

Weltbörsen und Berner Börse

Im nachfolgenden Beitrag erklärt Dr. Beat Kappeler, der Gewinner des PRIVATE Medienpreises für Finanzjournalisten 2003 und Mitarbeiter der NZZ am Sonntag, weshalb sowohl Weltbörsen als auch lokale Börsen für eine freie Marktwirtschaft unverzichtbar sind. Der Autor hielt den Artikel als Referat an einer Veranstaltung der BX Berne Exchange.

Der Ruf der Börsen hat in den letzten drei Jahren gelitten, ein bisschen wegen einiger Skandale auf obersten Etagen, sehr stark aber wegen der Kursverluste. Denn nichts schmerzt mehr als verlorenes Geld. Die lange Kursbewegung nach oben, eigentlich seit 1982, hatte endlich eine grosse Zahl von Haushalten zu Aktienanlagen bewegen können. Ausserdem erwies sich jeder Einbruch (1987, 1998) als glänzende Einstiegsgelegenheit. Erst die drei Jahre lange Abwärtsbewegung nach dem März 2000 erschütterte diesen Glauben. Beigetragen haben sicher auch die Akteure des Finanzplatzes, weil sie die langfristig und durchschnittlich hohen 8 bis 9% Rendite der Aktienanlagen stets hervorstrichen. Dass langfristig mehr als drei Jahre sein kann, allenfalls auch 15 Jahre wie von 1969 bis 1984 oder 1986, war aus dem Gedächtnis gefallen. In der politischen Diskussion bemächtigt sich überdies eine strukturkonservativ gewordene Schweizer Linke des Themas – der Finanzsektor habe sich von den Realitäten entfernt und sei an der Flaute schuld. Im Kanton Bern selbst herrscht darüber hinaus seit je eine etwas bäuerliche Aversion gegen Werte, die nicht in Kartoffelsäcken abgezählt werden können, eine Aversion aber nicht bei Bauern, sondern bei Lehrern, Künstlern, Pfarrern. Man braucht nur den «Saemann» zu lesen. Deshalb muss jeder, der Kapitalmärkte fördern und betreiben will, unablässig dem öffentlichen Bewusstsein einhämmern, dass Geldmärkte, Banken, Börsen folgende Funktionen erbringen:

- *Grössentransformation:* aus vielen kleinen Sparbeträgen werden grosse Summen als Kredite weitergeliehen und ermöglichen grosse Werke.
- *Fristentransformation:* kleine Summen sind kurzfristig abrufbar, wie Spargelder, doch die Banken belehnen damit die Volkswirtschaft mit langfristigen Krediten, wie Hypotheken.

- *Zeittransformation:* gespartes Einkommen kann als Geldvermögen von einer Woche auf die nächste, von einem Jahrzehnt auf fernere Jahrzehnte transferiert und dann wieder in Güter oder Dienste zurückverwandelt werden.
- *Risikotransformation:* Der Ausfall eines Kreditgebers wird von den Banken oder Versicherungen als Durchschnittsereignis abgedeckt. Die Einlegerseite spürt ihn nicht. Dafür beziehen die Banken eine Marge zwischen Einlage- und Leihzins als Risikoprämie. Auch Derivate haben Absicherung zum Zweck (oder einen Hebel für grössere Gewinne).
- *Eigentumstransformation:* wenn Banken mit Einlagegeldern Industriellen Kredite erteilen oder selbst Aktien kaufen, erwerben diese Eigentumstitel, die Einleger aber haben nur Schuldtitel in Händen. Aktienbörsen vermitteln Kapital an Firmen, das nicht mehr aus ihnen zurückgezogen werden kann, weshalb dessen Eigentümer es an andere Interessierte über Börsen verkaufen. Die Firmen verfügen damit über eine feste Kapitalbasis, genährt aus tausend Quellen, das Eigentum darüber ist gestreut, das Realkapital (Maschinen, Patente, Organisation, Gebäude) ist geballt und produktiv.

Der Beweis dieser nützlichen, wertschöpfenden Funktionen kann am besten durch die verheerenden Folgen ihres Fehlens gezeigt werden: Länder des Südens ohne funktionierendes Banken-, Börsen- und Versicherungssystem können keine wirtschaftliche, arbeitsteilige Entwicklung erleben. Sie besitzen zwar in vielen Kässelchen, in Form auch von gehortetem Gold in den Familien, viel Schatzgeld, das aber nie zu Kapital transformiert und aktiviert wird.

Ein funktionierendes Geldsystem aus allen diesen Elementen beruht auf hohem gesellschaftlichem Vertrauens-

kapital, gestützt auf Regeln, Gesetzen, Vorhersehbarkeit, Vertragserfüllung, Treu und Glauben. Eine Geldwirtschaft stellt eine reife Zivilisationsleistung dar. Der Beweis kann aber auch an den Weltbörsen der entwickelten Welt unterstrichen werden: Aktien haben in der wirtschaftlichen Entwicklung seit 1800 eine beschleunigende Funktion ausgeübt. Man sieht dies wieder in der Internet- und IPO-Begeisterung 1999/2000, wo nicht die Riesengewinne und -verluste einzelner Gründer oder Aktionäre zählen, sondern die Tatsache systemfunktional wichtig ist, dass mit Aktienaushängen enorme Kapitalien in die Bilanzen neuer Firmen kommen, welche eine lange Dauer für die «Burn Rate», eigentliches Entwicklungsgeld für Riesenprojekte, darstellen. Schon Karl Marx hat 1869, angesichts des Gründerbooms, geschrieben, «die Welt wäre noch ohne Eisenbahnen», hätte nicht das Aktienwesen die enormen Kapitalien dazu bereitgestellt.

Der Aktie eigen ist auch, dass das einbezahlte Geld im Prinzip nicht mehr herausgenommen werden, sondern nur durch den Verkauf der Aktie an Dritte realisiert werden kann. Deshalb sind Börsen nötig. Die Werte der Aktien aber werden nicht «aus den Firmen herausgenommen», sondern entstehen durch die Zuschreibung im Preis unter den gerade momentan tauschenden Aktionären, werden aber allen ruhenden Aktien ebenfalls zugeschrieben. Dies bei Kursgewinnen wie -verlusten. Wären die Börsengewinne seinerzeit den Arbeitern aus der Tasche gezogen worden, wie einige Spitzengewerkschafter damals unterstellten, dann müsste es heute, nach 16'000 Milliarden Dollar summierten Papierverlusten, der Arbeiterschaft wieder glänzend gehen. Es ist nicht so – denn die Gefährdung der Kapitalvermittlung über die Märkte gefährdet auch die Arbeitsplätze. (...)

Börsen erfüllen ihre Funktion aber auch, wenn sie fallen: Gerade in der Baisse beweisen Börsen und Finanzsystem ihre produktive Funktion, Seismographen des Realen zu sein. Sie sagen, die Telekomfirmen konnten erfolgreich aus der Monopolhand des Staates losgeeist und um innovative Projekte ergänzt werden, doch jetzt reicht das dort investierte Geld, und man muss vorderhand den Stecker herausziehen. Sie sagen, lasst die Firmen der Informationstechniken sich ruhiger entwickeln, und sie kippen die Hälfte davon als untaugliche Versuche weg. Dafür tippen die Märkte auf Biotechnik, bald vielleicht auf Nanotechnik, und schieben Forschungsgeld dorthin. Die Börsen veranlassen, dass jene Firmenchefs entlassen werden, welche frivol Substanz mit vollen Händen in Aktienrückkäufen, zu teuren Fusionen verausgabten. Die Märkte teilen mit, dass nach den grossen Fusionen in Pharma, Chemie, Autoindustrie oder Bankwesen die Vorteile erschöpft sind, und liessen bei weiteren Fusionen die Kurse fallen, statt steigen. Die Börsen strafen jene paar an den Fingern aufzuzählende Firmen mit Bilanzbetrug durch sofortigen Konkurs. (...)

Es waren die grossen Börsen der Welt, welche seit März 2000 diese Hinweise gaben, diese Lenkungsfunktion ausübten. (...) Generell sorgt die Kette der grossen Börsen der Welt, die rund um die Uhr ihre Handelstätigkeit weiterreichen, für einen andauernden Stand an Liquidität, für eine differenzierte Interpretation wirtschaftlicher Tatsachen und für eine kompensatorische Kapitalversorgung, welche die volkswirtschaftlichen Schwankungen und Engpässe im Prinzip stets glättet. Wenn die Finanztransaktionen für einmal sich selbst verstärken und überschüssen, dann ist garantiert ein Problem zu lösen – und kein Komitee der Welt wäre brutal genug, um in so kurzer Frist jeweils eine Lösung aufzuzwingen.

Als «lokale Börsen» muss man im Zeitalter globaler Grössenordnungen die nationalen Börsen bezeichnen. Aber diese wie die kleineren, echt lokalen Börsen haben eine derart wichtige Rolle als «Unterakkordanten» der Weltbörsen, dass sie unverzichtbar

sind. Denn wo sollen die allmählich immer wieder in die Haupttableaus der Weltbörsen aufsteigenden Grossfirmen herkommen, wenn nicht aus dem Lokalen? Damit aber diese Finanzierungsfunktion der nationalen und lokalen Börsen aufrechterhalten bleibt, müssen einige Bedingungen zutreffen: Die Transparenz-, Prospekt- und Buchführungsanforderungen sind durch die Weltbörsen angestiegen, die Normen IAS haben sich durchgesetzt. Es kann kaum ein nationaler oder lokaler Geldgeber überredet werden, sein Kapital herzugeben, wenn er nicht genügende, allenfalls identische Transparenz dafür bekommt. Dennoch sind Wege zu pflegen, welche diese Transparenz ohne enorme Kosten, ohne barocken Formalismus zu erfüllen erlauben. Hier können lokale Börsen den Weg zeigen – die Berner Börse tut es.

Nach der Fusion im Grossbankbereich, wodurch drei von fünf verschwanden, sind zwei Institute mit globalem Anspruch übrig. Entweder sollten sich diese verstärkt um die lokale Kapitalbeschaffung neuer Firmen an lokalen Börsen kümmern, oder aber die ebenso konzentrierten, nunmehr schlagkräftigen Regionalbanken sollten diese Rolle nationaler Emissionshäuser ergänzen oder mit der Zeit übernehmen. Im Moment pflegt eine Regionalbank der Zentralschweiz fast im Alleingang die Liquidität in Dutzenden von Regionalwerten – warum machen nicht mehr Regionalbanken mit?

Die grossen Vermögen in der Schweiz, seien es übervolle Firmenkassen oder erfolgreiche Private, wären für eine geregelte Innovationsbörse oder einen Venture-Capital-Marktplatz zu gewinnen. Heute bleibt ihnen sehr oft nur der bequeme, übersichtliche Weg zu internationalen Blue Chips als Anlage. Oder sie machen Stiftungen für das Gute und Schöne, aber dem Werkplatz Schweiz nützt dies leicht suboptimal. Private Investoren sind seit einigen Jahren «sophisticated» geworden, wollen die Absicherungsinstrumente, die internationale Streuung erzielen, wie sie überall empfohlen werden – was sie dann aber kaum anreizt, ihr Geld in ihrer eigenen Region an lokalen Börsen an lokale Firmen zu geben. Es ist daher zu erwarten, dass

die Firmen und auch Neugründungen eher nur Paket-Beteiligungen aus der Gegend erwarten können, von Investoren, die sie kennen, oder dass Venture-Fonds von überall her ihre Anlagen auch an dieser oder jener lokalen Börse streuen wollen. Auch aus diesem Grunde muss man sich überlegen, ob man diesen Pakethandel lokal etwas organisieren kann. Das Ziel wäre auch da, Liquidität zu schaffen, um Kapital anzubinden, aber auch wieder abstossen zu lassen. Dieser Handel aber müsste anders als auf elektronischen und anonymen Bahnen verlaufen. Hier müssten Regionalbanken so etwas wie «Investors' Clubs» führen und propagieren, sozusagen als Trainingslager für IPOs an lokalen Börsen.

Zu entwickeln wären auch lokale Börsen für die immer zahlreicheren Mitarbeiterbeteiligungen. Hier besteht ein Huhn-und-Ei-Problem. Ohne die Liquidität lokaler Börsen, um erhaltene Mitarbeiteraktien eines Tages auch wieder zu verkaufen, wird sich kaum ein Mitarbeiter grössere Teile des Lohns und des Vermögens so zuteilen lassen. Wenn sich aber einmal ein gewisses Volumen vieler lokaler Firmen einspielt, die Mitarbeiteraktien herausgeben, dann kann dieser Markt funktionieren – und diese Firmen können sich gleich auch gelegentlich sogar wieder refinanzieren über die Ausgabe weiterer Aktien.

Die Werbung für lokale Börsen hat schliesslich die schwerste Hürde zu nehmen, und die liegt nicht bei kleinen Investoren, nicht bei Paket-Investoren, nicht bei Venture-Capital-Funds. Vielmehr hat man den mittelständischen Firmen und den Gründern endlich beliebt zu machen, dass es sinnvoll ist, von Anfang an und ohne Not Ausenstehende zu beteiligen – um eben schon im Markt zu sein, um irgendwann Kapital beschaffen zu können, um Erbteilungen abfedern zu können, um Mitarbeiteraktien fungibel zu halten. Der Ziele sind viele, aber die Sucht «alles gehört mir», «niemand redet mir drein» ist denkbar ungeeignet, die Transformationssegnungen von Geld- und Kapitalmärkten lokaler Börsen aufblühen zu lassen. Hier sind Überzeugungsarbeit und Demonstrationsobjekte nötig. ■