Wilfried Stadler, geboren 1951 in Salzburg. Studium der Volkswirtschaftslehre an der Wirtschaftsuniversität Wien. 1977-1983 Industriepraxis im familieneigenen Unternehmen, von 1983 bis 1986 wirtschaftspolitischer Referent des Österreichischen Wirtschaftsbundes. Seit 1987 in der Investkredit-Gruppe. 1990-1995 Mitglied des Vorstandes der Kommunalkredit AG, seit 1995 Mitglied des Vorstandes der Investkredit Bank AG, seit 2002 deren Generaldirektor und Vorsitzender des Vorstandes.

Autor und (Mit-)Herausgeber (u.a.): Venture Capital und Private Equity (Köln 2000), Impulse für das Unternehmen Österreich (Wien 1999), Auf dem Weg zu neuen Spielregeln – Beiträge zum Wandel von Wirtschaftsordnung und Finanzierungskultur (Wien 2001);

Herausgeber und Vorsitzender des Aufsichtsrates der Wochenzeitung „DIE FURCHE“.

Adresse des Autors:
Dr. Wilfried Stadler
Investkredit Bank AG
Renngasse 10
A-1010 Wien
stadler@investkredit.at

USA – EUROPA: Zusammenprall oder Konvergenz der Finanzkulturen?

Als „Milleniums-Boom“ ist uns jener spektakuläre Höhenflug an den Börsen in Erinnerung, der keine Grenzen zu haben schien, weder der Höhe noch der Zeit nach. Um die Heißluftballon-Reise ins sagenumwobene Reich einer „New Economy“ zu geniessen, genügte es, einfach die Sandsäcke konventioneller Unternehmensbewertungen, historischer Kurs-Gewinn-Verhältnisse und sonstigen Erfahrungs-Ballast abzuwerfen. Wer noch skeptisch war und den Versprechungen der Analysten nicht blind vertraute, konnte sich von seriösen Wissenschaftern beruhigende Informationen holen.

„Milleniums-Boom“ und „New Economy“

MIT-Ökonom Rüdiger Dornbusch formulierte im Juni 1998 im „Wallstreet Journal“ die damalige Mainstream-Meinung: „The U.S.economy likely will not see a recession for years to come. We don´t want one, we don´t need one, and, as we have the tools to keep the current expansion going, we won't have one. This expansion will run forever“. Eine derart ausgeprägte Machbarkeits-Phantasie war bestenfalls noch aus der Hochkonjunktur keynesianischer Global-Steuerungsansprüche der Siebzigerjahre in Erinnerung.

Ausgeprägte Machbarkeits-Phantasie

Letztlich kam es zur unvermeidlicherweise unsanften Landung des spekulativ überhitzten Kurs-Ballons. Die Erosion der Unternehmenswerte in den Büchern der (Pensions-)Fonds, der Banken und aller anderen institutionellen wie privaten Anleger ist mehr als drei Jahre nach Beginn der Sturzlandung noch nicht zur Gänze ausgestanden. Überkapazitäten und der stärker gewordene Wettbewerbsdruck aus den Emerging Markets werden überdies zu einer lange andauernden konjunkturellen „Seitwärtsbewegung“ führen. Der Heißluft-Vorrat reicht wohl auf absehbare Zeit nicht mehr für Höhenflüge.

Unsanfte Landung des spekulativ überhitzten Kurs-Ballons

Robert Shiller war einer der wenigen Nationalökonomen, der der Euphorie der New Economy widerstanden hatte und – in Buchform allerdings auch erst zu Beginn des Jahres 2000 – vor den Folgen einer „irrational exuberance“ warnte. Alan

Greenspan, der Chef der amerikanischen Notenbank, sprach von einer irrationalen Übertreibung erstaunlicherweise schon Ende 1996, bei einem Dow Jones von 6400, also lange bevor dessen Höchststand im Frühjahr 2000 bei über 11300 erreicht wurde. In Österreich publizierte immerhin schon im Mai 1999 der Föhrenbergkreis, eine Vordenker-Runde der Industriellenvereinigung, eine eindrückliche Warnung vor den Träumen der Finanzwirtschaft und ihren Folgen.

Erste Warnungen Ende der 90er-Jahre

Traditionelle Unterschiede zwischen Bank- und Kapitalmarktorientierung

Es ist der geschilderte Hintergrund der aktuellen Kapitalmarktentwicklungen, vor dem wir uns die Frage zu stellen haben, ob es denn einen „Clash of Cultures", einen Zusammenprall der Finanzierungskulturen, zwischen den USA und Europa gibt. Als Ausgangspunkt lohnt sich ein Blick auf die Unterschiedlichkeit der Finanzierungskulturen, gemessen an der jeweiligen Art der Intermediation von Geld und Kapital zwischen Anlegern und Investoren.

Intermediation von Geld und Kapital zwischen Anlegern und Investoren

In bank- und kreditorientierten Finanzsystemen läuft die Intermediation – in stark vereinfachter Darstellung – so, dass Banken Spargelder mit unterschiedlicher Veranlagungsdauer hereinnehmen, um daraus über die Bündelung von Volumina sowie die Transformation von Fristen und Risiken, Kredite für Unternehmen und Haushalte zu machen. In kapitalmarktorientierten Systemen hingegen funktioniert Intermediation über Kapitalmarktprodukte – wie Aktien und Anleihen – , welche von Anlegern gezeichnet werden und dem Emittenten Mittel in ganz bestimmter Laufzeit und Qualität zur Verfügung stellen.

Bankorientierte Kontinentaleuropäische Finanzierungssysteme

Kontinentaleuropäische Finanzierungssysteme sind im Wesentlichen bankorientiert. Die aggregierte Bilanz einer fiktiven „Bank Europa" enthält deshalb auf ihrer Aktivseite mehr als 70% der Ausleihungen in Form von Krediten, während die vergleichbare Größenordnung der „Bank USA" nur weniger als 40% beträgt.

Standorte mit funktionierenden Kapitalmärkten sind innovationsfreundlicher

Der Vorteil kapitalmarktorientierter Systeme liegt darin, dass sie Unternehmen bei der Aufbringung von Eigenkapital etwa über Aktienemissionen unterstützen können, was in Kombination mit vorbörslichen Risiko-Kapitalmärkten für Venture Capital und Private Equity die Gewähr bietet, dass Firmen in der Regel ausreichend mit Expansionskapital versorgt werden. Es gibt eine Fülle empirischer Evidenz dafür, dass aus eben diesem Grund Standorte mit funktionierenden Kapitalmärkten gründungs- und innovationsfreundlicher sind, und daher auch eine weitaus größere Arbeitsmarkt-Dynamik aufweisen.

Funktionierende Kapitalmärkte sind für die Mobilisierung von Risikokapital aber auch deshalb unentbehrlich, weil immer kürzer werdende Technologie-Zyklen einen hohen Druck in Richtung Forschungsintensität und rascher Markt-

durchdringung auslösen. Darüberhinaus führt die weltweite Öffnung neuer Märkte zu vermehrten Investitionserfordernissen an neuen Standorten.

Lange Kapitalmarkttradition in den USA und Großbritannien

Dass die USA ebenso wie Großbritannien über eine lange Kapitalmarkttradition verfügen, hat mit der innerkontinentalen (USA) und transkontinentalen (England) Geschichte kolonialer Eroberungen zu tun, die von einem entsprechend hohen Kapitalbedarf für neue Infrastrukturen und Unternehmensgründungen begleitet war. Kontinentaleuropa hingegen ist durch eine Tradition von über Jahrhunderte hinweg gewachsenen kaufmännischen Kulturen auf regionalen Handels- und Bankplätzen in verhältnismäßig kleinen, nationalen Währungsräumen gekennzeichnet und hat von daher immer noch einen hohen Aufholbedarf.

Aufholjagd Kontinentaleuropas

Die Aufholjagd verläuft – trotz der mit der Kapitalmarktkrise verbundenen Rückschläge – durchaus erfolgreich, insbesondere seit mit dem Euro als Gemeinschaftswährung die historische Chance und notwendige Voraussetzung zum Entstehen eines leistungsfähigen gesamteuropäischen Kapitalmarktes geschaffen wurde. Schon ist der europäische Anleihenmarkt, gemessen an den Emissionsvolumina, bedeutsamer als jener der USA – wenn auch in Europa im US-Vergleich die Gewichtung der Staatsanleihen gegenüber den Unternehmensanleihen noch überproportional hoch ist.

Euro-Börsen vom Ende des Milleniums-Booms besonders betroffen

Der Euro-Aktienmarkt ist, gemessen an der Marktkapitalisierung, mit einigem Abstand zu den USA der zweitstärkste der Welt. Allerdings hat es sich im Risikokapitalbereich als fatale Koinzidenz erwiesen, dass die gerade leistungsfähiger werdenden Euro-Börsen vom Ende des Milleniums-Booms und vom Platzen der New-Economy-Illusion besonders arg getroffen wurden. Besonders deutlich ist das am Schliessen des Neuen Marktes an der Frankfurter Börse erkennbar, der noch vor wenigen Jahren ein absolutes Hoffnungssegment darstellte.

Der Euro beschleunigt die Systemkonvergenz

Traditionelle Bank wird zur „Kapitalmarktbank“

Insgesamt öffnet sich das europäische Banksystem konsequent dem Kapitalmarktsystem, indem es sich dessen Instrumente vollends aneignet und das gesamte Spektrum der Produkte für Anleger wie Investoren erschließt. Der Euro-Kapitalmarkt ermöglicht die Anwendbarkeit aller derivativen Produkte zur Absicherung von Risiken ebenso wie der sogenannten synthetischen Wertpapierprodukte (Asset Backed Securities – ABS), in denen ganze Portfolios an Ausleihungen unterschiedlicher Laufzeit und Risikoqualität gebündelt werden. Dem Veranlagungshunger der Investmentfonds wird damit genügend Nahrung und Abwechslung geboten und Risiken können so breit wie noch nie in den Nicht-Banken-Bereich gestreut werden. Letztlich wird damit die traditionelle Bank zur „Kapitalmarktbank“.

Die vom Euro dynamisierte Systemkonvergenz der bankorientierten und kapitalmarktorientierten Finanzierungskultur(en) ist damit irreversibel. Sie wird durch die Handelbarkeit von gerateten (d.h. nach Risikoklassen eingestuften) Kredit-Risiken noch verstärkt. Das seit Jahren vorbereitete Regelwerk von "Basel II", bei dem es vor allem um neue, gegenüber der gängigen Praxis differenziertere Vorschriften für die Eigenmittelunterlegung von Bank-Ausleihungen unterschiedlicher Risikoqualität geht, wirkt hier wie ein Katalysator. Die Risiko-Sichtweisen der Banken, welche in Zukunft bankinterne Ratings zu erstellen haben, gleichen sich damit jenen der Kapitalmärkte immer mehr an. Nicht zuletzt sind die Banken selbst, wenn es um ihre eigene Mittelbeschaffung (Refinanzierung) geht, Gegenstand der Durchleuchtung durch Rating-Agenturen, die sich ein genaues Bild vom Risikoprofil des Kreditportfolios machen. Ratings als Risiko-Marktsprache gewinnen demnach laufend an Bedeutung.

„Basel II"

Ratings als Risiko-Marktsprache gewinnen an Bedeutung

Die drei führenden Rating-Agenturen der Welt festigen dabei ihre oligopolartige Marktstellung. Die Frage, wie wir künftig regulatorisch damit umgehen wollen, dass ihnen damit nicht nur weitgehende Preis-Durchsetzungsmacht zukommt, sondern auch ein letztinstanzlicher, maßgeblicher Einfluß auf die Standards der Finanzindustrie, wurde bisher im Übrigen noch nicht ernsthaft gestellt.

Oligopol der drei führenden Rating-Agenturen

Die Konvergenz der bankorientierten und der kapitalmarktorientierten Finanzierungskulturen wird auch durch Entwicklungen in den USA beschleunigt, wo nach Aufhebung der nach der Weltwirtschaftskrise verfügten strikten Trennung von Investmentbanken und Kreditbanken ebenfalls immer stärker Universalbanken- oder Allfinanz-ähnliche Misch-Strukturen entstehen.

Konvergenz der Finanzierungskulturen

Offensichtlich kommt es also beim Aufeinandertreffen der ausgeprägt bankorientierten Finanzierungskulturen Kontinentaleuropas mit den hochentwickelten Kapitalmärkten der USA und Großbritanniens nicht zum Zusammenprall, sondern zu gegenseitigen Einflüssen und einer kontinuierlichen Anreicherung des traditionellen Banksystems mit Kapitalmarktelementen. Auch in den neuen Marktwirtschaften unserer europäischen Nachbarn in Zentral- und Südeuropa ist ja die Finanzsprache englisch, weil auch die Instrumente und das Vertragsrecht aus der anglo-amerikanischen Finanzierungskultur übernommen werden.

Anreicherung des traditionellen Banksystems mit Kapitalmarktelementen

Konfliktstoff in amerikanischen Kapitalmarkt-Spielregeln

Dennoch ist damit die Frage nach dem „Clash of cultures" noch nicht befriedigend beantwortet. Strittig ist ja nicht die finanztechnische Benutzeroberfläche – sie wird ganz unbestritten über kurz oder lang für alle Marktteilnehmer gleich sein – sondern die anglo-amerikanische Kapitalmarktpraxis nach im hinter uns liegenden „Jahrzehnt der Übertreibung"

immer exzentrischeren gewordenen Spielregeln. Zu fragen ist daher, in welchen konkreten Bereichen sich die amerikanischen Kapitalmarktspielregeln der Neunzigerjahre in eine Richtung entwickelt haben, die systematisch von guten Kapitalmarktpraktiken wegführt und deshalb mit den finanzmarktpolitischen und unternehmerischen Traditionen nicht nur der meisten europäischen Länder, sondern letztlich auch der USA selbst, in Konflikt gerät.

Exzentrischer gewordene Spielregeln

Beginnen wir mit der Bilanzierungspraxis. Die Regeln der in den USA geforderten Jahresabschlüsse nach US-GAAP haben sich in der Folge der Diskussion um den Enron-Skandal als extrem missbrauchsanfällig erwiesen. Mehr als 140 börsennotierte Unternehmen haben mittlerweile Verfahren gegen sich laufen, in denen es um die Richtigstellung von Bilanzierungsansätzen geht. Offensichtlich verleiten die geltenden Regeln in vielen Fällen zu gestalterischen Grenzgängen, die solange den Applaus der Anleger und der Analysten gefunden haben, solange im allgemeinen Boom damit Kurssteigerungen zu erzielen waren. Dieser grundlegende Missstand kann wohl durch eine ad-hoc-Gesetzgebung, wie sie mit dem die Führungskräfte zu Bilanz-Eiden zwingenden Sarbane-Oxley-Act geschaffen wurde, keinesfalls saniert werden.

US-GAAP haben sich als missbrauchsanfällig erwiesen

Das Verlangen der US-Finanzmarktaufsicht, alle in den USA notierenden Unternehmen – auch die europäischen – hätten eine Bilanzierung nach den Prinzipien des US-GAAP-Standards aufzuweisen, scheint vor dem Hintergrund dessen offensichtlicher Systemschwächen doch deutlich überzogen. Die angebliche Anlegerfreundlichkeit von US-GAAP gegenüber der traditionell (Banken-)gläubigerorientierten Bilanzpraxis in Europa hat sich jedenfalls als Illusion erwiesen. Am Ende haben vielfach Gläubiger *und* Anleger ihr Geld verloren.

Gläubiger *und* Anleger haben ihr Geld verloren

Ein zweiter Konfliktpunkt liegt in der Corporate Governance, also der richtigen Balance zwischen den an einem Unternehmen interessierten Parteien. Die von vielen unkritisch übernommene These, die in vielen Ländern Europas übliche Zweistufigkeit der Entscheidungsorgane (Aufsichtsrat versus Geschäftsführung bzw. Vorstand) sei dem in den USA üblichen One-Board-System, in dem nicht für das Tagesgeschäft verantwortliche Board-Members gleichzeitig Aufsichtsfunktionen wahrnehmen, unterlegen, hat sich als nicht haltbar herausgestellt. Fehlleistungen sind in beiden Systemen ebenso möglich wie Höchstleistungen.

Fehleranfälliges One-Board-System in den USA

Während die Anhänger einer US-amerikanischen Kapitalmarkt-Sicht den Aufsichtsrat im Rahmen einer zweistufigen Struktur als einen unerwünschten Puffer gegen die Durchsetzung von Aktionärsinteressen interpretieren, hat die Wirklichkeit gezeigt, dass Aufsichtsräte einen Schutz gegen die gerade im One-Board-System vielfach in Selbstbedienung ausartenden Honorierungssysteme von Manager-Leistungen, insbesondere über Stock-Options, waren.

In Selbstbedienung ausartende Honorierungssysteme

Stock-options für Aktionäre undurchschaubar

Stock-options sind bis heute nicht obligatorisch in den Bilanzen amerikanischer Unternehmen berücksichtigt. Ihre Ausprägung war in vielen Fällen für die Aktionäre undurchschaubar. Diese schlechte Praxis mit ihren krassen Übertreibungen wurde solange toleriert, als die steilen Kursanstiege anhielten und wird erst seit kurzem ernsthaft in Frage gestellt. Dazu kommt die Unverträglichkeit der extremen Saläre mit dem kulturell akzeptierten Maß von Ungleichheit. Immerhin gab es in den USA beim Vielfachen des CEO-Gehalts eines durchschnittlichen Top-100-Unternehmens gegenüber dem Gehalt des einfachsten Beschäftigten einen Sprung vom etwa 40-fachen zu Anfang der Neunzigerjahre auf mehr als das 300-fache heute.

„Core earnings"

Die Rating-Agentur Standard&Poors hat ermittelt, wie dramatisch sich die Einbeziehung der stock-option-Ansprüche von Führungskräften auf die Bilanzen der S&P-500-Unternehmen auswirkt: Korrigiert man die veröffentlichten Bilanzen entsprechend, und ergänzt man diese Korrekturen mit den ebenfalls unzureichend ausgewiesenen Pensionsverpflichtungen, so ergeben diese „core earnings" eine Minderung der offiziell ausgewiesenen Gewinne um mehr als 25 Prozent. Um den gleichen Faktor müssen demnach die jeweils ausgewiesenen KGV's und korrespondierenden Börsenkurse korrigiert werden.

Umstrittene Rolle der Finanzanalysten

Einen weiteren strittigen Bereich stellt die Rolle der Finanzanalysten dar. Die früher selbstverständliche Funktionentrennung von Analysten und Wertpapierhändlern wurde in den letzten Jahren systematisch aufgelassen. Seit die Maklergebühren in den USA 1975 abgeschafft wurden, leisteten sich die Investmentbanken keine wirklich unabhängigen Analysten mehr. Zahlreiche Fälle von Insider-Trading, Begünstigung bestimmter Aktionärsgruppen und ein dramatisches Auseinanderdriften von Analyse-Wahrheit und Kaufempfehlung führten bekanntlich dazu, dass sich die besten Investment-Banken-Adressen der Welt bereit finden mussten, an die amerikanische Bankaufsicht eine pauschale Ablass-Zahlung von ca 1,4 Mrd. USD zu zahlen.

Folgewirkungen der „Shareholder Value"-Ideologie

Einseitig ideologische Interpretation der „Shareholder-Value"

Der gemeinsame Nenner der Entgleisungen und irrationalen Übertreibungen in allen vier angesprochenen Bereichen ist die aus dem Gleichgewicht geratene, einseitig ideologische Interpretation des „Shareholder-Value". Die Fiktion, dass der jeweilige Börsenkurs bzw. dessen in der „Marktkapitalisierung" abgebildete Multiplikation mit der Stückzahl der Aktien den jeweils gültigen Unternehmenswert darstelle, ist ebenso zur Ursache dramatischer Fehlentwicklungen geworden wie die dafür symptomatische Orientierung der Marktteilnehmer an Quartalsberichten.

Ich verzichte auf die Nennung der absurden Bewertungs-Kapriolen während des Milleniums-Booms und die vielen, zum Teil tragischen Geschichten von Unternehmen, die im Selbstverwirklichungs-Rausch ihrer CEO´s das Opfer kurzsichtiger Käufe, Verkäufe, Aus- und Umgliederungen wurden. Die Verlockung, mit dem Hebel weit überhöhter Wertansätze für das eigene Unternehmen auf Einkaufstour zu gehen, führte zu einer wahren Merger-Mania. Manchen gelang es tatsächlich, mit der Kunstwährung überhöhter Börsenkapitalisierung im Windschatten der Hausse Erfolge einzufahren, andere verkauften gegen hohe Ablösesummen ihre Seele – und die stolze Tradition eines gewachsenen Unternehmens dazu. Nicht wenige CEO's, die vorgaben, alles nur für die Aktionäre und Kunden als ihre „Könige" zu tun, setzten sich selbst als Herrscher des Systems ein und liessen sich als Wirtschaftshelden feiern.

Selbstverwirklichungs-Rausch von CEO's

Merger-Mania

Wir haben es dabei keineswegs mit einzelnen Sonderfällen, Malversationen und Verführungen eitler Führungskräfte zu tun, sondern mit einer Fehlsteuerung durch untaugliche Spielregeln. Diese müssen grundlegend nachadjustiert werden, wenn wir wollen, dass das Kapitalmarktsystem und mit ihm das Unternehmenssystem nicht entgleist und wenn wir darauf Wert legen, dass unsere Spielregeln auch in anderen Weltgegenden als vernünftig und nachahmenswert empfunden werden.

Fehlsteuerung durch untaugliche Spielregeln

Die Engführung des Shareholder-Value als bestimmendes Steuerungselement von Unternehmensschicksalen und Führungskräfte-Performance ist ideologisch eng verbunden mit der Überbau-Phantasie der „Markt-Fundamentalisten" von der Allmacht der Märkte und Marktwerten als universale Stellgröße. Ein derartiger Ansatz führt zwangsläufig zu einer systematischen Überschätzung der Finanzwirtschaft gegenüber der Realwirtschaft. Das Unternehmenssystem, die unternehmerische Wertschöpfung, wird zum Objekt von überwiegend kurzfristigen Finanzmarkt-Dispositionen.

Systematische Überschätzung der Finanzwirtschaft

Michael Porter wies schon zu Anfang der Neunzigerjahre bei einer Analyse der strategischen Standortfaktoren der USA auf potentielle Nachteile des amerikanischen Kapitalmarktsystems hin – lange bevor die später folgenden Übertreibungen sichtbar waren. Und er erwähnt erstmals kritisch die Rolle der Pensionsfonds, deren Marktverhalten schon damals industriepolitisch problematische Auswirkungen zeigte.

Michael Porter kritisierte erstmals die Rolle der Pensionsfonds

Die Marktmacht der Fondsmanager

Einer der zentralen Gründe für das Überhandnehmen der Shareholder-Value-Ideologie ist das säkuläre Bedeutungs-Wachstum von institutionellen Anlegern wie Pensionsfonds und Vermögensverwaltungen. Die für die Disposition bedeutsamer Vermögensmassen verantwortlichen Professionals des Asset-Management sind längst zu einem nicht nur ergänzenden, sondern bei vielen Unternehmen übermächtigen Faktor

Säkulares Bedeutungs-Wachstum institutioneller Anleger

Investment-Banken als Spielmacher

geworden. Sie treten als Mediatoren zwischen die klassischen Teilnehmer der Kapitalmärkte und haben die Rolle der Spielmacher übernommen. Investment-Banken, die sich auf das Zerlegen und Zusammenbauen von Unternehmen verstehen und damit ihr Geld machen, sind ihre wichtigsten Berater. Gemeinsam beeinflussen sie massiv die Positionierung von Unternehmen und deren Zugang zu den Kapitalmarkt-Quellen.

Europa: Fonds zeigen überproportionales Wachstum

Allein in den USA weisen Fonds seit 1975 regelmässig ein jährliches Wachstum von mehr als 20% auf. Bereits 1997 übertraf ihr Gesamtvolumen die kumulierte Summe aller amerikanischen Bankbilanzen. Auch in Europa zeigen Fonds durch den Wegfall der Währungsbarrieren und die Neuordnung der Pensionssysteme ein überproportionales Wachstum.

Extremer Performance-Druck auf Fonds-Manager

Fonds-Manager unterliegen einem extremen Performance-Druck – und sie haben sich in Zeiten des Booms als höchst anfällig für verhaltensorientierte Veranlagungsstrategien erwiesen. Die Dispositionen der großen, anonym disponierten Vermögen richten sich vielfach nicht mehr nach fundamentalen Wert-Annahmen sondern nach Verhaltens- und Prognosemodellen der Aktivitäten von Mitbewerbern. George Soros nennt diesen Zusammenhang die „Reflexivität“ der Finanzmärkte. Die noch junge Wissenschaft der „Behavioral Finance“ befaßt sich mit dieser und verwandten Verhaltensweisen, die in der herkömmlichen ökonomischen Theorie noch keinen Platz gefunden haben.

Anpassung der Kapitalmarkt-Spielregeln

Erste Lösungsansätze erkennbar

Die Frage, wie wir mit der aus den erwähnten Spielregeln ableitbaren Verfälschung von Kapitalmarktentscheidungen in Richtung Kurzfristigkeit und der daraus folgenden Übergewichtung der Finanzmärkte gegenüber der Realwirtschaft umgehen sollen, erlaubt keine Patent-Antworten. Erste Ansätze sind aber erkennbar. So liesse sich etwa analog zu dem kartellrechtlichen und wettbewerbsrechtlichen Rahmen der Realwirtschaft auch für die Finanzwirtschaft eine Vorstellung von kritischen Größenordnungen der Einflussmacht von Asset-Managern entwickeln. Längst haben ja große Fondsgesellschaften eine Einflussgröße gewonnen, die ihnen de-facto-Mitverantwortung für die Unternehmen gibt, in die sie investiert sind.

Kritisiertes Modell der „Deutschland AG“

Auch stellt sich die Frage, wie wir mit der völligen Intransparenz dieser Einflüsse dort umgehen, wo größere Anteile gehalten werden. Das von den Kapitalmarkt-Puristen regelmäßig kritisierte Modell der „Deutschland – AG“, also des versicherungs- und banknahen Aktienbestandes von Unternehmungen, scheint in diesem Bereich im Verhältnis zu den Machtkonglomeraten der Amerika-AG geradezu transparent. Nach all dem, was wir auf den Kapitalmärkten in den letzten Jahren gesehen haben, ist die Doktrin, dass Aktienpakete und die damit verbundene Mitverantwortung für Corporate Control bei Finanz(fonds)investoren von vornherein besser auf-

gehoben sind als im Umfeld von Banken und Versicherungen, jedenfalls erschüttert.

Weiters haben wir bei der Adaptierung von Finanzmarkt-Spielregeln für Europa ein stark auf mittelständische Familienunternehmen orientiertes Umfeld zu berücksichtigen. Viele der für die US-Kapitalmärkte typischen Spielregeln sind auf große, anonyme Kapitalgesellschaften zugeschnitten und erweisen sich als inkompatibel mit den in Europa dominierenden familienunternehmerischen und damit auf Langfristigkeit angelegten Vorgangsweisen.

Europa: mittelständische Familienunternehmen berücksichtigen

Kapitalmärkte und Standortpolitik: Zielkonflikte

Zu klären ist auch der richtige Umgang mit einem immer häufiger aufbrechenden Konflikt zwischen finanzwirtschaftlichen und standortpolitischen Zielen. Institutionelle Großinvestoren berücksichtigen keine nationalen oder regionalen Interessen, sie trennen sich unsentimental von „underperformers". Ein Land mit traditionell zu schmaler Basis an großen oder grösseren Unternehmen wie Österreich kann sich aber keinesfalls leisten, mit dieser Frage naiv umzugehen.

Institutionelle Großanleger berücksichtigen keine regionalen Interessen

Solange im EU-Binnenmarkt fiskalische Fragen im Unterschied zu den USA im Rahmen der Steuer- und Budgethoheit miteinander im Wettbewerb stehender Nationalstaaten entschieden werden, deren Steuerbasis die im Unternehmenssektor Beschäftigten sind, gibt es einen ausgeprägten, wenn auch selten offen artikulierten innereuropäischen Standortwettbewerb. An dieser Ausgangsbasis wird sich aus heutiger Sicht auf absehbare Zeit nichts Grundsätzliches ändern.

Innereuropäischer Standortwettbewerb

Der gleiche Zielkonflikt findet sich eine Ebene darüber im globalen Zusammenhang wieder: auch dort kommt es zu „Spannungen zwischen der globalen Dimension liberalisierter Finanzmärkte und der nationalstaatlich ausgerichteten Politik" (George Soros) mit ihren jeweiligen standortpolitischen Interessen. Wir werden daher differenzieren müssen und den unterschiedlichen Entwicklungsstand und Entwicklungsrhytmus einzelner Länder auf ihrem Weg zur Marktöffnung zu respektieren haben. Selbst der in dieser Hinsicht wirklich unverdächtige „Economist" konzediert, dass es einen starken Unterschied im Tempo und Modus der Marktöffnung macht, ob Handelsströme oder Kapitalströme liberalisiert werden. So kann etwa die Kontrolle des kurzfristigen Kapitalverkehrs in Entwicklungsländern ein legitimes Mittel nationaler Finanzpolitik sein.

Standortpolitischer Zielkonflikt im globalen Zusammenhang

Unterschiede im Modus der Marktöffnung

Eine amerikanische Herausforderung

Wenn wir die missbrauchsanfälligen, und zu einer systematischen Überbewertung der Finanzwirtschaft gegenüber der Realwirtschaft beitragenden Finanzmarkt-Spielregeln mit ihrer zu Instabilität drängenden Dynamik ändern wollen, brauchen wir dazu wesentlich mehr kritische Distanz als bis-

Kollektive Reue-Rituale der „Corporate Social Responsibility"

her. Es fällt unseren Wirtschaftseliten jedoch offensichtlich nicht leicht, sich von der unkritischen Übernahme der einseitig am Kapitalmarkt ausgerichteten Verhaltensregeln zu trennen, obwohl – oder weil – wir gerade dabei sind, die dazu passenden kollektiven Reue-Rituale der „Corporate Social Responsibility" einzuüben.

Sir Karl Popper: Ordnung ist notwendiger Gegenwert der Freiheit

Kapitalmärkte sind in erster Linie Mittel zum Zweck, indem sie der Unternehmerwirtschaft eines Landes die geeigneten Instrumente für Wertschöpfung und Wachstum an die Hand geben. Es gibt daher keinen Grund, sie zu überschätzen, indem man ihnen eine Leitfunktion für das gesamte Wirtschafts- und Gesellschaftssystem zumisst. Sir Karl Popper hat in einem Vortrag „Über den Zusammenprall von Kulturen" zu Anfang der Achtzigerjahre daran erinnert, dass die Ordnung ein notwendiger Gegenwert der Freiheit ist. Das gilt letztlich wohl auch für den notwendigen Ordnungsrahmen der Kapitalmarktfreiheit.

Wir müssen in Europa bemüht sein, unseren Unternehmen die Vorteile funktionierender Kapitalmärkte zu sichern, ohne sie den unvermeidlichen Fehlsteuerungen der in wichtigen Bereichen aus dem Ruder gelaufenen amerikanischen Kapitalmarktspielregeln auszusetzen. Eine selbstbewusst geführte Debatte, beginnend bei den Bilanzierungsregeln über europäische Corporate Governance bis zu einem umfassenden finanzmarktpolitischen Regel-Setting, ist überfällig.

Industriestrategische Entscheidungen im Interesse Europas

Kyoto-Prozess

Wir sollten uns dabei leisten, bei allem Harmoniebedürfnis, nicht an dem handfesten wirtschafts- und machtpolitischen Wettbewerb zwischen den Groß-Wirtschaftszonen der Welt vorbeizureden. Es ist weder strategisch noch technologiepolitisch gleichgültig, wer die mächtigsten Software-Netze und Kommunikationsnetze der Welt beherrscht und es ist natürlich bedeutungsvoll, ob Europa über eine eigenständige, leistungsstarke Flugzeugindustrie verfügt. Die Entscheidung, die zum Airbus geführt hat, war nicht den Finanzmärkten überlassen, es war eine industriestrategische Entscheidung, die zum Erfolg geführt hat. Auch die Entscheidung Europas, sich am Kyoto-Prozess zu beteiligen, ist eine eigenständige. Unser Gesellschaftsvertrag ist eben anders als jener der USA mit ihren Bürgern. Diese Diversität ist auf beiden Seiten zu akzeptieren.

Antworten auf die amerikanische Herausforderung

„Le defi'Americain", die amerikanische Herausforderung, war der Buchtitel einer äußerst erfolgreichen Streitschrift von Jean-Jacques Servan-Schreiber in den Siebzigerjahren. Er war mit seinem Bestseller nicht unwesentlich daran beteiligt, dass es in der Folge zu den mutigen Schritten der großen Europäer vom Format eines Delors, Schmidt, Kohl, Giscard und Mitterand kam, die zum Binnenmarkt und zum Euro führten. Heute stehen wir in den Finanzmärkten vor einer weiteren amerikanischen Herausforderung, der es mit einer selbstbewussten europäischen Strategie zu begegnen gilt.