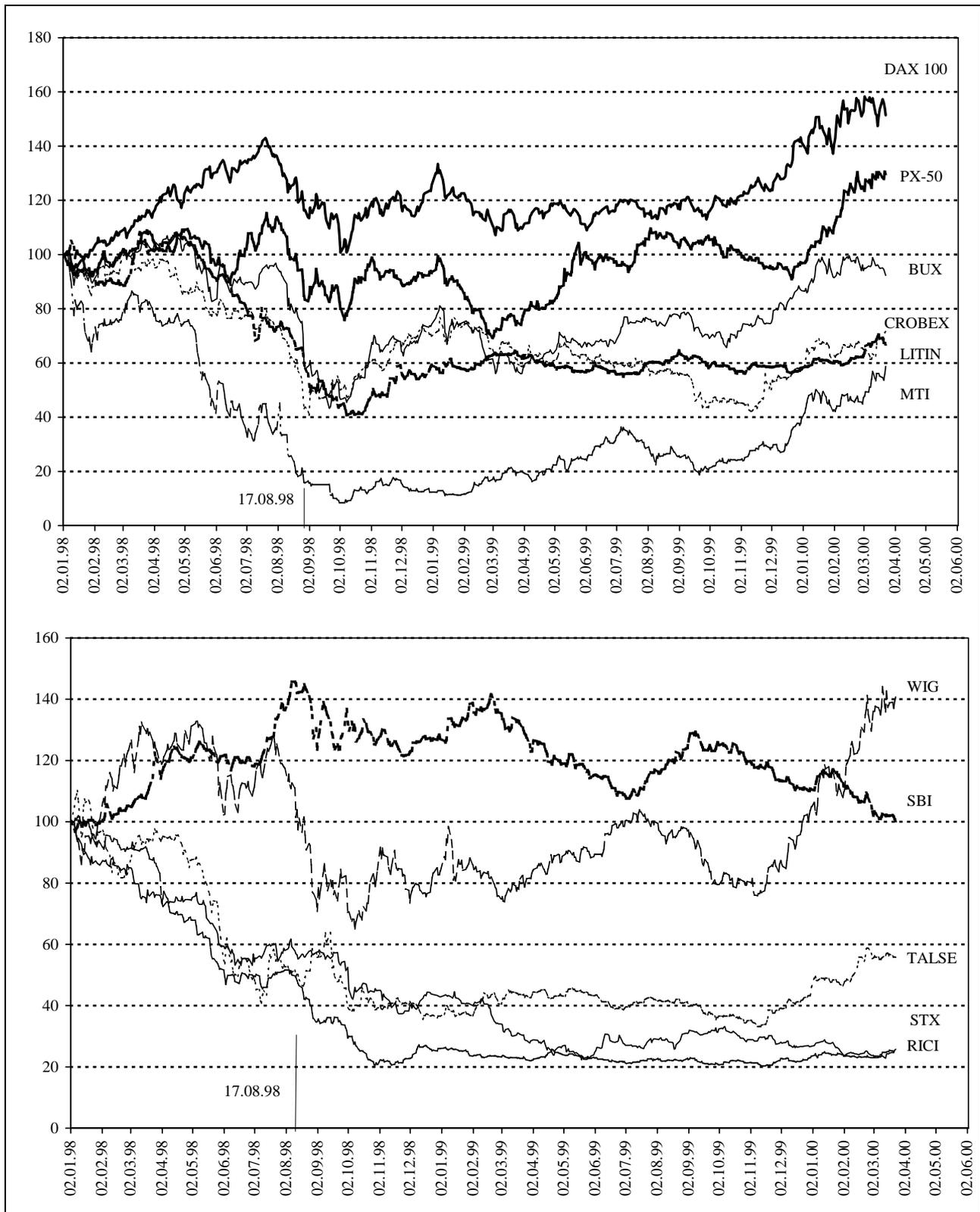
<sup>12</sup> Zu den Ansteckungseffekten der Russlandkrise auf verschiedene Aktienmärkte vgl. LINNE, T.: Währungskrisen: Starke Ansteckung der mittel- und osteuropäischen Länder, in: IWH, Wirtschaft im Wandel 4/1999, S. 14-19.

einigen Börsen ist es mittlerweile zu einer Erholung der Kurse gekommen, die aber nur teilweise mit Kapitalzuflüssen verbunden war.

Die Russlandkrise erhöhte die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die wirtschaftliche Entwicklung der Region Mittel- und Osteuropa, die eine Neubewertung der mit den Aktienengagements verbundenen Risiken einleitete. Investoren sind nach krisenhaften Situationen nur dann bereit in einem Land oder einer Region zu investieren, wenn sie für das höher eingeschätzte Anlagerisiko auch mit einer höheren Rendite entschädigt werden. Eine gesteigerte Vorsichtshaltung gegenüber Anlagen in Mittel- und Osteuropa und ihre schwindende Attraktivität führten auch aufgrund leicht zurückgehender Zinsdifferenziale zum Ausland 1999 zu geringeren Portfolioinvestitionszuflüssen (vgl. Tabelle 1). Unter den verschiedenen Komponenten der Kapitalimporte gingen besonders deutlich die Zuflüsse für Aktienkäufe zurück. Sie fielen gegenüber 1998 um rund ein Drittel und betragen 1999 noch etwa 2,2 Mrd. US-Dollar. Insgesamt wiesen die mittel- und osteuropäischen Transformationsländer 1999 Netto-Kapitalzuflüsse von knapp 28 Mrd. US-Dollar auf. Dies war sogar ein leichter Anstieg gegenüber dem Vorjahr (6 vH). Ursächlich hierfür war die Zunahme der ausländischen Direktinvestitionen (7 vH), die teilweise auch Aufwendungen für den Aktienwerb beinhalten.<sup>13</sup> Insgesamt betrachtet waren die Zuflüsse an Portfolioinvestitionen in die mittel- und osteuropäische Region in den Jahren 1992 bis 1999, gemessen an ihrer Varianz, wesentlich volatiler als die Zuflüsse an Direktinvestitionen im selben Zeitraum. Dies spricht dafür, ausländische Portfolioinvestitionen in den Transformationslän-

<sup>13</sup> Kapitalzuflüsse für Aktienkäufe werden dann den Direktinvestitionen zugerechnet, wenn beim Erwerb ein längerfristiges Interesse bei der Unternehmenskontrolle angenommen wird. Zur Abgrenzung von Direktinvestitionen und Portfolioinvestitionen vgl. IMF, Balance of Payments Manual, 5<sup>th</sup> ed., 1993. Washington, D.C.

Abbildung 1:  
 Entwicklung der Aktienindizes ausgewählter mittel- und osteuropäischer Aktienmärkte  
 - in US-Dollar, 2.1.1998=100 -



Anmerkung: Der Beginn der russischen Finanzkrise wird mit der Erweiterung des RUB/USD-Wechselkursbandes auf den 17.8.1998 datiert.

Quellen: DRI/McGraw-Hill; Berechnungen des IWH.

Tabelle 1:  
 Struktur der Netto-Kapitalzuflüsse für ausgewählte mittel- und osteuropäische Länder  
 - Mio. US-Dollar -

Land	Kapitalzuflüsse	1995	1996	1997	1998	1999
Estland	Kapitalzuflüsse <sup>a</sup>	368	641	1.439	694	788
	Direktinvestitionen	202	150	266	581	306
	Portfolioinvestitionen	11	198	428	1	157
	Aktien	10	172	128	26	239
Kroatien <sup>b</sup>	Kapitalzuflüsse <sup>a</sup>	708	2.240	3.083	1.356	1.472
	Direktinvestitionen	101	533	487	873	317
	Portfolioinvestitionen	5	625	653	25	303
	Aktien	5	-7	15	1	-17
Lettland <sup>b</sup>	Kapitalzuflüsse <sup>a</sup>	638	919	1.219	613	514
	Direktinvestitionen	180	382	521	357	184
	Portfolioinvestitionen	k. A.	24	-32	27	-5
	Aktien	k. A.	-2	6	30	-3
Litauen	Kapitalzuflüsse <sup>a</sup>	582	843	1.244	1.482	1.237
	Direktinvestitionen	73	152	355	926	486
	Portfolioinvestitionen	27	90	181	-43	508
	Aktien	6	16	31	11	9
Polen	Kapitalzuflüsse <sup>a</sup>	5.945	66	7.941	11.392	11.307
	Direktinvestitionen	3.659	4.498	4.908	6.365	6.757
	Portfolioinvestitionen	1.176	19	1.283	1.827	1.102
	Aktien	219	749	599	1.734	620
Slowakei <sup>b</sup>	Kapitalzuflüsse <sup>a</sup>	1.180	2.662	2.985	1.923	-905
	Direktinvestitionen	236	351	174	562	175
	Portfolioinvestitionen	53	29	93	-123	461
	Aktien	-16	28	102	-35	-2
Slowenien <sup>b</sup>	Kapitalzuflüsse <sup>a</sup>	810	974	929	628	1.011
	Direktinvestitionen	176	185	321	165	66
	Portfolioinvestitionen	16	631	238	120	398
	Aktien	k. A.	k. A.	52	7	2
Tschechien	Kapitalzuflüsse <sup>a</sup>	11.079	6.777	5.736	4.449	7.264
	Direktinvestitionen	2.568	1.435	1.286	2.554	5.090
	Portfolioinvestitionen	1.695	771	1.152	1.146	499
	Aktien	1.236	601	378	1.096	120
Ungarn	Kapitalzuflüsse <sup>a</sup>	6.533	-305	1.526	3.707	5.264
	Direktinvestitionen	4.519	1.982	2.079	1.936	1.944
	Portfolioinvestitionen	2.213	-851	-919	1.887	1.182
	Aktien	k. A.	k. A.	1.004	556	1.186
Gesamt	Kapitalzuflüsse <sup>a</sup>	27.843	14.817	26.101	26.244	27.907
	Direktinvestitionen	11.714	9.669	10.396	14.318	15.326
	Portfolioinvestitionen	5.196	1.535	3.076	4.868	4.604
	Aktien	1.460	1.5576	2.3148	3.427	2.153
<i>Nachrichtlich:</i> Russland <sup>c</sup>	Kapitalzuflüsse <sup>a</sup>	-12.013	11.388	27.401	6.243	-1.605
	Direktinvestitionen	2.016	2.478	6.234	2.764	1.364
	Portfolioinvestitionen	-703	8.931	17.391	5.861	-165
	Aktien	46	2.154	1.266	714	207

<sup>a</sup> Die gesamten privaten Netto-Kapitalzuflüsse sind berechnet als die Summe aus den Netto-Direktinvestitionen, den Netto-Portfolioinvestitionen und den sonstigen Netto-Investitionen. – <sup>b</sup> 1.-3. Quartal 1999. – <sup>c</sup> 1. Halbjahr 1999.

Quellen: IMF, International Financial Statistics, verschiedene Ausgaben, nationale Statistiken; Berechnungen des IWH.

der als *hot money* einzuschätzen.<sup>14</sup> Eine Ursache hierfür ist, dass Portfolioinvestitionen gegenüber Direktinvestitionen in der Regel leichter – ohne größere Vermögensverluste – zu revidieren sind.

Bei der Betrachtung der Kapitalzuflüsse einzelner Länder stellt sich das Bild differenzierter dar. Die Mehrzahl der mittel- und osteuropäischen Länder verzeichnete 1999 mehr Kapitalimporte als noch ein Jahr zuvor. Nur Lettland, Litauen und Polen konnten in dem Jahr weniger ausländisches Kapital attrahieren als noch 1998. Einzig aus Russland und der Slowakei zogen die Investoren 1999 mehr Kapital ab als sie dort investierten. Der Rückgang der Kapitalimporte für Aktienkäufe war am stärksten in Polen (- 64 vH). Anders stellte sich die Situation Ungarns und Estlands dar: In beiden Ländern investierten ausländische Anleger 1999 für Aktienkäufe mehr als noch 1998. Sowohl in Estland als auch in Ungarn hat sich dieses Investitionsverhalten in steigenden Kursen niedergeschlagen: Der Budapester Aktienindex, BUX, stieg im Jahresverlauf 1999 gemessen in US-Dollar um rund 13 vH und der Tallinner Index, TALSE, im selben Zeitraum sogar um 24 vH.

### **Auswirkungen auf die Aktienmärkte**

Die Russlandkrise im Jahr 1998 bedeutete nicht nur für die Nachfrageseite auf den Aktienmärkten einen Wendepunkt, sondern auch für die Angebotsseite. Die geringeren Kapitalzuflüsse führten unter sonst gleichen Umständen tendenziell zu höheren Kapitalkosten für die heimischen Unternehmen und beeinträchtigte ihre Finanzierungsmöglichkeiten. Dies machte die Nutzung des Aktienmarktes zur Kapitalbeschaffung für die Unternehmen unattraktiver. Damit sind die Aktienmärkte in Mittel- und Osteuropa als Märkte für Beteiligungskapital weiterhin keine echte Alternative zur Fremdfinanzierung durch die Banken. Die unzureichende Datenlage erlaubt allerdings keine zuverlässigen Aussagen über die Neuemissionen in den betrachteten Ländern. Deshalb wird hilfsweise auf Angaben über die Kapitalaufnahme im Aus-

land zurückgegriffen. Ein Indiz für die gestiegenen Kapitalkosten der Unternehmen ist der Rückgang der im Ausland aufgenommenen Finanzmittel. Die Begebung von ADR's (American Depositary Receipts) ist eine Möglichkeit für Unternehmen, Kapital im Ausland aufzunehmen.<sup>15</sup> Die meisten ADR-Programme von mittel- und osteuropäischen Unternehmen wurden 1997 aufgelegt (vgl. Tabelle 2). In den Folgejahren ging ihre Anzahl deutlich zurück. Insgesamt wurden 1999 weniger ADR-Programme von mittel- und osteuropäischen Unternehmen aufgelegt als noch 1996. Neben gestiegenen Kosten bei der Kapitalaufnahme spielte hierbei sicherlich auch die nachlassende Konjunktur in einigen Ländern Mittel- und Osteuropas eine wichtige Rolle.

Tabelle 2:  
Anzahl von American Depositary Receipt-Programmen von Unternehmen aus ausgewählten mittel- osteuropäischen Ländern

Land	1996	1997	1998	1999
Estland	0	0	1	2
Kroatien	3	2	1	0
Lettland	0	2	1	0
Litauen	2	2	0	0
Polen	0	27	8	6
Slowakei	0	4	0	0
Slowenien	1	1	0	0
Tschechien	2	0	3	0
Ungarn	4	11	1	3
Gesamt	12	49	15	11
<i>Nachrichtlich:</i> Russland	18	16	27	16

Anmerkung: Die Aufstellung enthält nur ADR-Programme, die in den USA gehandelt werden.

Quellen: Bank of New York, The Complete DR Directory, vom 26. Januar 2000, <http://www.bankofny.com/adr/adirindx.htm> 3. Februar 2000; Berechnungen des IWH.

### **Mangel an Liquidität verschärft**

Ein gewichtiges Problem der mittel- und osteuropäischen Aktienmärkte ist der Mangel an Liquidität.<sup>16</sup> Die geringeren ausländischen Portfolioin-

<sup>14</sup> Zur Unterscheidung zwischen ‚heissen‘ und ‚kalten‘ Kapitalzuflüssen vgl. CLAESSENS, S.; DOOLEY, M.; WARNER, A.: Portfolio capital flows: hot or cold?, in: The World Bank Economic Review, Bd. 9 (1995), Heft 1, S. 153-174.

<sup>15</sup> ADR's sind von Banken ausgestellte handelbare Aktienzertifikate über bei ihnen hinterlegte ausländische Aktien.

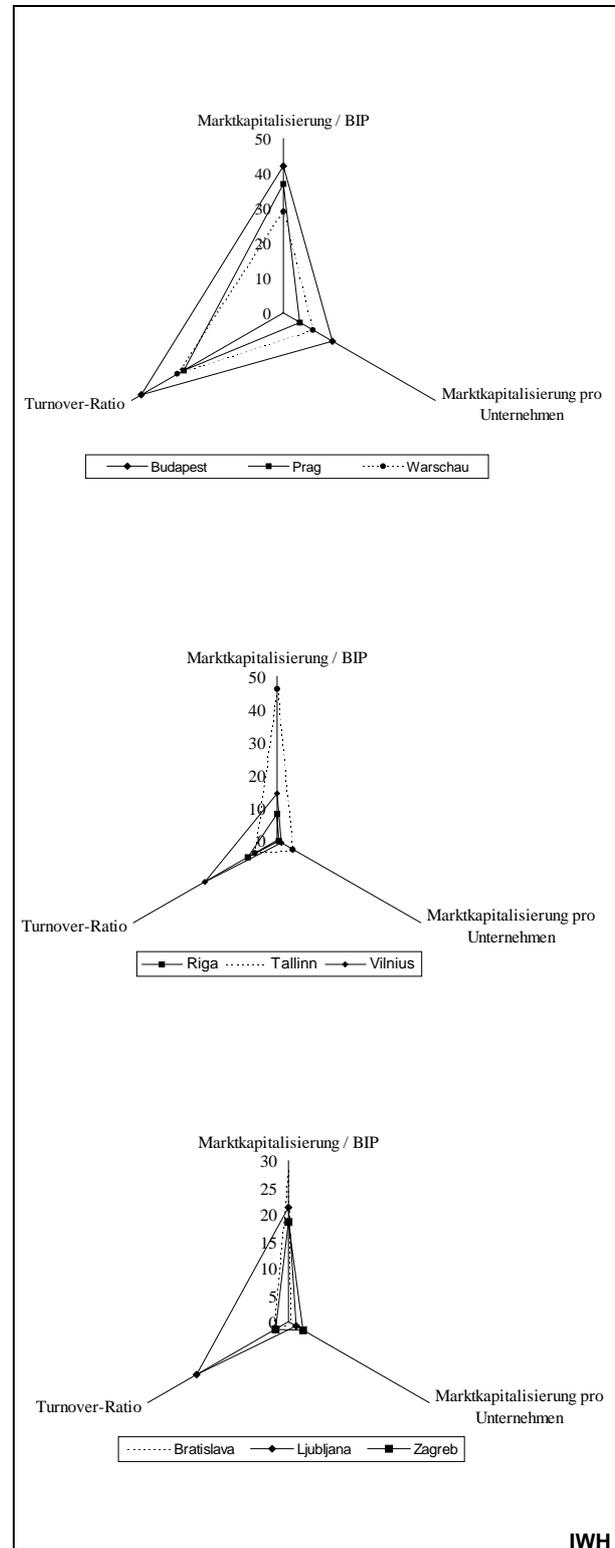
<sup>16</sup> Für eine Analyse der Probleme der mittel- und osteuropäischen Aktienmärkte in den Anfangsjahren der Transforma-

vestitionen im Jahr 1999 haben dieses Problem im Vergleich zu den Vorjahren sogar noch verschärft. Eine Folge relativ geringer Liquidität sind größere Preissprünge bei aufeinanderfolgenden Handelsabschlüssen. Ein Maß für die Liquidität eines Aktienmarktes ist die *Turnover-Ratio* als das Verhältnis von Aktienumsatz zur Aktienmarktkapitalisierung. Sie gibt an, wie oft das Aktienkapital pro Jahr umgesetzt wird. Je höher die *Turnover-Ratio* desto liquider ist der Markt. Für die Mehrzahl der Börsen ging diese Kennzahl im Jahr 1999 verglichen mit 1998 stark zurück (vgl. Tabelle 3). Sie lag höchstens bei 50 vH (Budapester Börse) und für die meisten Handelsplätze sogar deutlich darunter, was auf illiquide Märkte hindeutete (vgl. Abbildung 2). Im Fall der Warschauer Börse war die geringere *Turnover-Ratio* 1999 nicht nur auf den Rückzug ausländischer Investoren zurückzuführen, sondern auch auf die im Vergleich zum Umsatz stärker gestiegene Marktkapitalisierung durch Kurssteigerungen und die Börseneinführung einiger Großunternehmen (z. B. Agora, Farmacol). Die *Turnover-Ratio* kann auch durch institutionelle Änderungen angehoben werden. An den Börsen in Prag und Vilnius wurden 1997 bzw. 1998 Mindestanforderungen an die börsennotierten Unternehmen u. a. hinsichtlich des Grundkapitals und des Aktienumsatzes eingeführt und der ursprünglich einheitliche Markt nach Segmenten differenziert. Unternehmen, die die Anforderungen nicht erfüllten, wurden vom Börsenzettel gestrichen. An beiden Börsenplätzen führte diese Maßnahme zu einem Anstieg der *Turnover-Ratio*.

Eine Ursache für das Liquiditätsproblem liegt noch in den Nachwirkungen der Privatisierungsstrategien der Länder zu Beginn der Transformation begründet. Besonders in Tschechien, der Slowakei und Litauen wurde Anfang der 1990er Jahre reichlich Beteiligungskapital an Unternehmen geschaffen und breit gestreut. Aber die Bevölkerung hat sich in den Folgejahren, sei es aus fehlendem Interesse, oder, was wahrscheinlicher ist, aus Mangel an finanziellen Mitteln, nur in geringem Maß am Wertpapierhandel beteiligt. Das Wegbrechen

tion vgl. LINNE, T.: Aktienmärkte in Mittel- und Osteuropa: Anlegereuphorie trotz institutioneller Hemmnisse, in: IWH, Wirtschaft im Wandel 1/1996, S. 11-15.

Abbildung 2  
Überblick über ausgewählte mittel- und osteuropäische Börsenplätze, 1999  
- in vH, Frankfurt = 100 -



Quellen: IMF, International Financial Statistics, verschiedene Ausgaben, nationale Statistiken; Berechnungen des IWH.

ausländischer Marktteilnehmer nach der Russlandkrise hat nun das Liquiditätsproblem sogar noch verschärft. Als Folge der schwindenden Liquidität ist die Volatilität der Aktienkurse, gemessen an der Standardabweichung der täglichen Aktienrenditen,

nach der Russlandkrise im August 1998 auf der Mehrzahl der Aktienmärkte gestiegen (vgl. Tabelle 4). Bereits vor der Krise waren die Kurse deutlich volatil als auf dem deutschen Markt.

Tabelle 3:  
Kennzahlen ausgewählter mittel- und osteuropäischer Wertpapierbörsen

Börsenplatz	Kennzahl	1995	1996	1997	1998	1999
Bratislava	Anzahl börsennotierter inl. Unternehmen <sup>b</sup>	818	927	977	953	899
	Aktienmarktkapitalisierung (Mio. US-Dollar) <sup>b</sup>	5.345	5.767	5.300	4.127	3.556
	Aktienumsatz (Mio. US-Dollar, einfach)	395	1.312	1.350	412	126
	Turnover-Ratio (in vH)	7,4	22,8	25,5	10,0	3,5
	Marktkapitalisierung/BIP (in vH)	30,5	30,7	27,2	20,3	19,0
Budapest	Anzahl börsennotierter inl. Unternehmen <sup>b</sup>	42	45	49	55	65
	Aktienmarktkapitalisierung (Mio. US-Dollar) <sup>b</sup>	2.400	5.279	14.998	14.046	14.355
	Aktienumsatz (Mio. US-Dollar, einfach)	349	1.606	7.685	8.052	7.263
	Turnover-Ratio (in vH)	15	30,4	51,2	57,3	50,6
	Marktkapitalisierung/BIP (in vH)	5,7	11,4	32,8	29,6	28,4
Ljubljana	Anzahl börsennotierter inl. Unternehmen <sup>b</sup>	17	45	78	90	130
	Aktienmarktkapitalisierung (Mio. US-Dollar) <sup>b</sup>	297	891	1.876	2.985	2.854
	Aktienumsatz (Mio. US-Dollar, einfach)	348	494	544	852	1.203
	Turnover-Ratio (in vH)	58,7	27,7	14,5	14,3	21,1
	Marktkapitalisierung/BIP (in vH)	1,7	4,7	10,3	15,3	14,4
Prag <sup>a</sup>	Anzahl börsennotierter inl. Unternehmen <sup>b</sup>	1.716	1618	301	283	181
	Aktienmarktkapitalisierung (Mio. US-Dollar) <sup>b</sup>	17.963,8	19.726	14.330	13.914	13.350
	Aktienumsatz (Mio. US-Dollar, einfach)	4.762	9.215	7.765	5.355	4.722
	Turnover-Ratio (in vH) <sup>c</sup>	26,5	46,7	54,2	38,5	35,4
	Marktkapitalisierung/BIP (in vH)	34,3	34,0	27,1	24,6	25,0
Riga	Anzahl börsennotierter inl. Unternehmen <sup>b</sup>	-	34	50	69	64
	Aktienmarktkapitalisierung (Mio. US-Dollar) <sup>b</sup>	-	153	337	401	392
	Aktienumsatz (Mio. US-Dollar, einfach)	-	13	85	86	43
	Turnover-Ratio (in vH)	-	8,4	25,1	21,4	11,0
	Marktkapitalisierung/BIP (in vH)	-	3,0	6,0	6,3	5,4
Tallinn	Anzahl börsennotierter inl. Unternehmen <sup>b</sup>	-	-	28	20	24
	Aktienmarktkapitalisierung (Mio. US-Dollar) <sup>b</sup>	-	-	1.103	520	1.793
	Aktienumsatz (Mio. US-Dollar, einfach)	-	-	784	380	152
	Turnover-Ratio (in vH)	-	-	35,5	36,6	8,5
	Marktkapitalisierung/BIP (in vH)	-	-	23,8	10,0	31,1
Vilnius	Anzahl börsennotierter inl. Unternehmen <sup>b</sup>	351	460	607	62	54
	Aktienmarktkapitalisierung (Mio. US-Dollar) <sup>b</sup>	380	1.254	2.174	1.074	1.139
	Aktienumsatz (Mio. US-Dollar, einfach)	37	47	240	223	309
	Turnover-Ratio (in vH)	9,8	3,8	11,0	20,7	27,1
	Marktkapitalisierung/BIP (in vH)	6,3	15,9	22,7	10,1	9,6
Warschau	Anzahl börsennotierter inl. Unternehmen <sup>b</sup>	65	83	143	198	221
	Aktienmarktkapitalisierung (Mio. US-Dollar) <sup>b</sup>	4.564	8.413	12.135	20.461	29.577
	Aktienumsatz (Mio. US-Dollar, einfach)	2.761	5.544	7.953	8.913	11.139
	Turnover-Ratio (in vH)	60,5	65,9	65,5	43,6	37,7
	Marktkapitalisierung/BIP (in vH)	3,7	5,9	8,5	13,0	19,7

Börsenplatz	Kennzahl	1995	1996	1997	1998	1999
Zagreb	Anzahl börsennotierter inl. Unternehmen <sup>b</sup>	-	70	82	54	58
	Aktienmarktkapitalisierung (Mio. US-Dollar) <sup>b</sup>	-	2,994	4.267	2.937	2.521
	Aktienumsatz (Mio. US-Dollar, einfach)	-	183,2	250,2	98,4	74,3
	Turnover-Ratio (in vH)	-	6,1	5,9	3,4	3,0
	Marktkapitalisierung/BIP (in vH)	-	14,9	21,3	13,7	12,5
<i>Nachrichtlich:</i>						
Frankfurt	Anzahl börsennotierter inl. Unternehmen <sup>b</sup>	678	681	700	741	1.043
	Aktienmarktkapitalisierung (Mio. US-Dollar) <sup>b</sup>	577.365	664.913	825.232	1.093.962	1.432.167
	Aktienumsatz (Mio. US-Dollar, einfach)	580.135	787.830	1.019.788	1.393.297	1.551.467
	Turnover-Ratio (in vH)	100,5	118,5	123,6	127,4	108,3
	Marktkapitalisierung/BIP (in vH)	23,9	28,6	39,3	50,6	67,5

<sup>a</sup> Ohne Investmentfonds. – <sup>b</sup> Ende des Jahres. – <sup>c</sup> Die *Turnover-Ratio* ist das Verhältnis von Aktienumsatz zur Aktienmarktkapitalisierung.

Quellen: International Federation of Stock Exchanges (FIBV), Angaben der Wertpapierbörsen; WIIW-Datenbank; Berechnungen des IWH.

Tabelle 4:  
Standardabweichung der täglichen Aktienrenditen  
in US-Dollar jeweils ein Jahr vor und nach der russischen Krise  
- in vH -

Land	Index	vor der Krise	nach der Krise
Estland	TALSE	4,0	4,2
Kroatien	CROBEX	2,2	2,6
Lettland	RICI	2,0	1,8
Litauen	LITIN	1,6	1,8
Polen	WIG 20	2,8	2,9
Slowakei	STX	2,1	2,6
Slowenien	SBI	1,2	1,2
Tschechien	PX-50	1,5	1,9
Ungarn	BUX	2,7	3,1
<i>Nachrichtlich:</i>			
Deutschland	DAX 100	1,4	1,5
Russland	MIT	5,2	5,1

Anmerkung: Der Beginn der russischen Finanzkrise wird mit der Erweiterung des RUB/USD-Wechselkursbandes auf den 17.8.1998 datiert.

Quellen: DRI/McGraw-Hill; Berechnungen des IWH.

### Ausblick

Hohe Kursschwankungen der Aktienkurse können durch eine verbesserte Liquidität der Märkte verringert werden. Die Gründung von Kapital-sammelstellen im Inland ist ein wichtiger Schritt, um den Märkten zusätzliche Finanzmittel zur Ver-

fügung zu stellen. Sie bündeln bereits vorhandenes Vermögen und investieren dieses in Wertpapiere. Aus diesem Grund kommt der in zahlreichen mittel- und osteuropäischen Ländern begonnenen Reform der Renten- und Sozialversicherungssysteme große Bedeutung für die zukünftige Entwicklung der Kapitalmärkte zu. In fast allen Transformationsländern sind mittlerweile Pensionsfonds zugelassen.<sup>17</sup> Generell konnte für zahlreiche Länder ein positiver Zusammenhang zwischen der Entwicklung von institutionellen Anleger wie beispielsweise Pensionsfonds und der Größe, der Struktur und der Effizienz von Wertpapiermärkten beobachtet werden.<sup>18</sup> Neu auf einen Markt auftretende Anleger generieren zusätzliche Nachfrage nach Wertpapieren. Die Märkte werden liquider und die Preisbildung wird effizienter, d. h. mehr Marktteilnehmer sind bereit, nahe den herrschenden Preisen Transaktionen abzuschließen.

Allerdings müssen die Pensionsfonds eine kritische Größe überschreiten, um überhaupt einen spürbaren Einfluss auf die Kapitalmarktentwicklung zu haben. Derzeit scheint dies noch in keinem

<sup>17</sup> Zu den Reformen der Sozialversicherungssysteme in Mittel- und Osteuropa vgl. RUTKOWSKI, M.: A New Generation of Pension Reforms Conquers the East - A Taxonomy in Transition Economies, in: Transition, Vol. 9, No. 4, 1998, S. 16-19.

<sup>18</sup> Vgl. VITTAS, D.: Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First?, Washington, D.C., World Bank, Policy Research Working Paper No. 2032, 1998.

mittel- und osteuropäischen Land der Fall zu sein. Selbst in Polen, das unter den mittel- und osteuropäischen Transformationsländern die größten Fonds aufweist, verfügten die 21 Pensionsfonds Ende 1999 zwar bereits über ein Vermögen von rund 2,4 Mrd. US-Dollar auf.<sup>19</sup> Der Anteil des in Aktien investierten Vermögens entsprach aber lediglich 0,3 vH des BIP. Zum Vergleich: Das Vermögen der Wertpapierfonds in Deutschland betrug 1999 etwa 652 Mrd. US-Dollar, und das Aktienvermögen erreichte einen Anteil von knapp 18 vH am BIP. Gleichwohl wird langfristig in den mittel- und osteuropäischen Ländern mit einem starken Anstieg des Prämienaufkommens und einer beschleunigten Entwicklung der Kapitalmärkte gerechnet.<sup>20</sup> In Ungarn sind seit Anfang 1998 private Pensionsfonds zugelassen, ihr Einfluss auf die Kapitalmarktentwicklung ist ebenfalls positiv einzuschätzen.

Eine weitere Maßnahme zur Stärkung der mittel- und osteuropäischen Aktienmärkte sind institutionelle Änderungen durch die Schaffung neuer Märkte. Im Januar 2000 wurde die von den drei Börsen in Tallinn, Riga und Vilnius initiierte sog. *Baltic List* gegründet. In ihr werden die 15 größten und umsatzstärksten börsennotierten Unternehmen aus Estland, Lettland und Litauen zusammengefasst. Dies ist ein wichtiger Schritt zur Integration relativ illiquider Märkte, die aber über einzelne liquide Titel verfügen. Durch die Schaffung eines transparenteren und liquideren Markt soll größeres

Interesse bei Investoren insbesondere aus dem Ausland geweckt werden. Im Erfolgsfall könnte die *Baltic List* langfristig sogar die nationalen Börsen als Handelsplatz für heimische Unternehmen in den Hintergrund drängen.

Eine ähnliche Stoßrichtung verfolgt die Gründung der *Newex* (New Europe Exchange). Im Herbst 2000 soll der Handel an der in Wien ansässigen *Newex* mit ausgewählten Aktien mittel- und osteuropäischer Unternehmen beginnen.<sup>21</sup> Zunächst sollen dort Unternehmen aus den Ländern der EU-Beitrittskandidaten Polen, Tschechien und Ungarn sowie aus Russland notiert werden. Die geplanten Vorschriften zur Transparenz und zum Aktionärsschutz entsprechen internationalen Standards und liegen somit, außer für die polnische Börse, über den Anforderungen der nationalen Börsen. Ziel dieser Maßnahme ist es, liquide Titel auf einen einzigen Handelsplatz zu konzentrieren, der zudem leichter für westliche Investoren zugänglich ist. Gleichzeitig wird mit der Neugründung die Hoffnung verbunden, dass es zu positiven Übertragungseffekten beim Aktienhandel auf die originären Börsenplätze kommt. Hingegen ist es wohl realistischer anzunehmen, dass es kurzfristig zu einer Verschiebung von Handelsvolumina von den mittel- und osteuropäischen Börsen hin zum neu gegründeten Markt kommen wird.

Thomas Linne  
([thl@iwh.uni-halle.de](mailto:thl@iwh.uni-halle.de))

## Ostdeutsche Verkehrsinfrastruktur: Weiterhin hoher Investitionsbedarf

*In den vergangenen Jahren wurden hohe Investitionen in ostdeutsche Verkehrswege getätigt, um Defizite aus der Vernachlässigung der Infrastruktur in der DDR zu beseitigen und um das inzwischen stark gewachsene Verkehrsaufkommen be-*

*wältigen zu können. Hierdurch hat sich die Lage im Verkehrsbereich spürbar verbessert. Trotzdem sind noch immer deutliche Unterschiede zur Ausstattung in Westdeutschland vorhanden. Das kann u. a. an Indikatoren der Anbindungsgüte an überregionale Verkehrsnetze und der Verbindungsgüte zu wichtigen Wirtschaftsregionen festgemacht werden. So sind von Straßenknoten der ostdeutschen Kreise im Durchschnitt etwa doppelt so*

<sup>19</sup> Vgl. LACH, A.: Domowa Hossa, in: *Gazeta Bankowa*, 14-20 grudnia 1999, Nr. 50, S. 25.

<sup>20</sup> Vgl. GOMULKA, S.; STYCZEN, M.: Estimating the Impact of the 1999 Pension Reform in Poland, 2000–2050, CASE-CEU Working Paper Series No. 27. Warsaw 1999. und o.V.: Funds that are flying, in: *Euromoney*, January 2000, S. 63-68.

<sup>21</sup> Vgl. o. V.: Osteuropabörse Newex startet nun im kommenden Herbst, in: *Handelsblatt*, 4. Februar 2000, S. 45.