



Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft

Börsenkapitalismus
Auswüchse – Fehlentwicklungen – Alternativen

80 | Günther Chaloupek



Materialien zu Wirtschaft
und Gesellschaft Nr. 80

Herausgegeben von der Abteilung Wirtschaftswissenschaft und Statistik
der Kammer für Arbeiter und Angestellte
für Wien

Börsenkapitalismus Auswüchse – Fehlentwicklungen – Alternativen

Günther Chaloupek

Juli 2002

Die in den Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft
veröffentlichten Artikel geben nicht unbedingt die
Meinung der AK wieder.

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Ein Titeldatensatz für diese Publikation ist bei
der Deutschen Bibliothek erhältlich.

ISBN 3-7063-0213-6

© Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien

Inhalt

	Seite
Einleitung	5
Stock options-Programme	8
Was sind Gewinne?	13
Publizität, Wirtschaftsprüfung, Rating	19
Zur Rolle von Analysten und Investmentbanken	24
Deutschland imitiert den US-Börsenkapitalismus	26
Europäischer Gagenskandal	29
Schlussfolgerungen für ein europäisches Modell der Finanzmarktregulierung und der Corporate Governance	31
 ANHANG	
Verzeichnis der Abkürzungen	33
Entwicklung der Aktienindices in Europa und den USA seit Beginn der neunziger Jahre	34
New York S & P 500, Dez 1950 bis Juni 2002	35
Anlegerverluste durch Insolvenzen von börsennotierten Gesellschaften in den USA 1998 bis 2002	36

Der Autor dankt Mag Gottfried Schellmann (Schellmann & Partner) für die kritische Durchsicht einer früheren Version des Textes. Alle verbleibenden Irrtümer fallen die Verantwortung des Autors.

Einleitung

Die realwirtschaftliche Sichtweise erklärt wirtschaftliches Wachstum durch erhöhten Einsatz der Ressourcen Arbeit und Kapital, primär aber durch die Steigerung der gesamtwirtschaftlichen Produktivität, die wiederum auf den technischen Fortschritt bei Maschinen und Anlagen, auf eine Verbesserung der Qualifikationen der Arbeitskräfte, auf steigende Skalenerträge, auf die Realisierung von Netzwerkeffekten, auf die Erfindung billigerer (aber nicht schlechterer) Materialien usw. zurückgeführt wird. Der Finanzierung kommt in dieser Sicht eine dienende Funktion zu, sie steuert die Ressourceallokation als begrenzender Faktor und über die Lenkung der Finanzmittel zu den gewinnträchtigsten Verwendungen. Ein schlechtes Finanzsystem ist ein Hindernis für die volle Ausschöpfung des Potentials der Steigerung der gesamtwirtschaftlichen Produktivität.

In den letzten zwei Jahrzehnten des 20. Jahrhunderts machte sich jedoch zunehmend eine Stimmung breit, welche dem Finanzsystem die Schlüsselrolle im Wachstumsprozess zuschrieb. Ausgegangen und weitgehend getragen wurde diese Welle von der Entwicklung in den USA. Die faktische Parallelität von steigenden Börsenkursen und einer außergewöhnlich lang dauernden und im Vergleich zu Europa deutlich stärkeren Expansion der Produktion verleitete einen wachsenden Teil der öffentlichen Meinung, der politischen Entscheidungsträger in so gut wie allen Parteien und auch in breiteren Kreisen der Bevölkerung zu der Ansicht, dass es die ständige Steigerung der Gewinne und Börsenkurse ist, welche der Leistungssteigerung der Wirtschaft zugrunde liegt, und dass daher ein Höchstmaß an Anreizen zur Erzielung von Gewinnen und Wertsteigerungen und eine Gestaltung des Rechnungswesens der Kapitalgesellschaften, welche solche Steigerungen möglichst voll und so schnell durchschlagen lässt, Schlüssel zur dauernder Prosperität seien. Es entwickelte sich eine Euphorie der „new economy“, in welcher die Verbindung von neuen Informations- und Kommunikationstechnologien und Börsenkapitalismus ein Wachstum ohne Rezession („Ende des Konjunkturzyklus“), kontinuierlich steigende Einkommen und Vermögen bringen würde.

Die These von der aktiven Schlüsselrolle der Börsen im Wachstumsprozess wurde inzwischen durch die Wifo-Studie von Franz R. Hahn, „Bedeutung von Aktienmärkten für Wachstum und Wachstumsschwankungen in den OECD-Ländern“ (Nr 79 der Reihe „Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft“) widerlegt. Die bisher vorliegenden Befunde über einen vermeintlichen positiven Zusammenhang von Wirtschaftswachstum und Bedeutung der Aktienmärkte in einer Volkswirtschaft¹ resultierten ua daraus, dass für die Bedeutung der Börse Indikatoren, die durch Preiseffekte verzerrt sind (Börsenkaptalisierung in % des BIP) verwendet wurden. Bei Verwendung von Effizienzvariablen (Börsenumsatz und -umschlag in % des BIP) ergibt sich nach der Wifo-Studie ein kaum signifikanter negativer Zusammenhang.

Zusätzlich wurde untersucht, wie sich kapitalmarktorientierte Volkswirtschaften im Vergleich zu bankendominierten Volkswirtschaften in Bezug auf Schwankungsanfälligkeit des Wirtschaftswachstums verhalten. Dass Aktienmärkte stärkeren Schwankungen unterliegen als die Realwirtschaft und zu Überreaktionen neigen, ist ja an sich kein Novum. Die Frage ist allerdings, ob sich diese Schwankungen auch auf die Investitions- und Sparpläne der Unternehmen und Haushalte auswirken und sich so auf die Realwirtschaft übertragen. Hier kommt die Studie zu dem Schluss, dass Volkswirtschaften mit bedeutenden Aktienmärkten stärker zu Schwankungen neigen.

Vor allem aber haben der Absturz der Börsen und die internationale Rezession des Jahres 2001 zu einer allgemeinen Ernüchterung geführt. Täglich kann man auf den Wirtschaftsseiten der internationalen Tageszeitungen und in der Finanzpresse neue Beispiele für die verschiedensten Formen des Versagens der Finanzmärkte bzw von Instrumenten lesen, welche noch vor kurzem als Erfolgsgeheimnis der Prosperität angepriesen worden sind. Es lohnt sich aus mehreren Gründen, diese Fehlfunktionen konkret aufzuzeigen und zu analysieren:

- weil trotz der eingetretenen Ernüchterung sich eine bewundernde Haltung gegenüber dem Finanzkapitalismus a la USA hartnäckig behaupten kann und

¹ Siehe zB Levine, R., „Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda“, Journal of Economic Literature, 1997, 35(2)

in finanzkapitalistischen „Nachzüglerländern“ wie Österreich immer noch Maßnahmen in die falsche Richtung getroffen werden oder geplant sind;

- aber auch, weil das Kind nicht mit dem Bad ausgeschüttet werden soll, dh aus spezifischen Formen des Versagens der Finanzmärkte nicht deren „Abschaffung“ gefolgert werden kann, sondern alternative Formen der Regulierung (wieder-) gefunden werden müssen, die mit den problematischen Eigenschaften dieser Märkte besser zurecht kommen.

Stock options-Programme

Geradezu als Wundermittel zur Motivation des Top- und des mittleren Managements wurden bis vor kurzem – und werden immer noch – Stock options-Programme angepriesen. Die Begünstigten dieser Programme erhalten zusätzlich zu ihrem festen Gehalt das Recht, zu einem definierten Zeitpunkt Aktien zu einem bei Einräumung des Optionsrechts festgesetzten Preis zu erwerben. Der Anreiz für das Management besteht darin, die Performance der Gesellschaft zu steigern und so die Aktienkurse zu erhöhen, und über die Ausnutzung der Option am Wertzuwachs selbst spürbar mitzuverdienen. Ein besonderes Zuckerl kann noch darin bestehen, dass – wie in Österreich – ein Teil des Kursgewinns nicht der Einkommensteuer unterliegt oder mit einem niedrigeren Satz besteuert wird (sog „capital gains-Begünstigung“).

Es geht hier nicht darum, pro und contra von Stock options allgemein zu erörtern, sondern nur um das Aufzeigen von bestimmten Auswüchsen und ihren Konsequenzen.

Im US-Kongress gibt es eine Initiative, Maßnahmen gegen diese – nun allerdings erst im Nachhinein erkannten – Auswüchse zu setzen, wobei ua folgende Fakten in die Diskussion gebracht wurden.

- „obszöne“ Höhe der Optionen: es gibt in den neunziger Jahren also für die Zeit der Börsenhausse viele Beispiele für in die hunderte Millionen US-Dollar gehende Zusatzeinkommen von Spitzenmanagern, welche durch die Nutzung von Optionen erzielt wurden. Seit dem Rückgang des Kursniveaus ist diese Form der Aufbesserung jedoch kaum noch brauchbar. Es wurden daher ungeheure Mengen an Optionen für einzelne CEO's gewährt: 734 Mio US\$ für den CEO der Konkursfirma Global Crossing, 1,97 Mrd US\$ bzw 300 Mio US\$ an zwei Spitzenmanager des ebenfalls insolventen IKT-Unternehmens KPNQwest. Damit soll offensichtlich erreicht werden, dass auch bei sehr

niedrigen Differenzen zwischen Optionskurs und tatsächlichem Kurs eine hohe Summe an Zusatzeinkommen realisiert werden kann.¹

- Die Aufblähung der Optionsvolumina konnte aber die Einkommensansprüche der Spitzenmanager nicht immer befriedigen. Immer häufiger werden Stock options neu bewertet, damit die Begünstigten auch bei tieferen Börsenkursen noch einen Verkaufsgewinn erzielen können. In diesem Fall kann eigentlich von einer Anreizwirkung keine Rede mehr sein, da die Latte für den Erfolg im Nachhinein tiefer gelegt wird.²

Die eindeutig nachweisbare Wirkung der Einräumung von Stock options ist die Verleitung von Spitzenmanagern zu Kursmanipulation, Bilanzfälschung und Betrug. Seit dem Platzen des Enron-Skandals werden diesbezüglich fast täglich neue, schockierende Tatsachen bekannt:

- Die Veröffentlichung von manipulierten Umsatzzuwächsen, das kurzfristige Wechseln zwischen verschiedenen Gewinnermittlungsarten („reported earnings“ – geprüft, „operating earnings“ – ungeprüft, pro forma-Bilanzen und -Gewinn- und Verlustrechnungen) je nach Vorteilhaftigkeit, und andere Praktiken, entweder legal, am Rande oder schon etwas jenseits der Legalität, wurden gezielt zur Kursmanipulation eingesetzt, um aus den Stock options möglichst hohe Zusatzeinkommen zu erzielen. Nach und nach werden nun in geheuchelt-reuevollen Statements die Tricks offen gelegt, mit denen gearbeitet wurde. So etwa hat nicht nur Enron, sondern die Mehrzahl der großen US-Stromerzeugungs- und Handelsgesellschaften durch (fiktives) Ver- und Zurückkaufen von Strom ihre – lautstark ausposaunten – Umsätze aufgebläht und durch fiktives Umsatzwachstum entsprechende Gewinnerwartungen geweckt. Der Unfug, welcher mit dem Missbrauch von nicht geprüften sog pro forma-Bilanzen getrieben wurde, besteht hauptsächlich darin, dass nicht zu der normalen Geschäftstätigkeit zu zählende Ertragskomponenten bei der Rechnungslegung außer Betracht gelassen werden, um ein günstigeres Bild zu vermitteln.

¹ NZZ vom 9.4.2002

² ebdt

- Kaum mehr als Ausnahme, sondern als systemimmanente Erscheinung müssen nach der großen und ständig wachsenden Zahl der bekannt werdenden Fälle Fälschung und Betrug gesehen werden. Der frühere CEO von Enron Kenneth Lay erzielte durch gefälschte Rechnungsabschlüsse, die für das Jahr 2000 für Enron noch hohe Gewinne auswiesen, obwohl die Gesellschaft tatsächlich schon bankrott war, allein durch Ausübung seiner Stock options 123 Mio US\$.¹ Die Gesamtsumme der von den Enronmanagern erzielten Gewinne aus Stock options, Provisionen und anderen Vergütungen werden nach derzeitigem Ermittlungsstand mit mehr als 1 Mrd US\$ angegeben. Noch mehr als die Enronmanager haben die Spitzenmanager des ebenfalls bankrotten Telekomunternehmens Global Crossing durch Bilanzfälschung für sich herausgeholt, nämlich 1,3 Mrd US\$.² Nach und nach geben immer mehr Unternehmungen, darunter hoch angesehene wie Xerox³ und Merck bekannt, dass sie zu ihrem Bedauern entdecken mussten, dass Umsatz- und/oder Ertragszahlen unrichtig – im Klartext gefälscht – waren, natürlich immer nur in einer Richtung.

Wenn die Beträge illegaler Bereicherung Einzelner schon hoch genug erscheinen, so stehen ihnen ein Vielfaches an Verlusten auf Seiten der Aktieninhaber gegenüber, wovon ein nicht geringer Teil auf Anlagen zur Sicherung der Altersversorgung entfällt. Die Mitarbeiter von Enron und zahllosen anderen Unternehmungen verloren -zig Mrd \$, weil sie den Ankündigungen und Aussagen ihrer Manager vertrauten und ihre betrieblichen Pensionsvorsorgen einseitig in Aktien der eigenen Firma investierten – gegen alle Vernunft, aber gesetzlich in den USA möglich. Die maßlosen Anreize der *auri sacra fames* – zu Deutsch: der Geldgier – haben ihre Wirkung nicht verfehlt. Diese Wirkung liegt allerdings nicht dort, wo sie die Apologeten des extremen Finanzkapitalismus behauptet haben, sondern in fragwürdiger bis betrügerischer Bereicherungen einerseits und Milliardenverlusten andererseits.

¹ FAZ vom 6.4.2002

² Die Presse vom 26.2.2002

³ Xerox hat Ende Juni 2002 bekannt gegeben, dass in den vergangenen fünf Jahren möglicher Weise um mehr als 6 Mrd US\$ zu viel an Umsatz in den geprüften Rechnungsabschlüssen ausgewiesen wurde, nach dem bis dahin der Fehler „nur“ mit 3 Mrd US\$ beziffert worden war. Siehe FAZ vom 29.6.2002.

Das Sonderbarste an den Stock options ist aber ein Aspekt, der immer offen zu Tage gelegen ist, aber erst jetzt kritisch gesehen zu werden beginnt: dieses Instrument räumt den US-Gesellschaften eigentlich das Recht zur Geldschöpfung, also zur Schaffung finanzieller Ressourcen aus dem Nichts ein. Der typische Vorgang besteht darin, dass aus dem genehmigten, aber noch nicht zur Zeichnung gegebenen Kapital einer Gesellschaft von der Gesellschaft selbst den Begünstigten Aktien zu einem niedrigeren als zum Börsenkurs überlassen werden. Bei den hohen Volumina der Optionsrechte bedeutet dies eine durchaus fühlbare „Verwässerung“ der anderen Aktieninhaber. Der Aufwand, welcher durch die Ausgabe zusätzlicher Aktien in fremden Vermögensbilanzen entsteht, wird jedoch nirgendwo verbucht.

Dass die Nichtverbuchung der Differenz eine Verzerrung mit sich bringt, wurde erst in jüngster Zeit gesehen und veranlasste die Finanzagentur Standard & Poor's (S & P) zu einer Neuberechnung der Gewinne unter Einbeziehung der Kosten der Stock options als Aufwand. Wenn man dies tut, sinkt der Gewinn der im 500 Unternehmungen umfassenden S & P-Leitindex enthaltenen Gesellschaften um 10 Prozent.¹

Da die Stock options in den USA eine makroökonomisch durchaus relevante Größenordnung haben, ist die gesamtwirtschaftliche Auswirkung der Behandlung in den Rechnungslegungsvorschriften auf jeden Fall ernst zu nehmen. Auf der Grundlage einer Erhebung der US-Notenbank aus dem Jahr 1998 wurde geschätzt, dass ca ein Drittel der höher qualifizierten Angestellten einen Teil ihres Entgelts in Form von Stock options erhielten.² Wenngleich der Großteil der Einkünfte aus Stock options den Vorstandsmitgliedern zugute kommt, findet das Instrument in den USA auch unter breiteren Arbeitnehmergruppen Anwendung. Zum Ausübungspreis wurde das Volumen aller Stock options auf 1,6% der gesamtwirtschaftlichen Lohnsumme geschätzt, zum realisierten Wert beim hohen Stand der Börsenkurse im Jahre 1998 sogar auf 9,2%. Beide Werte waren 1998 drei Mal so hoch wie Vergleichswerte für

¹ FAZ vom 14.5.2002

² Zum Folgenden siehe D. Baker, The Supplyside Effect of a Stock Market Crash, in Challenge Sept./Okt. 2000, S. 107-117

1994. Das Ende der Börsenhausse hätte für die Begünstigten zweifellos schwere Einkommenseinbußen bedeutet, da besonders bei höheren Angestellten der fixe Teil der – uU bei weitem – kleinere war. Dem daraus resultierenden Druck auf Gehaltserhöhung versuchen die Gesellschaften offenbar dadurch zu entgehen, indem sie die Ausübungspreise neu, dh tiefer festsetzen. Bei dem makroökonomisch nicht zu vernachlässigenden Gewicht der Optionen als Einkommensbestandteil hat dieses re-pricing die Folgen des Kursverfalls auf die Lohnsumme und auf den privaten Konsum gedämpft, ein durchaus wünschenswerter Effekt, dem allerdings die problematischen Wirkungen der fortgesetzten Ausgabe neuer Aktien gegenüber stehen. In ihrer Gesamtwirkung müssen die verschiedenen Auswirkungen des Stock options noch eingehender durchdacht und empirisch untersucht werden.

Was sind Gewinne?

Die Vorschriften für die Rechnungslegung werden in den USA nicht vom Gesetzgeber erlassen, sondern von den dem aus Experten der Wirtschaftsprüfung bestehenden „Financial Accounting Standards Board“ festgelegt und weiter entwickelt. Diese Vorschriften („GAAP“) unterscheiden sich von den europäischen (IAS) durch ihren Kasuismus, inhaltlich vor allem dadurch, dass sie – abseits des Realisierungsprinzips – eine besonders rasche Ausweisung von Gewinnen gestatten. Aber damit nicht genug, waren die amerikanischen Gesellschaften in den neunziger Jahren sehr erfinderisch, wenn es darum ging, das schnelle Geld noch schneller darzustellen.

Eine Möglichkeit dazu bot die an sich nicht neue Bekanntgabe von „operativen“ Quartals- und Jahresabschlüssen.¹ Bei den „operativen Ergebnissen“ bleiben im Unterschied zur Ergebnisfeststellung nach GAAP, die durch die Wirtschaftsprüfer bestätigt sein muss („reported earnings“), vor allem gewissen „einmalige“, „außerordentliche“ Einflussfaktoren unberücksichtigt, zB resultierend aus Fusionen, Aufwendungen für gerichtliche Vergleiche, realisierte Differenzen aus Verkäufen von Vermögensteilen und deren Buchwert, etc. Wenn die Bereinigung von solchen „außerordentlichen Ereignissen“ ohne Schlagseite in Richtung einer immer möglichst positiven Darstellung erfolgte, wäre gegen diese Praxis wenig einzuwenden. Tatsächlich liegen die „operativen“ Ergebnisse aber fast immer über den „reported earnings“, wobei der Abstand längerfristig größer geworden ist. Das heißt, dass diejenigen Einflussfaktoren, welche das Ergebnis – meist im Nachhinein – definitiv und unwiderruflich vermindern, bei den operativen Daten nicht adäquat berücksichtigt werden und diese daher die Ertragsfähigkeit einer Gesellschaft nicht besser ausdrücken, sondern zu hoch. Es spiegelt sich in dieser Kluft auch nichts anderes wieder als das bekannte Phänomen, dass bei den ungeprüften „operativen“ Quartalszahlen gerne die Gewinne bzw Gewinnzuwächse bekannt gegeben werden, beim geprüften Jahresabschluss, der meist im 2. Quartal des Folgejahres veröffentlicht wird, aber dann „leider“ und „unvorhergesehen“ gewinnmindernde

¹ Zum Folgenden siehe ECB Monthly Bulletin May 2002, S. 19ff.

Ereignisse zu berücksichtigen waren. Inzwischen wurde aber bei der Bekanntgabe der neuen Quartalszahlen für das Folgejahr das Spiel weiter betrieben, usf.

Häufig zur Manipulation missbraucht wurden die sog „pro forma-statements“ der operativen Ergebnisse. Ursprünglich wurden Bilanzen bzw Gewinn- und Verlustrechnungen dieser Art für interne Zwecke va bei Fusionen erstellt.¹ Im Gefolge der Fusionswelle der achtziger und neunziger Jahre wurden solche pro forma-Bilanzen immer häufiger veröffentlicht – auch das ist im Prinzip noch legitim, da die Transparenz dadurch verbessert werden kann. Bald wurden aber immer häufiger pro forma-Bilanzen bekannt gegeben, bei denen aus den verschiedensten Gründen „störende Einflüsse“ fortgelassen wurden, um ohne diese Einflüsse ein möglichst rosiges Bild der Ertragslage zu zeichnen. Nach einer Untersuchung der US-Beratungsfirma Smart Stock Investor.com haben in den ersten drei Quartalen 2001 die Top-100 des NASDAQ-Index in pro-forma-statements zusammen 19 Mrd US\$ Gewinn „bekannt gegeben“, während sie nach US-GAAP bei den reported earnings für denselben Zeitraum einen aggregierten Verlust von 82 Mrd US\$ einführen.² Solange diese Zahlen – in der Euphorie der Börsenhausse – halbwegs geglaubt wurden, war die Methode als Mittel zur Kursmanipulation geeignet. Heute – vielfach zu spät – wird diese Praxis zunehmend kritisiert.

„EBBS“ – „earnings before bad stuff“ – werden die pro-forma-Ergebnisse heute spöttisch genannt. S&P unternahm vor kurzem einen Versuch, bei der Darstellung der nicht-offiziellen operativen Erträge ein Schema zu entwickeln, das die Formen des extremen Missbrauchs und der Manipulation, welche die pro-forma-Ergebnisse charakterisiert, ausschließt. Die Konsequenz für das Jahr 2002, berechnet auf Grundlage der derzeit erwarteten bzw prognostizierten Ergebnisse, wäre eine Reduktion des „Gewinns“ je S&P 500-Aktie um gut 40%, nämlich von 52 auf 36 US\$. Unter den Analysten und Investmentstrategen stieß der Vorschlag aber auf vehemente Ablehnung, da diese Kreise sich ihr Spielmaterial für das Zusammenbrauen von „stories“ und das Vorspiegeln von großen Gewinnaussichten

¹ ebendort, S. 20

² OECD Economic Outlook Nr 71 (Juni 2002)

einfach nicht nehmen lassen wollen. „Die Wall Street will sich nicht arm rechnen“¹, kommentierte die FAZ diese Diskussion. Was in der ablehnenden Haltung gegenüber mehr Realismus zum Ausdruck kommt, ist der Wille zu kollektiven Selbsttäuschung bzw deren ungestörter Fortsetzung, der die angeblich „rationalen“ Finanzmärkte prägt.

Besonderer Missbrauch wurde mit der Veröffentlichung von durch Scheingeschäfte aller Art aufgeblähten Umsatzzuwächsen getrieben. In der Stromhandelsbranche etwa wurde durch sog „Rückfahrkarten“-Geschäfte (Hin- und Zurückverkäufe) zB von der Firma CMS Energy in einem Zeitraum von 18 Monaten ein „Umsatz“ von 4,4 Mrd US\$ erzielt.¹ Da bis vor kurzem kaum jemand auf solche Ideen gekommen war, gibt es keine verbindliche Regeln dafür, was als „Umsatz“ verbucht werden darf. Die Verbuchung von solchen Luftumsätzen ist in den USA nicht illegal, obwohl sie ganz klar die Täuschung der Anleger zum Zweck hat.

Nicht nur die Stromhandelsfirmen bedienten sich solcher Praktiken. Manipulationen dieser oder ähnlicher Art haben inzwischen viele wohlbekannte Unternehmungen bekannt gegeben, darunter renommierte wie Xerox und insolvente wie Kmart. Ohne dass dies die Täuschungsmanöver entschuldigen kann, ist es sehr wahrscheinlich, dass aggressive Schwindler mit ihren getürkten Umsatzzuwächsen andere Unternehmungen unter Druck brachten. In der Endphase der Börsenhausse konnte man sich fragwürdigen Praktiken möglicherweise schwer entziehen, da es darum ging, wenigsten halbwegs im allgemeinen Erfolgsrausch mithalten zu können. Nach dem Erwachen aus diesem Rausch fällt der Verdacht auf Manipulation relativ unspezifisch auf alle, also auch auf solche Unternehmungen, welchen bisher (noch) keine Umsatz- und Bilanzmanipulationen nachgewiesen wurden (zB General Electric, American International Group, IBM, Cisco).

Von den zahlreichen Ursachen von „bösen Überraschungen“, welche einzelne Gesellschaften nach anfänglich hohen Gewinnen aus der Anwendung von „innovativen Instrumenten“ später in die Verlustzone oder sogar in den Bankrott

¹ FAZ vom 6.6.2002

gleiten ließen, sei hier die Möglichkeit zur sofortigen erfolgswirksamen Verbuchung von Gewinn aus Kontrakten genannt, die bereits abgeschlossen sind, wo aber Leistung und Gegenleistung erst in Zukunft erbracht werden.

Solche Geschäfte liegen dem Aufstieg von Enron als Stromhandelsunternehmen zugrunde.² Die in den neunziger Jahren rasch wachsenden Umsätze von Enron bestanden überwiegend darin, dass Enron für einen in der Zukunft liegenden Zeitraum für einen fixierten Preis die Lieferung von Strom (oder Erdgas) zusagte, wobei sich die Firma wiederum durch entsprechende Verträge bei Stromerzeugern absicherte. Der abgezinste Gewinn aus diesem Geschäft wurde in die Erfolgsrechnung eingestellt. Mit der Zeit entwickelte sich ein immer schwungvollerer Handel mit Derivatgeschäften zur Erfüllung künftiger Lieferverpflichtungen, nicht nur für Strom und Gas, sondern zB für Leitungskapazitäten in Glasfaserkabeln oder Papier und div Metalle. Begünstigt wurde (und wird immer noch) die enorme Ausweitung dieser Handelsaktivitäten durch die drastische Lockerung der diesbezüglichen gesetzlichen Bestimmungen mit dem Commodity Futures Modernization Act des Jahres 2000. Dieses Gesetz hatte bis dahin geltende „prudentielle Regelungen“ wie Mindesteigenmittelunterlegung von Geschäften und Besicherungserfordernisse abgeschafft, so dass aggressive Unternehmungen wie Enron sich wie „auf freier Wildbahn“ bewegen konnten.³

Wenn aus solchen Umsätzen höhere Gewinne verbucht wurden, so erhöhte dies den Börsenkurs der Aktien des Unternehmens (hier taten die Anreize aus Stock options das Ihrige dazu, um die Manager erfinderisch zu machen), womit auch eine gewisse Erhöhung der Gewinnausschüttung einhergeht. Da aber die tatsächlichen Geldflüsse noch mehr oder weniger weit in der Zukunft lagen, mussten die Ausschüttungen kreditfinanziert werden. Daraus ergab sich jedoch mit der Zeit ein steigender, in bar zu leistender Zinsaufwand wodurch die Liquidität angespannt und die

¹ FAZ vom 25.5.2002

² Siehe zum Folgenden Jeff Madrick, Enron: Seduction and Betrayal, in der New York Review of Books Nr. 6-2002, S. 21ff.

³ Untangling Enron: The Reforms we Need. Interview with Randall Dodd, in: Challenge März/April 2002, S. 67-76.

Erfolgsrechnung belastet wurde. Bei expandierender Bilanz geht das eine Zeit lang gut, irgendwann macht aber der Liquiditätsengpass Probleme.

Das Zusammenziehen zukünftiger, zum Teil gar nicht gesicherter Erträge in die Gegenwart wurde zwar weitgehend als Innovation der new economy angesehen, war aber natürlich nicht auf diese beschränkt. Wie das Instrument in der old economy angewendet wurde, kann am Beispiel eines amerikanischen Bestattungsunternehmens gezeigt werden. Die Firma Service Corporation International konnte ihre Umsätze in staunenswertem Tempo ausweiten, indem sie auf Friedhöfen im ganzen Land große Gräberkontingente für die Zukunft kaufte und auf der anderen Seite die Grabplätze (inklusive Begräbniskosten, sog „pre-arranged funerals“, natürlich zu unbestimmten Zeitpunkten) aggressiv vermarktete. Die in der Zukunft anfallenden Gewinne pro Begräbnis wurden wiederum in die Erfolgsrechnung eingestellt, ein Teil des Geldflusses trat aber erst zum Zeitpunkt des Ablebens der Berechtigten ein. Die Entwicklung war der zuerst geschilderten sehr ähnlich, der Börsenkurs stieg stark an, es wurden auch mehr Dividenden gezahlt, die Folgen für die Liquidität blieben nicht aus, ... etc. Es kam zwar nicht zum Konkurs der Firma Service Corporation International, aber der Börsenkurs stürzte wieder ab.

Wo – wie im Fall Enron – ein verselbstständiger Derivativenhandel die Grundgeschäfte in den Hintergrund drängte, ließen die Spekulationsverluste nicht sehr lange auf sich warten. Durch Verstecken dieser Verluste in Partnerschaften, wobei aber die Zahlerhaftung letztlich bei Enron verblieb, konnte einige Jahre lang vertuscht werden, dass Enron insgesamt Verluste in wachsender Höhe machte. Die Methoden, die dabei angewendet wurden, mündeten schließlich in ganz simplen Betrug. Von Anfang an als simpler Betrug sind jene Bilanzfälschungen zu sehen, welche dem Skandal um WorldCom, das zweitgrößte long-distance-Telekomunternehmen der USA, zugrunde zu liegen scheinen. Von der Dimension her würde im Konkursfall - der bis jetzt noch nicht eingetreten ist – WorldCom mit einem Unternehmenswert zum höchsten Börsenkurs im Juni 1999 von 115 Mrd US\$ den Fall Enron (63 Mrd US\$) noch um einiges übertreffen. Nach dem, was bisher bekannt wurde, bestand die Bilanzfälschung – Erhöhung des Cashflows 2001 und im 1. Quartal 2002 um 3,8 Mrd US\$ - in der Hauptsache darin, dass verschiedene

Betriebskosten wie Aufwendungen zu laufendem Betrieb und Reparatur des Netzes als Kapitalinvestitionen verbucht wurden¹. Bei adäquater Verbuchung ergab sich statt der 1,4 Mrd US\$ Gewinn ein massiver Verlust. Diesen Enthüllungen waren bereits dramatische Vorgänge vorangegangen, als die Ratingagentur Moody's WorldCom in Mai abrupt auf Junk bond-Status herabgestuft hatte² und damit einen Kurssturz auslöste, der die Börsenkapitalisierung auf 1 Mrd US\$ reduzierte. Wie Enron war WorldCom bis dahin Kunde von Arthur Andersen, danach wurde KPMG mit der Prüfung beauftragt. Ob WorldCom unter den drastisch verschlechterten Bedingungen die zum Überleben nötige Bankfinanzierung bekommt, ist noch nicht klar abzusehen.

Auch wenn die Zuflucht zum Bilanzbetrug nicht zwangsläufig eintritt und immer noch als Ausnahme zu sehen ist, muss die US-amerikanische Rechnungslegung (US-GAAP) nicht nur in diesem Punkt, sondern auch noch in zahlreichen anderen Hinsichten als höchst problematisch angesehen werden. Die International Accounting Standards (IAS) der EU, welche den US-GAAP ohnehin schon beträchtlich entgegen gekommen sind, sind Kernbestandteil einer europäischen Finanzmarktkultur, welcher der US-amerikanischen als überlegen zu betrachten ist. Sie sollte durchaus selbstbewusst als Teil des „Modells Europa“ betrachtet werden.

Darüber hinaus ist gegen den unregelmäßigen Wildwuchs an ungeprüften „operativen“ und „pro-forma“-Erfolgsrechnungen einzuschreiten, um Täuschungen und Manipulationen, wie sie in letzter Zeit zahlreich aufgedeckt worden sind, zu unterbinden.

¹ New York Times vom 26. Juni 2002

² FAZ vom 11.5.2002

Publizität, Wirtschaftsprüfung, Rating

Die US-amerikanische Sichtweise der Finanzmärkte bzw der Börse setzt in einem sehr hohen Ausmaß auf die Kontrollwirkung von Seiten privater Interessen: auf Publizität, Kontrolle durch unabhängige private Wirtschaftsprüfer und formalisierte öffentlich gemachte Einstufung durch private Institutionen, genannte Rating-Agenturen.

Insbesondere im Vergleich zu den diesbezüglichen europäischen Vorschriften sind die Publizitäts-, Melde- und Prospektanforderungen für die Notierung an US-Börsen erheblich umfangreicher und strenger. Die Orientierung am amerikanischen Modell in diesem Teilbereich würde für Europas Finanzmärkte keine Nachteile, sondern durch erhöhte Transparenz Vorteile für die Anleger bringen. Die Wirksamkeit von Publizitätsvorschriften zur Verhinderung von Missbrauch, Manipulation, Fälschung und Betrug darf allerdings nicht überschätzt werden. Was haben die maximalen Offenlegungsvorschriften bei Stock option-Programmen genutzt, Manipulationen hintanzuhalten? Offenbar sehr wenig, wenn man die vielen Vorfälle betrachtet, die nun im Nachhinein als „ungeheuerlich“ kritisiert werden. Die Anreize, das große Geld rasch einzustreifen, sind oft in Form leicht zu erfüllender Anforderungen gesetzt – wo war die Kritik, wo sind die Korrekturmechanismen, als die Erfolgsmaßstäbe definiert, und nach unten umdefiniert wurden und auch heute noch undefiniert werden? Die Angst vor Nachteilen und Sanktionen für die Enttarnung von manipulativen Praktiken war offenbar viel geringer als die Gier, sich aus den Optionen doch irgendwie zu bereichern.

Ein ungünstiges Licht auf die Relevanz der Wirtschaftsprüfung wirft das Ergebnis einer Untersuchung des Finanzdienstleisters Bloomberg, in welcher festgestellt wurde, dass mehr als die Hälfte der zwischen 1996 und 2001 in den USA bankrott gegangenen börsennotierten Gesellschaften zuvor vom Wirtschaftsprüfer einen Bestätigungsvermerk ohne Einschränkung erhalten hatten („clean audit“).¹ Bei den mit Warnungen versehenen Testaten zeigte sich eine deutliche Bevorzugung der

¹ D. Dietz/D. Voreacos/A. Armitage, Empty Audits. In: Bloomberg Markets May 2002

größeren Unternehmungen, von denen nur 24% von Warnungen betroffen waren, während es bei den Kleinunternehmungen 70% waren. Der frühere Vorsitzende der SEC Roderick M. Hills sieht dies als Bestätigung dafür „that auditors are timid and are afraid to do something that would cause loss of the client.“

Die Erfahrungen aus dem eklatanten Versagen der Wirtschaftsprüfung im Fall Enron, die zumindest in den USA das Ende des Prüfunternehmens Arthur Andersen nach sich zogen, dürfen sicherlich nicht verallgemeinert werden. Sie werfen aber ernstlich die Frage auf, inwieweit eine echte Unabhängigkeit der Wirtschaftsprüfer überhaupt möglich ist. Ein striktes Verbot von Prüfungs- und hoch dotierter Beraterfunktion – nicht bloß formale Trennung von solchen Unternehmungen, wie dies bei Andersen/Enron der Fall war – ist hier nur eine geradezu selbstverständliche Mindestanforderung, die allerdings noch nicht einmal realisiert ist. Erst im Nachhinein sollen in den USA die Konsequenzen gezogen werden, und in Europa sind entsprechende einheitliche Richtlinien erst in Ausarbeitung.¹ Immerhin arbeitet die EU-Kommission an RL-Entwürfen, die eine Unvereinbarkeit bei direktem oder „erheblichem“ indirektem Interesse der Prüfungsfirma am geprüften Unternehmen statuiert. Außerdem sollten die Honorare für die Prüfungsfirmen offen gelegt und ein Wechsel nach fünf bis sieben Jahren verpflichtend vorgeschrieben werden. Das alles bringt einen zusätzlichen Schutz vor Manipulation, der aber auch nicht überschätzt werden darf.

Wie wenig bloße Publizitätsvorschriften bewirken, zeigt sich auch in der kürzlich durch eine Untersuchung des Deutschen Aktieninstituts zu Tage gekommenen Tatsache, dass die Abschlüsse der im sog Neuen Markt der Frankfurter Börse notierenden Unternehmungen „nahezu durchgängig schwerwiegende Mängel aufweisen“.² Die zitierte Untersuchung bezog sich auf die formale Vollständigkeit und Richtigkeit und ergab, dass nur 2 der Abschlüsse von 200 Gesellschaften alle nach IAS und US-GAAP erforderlichen Angaben enthielten. Die große Mehrheit der Unternehmungen publizierte zwischen 60 und 90 Prozent der geforderten Angaben.

¹ Siehe FAZ vom 17.5.2002

² Siehe FAZ vom 14.5.2002

Die Prüfungsfirmen – darunter auch die „big five“¹ – haben dennoch ihre Testate gegeben und in keinem einzigen Fall auf das Fehlen von Angaben hingewiesen. In der zitierten Untersuchung wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass nur die formale Vollständigkeit der Abschlüsse überprüft wurde, nicht aber die Angemessenheit der testierten Wertansätze, wo die materiell viel gravierenderen Mängel liegen, wie sich jetzt nach und nach zeigt.

Es zeigt sich, dass Gesetzesverstöße gar nicht registriert werden, obwohl formal die Prüfungsfirmen dafür mitverantwortlich sind – aber eine Haftung für das „Übersehen“ von Mängeln scheinen sie nicht zu fürchten. Eine Behörde, die von Amts wegen Rechnungsabschlüsse wenigstens formal auf Mängel untersucht hat, gibt es nicht, und Sanktionen für das Fehlen einzelner Angaben ebenso wenig – rechtlich, zumindest aber faktisch. An diesem Beispiel zeigt sich, wie problematisch es ist, die Kontrolle über die Erfüllung von Formvorschriften „dem Markt“ zu überlassen – diese funktioniert äußerst mangelhaft.

Besonders zweifelhaft erscheint im Lichte – oder vielleicht besser gesagt im Dunkel – der jüngsten Entdeckungen die Funktion des Ratings bzw der Ratingagenturen. Das Versagen dieses Verfahrens im Fall Enron ist eklatant und in höchstem Maße blamabel. Denn der Sinn des Ratings ist es, dass für Anleger mit geringerem Informationsstand Ratingfirmen durch spezielles Analyse-know-how und auch durch Einsicht in nicht allgemein zugängliche Unternehmensdaten die Bonität bzw das Ausfallrisiko einer genauen Überprüfung unterziehen. Für viele Unternehmungen, die eine hohe Bonität haben und sich einem Rating unterziehen, um mit „triple A“ oder „double A“ zu prunken, bringt die Prozedur den Anlegern kaum einen wirklichen Informationsgewinn. Gerade im Fall Enron, wo die Situation kritisch war, hat aber das Rating kläglich versagt – die Agenturen ließen sich viel zu lange Zeit mit der warnenden Abstufung und bescheinigten Enron noch wenige Wochen vor dem Bankrott den Status „investment grade“ (Schuldner guter Bonität) – im Unterschied

¹ Offenbar aufgeschreckt durch Vorkommnisse wie „Comroad“ in Deutschland hat die Wirtschaftsprüfungsfirma KPMG ihre Testate für auf dem „Neuen Markt“ notierende Unternehmungen einer nachträglichen Überprüfung unterzogen. Siehe FAZ vom 25.4.2002

zum „Junk bond“.¹ Das heißt, dass man das Rating eigentlich nicht braucht, wo es verlässlich ist und dort wo man es brauchen würde, hat es geringen Wert oder ist schlicht falsch.

Der Herdeneffekt, der das Anlegerverhalten prägt, prägt offensichtlich auch die Ratingfirmen bei der Wahl ihrer Maßstäbe. Aus Angst vor weiteren Fehlern werden nun in der Krise die Maßstäbe verstrengert² und damit auch die Finanzierung für Unternehmungen verteuert, wo dies sachlich nicht gerechtfertigt ist. Das Rating als Institution erhöht also die Volatilität – an der Börse, aber auch gesamtwirtschaftlich. Vollkommen absurd erscheint der Vorschlag, dass in die Ratings auch die Entwicklung der Börsenkurse maßgeblich eingehen soll – der Sinn des Ratings besteht doch gerade darin, den Anlegern aus der Unternehmensdatenanalyse Anhaltspunkte für ihre Entscheidungen zu liefern, und nicht massenpsychologische Phänomene wiederzuspiegeln und dadurch unweigerlich das Über- und Unterschießen noch zu verstärken.

Ein weiterer gravierender Kritikpunkt an der Institution des Ratings ist der Umstand, dass auf diesem „Markt“ drei US-Firmen (Moody's Investor Service, Standard & Poor's, Fitch Ratings) ein weitgehendes Monopol inne haben, was sich unter anderem an den extrem hohen Gewinnen dieser Unternehmungen bzw der betreffenden Sparte zeigt.³ Vorsichtshalber haben zahlreiche Unternehmungen bei den Rating-Agenturen Abonnements geordert und überweisen regelmäßig große Beträge, um sich ein entsprechendes Wohlwollen zu sichern.

Überhaupt zeigt sich am Beispiel des Ratings einmal mehr, dass ein Instrument seinen Charakter und seine Wirkung stark ändert, das früher nur zu Informationszwecken diente, dann aber mit massiven rechtlichen – oder in diesem Fall eher faktischen – Konsequenzen verknüpft wird. Da nun so viele Klauseln zB der Kreditgeber an Bonitätsveränderungen anknüpfen, wird das Rating zu einem

¹ Madrick, a.a.O., S. 22. Auch im berüchtigten deutschen Fall „Flowtex“ wurde dem Unternehmen ausreichende Bonität bescheinigt für eine geplante Anleihe, die glücklicherweise nicht mehr begeben werden konnte.

² Siehe dazu NZZ vom 3.4.2002.

³ Siehe FAZ vom 8.2.2002.

verselbstständigten Bestimmungsfaktor in einer Kausalkette, die noch nie wirklich durchgedacht wurde. Von der Macht, die solche Ratingagenturen haben, ganz zu schweigen.

Auf der Verantwortungs- und Haftungsseite steht dem enormen Gewicht der Ratingagenturen bisher nichts gegenüber. Es ist kein Fall bekannt, dass für falsche Ratings Schadenersatz geltend gemacht worden wäre. Wenn es auch problematisch ist, im Nachhinein solche Beurteilungen zu treffen, so erscheint die Asymmetrie zwischen Anspruch und Haftung, die ja auch bei den Wirtschaftsprüfungsfirmen gegeben ist, im Falle der Ratingagenturen unerträglich. Man könnte diese Institutionen pointiert quasi als Schlussstein des „Systems der organisierten Verantwortungslosigkeit“ bezeichnen. Grund genug, die Institution als solche in Frage zu stellen, und für den europäischen Finanzmarkt nach Alternativen zu suchen, bevor uns diese Seuche völlig überrennt. (Basel II droht!)

Zur Rolle von Analysten und Investmentbanken

„Kaufempfehlungen sind Verkaufssignale“ lautete kürzlich eine Schlagzeile der Financial Times Deutschland. Diese stellte kürzlich die Aktientipps von 17 europäischen Finanzhäusern der tatsächlichen Entwicklung nach drei Monaten gegenüber, wobei sich zeigt, dass im Durchschnitt aller Empfehlungen die Kurse der zum Kauf empfohlenen Titel sich schlechter entwickelten als jene mit Verkaufsempfehlungen.¹

Die Untersuchung ist zu wenig umfassend, um generelle Schlüsse zu ziehen (von der Art: „Kaufe, was zum Verkauf empfohlen wird“, und umgekehrt). Eine umfassende Untersuchung würde kurzfristig wohl mit Sicherheit daran scheitern, dass die Investmentbanken und Wertpapierfirmen sich hüten werden, die Dokumentation ihrer Empfehlungen sagen wir für die letzten drei Jahre herauszurücken.

Seit der großen Wende der Börsenkursbewegung wird die Branche der Aktienanalytiker immer heftiger kritisiert. Der Interessenkonflikt zwischen den Research- und Analyseabteilungen, den Händlern und den Finanzierungs- (Corporate Finance-)Abteilungen wurde allzu oft zu Gunsten der letzteren entschieden. Wenn „anständig“ verdient werden soll, muss die Kauflust angeregt werden, wofür eben dann entsprechende Empfehlungen zu sorgen haben.

Der Hartnäckigkeit des Justizministers des Staates New York, Eliot Spitzer, ist es zu verdanken, dass an einem durchaus gewichtigen Einzelfall nachgewiesen werden konnte, mit welcher Kaltschnäuzigkeit Empfehlungen wider besseres Wissen erteilt worden sind, und zwar von der Investmentbank Merrill Lynch. Es gelang der Untersuchungsbehörde, interne e-mails von Analysten als Beweismaterial sicherzustellen, in welchen Aktien sehr schlecht beurteilt wurden („piece of junk“, „powder keg“), die von der Bank zum Kauf empfohlen wurden.² Unter Druck hat sich

¹ Financial Times Deutschland vom 30.4.2002

² FAZ vom 12.4.2002

Merrill Lynch zur Zahlung einer Buße von 100 Mio US\$ - für die Bank ein eher leicht verkraftbarer Betrag - bereit erklärt, wobei gleichzeitig erklärt wurde, dass dies keinem Schuldeingeständnis gleichkomme.¹ Diese Einschränkung wurde zur Abwehr möglicher Schadenersatzforderungen von Anlegern gemacht, doch sind mit Sicherheit dennoch solche Schadenersatzprozesse zu erwarten. In einem ähnlich gelagerten älteren Fall hatte Credit Suisse First Boston ebenfalls 100 Mio US\$ Bußgeld im Zusammenhang mit einem IPO bezahlt.²

Die Regulatoren haben bereits auf die Kritik an der Empfehlungspraxis reagiert. Die amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde SEC hat eine schärfere Trennung von Analyse- und Finanzierungsabteilungen vorgeschrieben („Chinese walls“) und vom Umsatz abhängige Prämien für die Wertpapieranalytiker untersagt. Außerdem wurden strengere Vorschriften zur Verhinderung von Insidergeschäften erlassen. So dürfen Analytiker an Börsentransaktionen sie selbst betreffender Titel innerhalb bestimmter Zeiträume nicht teilnehmen. Für die interne Kommunikation zwischen Analysten und Finanzierungsabteilungen wurden neue Regeln festgesetzt.³ In Deutschland seien diese Regelungen „im Grundsatz“ schon umgesetzt, erklärten Sprecher der Deutschen Bank in einer Stellungnahme zur Problematik.⁴

So notwendig dies alles ist, so schwer ist die Einhaltung kontrollierbar und durch informelle Kommunikationen oft leicht zu umgehen. Der einzig wirklich wirksame Schutz von Anlegern vor „wissentlich falschen“ Empfehlungen wäre eine stärkere Haftpflicht, wobei allerdings zugegeben werden muss, dass die Definition des Tatbestandes auf große Schwierigkeiten stößt.

¹ New York Times vom 22.5.2002

² NZZ vom 11.4.2002

³ NZZ vom 10.5.2002

⁴ FAZ vom 23.5.2002

Deutschland imitiert den US-Börsenkapitalismus

Weil das für eine der weltweit führenden Wirtschaftsnationen zum Renommee gehört, und vielleicht auch in der Hoffnung, damit einen Beitrag zur Behebung der Wachstumsschwäche zu leisten, wurden in Deutschland in den letzten Jahren einige spektakuläre Maßnahmen zur Anregung von Aktienhandel und Börsenspekulation gesetzt. Dazu gehören die Einrichtung eines eigenen Handelssegments für den sog. „Neuen Markt“ 1997, die Privatisierung von 57% der Deutschen Telekom ab 1996 unter dem Titel „Volksaktie“, und verschiedene steuerpolitische Maßnahmen. Unter den letzteren ist besonders die von der rot-grünen Regierung eingeführte Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen aus Beteiligungsverkauf zu nennen. Damit sollte die eigentumsmäßige „Entflechtung“ der deutschen Wirtschaft forciert werden, also der Abbau von strategischem Beteiligungsbesitz von Banken, Versicherungen, Finanzinstitutionen, auch Nichtfinanzunternehmen. Der Aktienbesitz sollte stärker diversifiziert werden, statt strategischer Beteiligungen sollten mehr Portfeuilleinvestitionen getätigt werden, naturgemäß mit wesentlich kurzfristigerer Orientierung.

Die Auswirkungen dieser Maßnahmen werden erst in einigen Jahren umfassend beurteilt werden können. Wahrscheinlich ist, dass die makroökonomische Volatilität zugenommen hat, ohne dass eine wachstumsbelebende Wirkung erzielt werden konnte – denn eine solche ist nicht generell wahrscheinlich, sondern allenfalls bei günstiger Konstellation zu erwarten – und diese ist in der Endphase der großen Spekulationswelle der neunziger Jahre kaum mehr vorgelegen.

Sichtbar sind hingegen schon jetzt die – durchaus vorhersehbaren – Wirkungen der neuen Steuerbegünstigung auf die Einnahmen aus der Körperschaftssteuer. Die Deutsche Bank etwa konnte in ihrem Bericht über das 1. Quartal 2002 melden, dass aus dem Verkauf von Anteilen an der Münchner Rückversicherung 1 Mrd € Gewinn erzielt werden konnte und die Steuerlast trotz einer Gewinnzunahme von insgesamt 39% von 288 Mio € auf 6 Mio € gesenkt werden konnte.¹ Mit Sicherheit werden sich

¹ Lt Income Statement Deutsche Bank Gruppe, Results 2002 First Quarter

andere Gesellschaften dieses Instruments ausgiebig bedienen – so, wie man es anhand der Erfahrung des österreichischen „Strukturverbesserungsgesetzes“ aus den sechziger Jahren, das eine ähnliche Begünstigung vorsah, leicht vorhersehen kann. Inzwischen haben einige Vertreter der CDU-CSU-Bundestagsfraktion die Abschaffung der Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen aus Beteiligungsverkauf gefordert.

Der Aktienindex für den Neuen Markt „Nemax“, der bei steigendem Trend als große Innovation gepriesen wurde, ist nach einem im März 2000 erreichten Höchststand von 9.600 bis zum 28.6.2002 auf 602,7 zurück gefallen und damit weit unter das Ausgangsniveau gesunken (Nemax 50). Dieser Absturz übertrifft denjenigen des Nasdaq bei weitem, der seinen Höchststand ebenfalls im März 2000 mit 5.050 erreicht hat und am 28.6.2002 bei 1.463,2 lag. Nach dem Ende der Zeit des schnellen Geldes werden auch in Deutschland nach und nach fragwürdige Praktiken bekannt und Betrügereien aufgedeckt.

Der bislang „unverschämteste Betrugsfall“¹ war wohl jener der Nürnberger Firma Comroad, die sich als führender Anbieter vom Telematik-Netzwerken bezeichnete. Im Jahr 2001 hatte sich das Unternehmen als besonders expansiv durch rasante Umsatzzuwächse dargestellt. Bei genauerer Prüfung stellte sich allerdings heraus, dass von gemeldeten 93,5 Mio € Umsatz ganz 1,3 Mio € echt waren, der Rest „Luft“, dh Scheintransaktionen mit einem Hongkonger Elektronikunternehmen –fingiert, da die Existenz dieses Unternehmens nirgends verifiziert werden konnte. Durch solche Umsatzmeldungen hatte der Börsenkurs einen Höchststand von fast 65 € erreicht – man darf annehmen, dass bei günstigem Wind die Gründer-Eigentümer kräftig verkauft haben. Die unrichtige Darstellung von Unternehmensverhältnissen erfüllt den nach deutschem Recht Tatbestand des Betrugs, der Gründer und Mehrheitsaktionär wurde in Untersuchungshaft genommen. Da aus der beim Börsegang erfolgten Kapitalerhöhung noch Beträge vorhanden sind, dürfen geschädigte Anleger sogar noch hoffen² - ein eher seltener Fall, meistens wird die Substanz noch vor dem Ende gründlich ausgeräumt.

¹ FAZ vom 11.4.2002

² FAZ vom 13.4.2002

Andere Fälle von insolventen, früher hoch gelobten Firmen des Neuen Marktes, allerdings weniger plumpe Manipulationen sind diejenigen von EM.TV, Infomatec und Phenomedia, dem Erfinder der Moorhuhnjagd. Auch bei Phenomedia¹ und beim Finanzdienstleister MLP² wurden Bilanzmanipulationen festgestellt. Zweifel an der Werthaltigkeit von Forderungen veranlassten bei Phenomedia die Prüfungsfirma KPMG zur Verweigerung des Testates. Dieser und der Fall Comroad, wo ebenfalls KPMG prüfte, zeigen, dass eine Zeit lang die Manipulationen nicht erkannt wurden. Dass es die Wirtschaftsprüfer mit der formalen Vollständigkeit der Bilanzen der Firmen auf dem Neuen Markt nicht so streng nehmen, wurde bereits erwähnt.

Es bleibt abzuwarten, welche weiteren Manipulationen noch bekannt werden. Die konservativere Rechnungslegungsvorschriften haben aber offensichtlich verhindert, dass sie sich zu einer solchen Flutwelle entwickeln wie in den USA. Das sollte doch ein Hinweis darauf sein, dass die Bilanzvorschriften in Europa nicht die schlechteren sind.

¹ FAZ vom 17.4.2002

² FAZ vom 14.6.2002

Europäischer Gagenskandal

Dass eine Anhebung der europäischen Managergagen auf ein deutlich höheres Niveau seit etwa 10 Jahren im Gang ist, war seit längerem kein Geheimnis. Wenn der soeben in den Ruhestand getretene Vorstandssprecher der Deutschen Bank kürzlich mitteilte, dass er 2001 8 Mio € und damit um 30 Prozent weniger verdient hat als im Jahr 2000¹, so ist das zwar nach allgemeinen Einkommensmaßstäben sehr hoch, aber immer noch weit unter dem, was CEO's großer Unternehmungen in den USA in der Vergangenheit verdient haben. Durch Realisierung von Optionen erzielt das wahrscheinlich höchste Einkommen des Jahres 2001 der CEO der Softwarefirma Oracle, nämlich 706 Mio US\$.² Auch wenn dies wahrscheinlich für die Person nur eine einmalige Spitze darstellt, lässt sich ein solches Einkommen zB auch im Laufe von 50 Jahren an der Spitze der Deutschen Bank nicht erzielen. Wer aber deswegen glaubte, dass es am europäischen Kontinent solche „Gagenexzesse“ nicht gibt, wurde durch den Fall Barnevik/Lindahl allerdings eines besseren belehrt.

Just zu einem Zeitpunkt, als die Firma ABB mit rund 700 Mio US\$ Verlust tiefrote Zahlen (für 2001) schrieb³, sickerte zunächst durch Indiskretionen durch, dass die beiden ehemaligen Vorstände Barnevik und Lindahl bei ihrem Ausscheiden aus der Gesellschaft Zahlungen in Höhe von 148 Mio SFR bzw 85 Mio SFR, zusammen als 233 Mio SFR (entspricht 158 Mio €) erhalten haben.⁴ Das Aufsehen, welches diese Meldung in der Schweiz verursachte, führte schließlich doch dazu, dass einige Hintergründe für das Zustandekommen solcher Beträge, die immerhin einen zweistelligen Prozentsatz eines Jahres-Reingewinns ausmachen, aufgedeckt werden mussten.

Es handelte sich bei den Zahlungen anlässlich des Ausscheidens hauptsächlich um den Barwert der vertraglich zugesicherten Pensionen, zum Teil auch noch um akkumulierte, noch nicht ausgezahlte Bonusansprüche. Bemessungsgrundlage war

¹ FAZ vom 23.5.2002

² NZZ vom 19.4.2002

³ NZZ vom 14.2.2002

⁴ NZZ vom 15.2.2002

das Jahressalär, bei Barnevik bestehend aus einer fixen Grundvergütung von 1,5 Mio SFR zuzüglich leistungsbezogener Boni von jährlich 5 Mio SRF im Durchschnitt.¹ Allerdings wurde im Zuge der Aufrollung der Angelegenheit durch den Verwaltungsrat aufgedeckt, dass Barnevik und Lindahl in Abänderung des ursprünglichen Vertrages immer großzügigere Zusagen gemacht worden waren, und zwar von Mitgliedern des Verwaltungsrates, welche dazu einzeln gar nicht befugt waren – es kam ua die unglaubliche Tatsache ans Tageslicht, dass Barnevik sich selbst in einer anderen Konzernfunktion die Vergünstigungen genehmigt hatte.² Letztendlich haben Barnevik und Lindahl auf etwa die Hälfte ihrer Ansprüche verzichtet, womit die Angelegenheit formal bereinigt wurde.

Was sich an diesem Beispiel zeigt ist, dass die Gier auch für europäische Manager eine unwiderstehliche Versuchung darstellt. Die schockierte Vorsitzende des schwedischen Gewerkschaftsbundes LO, Wanja Lundby-Wedin erklärte, wenn sie Barnevik bisher für einen „Ehrenmann“ gehalten habe, müsse dieses Urteil revidiert werden. Die Corporate governance-Strukturen sollten jedenfalls ausreichende Vorkehrungen treffen, dass solche Dinge nicht „unter der Decke“ passieren können. Strengere Publizitätsvorschriften nach US-Vorbild hätten in Kontinentaleuropa in dieser Hinsicht noch eine gewisse Bremswirkung, da hier die Hemmungslosigkeit bei den Gagen nicht so weit geht wie in den USA. Auch in den USA wachsen die Zweifel darüber, dass die Grenzproduktivität der Top-Manager der Höhe der Vergütungen entspricht.

¹ NZZ vom 11.3.2002

² NZZ vom 15.2.2002

Schlussfolgerungen für ein europäisches Modell der Finanzmarktregulierung und der Corporate Governance

Die Beispiele für Betrugereien, Missbräuche und Fehlentwicklungen ließen sich nahezu beliebig fortsetzen – während der Arbeit an dieser Abhandlung wurde von Woche zu Woche immer neues Material für Ergänzungen in den Zeitungen veröffentlicht, das hier nur zum geringeren Teil berücksichtigt werden konnte.

Man sollte meinen, dass angesichts dieser massiven Evidenz die staunende Bewunderung gegenüber dem amerikanischen Finanzmarktmodell verfliegen ist – dies trifft aber keineswegs zu. Noch immer wird versucht, mit den abgewirtschafteten „Analysemethoden“ neue „Rallys“ zu erzeugen und euphorische Erwartungen wieder zu beleben, werden von der Politik neue „Kapitalmarktoffensiven“ angekündigt, wird an diskreditierten Instrumenten festgehalten.

Dies gilt in den USA vor allem für die Stock options, deren Beliebtheit als Instrument zur bequemen Bezahlung abenteuerlich hoher Gagen kaum abgenommen zu haben scheint – trotz massivster Bedenken auch aus Kreisen, welche gegen extreme Bereicherungsformen an sich keine Bedenken haben. Was für sie anfänglich plausibel erschien, nämlich, dass Manager großzügig mitprofitieren sollen, wenn der Aktienkurs ihrer Gesellschaft steigt, entfaltete eine ganz andersartige Wirkung. „A soaring stock market rewarded executives not for good strategic management, but for riding the roller coaster (Achterbahn). And when the stock price dipped below the exercise price ... some companies simply revised the terms or, in Wallstreet jargon, ‚reloaded‘ them.“¹ Die positive Anreizwirkung wurde ad absurdum geführt, dafür vervielfachten sich Manipulation und Betrug. Daraus gibt es eigentlich nur eine Konsequenz: Hände weg von diesem Instrument. In der Praxis ist dies allerdings keineswegs leicht durchzusetzen, da der Druck von Seiten der Top-Manager zur Beibehaltung bisheriger Praktiken groß ist, und die Neigung ihr nachzugeben ebenfalls, vor allem wenn die Ausgabe neuer Aktien zu Lasten Dritter nicht eingeschränkt wird. In Europa und in Österreich, wo die Gagen noch nicht so

¹ David Wessel, Stock Bubble Magnified Changes in Business Mores, in Wallstreet Journal Europe 20. Juli 2002, S 11/A12

exzessiv und Stock options-Programme noch weniger verbreitet sind, sollte dieses Instrument nicht weiter forciert, sondern zurückgenommen werden. Unabdingbar ist auch eine entsprechende Verbuchung von Stock options als Aufwandsposition bei der ausgebenden Gesellschaft, um der „Gratisentlohnung“ von Managern (aus der Sicht der Gesellschaft) und der Verwässerung der Anleger einen Riegel vorzuschieben. Vor allem sollten Entlohnungsformen für Manager entwickelt werden, welche nicht an kurzfristigen Erfolgsmaßstäben anknüpfen, sondern das Interesse der Manager an einer mittel- und langfristigen guten Performance ihrer Gesellschaft stärken.

Was Publizitätspflichten als solche anlangt, so kann Europa in dieser Hinsicht sicherlich noch von den USA lernen. Die Einhaltung sollte jedenfalls viel stärker als derzeit von Amts wegen kontrolliert werden. Das Problem besteht jedoch hauptsächlich darin, den progressiven Ausbau des „Systems der Verantwortungslosigkeit“, in welchem sich Entscheidungsträger auf Kontrolloren, Ratingagenturen und Berater berufen, die gar nicht oder fast nicht zur Haftung für schlechten Arbeit herangezogen werden können, gestoppt und rückgängig gemacht wird. Es wird nicht genügen, bestehendes Recht konsequenter anzuwenden, sondern es werden strengere Haftungsbestimmungen notwendig sein. Jede Forcierung des überaus problematischen Instruments Rating, wie sie etwa aus dem „Basel II“-Bestimmungen auch in ihrer derzeit diskutierten Form resultieren würde, sollte unterbleiben. Die derzeitigen Monopole auf diesem Gebiet sind inakzeptabel, auch bei der Wirtschaftsprüfung hat die Monopolisierung bereits ein bedenkliches Ausmaß erreicht.

Eine plausible, wenn auch weder von Seiten der Kapitalgesellschaften noch der Wirtschaftsprüfer geliebte Maßnahme ist die verpflichtende Ablösung – und zwar in der strengen Form des Wechsels des Prüfungsunternehmens, nicht bloß der Personen – nach einem Zeitraum von 5 bis 7 Jahren, die von der EU-Kommission vorgeschlagen wird.¹ Wenn die Dauer der Tätigkeit von vornherein begrenzt ist, wird die Neigung zur Gefälligkeit, um den Kunden zu behalten, entscheidend reduziert.

Bei den Rechnungslegungsvorschriften hat sich die EU zuletzt eindeutig auf IAS festgelegt und diese ab 2005 bzw 2007 für alle börsennotierten Gesellschaften obligatorisch gemacht.² Die Basierung der IAS auf grundlegenden Prinzipien im Unterschied zum Kasuismus von US-GAAP sollte die Grenzen für Willkür, Spitzfindigkeit und Manipulation enger ziehen. Andererseits hat eine beträchtliche Annäherung von IAS an US-GAAP bereits stattgefunden durch den Zwang, Wertsteigerungen von Vermögensteilen sofort auszuweisen, während früher stille Reserven gebildet werden konnten. Deren Nachteil, nämlich dass sie Druck vom Management wegnehmen, gegen neu auftretende Verlustquellen Maßnahmen zu ergreifen, wird nach den Erfahrungen der jüngsten Zeit, als Wertverluste voll auf die Bilanzen und Erfolgsrechnungen durchzuschlagen begannen, nicht mehr so einseitig gesehen. Die makroökonomische Volatilität wird erhöht, wenn zum Über- und Unterschließen neigende Größen auf das Ausgabenverhalten der Unternehmungen kurzfristig stärker durchschlagen. Auf die Vorzüge der „alteuropäischen“ Bilanzregeln (HGB) hat zuletzt wieder die Deutsche Bundesbank hingewiesen, die sich im Interesse der Finanzmarktstabilität dafür aussprach, in den Bilanzen von Banken weiterhin die Bildung stiller Vorsorgereserven zuzulassen.¹

Nach den Erfahrungen in den USA erscheint es außerdem höchst gefährlich, die Setzung von Normen der Rechnungslegung ihren Anwendern selbst zu überlassen. Analog zum US-amerikanischen Financial Accounting Standards Board ist die Aufgabe in der EU für die IAS de facto weitgehend dem privaten, in London angesiedelten International Accounting Standards Board (IASB) übertragen worden, wobei sich die EU-Kommission eine Approbation vorbehalten und einen sogenannten „endorsement mechanism“ eingerichtet hat. Hier sollte die europäische Normensetzung, so mühsam sie auch ist, deutlich mehr Inhalte vorgeben als derzeit der Fall ist. Der Hoffnung, dass die USA das IAS-System übernehmen, ist auch nach der großen Zahl von problematischen bis skandalösen Vorkommnissen mit Skepsis zu beurteilen. Deutlicher als George Soros kann man es nicht ausdrücken, warum die Aufseher in den Vereinigten Staaten derzeit nicht darauf aus sind, Missstände zu korrigieren: „Die amerikanische Regierung steht mehr auf der Seite der Übeltäter als

¹ FAZ vom 17.5.2002

² NZZ vom 26.4.2002

auf der Seite der Aufseher“, und er verweist auf die Tatsache, dass Vizepräsident Cheney Präsident der Firma Halliburton und als solcher für die selben Vergehen verantwortlich war, die auch Enron beging.²

Im System der Corporate governance zeigt das duale System Aufsichtsrat/Vorstand seine Vorzüge bezüglich der Kontrolle des Managements und insbes dessen Entlohnung. Der ABB-Gagenskandal wäre in einem dualen System eher zu verhindern gewesen. In der USA hat die NYSE ua eine Vorschrift angekündigt, nach welcher die Ausgabe von Stock options von den Aktionären, und nicht mehr nur von einem Ausschuss des Boards genehmigt werden muss.¹ Dagegen haben allerdings die Executives massiven Protest eingelegt.

Unter der Parole „Share holder value“, den es mit allen Mitteln zu steigern gilt, wurde eine Kapitalmarktkultur der Finanzinvestoren propagiert, an deren Wohltaten über Lebensversicherungen, Fonds und Pensionskassen breiteste Kreise der Bevölkerung partizipieren sollten, denen mit großartigen Renditeversprechungen der Mund wässrig gemacht wurde. Die unsanfte Landung nach dem Ende der Hausse haben das Konzept des Share holder value diskreditiert und lassen die Gefahren einer kurzfristigen „Wertmaximierung“ erkennen, die sich immer häufiger als fiktiv erweist.

Die strategischen Eigentümer sind solchen kurzfristigen Versuchungen und Täuschungen gegenüber weit weniger anfällig. Durch ihre Orientierung an der längerfristigen Performance von Unternehmungen wirken sie der Tendenz zum Über- und Unterschließen der Kursentwicklung entgegen und können so die Auswirkungen der „irrational exuberance“ auf die gesamtwirtschaftlichen Schwankungen begrenzen.

In Europa besteht gegenwärtig die große Chance, ein tragfähigeres Modell der Finanzmarktregulierung und der Finanzmarktkultur eigenständig zu entwickeln, das sich vom US-Modell deutlich unterscheidet. Dies würde sicher keine gering zu

¹ FAZ vom 18.6.2002

² FAZ vom 14.6.2002

schätzende Bereicherung des europäischen Wirtschafts- und Sozialmodells bedeuten.

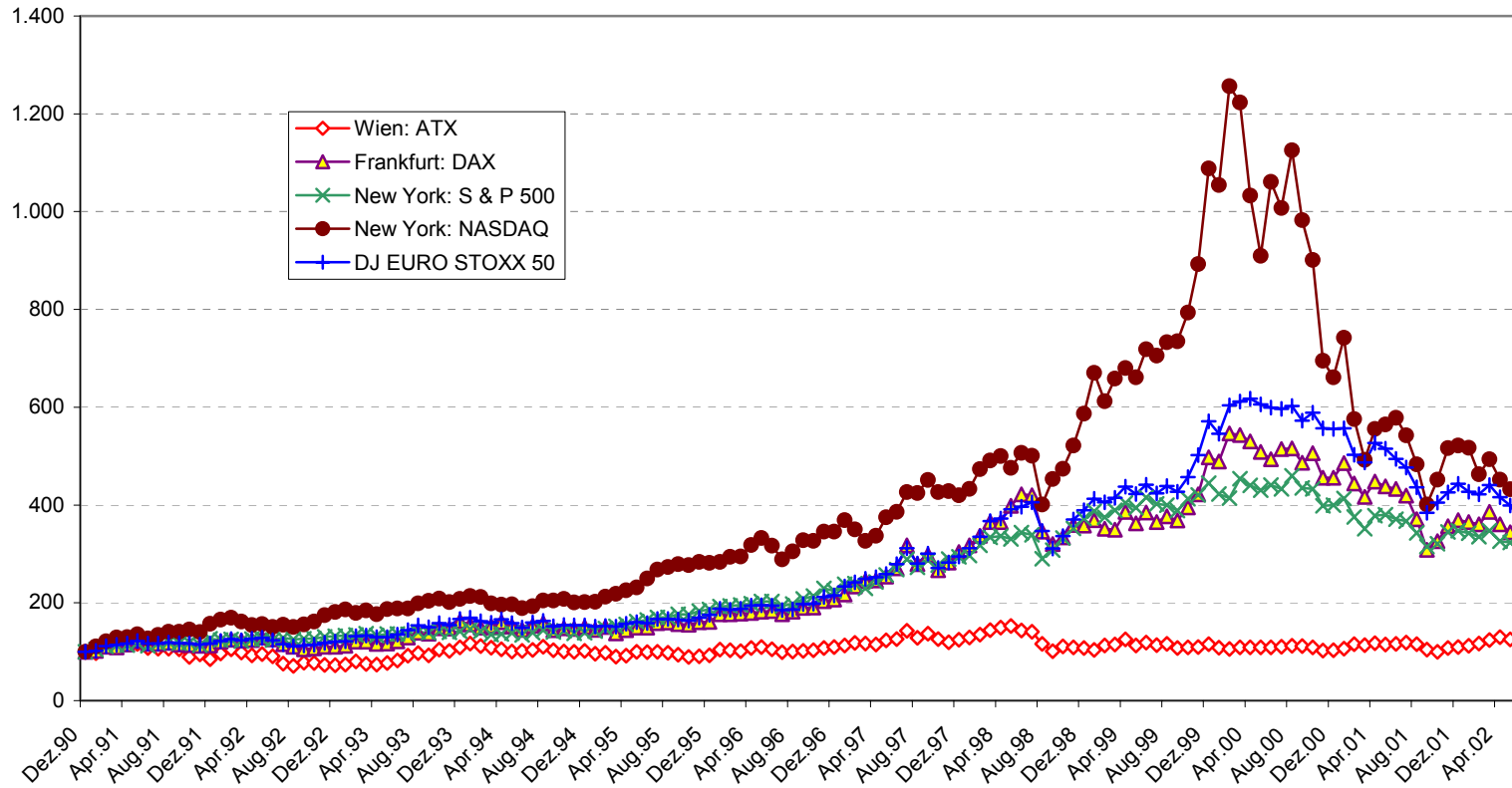
Das Manuskript wurde am 29. Juni 2002 abgeschlossen.

¹ NZZ vom 7.6.2002

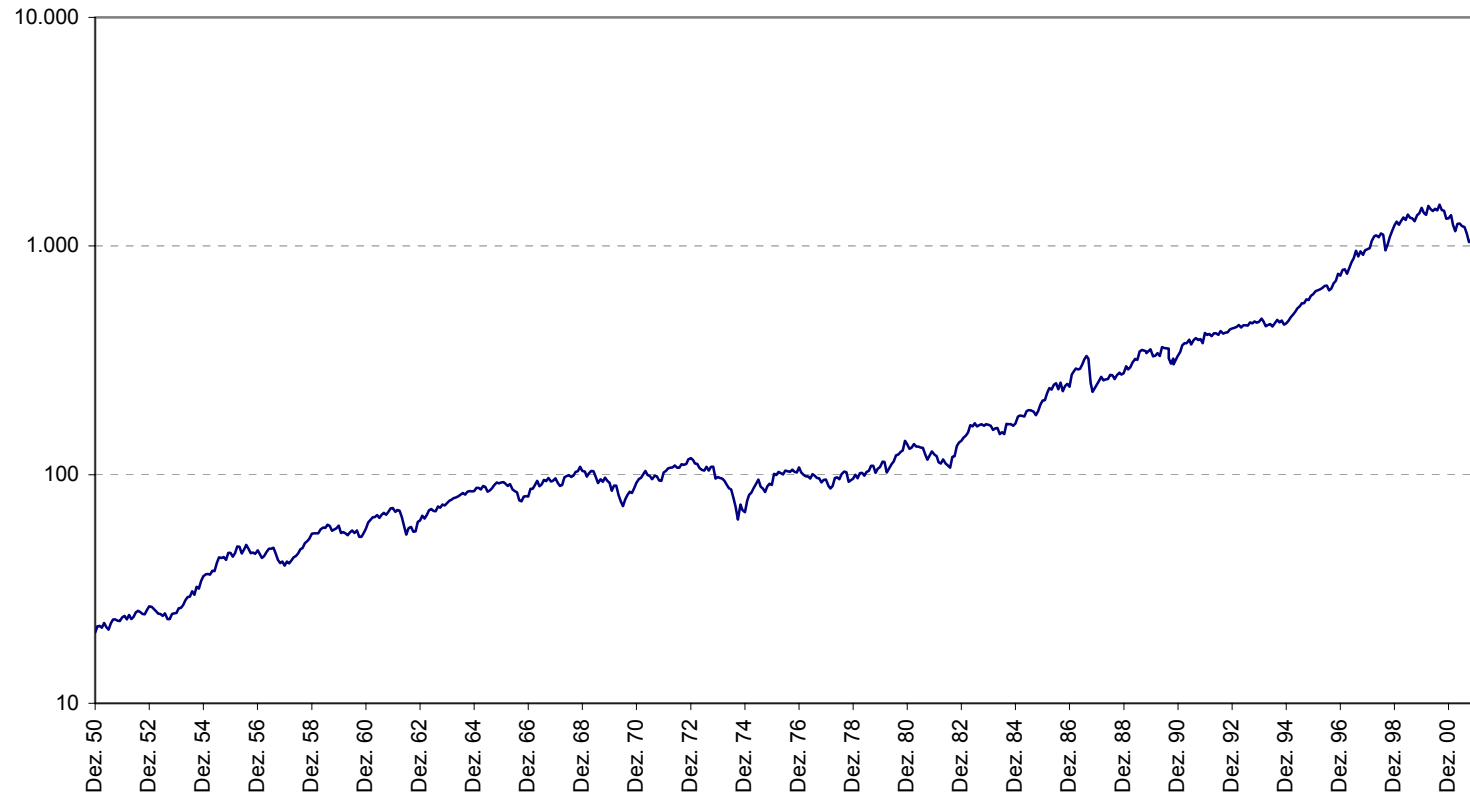
Verzeichnis der häufiger verwendeten Abkürzungen

CEO	chief executive officer, Vorstandsvorsitzender
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
GAAP	generally accepted accounting principles, US-Rechnungslegungsvorschriften
HGB	Handelsgesetzbuch
IAS	International accounting standards, europäische (EU) Rechnungslegungsvorschriften
IPO	initial public offering, Börsenneueinführung
NYSE	New York stock exchange
NZZ	Neue Zürcher Zeitung, internationale Ausgabe
SEC	securities and exchange commission, US-Börsenaufsichtsbehörde
S & P	Standard and Poor's, Finanzdienstleistungsunternehmen
US-GAAP	siehe GAAP

Entwicklung der Aktienindices in Europa und den USA seit Beginn der neunziger Jahre (Dez 1990 = 100)



New York S & P 500, Dez 1950 bis Juni 2002 logarithmische Darstellung



**Anlegerverluste durch Insolvenzen von börsennotierten Gesellschaften
in den USA 1998 bis 2002**

Gesellschaft (Prüfungsgesellschaft)	Prüfungs- datum	Insolvenz	Testat ohne Einschränkung	Verlust der Anleger in Mrd \$ ^{*)}
Enron (Arthur Andersen)	2/23/01	12/2/01	Ja	66,3
Global Crossing (Arthur Andersen)	2/14/01	1/28/02	Ja	26,6
Kmart (PriceWaterhouseCoopers)	3/13/01	1/22/02	Ja	8,4
Comdisco (KPMG)	11/7/00	7/16/01	Nein	7,9
McLeodUSA (Arthur Andersen)	1/29/01	1/30/02	Ja	5,5
Federal-Mogul (Ernst & Young)	2/1/01	10/1/01	Ja	3,8
Finova Group (Ernst & Young)	1/19/00	3/7/01	Ja	3,5
Owens Corning (Arthur Andersen)	1/24/00	10/5/00	Ja	2,5
ANC Rental (Arthur Andersen)	3/30/01	11/13/01	Ja	0,3
Home Holdings (KPMG)	3/27/97	1/15/98	Nein	kA

^{*)} Differenz zwischen dem Wert der ausgegebenen Aktien zum höchsten Kurs innerhalb von drei Jahren vor der Insolvenz und dem Wert zum Zeitpunkt der Insolvenz.

Quelle: D. Dietz/D. Voreacos/A. Armitage, Empty Audits. In: Bloomberg Markets May 2002.