

BÖRSEN

Zu sorglos

Von ULF SOMMER

An den Börsen herrscht eine erstaunliche Ruhe: In Europa und den USA sind die tatsächlichen und künftig erwarteten Kursschwankungen so gering wie seit 1996 nicht mehr. Oft sind diese geringen Bewegungen ein Zeichen großer Sorglosigkeit. Unter dem Eindruck eines Wirtschaftsaufschwungs, der die Kurse nach oben treiben könnte, blenden die Investoren viele Probleme aus – nur weil diese bereits bekannt sind. Gelöst sind sie damit aber nicht.

Abzulesen sind die geringen Schwankungen an den Aktienkursen selbst und vor allem am Volatilitäts-Index, einem viel beachteten Indikator an den Finanzmärkten. Er misst über Aktienkursbewegungen und Optionsscheingeschäfte an den Terminbörsen, wie hoch die Kursschwankungen sind und nach Meinung der Akteure in den nächsten Monaten sein werden. Volatilitäts-Werte für den Deutschen Aktienindex (Dax) von beispielsweise 50 signalisieren, dass Investoren in den kommenden 45 Tagen mit einer Schwankung des Dax von 50 Prozent rechnen.

Geringe Kursschwankungen sind oft Vorbote von starken Ausschlägen an den Börsen.

Extremereignisse wie der „Crash“ im Oktober 1987, die Asien- und Russlandkrise 1997/1998, die Terroranschläge am 11. September 2001, Deflationsängste, Spekulationen über Schieflogen bei Versicherungen 2002 und der Irak-Krieg Anfang 2003 ließen die Volatilität – kurz „Vola“ – jedesmal über 50 steigen. In der Regel gehen solche hohe Werte mit extremen Kursrückgängen einher – anschließend führen sie aber oft zu Gegenbewegungen nach oben. Tatsächlich kam es nach dem Irak-Krieg zu einer Rally mit Kursanstiegen von mehr als 50 Prozent.

Bei einer besonders niedrigen „Vola“, wie wir sie derzeit mit Werten unter 20 an der deutschen und nahe 15 an der amerikanischen Börse erleben, rechnen Investoren mit geringen Kursschwankungen. Kaum jemand wittert Gefahren. Gemessen an der Börsenbewertung der meisten Unternehmen, ist diese Sorglosigkeit zumindest in Europa verständlich. Hier zu Lande sind Aktien nach Meinung fast aller Analysten „fair“ bewertet. Dementsprechend erwartet kaum jemand große Kursbewegungen.

Diese Einschätzung überrascht nicht, denn Europas Top-Unternehmen sind, gemessen an wichtigen Kenngrößen wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), derzeit so bewertet, wie es dem Durchschnitt in den letzten 30 Jahren entspricht. Das war zuletzt selten der Fall. Entweder waren Aktien wie im Inter-

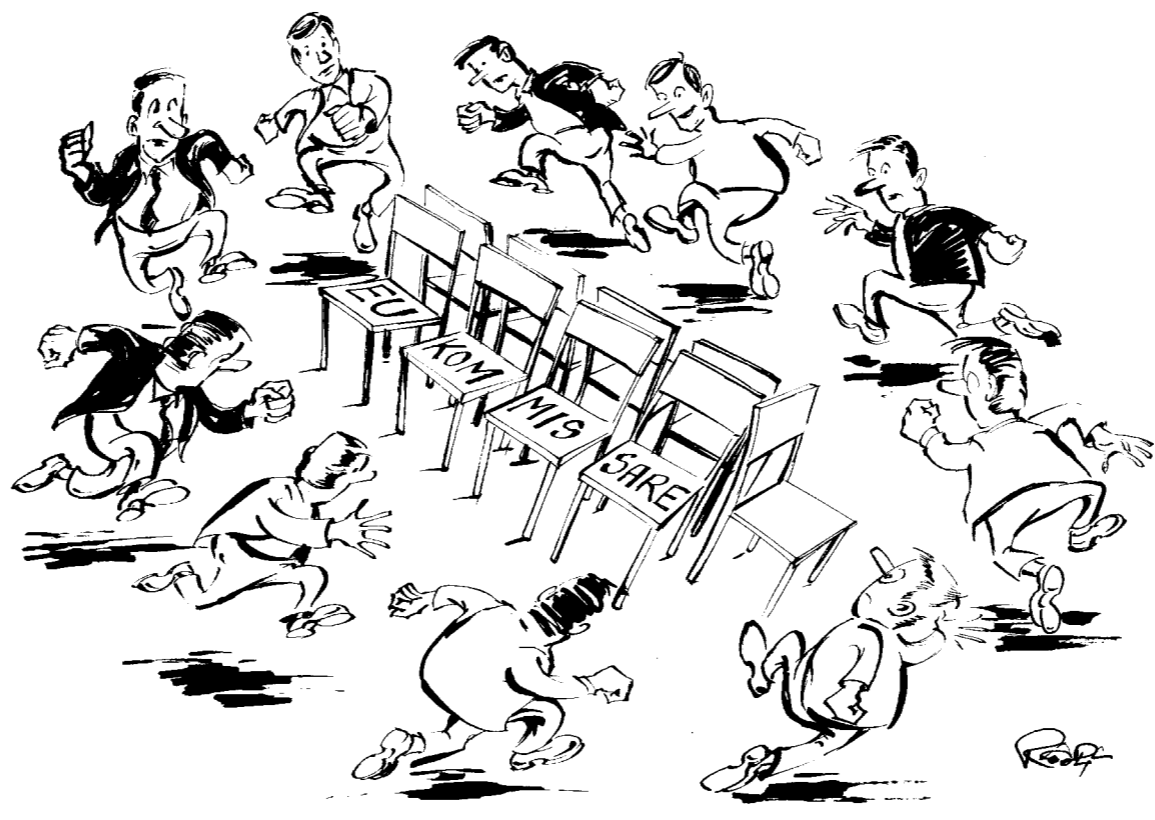
netboom bis 2000 übersteuert oder unterbewertet wie in der Verkaufs-panik vor einem Jahr.

Berücksichtigt man andere Faktoren als die Unternehmensbewertungen, ist die Arglosigkeit der Investoren zwar verständlich, aber nicht berechtigt. Denn viele Probleme, die die Finanzmärkte bis März 2003 auf Talfahrt geschickt haben, sind auch nach der kräftigen Börsenerholung, die dem Dax fast 90 Prozent Zuwachs brachte, nicht gelöst. Weil die Schwierigkeiten hinlänglich bekannt sind, werden Investoren arglos. Sie haben sich an die permanente Gefahr möglicher Terrorangriffe ebenso gewöhnt wie an den hohen Ölpreis, der entgegen den Voraussagen seit Ende des Irak-Kriegs nicht sinkt und deshalb die Wirtschaftskraft dämpft.

Die Börsen scheinen sich auch an die Ungleichgewichte in Amerika zu gewöhnen. Staat und Verbraucher sind hoch verschuldet, das Defizit der Leistungsbilanz wird immer größer. Je weniger ausländische Investoren Geld in Amerika anlegen, desto schwerer ist der Saldo zu finanzieren. Ein weiter fallender Dollar könnte das Problem entschärfen, weil US-Produkte wettbewerbsfähiger werden. Das aber belastet Europa, dessen Produkte im Dollar-Raum teurer werden. Vor diesem Hintergrund überrascht die Gelassenheit an den Börsen.

Andere Risiken sind neu, doch die Börse blendet auch sie aus. Dazu gehört die von der US-Notenbank vorsichtig angedeutete Zinswende. Phasen steigender Zinsen werden gewöhnlich zwar nicht zu Beginn, aber während des weiteren Verlaufs von fallenden Aktienkursen begleitet. Unbeachtet blieb auch der jüngste Einbruch beim Vertrauen der amerikanischen Verbraucher in ihre Wirtschaft. Der Index erfreute sich bislang großer Beachtung, weil der US-Konsum gut zwei Drittel zum Wirtschaftswachstum beiträgt. Schwächt der Konsum, wird der Staat kaum noch einmal mit Steuererhöhungen eingreifen können: Nach der US-Präsidentenwahl im November ist Sparsen angesagt.

Auch wenn die genannten Verwerfungen den Anlegern bekannt sind und deshalb – oder weil sie schlicht ignoriert werden – die Märkte nicht mehr belasten: An Bedeutung haben die Probleme nicht verloren. Eine niedrige „Vola“ signalisiert große, aber trügerische Gelassenheit und ist in der Börsenhistorie häufig Vorbote von starken Kursbewegungen gewesen – oft nach unten, manchmal nach oben.



Handelsblatt/Karikatur: Albert Reuß

EU

Größer, aktiver, ärmer

Von ERIC BONSE

Europa tritt die Flucht nach vorn an. Die Hausaufgaben des Brüsseler Dezember-Gipfels sind noch nicht gemacht, da legen die „großen drei“ bereits eine neue Agenda vor. Und ehe die Erweiterung um zehn neue Staaten geschafft ist, bereitet die EU schon Verhandlungen mit den nächsten Kandidaten vor. Wie das alles zusammenpasst, weiß wohl nicht einmal Bundeskanzler Gerhard Schröder, der nach dem Berliner Dreiergipfel nun auch in Ankara als Pionier auftritt.

Ergibt sich aus Versäumnissen und Widersprüchen, aus Krisen und Brüchen eine neue Dynamik – wie so oft in der Geschichte der EU? Schon jetzt zeichnen sich neue Konturen und Perspektiven ab, die noch vor kurzem undenkbar waren. Das neue Europa wird nicht nur größer, sondern auch aktiver und selbstbewusster – aber auch ärmer. Und es hat kaum noch etwas mit dem Bild zu tun, das wir uns bisher vom alten Kontinent gemacht haben.

Europa wird ärmer – das ist die erste und wohl frustrierende Erkenntnis. Bisher wurde die Erweiterung vor allem als Bereicherung, als Gewinn für alle gesehen. Die unmittelbaren wirtschaftlichen und finanziellen Folgen wurden weniger beachtet. Nun, da die EU-Finanzvorschau für die Jahre 2007 bis 2013 debattiert wird, muss Brüssel sich wegen des Beitritts der wirtschaftlich schwächeren Staaten auf magere Jahre einstellen. Die Vorschläge der EU-Kommission gehen immer noch über das hinaus, was Deutschland und andere Nettozahler zu zahlen bereit sind. Doch sie reichen weder aus, um

die neuen Mitglieder reich zu machen, noch um der EU neue, ambitionierte Ziele zu setzen, wie Kommissionschef Romano Prodi zu Recht beklagt.

Nach Schätzungen der EZB wird es noch Jahrzehnte dauern, bis die neuen EU-Mitglieder wirtschaftlich auch nur annähernd zu den alten aufschließen. Auch die Vision eines föderalen Europas, gar eines genuinen europäischen Staats rückt damit in weite Ferne. Doch in diesem Paradigmenwechsel liegt auch ein Chance: zur Konzentration auf das Wesentliche, zur Sammlung der Kräfte. Der sich abzeichnende beinhardt Streit um die Finanzplanung wird zeigen, ob dies gelingt.

Europa wird aktiver – das ist die zweite und wohl erfreulichste Neuigkeit. Vorbei die Zeiten, da die EU von Brüsseler Bürokraten nach abstrakten, oft weltfremden Prinzipien gesteuert wurde. Passé auch die Phase der deutsch-französischen Aussöhnung, in der Berlin und Paris allein den Motor spielten. Plötzlich gehört auch London zu den Pionieren. Und selbst aus Warschau, Madrid und Rom, wo man noch im Dezember massiv auf die Bremse trat, kommen neue Anstöße, wie der letzte Woche vorgelegte „Brief der sechs“ zeigt.

Wenn nicht alles täuscht, wird dies vor allem der Wirtschaftspolitik neue Impulse geben. Auf dem Berliner Dreiergipfel wurde der Stabilitätspakt klein, die Industriepolitik indes groß geschrieben. Im „Brief der sechs“ liegt der Akzent auf Liberalisierung und Modernisierung. Damit kann endlich eine Debatte um die europäische Wirtschaftspolitik beginnen, die bei

der Gründung der Währungsunion sträflich vernachlässigt wurde. Europa braucht diese Debatte dringend, wenn es den drohenden Niedergang vermeiden und zur Weltspitze aufschließen möchte.

Europa wird selbstbewusster – das ist der dritte und wohl überraschendste Trend. Nach dem Irak-Krieg sah es ja so aus, als habe der alte Kontinent jeden Mumm verloren. Doch inzwischen hat Europa in der Außenpolitik wieder Trittsicherheit gefunden. Nach ersten Achtungserfolgen in Afghanistan und im Iran treten die Europäer nun auch gegenüber den USA und Russland selbstbewusster auf. Selbst im Nahen Osten und im Mittelmeerraum wagen sie, den US-Plänen eigene Initiativen entgegenzusetzen. In der Handelspolitik hat die EU sich schon längst zu einem Riesen entwickelt, der selbst die USA in die Knie zwingen kann, wie der Streit um die Stahlzölle gezeigt hat.

Die EU hat die Spaltung in ein „altes“ und ein „neues“ Europa überwunden, über die sich US-Verteidigungsminister Donald Rumsfeld mokierte. Sie hat den Beweis erbracht, dass man auch mit „soft power“ beachtliche Erfolge erzielen kann. Doch das darf nicht zu Übermut verleiten. Solange der alte Kontinent seine Hausaufgaben nicht gemacht hat, sollte er nicht nach den Sternen greifen. Auch wenn die Flucht nach vorn noch immer glücklich ist: Sie ist allein kein Erfolgsrezept. Das gilt gerade für Mammutaufgaben wie die Integration der Türkei, an der sich selbst das neue, geeinte Europa verheben könnte.

DER ÖKONOMISCHE GASTKOMMENTAR

Wir brauchen professionelle Aufsichtsräte

Die gesamtschuldnerische Haftung stellt ganz neue Anforderungen an die Mitglieder des Kontrollgremiums, geeignete Kandidaten werden Mangelware

Eine effiziente Corporate Governance durch den deutschen Aufsichtsrat wird sich in naher Zukunft als zentraler Wettbewerbs- und Erfolgsfaktor erweisen. Jetzt werden Nägel mit Köpfen gemacht: Nicht-Wissen und Zuspät-Wissen schützen schon bald nicht mehr vor Strafe. Die kommende gesamtschuldnerische Haftung wird sich nicht nur auf den Vorstand, sondern ebenfalls auf den Aufsichtsrat erstrecken. Werden die gültigen Vorschriften nicht erfüllt, so hat dies nicht nur Sanktionen für Aufsichtsräte zur Folge, sondern zieht massive Erschwernisse für Unternehmen beziehungsweise des Beirats gewinnt deshalb an Bedeutung. Die Informationspflicht wird zur Holschuld der Aufsichtsräte. Und spätestens hier wird seine Kompetenz Dreh- und Angelpunkt allen unternehmerischen Handelns. Die Frage ist nur: Welche Aufsichtsräte erfüllen die neuen Anforderungen? Wer ist kompetent? Und was ist Kompetenz?

Das „Risikoüberwachungsgesetz“ (KonTraG) ist zwar bereits

am 1. Mai 1998 in Kraft getreten, doch die Existenz eines Risikomanagements in der Jahresabschlussprüfung muss nun auch tatsächlich testiert werden. Wurden diesbezügliche Beurteilungen bis dato lediglich im sogenannten Management-Letter vorgenommen, der direkt an die Aufsichts- oder Beiräte ging, so dürfte/sollte zukünftig vom Abschlussprüfer kein uneingeschränktes Testat mehr erteilt werden, wenn nicht (zumindest) eine lückenlose Risikodokumentation vorzuweisen ist.

Der reinen Aufsichtspflicht des Aufsichtsrats wird dies aber noch lange nicht gerecht. Aktive Risikoüberwachung bedeutet kontinuierliches Hinterfragen des Risikomanagements. Für den Aufsichtsrat heißt das, sein jeweiliges Fach- und Expertenwissen dergestalt zu nutzen, dass er auch selbst das unternehmensinterne und -externe Umfeld nach kritischen Ereignissen prüft. Erkennt er bestandsgefährdende Veränderungen, ist es seine Aufgabe, den Vorstand zu unterrichten, ihm Wissen und Rat zur Verfügung zu stellen und mit der Erarbeitung von Lösungen zu beauftragen.

Dies scheint auf den ersten Blick zu einem Verschwinden von Managementfunktion (Vorstand) und Kontrollfunktion (Aufsichtsrat) zu führen. Das ist aber nicht der Fall:



Markus Labbé ist Associate Professor für Management an der Open University, Milton Keynes (UK).

Der Aufsichtsrat übernimmt keine operative Tätigkeit, sondern schafft lediglich einen unausweichlichen Rechtfertigungszwang für den Vorstand, alleine schon, weil er muss!

Die Verantwortung der Aufsichtsräte steigt somit zukünftig deutlich an. Zunehmend höhere Anforderungen bei der Auswahl der Aufsichtsräte werden einzuhalten sein. Gefragt sein werden in Zukunft drei verschiedene Typen von Aufsichtsratsmitgliedern: Für Fragestellungen zum allgemeinen Geschäftsumfeld sowie zu den übergeordneten Geschäftsprozessen wird der Branchenkenner unabdingbar sein. Er sollte Entwicklungen im spezifischen Markt und Verhältnisse bei und zu Wettbewerbern sowie deren mögliche Geschäftsstrategien beurteilen können.

Um Prozesse, Produktstrategien und Entwicklungsmöglichkeiten abzuschätzen, wird der Fachexperte

gefragt sein. Er verfügt idealerweise über einen fundierten produkt- und/oder prozesstechnologischen Hintergrund und beurteilt die realwirtschaftlichen Aspekte im Unternehmen.

Unabdingbar wird darüber hinaus der Finanzfachmann sein. Denn gar zu oft wurden in der Vergangenheit komplexe Zahlengerüste aufgestellt, die solide wirkten, aber zahlreiche Gefahren verschleierten.

Unabhängig von ihrem jeweiligen Erfahrungsschwerpunkt sollten alle Aufsichtsräte über Führungserfahrung auf mittlerer oder höherer Managementebene verfügen, Verantwortung für das operative Ergebnis innegehabt haben und keinesfalls Funktionen bei Wettbewerbern bekleiden oder mit Lieferanten und Abnehmern interessenmäßig verflochten sein.

Das skizzierte zukünftige Anforderungsprofil macht klar: Aufsichtsräte werden zur Mangelware. Erste Unternehmen lassen deshalb bereits heute Aufsichtsratspositionen unbesetzt. Da die Gesamtzahl der Aufsichtsratsmandate, die eine einzelne Person übernehmen darf, auch noch auf fünf beschränkt wird (und der Aufsichtsratsvorsitz doppelt zählt), wird die Zahl geeigneter Kandidaten weiter eingeschränkt, der Engpass verschärft.

Immer mehr Unternehmen werden um die bestgeeigneten Aufsichtsräte in Konkurrenz treten. An Stelle des „old boys network“ wird dann eine aktive und aufwendige Suche nach geeigneten Personen treten.

Und fähige Aufsichtsräte wird man nicht geschenkt bekommen. Denn wenn die Professionalisierung des Aufsichtsrats eine Intensivierung seiner Tätigkeit bedeutet, Verantwortung und persönliches Haftungsrisiko steigen und zunehmend höhere fachliche wie persönliche Anforderungen an Aufsichtsräte gestellt werden, wird sich die Schere zwischen Leistung und Gegenleistung weiter öffnen. Bei gleichzeitiger Knappheit an geeigneten Personen entspricht die bisherige Vergütungspraxis nicht mehr den Anforderungen.

Schon in Kürze werden deshalb Modelle um sich greifen, bei denen erstens die Vergütung deutlich über den heute üblichen Entgelten liegen wird und zweitens – soweit mit der Rechtsprechung vereinbar – variable Bestandteile, die sich am Unternehmenserfolg orientieren, enthalten sein werden. Noch „bestreiken“ Bsirske & Co. notwendige Änderungen selbst in den Unternehmen, in denen sie als Aufsichtsratsmitglied tätig sind. Warum? Die Energie müsste vielmehr darauf gerichtet werden, das Berufsbild „professioneller Aufsichtsrat“ voranzutreiben.

Handelsblatt

DIE WIRTSCHAFTS- UND FINANZZEITUNG

Chefredakteur: Bernd Ziesemer
Assoziierter Chefredakteur: Fred Kempe
Stv. Chefredakteur: Joachim Dorfs

Verantw. Redakteur Meinung & Analyse: Thomas Hanke
Leserbriefe: Redaktion Handelsblatt, Postfach 102 74 1, 40018 Düsseldorf
E-Mail: hb.leserbriefe@vhb.de

BUNDESPRÄSIDENT

Verquere Suche

So ein Pech auch! Nun hat die Union einen idealen Kandidaten für das Amt des Bundespräsidenten, nur der will nicht. Edmund Stoiber leugnet hartnäckig jede Ambition auf das höchste Amt – und die CDU wird ihm glauben müssen. Zur Betrübnis von Angela Merkel. Denn nichts wäre ihr lieber, als wenn sich der CSU-Vorsitzende ihrer, ja: erbarmen würde. Anders ist es nicht zu verstehen, wenn immer wieder einer, diesmal Merkel-Vize Christoph Böhr, Stoiber ins Spiel bringt: Die CDU hat keinen überzeugenden Kandidaten.

So sehr die Not wächst, so klarer wird auch, dass jene, darunter ausgerechnet Stoiber, es nicht gut mit Merkel meinen, die ihr Wolfgang Schäuble aufdrängen wollen. Das Risiko seines Scheiterns in der Bundesversammlung, womöglich sogar schon zuvor bei den Auseinandersetzungen um seine Person ist viel zu hoch. Das liegt indes eher an Schäubles Vergangenheit als an

dem eher glitschig anmutenden Selbsterfahrungs-Buch der früheren CDU-Schatzmeisterin Baumeister. Dort breitet sie zwar ihre Sicht der Dinge konziser aus als zuvor. Doch ist Betroffenheit noch lange kein Ersatz für Wahrheitsfindung, so sehr sie auch empfunden sein mag. Doch daran ist schon die Berliner Staatsanwaltschaft gescheitert, die den Hergang der heimlichen 100 000-DM-Spende an Schäuble nicht aufklären konnte.

So sagt die verquere Fahndung nach einem Kandidaten mehr über die Parteien des Landes selbst aus, als ihnen lieb ist. So wenig sich aus ihren Reihen ein überzeugender Kandidat aufdrängt, so wenig überzeugen Regierung und Opposition mit ihren programmatischen wie personellen Konzeptionen für die Zukunft des Landes. Überall zeigt sich, dass weniger Überzeugungen und Autoritäten, als – so ein Pech auch! – Verlegenheiten und Unberechenbarkeiten vorherrschen. rks

STEUERPOLITIK

Mutige Bewegung

Frits Bolkestein, mit 70 Jahren ältester EU-Kommissar, will vom nahen Ende der Kommission Prodi nichts wissen. Der Binnenmarktkommissar betreibt seinen Job sogar mit wachsendem Eifer.

Sein wichtigstes Projekt hat der liberale Niederländer nahezu abgeschlossen. Die Gesetze zur Schaffung des Finanz-Binnenmarktes im Jahr 2005 hat er größtenteils durch den Ministerrat gepaukt. Jetzt greift er unerwartet die Steuerpolitik wieder auf. Wenn sein Vorhaben Erfolg hat, die Bemessungsgrundlage für die Körperschaftsteuer zu vereinheitlichen, könnte das Bewegung in die gesamte EU-Steuerpolitik bringen.

Dort, wo sich wegen der im Ministerrat erforderlichen Einstimmigkeit seit Jahren nichts bewegt, will Bolkestein endlich Fortschritte erzielen. Der EU-Vertrag gibt ihm die Möglichkeit dazu: Der Kommissar will erstmals die vertraglichen Bestimmungen zur verstärkten Zusammenarbeit anwen-

den. Bislang scheuten die EU-Regierungen vor der dafür vorgesehenen Prozedur zurück: Zuerst, weil sie zu kompliziert war. Nach der Vereinfachung mieden die Staaten die Möglichkeit, weil sie politischen Schaden bei der Ausgrenzung einzelner Mitgliedsstaaten fürchteten.

Weil Bolkestein die Nase voll hat vom britischen und irischen Veto gegen Steuerbeschlüsse, will er diese Zurückhaltung durchbrechen: Eine Kerngruppe von Ländern soll bei der Berechnung der Unternehmensbesteuerung gleiche Regeln anwenden. Dies soll den Binnenmarkt voranbringen. Bolkestein startet einen ersten Versuch. Gelingt er, dürfte dies Europas Steuerpolitik verändern.

Bolkestein betreibt mit seinem Elan aber auch pure Innenpolitik. Er, Mitglied des kleinen Koalitionspartners in Den Haag, strebt eine weitere Amtszeit in Brüssel an. jh

WESTLB

Neuer Flirt

Manchmal kommt das Glück in der Maske des Unglücks, so brachte dieser Tage ein Sparkassenchef die Situation bei der WestLB auf den Punkt. In der Tat ermöglicht die Krise bisher Unmögliches: Das angeschlagene Institut und die Sparkassen aus Nordrhein-Westfalen suchen den Schulterchluss. Fast drei Jahre brauchen sie, um den Graben zu schließen, der in zwei Jahrzehnten aufgerissen war. Lange hatte die Bankleiber in großem Stil heimische Industriepolitik mitgestaltet oder internationale Stützpunkte aufgebaut. Dagegen war ihr das Geschäft mit den heimischen Sparkassen langweilig und lästig.

Anfänglich hatte die WestLB Erfolg. Doch wenn auf Druck der Wettbewerbsbehörden Mitte nächsten Jahres die Staatsgarantien für Landesbanken auslaufen, steigen die Refinanzierungskosten für WestLB & Co., weshalb einige Aktivitäten unrentabel werden.

Schon als das Aus für die Staatsgarantien beschlossen war, hätte ein Schulterchluss zwischen WestLB und Sparkassen erfolgen müssen. Doch die Probleme mit Altlasten wie dem Verlustgeschäft Boxclever störten erste Annäherungsversuche.

Mit dem Start von Thomas Fitcher als WestLB-Lenker gibt es nun eine zweite Chance. Und diese scheinen beide Seiten nutzen zu wollen. Neuerdings werben selbst jahrelange Kritiker aus dem Sparkassenlager für die WestLB.

Das tun sie vor allem aus zwei Gründen: Sie sehen eine Chance, mit der Bank lohnende Geschäfte zu machen. Zudem könnten die Sparkassen bald bei der WestLB das Sagen haben: Nur sie scheinen derzeit das Geld für die notwendige Kapitalerhöhung bereitstellen zu können. Das nährt bei den Sparkassen die Hoffnung, langfristig mit der WestLB gemeinsame Sachen machen zu können. cd

ZITAT DES TAGES

„Ausbildung wird niemals funktionieren, wenn in irgendeiner Form ein Muss oder ein Zwang dahinter steckt.“

„

Harald Schartau, SPD-Landesvorsitzender in NRW, zu der von seiner Partei geplanten Ausbildungs-Umlage



Foto: dpa