

NEW ECONOMY - NEW FINANCE

Krise und Zukunft der Unternehmensfinanzierung in Europa

I. Nach dem New-Economy-Hype: Von der Euphorie zur Ernüchterung:

Der junge amerikanische Philosoph Jedediah Purdy zitierte in einem ironischen Essay, das im Sommer vergangenen Jahres in der ZEIT erschien, die Klage eines Freundes aus der damals noch völlig intakten Welt der New Economy. Der Freund meinte, in seinem Alter nicht bei einer Internet-Firma zu arbeiten sei ungefähr so, wie keine Freundin zu haben – ein paar Monate lang okay, danach schon bald ein Grund zur Sorge. So schnell haben sich die Zeiten geändert: Heute, nur ein Jahr später, muss sich wohl die Freundin Sorgen machen, wenn ihr Freund noch immer in einer Internet-Firma arbeitet.

Noch im April vergangenen Jahres referierte Alan Blinder, der langjährige Stellvertreter Greenspans im Federal Reserve Board der USA, über das damals noch junge Phänomen einer „New Economy“. Er begründete die Tatsache eines gegenüber allen Vergleichsperioden exzeptionell hohen, nachhaltigen, inflationsfreien Wachstums bei Vollbeschäftigung mit den einzigartigen Produktivitätsschüben, die vom Internet sowie den Informations- und Kommunikationstechnologien ausgelöst werden.

Der renommierte Harvard-Professor konnte damals ebensowenig wie seine Zuhörer wissen, dass seine Rede auf einen Zeitpunkt fiel, zu dem – nach den Kurshöhepunkten im März 2000 – jener Kurseinbruch einzusetzen begann, der bis heute allein an der US-Technologiebörse NASDAQ eine nominelle Vermögensvernichtung in der Höhe eines halben amerikanischen Bruttosozialproduktes mit sich gebracht hat. Niemals zuvor seit dem Zweiten Weltkrieg gab es derart dramatische Wert-Korrekturen an den Börsen.

Der erfolgreiche Slogan aus dem ersten Wahlkampf des US-Präsidenten Bill Clinton zu Anfang der Neunzigerjahre: „It’s the economy, stupid“ dreht sich heute, ein Jahrzehnt später, in seine gegenteilige Bedeutung. Und es liesse sich ernüchert hinzufügen: „There is no New Economy, stupid!“.

Allein am Neuen Markt verloren Anleger seit den Rekordständen im März 2000 bis heute mehr als 85% der Gesamt-Kapitalisierung, was einem Betrag von ca 200 Milliarden Euro entspricht. Die Zahl der gelisteten Aktiengesellschaften wird durch Insolvenzen, Ausschlüsse und Übernahmen laufend dezimiert, der Vertrauensverlust der Anleger geht tief. Der Gesamtwert aller am Neuen Markt notierenden Unternehmen ist per Anfang August dieses Jahres mit rund 57 Mrd Euro kaum höher als der eines einzigen renommierten Fließhandelswertes wie SAP (52 Mrd Euro), was den Stellenwert dieses Wachstumssegments drastisch relativiert.

Einer der wenigen Experten, die schon vor dem Platzen der New Economy-Blase vor Fehlentwicklungen gewarnt hatten, war der amerikanische Ökonom Robert Shiller. In seinem spannend zu lesenden Buch „Irrational Exuberance“ (Irrationale Übertreibung), dessen Titel auf eine berühmt gewordene Äusserung Alan Greenspans aus dem Jahr

1995 zurückgeht, analysiert er die über Jahre sich aufbauende, spekulative Überhöhung der Börsenkurse. Beispielsweise verzeichnete der S&P 500-Index von 1982 bis 2000 eine kumulierte Rendite von 825%. Dementsprechend entwickelten sich beim Durchschnitt der S&P-500-Werte historisch einzigartige Kurs-Gewinn-Verhältnisse von über 45. Noch weit darüber, nämlich bei bis zu 200 lagen die Kurs-Gewinn-Verhältnisse im New-Economy-Segment der Technology/Media/Telekom-Werte an der NASDAQ.

Irrationale Übertreibungen waren schon immer die Begleiterscheinung von technologischen Basis-Innovationen. Von der Erfindung der Eisenbahnen, der Telegrafie und der Elektrizität bis zum Boom der Wachstumsunternehmen aus der Elektronikbranche in den 60-er Jahren. Überhöhte Erwartungen künftiger Wertsteigerungen betrafen aber nicht nur Technologie-Aktien. Nur allzu bekannt geworden ist die spekulative Blase der japanischen Immobilienwirtschaft, in der die Preise zwischen 1955 und 1990 um das 75-fache angestiegen waren. Allein die japanischen Golfplätze erreichten kurz vor dem Markteinbruch einen Wert, der der damaligen Börsenkaptalisierung aller börsennotierten australischen Unternehmen entsprach. Wir wissen, dass sich die japanische Wirtschaft bis heute von den dramatischen Wertkorrekturen nicht erholen konnte.

Wir könnten von Glück reden, wäre die aktuelle Krise der Kapitalmärkte nach dem Platzen der New-Economy-Blase nichts als eine weitere, für einzelne Investoren eben schmerzliche Episode in der Börsengeschichte. Ich fürchte allerdings, dass uns das heroische Scheitern der kollektiven Suggestion, es liessen sich die Gesetze der Betriebswirtschaftlehre und der Finanzmärkte aus den Angeln heben, noch länger beschäftigen wird.

Die Bindung hoher Veranlagungssummen in abgewerteten Papieren führt letztlich nicht nur zu Buchverlusten sondern zu starken, realen Vermögenskorrekturen. Der langfristige Renditen-Erwartungshorizont wird eingetrübt; gleichzeitig ist das aus längeren Hausse-Perioden abgeleitete Dogma, Aktienveranlagung sei Rentenwerten langfristig jedenfalls überlegen, gründlich widerlegt. Darüberhinaus wirkt die Tatsache, dass die Kurse zu beachtlichen Teilen mit kreditfinanzierten Veranlagungen hochgetrieben wurden, direkt zurück auf das Bankensystem.

Wir müssen uns heute eingestehen, dass nicht nur einzelne Business-Modelle gescheitert sind, sondern dass die Spielregeln des Kapitalmarkt-Modells der Technologie-Börsen selbst auf den Prüfstand gehören. Wer von uns erinnert sich nicht an die Emphase, mit der sich die besten Berater gemeinsam mit den Börsenkandidaten ans „Story-building“ gemacht haben; an die Gelassenheit, mit der extrem hohe „cash-burn-rates“ in Kauf genommen wurden, wenn damit nur das Umsatzwachstum gepusht werden konnte; und an die Selbstverständlichkeit, mit der anstelle von Kurs/Gewinn-Verhältnissen in Ermangelung von Gewinnen plötzlich Kurs/Umsatz-Verhältnisse in Mode kamen.

Unternehmensbewertungen basierten am Höhepunkt des Hypes längst nicht mehr auf Fundamentalanalysen, sondern wurden in Vergleichsbewertungen an Hand von Schlüsselgrößen – wie etwa der Zahl der Kunden von Telekom-Unternehmen – einfach von einem am Kapitalmarkt überschätzten Highflyer auf den nächsten Börsenkandidaten übertragen.

Als problematisch erwies sich auch die Erhebung der Marktkaptalisierung zu einem Fetisch. Viele der an die Kursentwicklung gekoppelten Anreizsysteme (stock options) verleiteten zu extremer Kurzfristigkeit und verdrängten auf Nachhaltigkeit setzende

Verhaltensweisen. Mit heroischer Shareholder-Value-Rhetorik wurde von so manchen Kapitalmarkt-Spielern Missbrauch getrieben und in die eigene Tasche gearbeitet.

Erst im nachhinein fällt auf, dass die einseitige Fixierung auf den Return on equity bei vielen Unternehmen dazu führte, dass sie eben diese Kennzahl durch erhöhte Fremdmittelaufnahmen – einen erhöhten „leverage“ – hochgetrieben haben, ohne real ebensoviel mehr verdient zu haben. Der „Economist“ brachte jüngst die von amerikanischen Wirtschaftsforschern erhobenen Fakten zu dieser lange übersehenen Tatsache: Während der return-on-equity der untersuchten US-Unternehmen seit 1991 um erstaunliche 108% gestiegen war und damit um immerhin 30% über dem langjährigen Schnitt lag, konnte im gleichen Zeitraum der return-on-capital, also die Rendite bezogen auf das Gesamtkapital, nur um - wesentlich weniger spektakuläre – 13% zulegen.

Wir müssen heute auf den Kapitalmärkten die Korrektur einer ganzen Reihe von Kollektivirrtümern beobachten. Es ist ein Irrtum, dass Finanzrenditen nachhaltig über den Renditen der Realwirtschaft liegen können. Es ist ein Irrtum, stets von voller Kapitalmarkt-Effizienz auszugehen und auf der Annahme zu bauen, dass die Kapitalmärkte immer recht haben. Und es erweist sich als höchst problematisch, dass sich die Geldpolitik der Notenbanken auf die Eindämmung der Inflation auf niedrigem Niveau konzentriert, während sich an unbeobachteten Nebenschauplätzen, abseits der offiziell gemessenen Geldmengen, inflationäre Spekulation in Vermögenswerte – asset inflation – ungeheuren Ausmasses entwickeln kann.

Die historisch einzigartige Grössenordnung veranlagungssuchenden, bei institutionellen Investoren in Fonds gebundenen Kapitals, das bei voller Freiheit der Konversion in jede beliebige Währung und jede beliebige Asset-Klasse zu kurzfristigen Verwerfungen auf den Kapitalmärkten führen kann, wirft völlig neue Fragestellungen auf. Und je mehr die traditionell über Bankbilanzen abgebildete, kreditorientierte Finanzierungskultur Kontinentaleuropas durch die kapitalmarktorientierte Finanzierungskultur des anglo-amerikanischen Raumes abgelöst oder zumindest ergänzt wird, desto intensiver betreffen uns diese Fragen.

II. Chancen für innovative Wachstumsunternehmen im Euro-Kapitalmarkt

Die Kapitalmärkte und die ihnen vorgelagerten, vorbörslichen Risikokapital-Märkte sind deshalb strategisch so entscheidend, weil Wachstumsfinanzierungen im Technologiebereich mit klassischen Kreditinstrumenten nicht finanzierbar sind. Viele Markt- und Technologiefenster stehen nur für kurze Zeit offen; was bedeutet, dass sich der schnellere Wettbewerber mit den größeren Liquiditätsreserven durchsetzt. Die hohen Markt- und Technologierisiken, die Notwendigkeit, rasch zu strategischer Marktstärke zu kommen (time to market), der immer stärkere Stellenwert der immateriellen Investitionen: all das macht es unabdingbar, den wert-schöpferischen Aufbauprozess von jungen Technologieunternehmen mit Risikokapital in Gang zu halten.

Neue Technologien, gerade auch im Bereich des E-business, werden weiterhin massiv Geschäftsprozesse innovieren. Die sinkenden Informationskosten erleichtern Auslagerungen von Produktion und Dienstleistungen aus Konzernstrukturen, fördern die Dezentralisierung und senken in vielen Bereichen die Markteintritts-Barriere. Auch der

daraus entstehende Gründungs- und Innovationsprozess ist letztlich auf Risikokapital angewiesen.

Zum aktuellen Zeitpunkt sind allerdings die Risiko-Kapital-Märkte trotz hoher Summen investitionsbereiten Kapitals in wichtigen Teilbereichen bedrohlich ausgetrocknet. Hauptursache ist das Darniederliegen der mitten in der Vertrauenskrise steckenden Technologiebörsen und der fast vollständige Ausfall von neuen Börsenplatzierungen (IPO's). Wenn es keine Aussicht auf Börsengänge gibt, fehlt den Risikokapital-Fonds eine ihrer wichtigsten Möglichkeiten, aus einer getätigten Beteiligung erfolgreich auszusteigen. Die Zahl der Neuzugänge an den Technologiebörsen lässt sich im heurigen Jahr an einer Hand abzählen – sie liegt nicht einmal bei einem Zehntel der IPO's in den vorangegangenen Jahren und jedenfalls deutlich unter der Zahl der schon in Insolvenz gegangenen oder von Insolvenz bedrohten, börsennotierten Unternehmen.

Die Venture-Capital und Private-Equity-Fonds sehen sich deshalb gezwungen, viel Geld für zusätzliche, ursprünglich nicht geplante Finanzierungsrunden aufzubringen. Die Strecke bis zum geplanten Börsengang ist in vielen Fällen so lang geworden, dass sie durch Notverkäufe und Fusionen oft gleich schwacher Partner abgekürzt wird, um Insolvenzen zu vermeiden. Gleichzeitig haben es die Fonds-Manager schwer, neues Geld von Anlegern zu gewinnen, die von schlechten Nachrichten und von den in zahlreichen Fonds negativen Renditen abgeschreckt werden.

Börsengänge wird es natürlich auch in den kommenden Jahren geben – aber sie sind ein knapperes Gut geworden. IPO's werden sich nur mehr auf besonders gut positionierte Unternehmen konzentrieren, die neben der Produkt- und Marktcompetenz in den Jahren des Aufbaus beweisen konnten, dass sie auch manageriell mit dem Wachstum umgehen können.

Der direkte Weg zu den Anlegern, die Anerkennung der Chancen eines Unternehmens durch Kapitalpartner an funktionierenden Börsen, führt sie zu jenen Unternehmensbewertungen, mit denen Zukunftserwartungen gewichtet werden und der Einkauf in die nächstgrössere Markt- und Technologiespielklasse ohne das Wachstum belastende Fremdmittel finanzierbar wird. Professionelle Marktteilnehmer wissen, dass es sich dabei um Risikokapital reinsten Wassers handelt, das innerhalb eines Beteiligungsportfolios auch die Gefahr von Totalausfällen mit einschliesst.

Unternehmen, die noch keine Gewinne machen, werden deshalb auch in Zukunft Börsenchancen eingeräumt bekommen – aber ihre Anzahl wird im Verhältnis zu den ertragstärkeren Börsenkandidaten wieder kleiner sein als in den Boom-Jahren 1999/2000. Es geht hier um eine Redimensionierung des spekulativen Elementes bei der Einschätzung von Unternehmens-Zukünften auf plausibilisierbare Grössenordnungen. Wenn man sich vergegenwärtigt, dass allein in den USA der Prozentsatz jener Unternehmen, die zum Zeitpunkt des Börsenganges Gewinne schrieben, von mehr als 80 Prozent zu Anfang der Neunzigerjahre auf weniger als 25 Prozent im Jahr 1999 abgenommen hatte, weiss man, was damit gemeint ist.

Von entscheidender Bedeutung sind auch die vorbörslichen Risikokapitalmärkte. Sie haben in den letzten Jahren von der Weichenstellung in Richtung Euro deutlich profitiert, was sich nicht zuletzt daran zeigt, dass das Wachstum des europäischen Venture Capital Marktes erst ab 1997, also im Vorfeld des absehbaren Zustandekommens des Euro, einsetzte. Seit damals lagen die Wachstumsraten in der Aufbringung von Venture Capital bei 150 Prozent jährlich bis zu einem Rekordwert von 48 Mrd Euro im Jahr 2000. Auch

wenn die Volumina in diesem Jahr um wenigstens die Hälfte niedriger liegen dürften, handelt es sich doch um eine beeindruckende Grössenordnung.

Allein in Österreich macht mittlerweile das bereit gestellt Beteiligungskapital mehr als ATS 12 Mrd in über 25 Venture-Gesellschaften aus. Darüberhinaus hat das Interesse internationaler Fonds zugenommen, die sich für das unternehmerische Kreativpotential im gesamten Technologiespektrum interessieren.

Entscheidend für die Qualität der vorbörslichen Risikokapitalmärkte bleibt allerdings auch hier die Regeneration der Börsen. Unterstützt durch neue Informationstechnologien wird der Zusammenschluss der europäischen Börsen und die Schaffung gemeinsamer Handelsplattformen zweifellos zügig fortschreiten. Wir dürfen dabei aber nicht vergessen, dass die Märkte für viele kleinere und mittlere Unternehmen regional bleiben werden. In der Funktion der besonderen Betreuung und Marktpflege von small-caps haben deshalb Regionalbörsen – wie etwa die Wiener Börse – ihre Daseinsberechtigung.

Es ist von allergrösster Bedeutung, dass die Politik sowohl auf der nationalen als auch auf der europäischen Ebene die aktuelle Krise nutzt, um Massnahmen für einen einheitlichen europäischen Kapitalmarkt voranzutreiben. Das gilt für ein einheitliches Gesellschaftsrecht mit der Schaffung einer Europa-AG ebenso wie für ein einheitliches Wertpapier-Aufsichtsrecht, für die Schaffung einheitlicher Gebühren- und Besteuerungssysteme ebenso wie für ein gesamteuropäisch gültiges Übernahmerecht.

Gleichzeitig müssen alle Marktpartner aus den Fehlern der letzten Jahre die richtigen Konsequenzen ziehen und auf der Basis realistischer Business-Modelle wieder Anlegervertrauen für Risikokapital zurückgewinnen. Gerade jetzt, wenn der Euro auch nominell zur gemeinsamen Währung Europas wird, sollte der Eurokapitalmarkt zu einem leistungsfähigen, innovativen Marktplatz werden, auf dem europäische Pionierunternehmen beste Wachstumschancen und Anleger faire Investitionschancen vorfinden.