

## New Economy 3: Auswirkungen der New Economy auf die Kapitalmärkte

Rahild Neuburger

Im letzten Beitrag wurden grob die Auswirkungen der New Economy auf Arbeits-, Güter- und Kapitalmärkte skizziert. Dabei hat sich gezeigt, dass es keinen Markt gibt, der nicht in irgendeiner Form von den Konzepten und Ansätzen der New Economy tangiert ist. Dies gilt vor allem für Kapitalmärkte. Da die zu beobachtenden Veränderungen und Auswirkungen hier besonders gravierend sind, sollen sie in dem nun folgenden Beitrag vertieft betrachtet werden.

### 1. Das Unternehmen FORMULA.COM als Beispiel

Analog zu dem Vorgehen in den bisherigen Beiträgen dieser Serie sollen die verschiedenen Entwicklungen an Hand eines fiktiven Unternehmens als Beispiel skizziert werden.

Bei dem fiktiven Unternehmen FORMULA.COM handelt es sich um ein typisches *Start-Up-Unternehmen* im Internet, das von zwei Hochschulabgängern gegründet wird. Idee ist der Online-Vertrieb von Standard-Formularen. Unternehmen wie Privatleute können sich die von ihnen gewünschten Formulare wie z.B. Quittung, Steuererklärung, Rechnungen etc. im Internet aussuchen und am Arbeitsplatz oder zu Hause direkt ausdrucken. Der primäre Nutzen für den Kunden besteht darin, dass er jederzeit Zugriff auf sämtliche von ihm benötigten Formulare in der von ihm gewünschten Anzahl hat und sich diese nicht erst beschaffen muss. Die Online-Formulare sollen entweder stückweise oder als Abonnement verkauft werden.

Um möglichst schnell eine große Anzahl von Kunden gewinnen zu können, planen die zwei Gründer erhebliche Werbe- und Marketingkampagnen sowohl in klassischen Medien als auch im Internet. Für diese Maßnahmen wie auch für die Gestaltung und Aufbau des Online-Vertriebs sowie dessen Pflege sind erhebliche Investitionen erforderlich. Da die Gründer direkt von der Universität kommen und über kein eigenes Kapital verfügen, ist hierfür die Aufnahme von Fremdkapital erforderlich. Eine Anfrage bei verschiedenen Banken ergibt, dass sich die Banken bei der Beurteilung des Geschäftskonzeptes und der Bewertung der mit der Realisierung verbundenen Risiken schwer tun, da ihnen lediglich das Konzept, die Idee sowie die Fähigkeiten der Unternehmensgründer als „Sicherheit“ gegenüberstehen, jedoch keinerlei materielle Sicherheiten wie Maschinen oder Gebäu-

de vorhanden sind. In Folge erweist sich die Beschaffung der erforderlichen finanziellen Mittel schwieriger als ursprünglich erwartet und die Unternehmensgründer suchen nach alternativen Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung.

Hierbei kommt ihnen das Internet sehr zu Hilfe, da sie Konditionen und Preise verschiedener nationaler und internationaler Kapitalgeber im Internet abrufen und direkt vergleichen können. Bei ihrer Suche und ihren Recherchen im Internet stoßen sie auf *Venture Capital Gesellschaften*, die sich auf die Finanzierung erfolgsversprechender Neugründungen im Internet-Sektor spezialisiert haben. Nach der Präsentation ihrer Idee und ihres mittlerweile ausgereiften *Business-Planes* bei verschiedenen Gesellschaften zeigt sich eine der Gesellschaften sehr interessiert und stellt das für den Start und Betrieb des Unternehmens erforderliche Kapital gegen entsprechende Anteile am Unternehmen zur Verfügung.

Formula.com geht mit seinem Online-Vertrieb von Formularen ans Netz und schon nach kurzer Zeit verfügt das Unternehmen über eine ansprechende Zahl von Kunden. Um den Service für den Kunden zu erweitern, plant Formula.com den Ausbau des Geschäftes, indem zum einen weitere Services und Funktionalitäten angeboten werden sollen und zum anderen neue Ziel- und Kundengruppen gezielt angesprochen werden sollen. Hierfür sind wiederum zusätzliche finanzielle Mittel erforderlich. Auf Grund der zu diesem Zeitpunkt herrschenden Börseneuphorie planen die Gründer, ihr Unternehmen an der Börse zu platzieren und finden schnell eine Bank, die die *Emission* begleitet. Das Konzept geht auf. Die Nachfrage nach den Aktien des Unternehmens ist sehr hoch und die Kurse steigen. Das Unternehmen Formula.com gewinnt dadurch an Marktwert. Die Unternehmensgründer nutzen die Gunst der Stunde und verkaufen einen Großteil ihres Aktienpaketes. Nach einiger Zeit beginnen die Kurse zu fallen und Formula.com verliert zunehmend an Marktwert, obwohl sich am zugrundeliegenden Konzept nichts geändert hat, sondern – im Gegenteil – das Unternehmen sehr erfolgreich ist.

Das Beispiel Formula.com steht exemplarisch für die Entwicklung vieler Unternehmen, die in den letzten Jahren in dieser oder in ähnlichen Varianten zu beobachten waren. Daher lassen sich an Hand dieses Beispiels die wichtigsten Entwicklungen der New Economy auf dem Kapitalmarkt verdeutlichen:

- Entstehung veränderter Formen der Finanzierung
- Veränderte Rolle von Banken
- Steigende Bedeutung des Kapitalmarktes
- Relevanz grundlegender ökonomischer Gesetzmäßigkeiten auch in der New Economy

## 2. Veränderte Formen der Finanzierung

Auf Kapitalmärkten kommen Kapitalanbieter und –nachfrager zusammen. Bei den Kapitalnachfragern handelt es sich um Unternehmen, Banken, Konsumenten oder Staat; bei Kapitalanbietern um Banken, Versicherungen, institutionelle Anleger wie z.B. Fondsgesellschaften oder auch Privatpersonen<sup>1</sup>. Als Nachfrager nehmen sie Kredite in Anspruch, als Anbieter stellen sie Fremd- und Eigenkapital zur Verfügung. Die Beziehungen zwischen Anbieter und Nachfrager gestalten sich entweder bilateral, wenn ein Unternehmen z.B. mit einer Bank einen Kreditvertrag schließt, oder über *Intermediäre* wie die Börse, wenn ein Unternehmen Aktien platziert und dafür von den institutionellen Anlegern oder Privatanlegern finanzielle Mittel erhält. Erfolgt die Finanzierung über Kredite, wird von Fremdkapital gesprochen; erfolgt die Finanzierung über Aktien oder Venture Capital, handelt es sich um Eigenkapital. In der Old Economy nahm die Fremdfinanzierung mit Hilfe von Krediten einen vergleichsweise hohen Stellenwert ein. Einfach dargestellt – verfügten Un-

ternehmen üblicherweise bei ihren Haupt- oder Hausbanken über eine bestimmte Kreditlinie, innerhalb derer sie Kredite in Anspruch nehmen konnten. Waren zusätzliche Investitionen erforderlich, wurden entsprechende zusätzliche Kredite vereinbart. Voraussetzung hierfür sind materielle Sicherheiten bzw. beleihungsfähige Vermögensgegenstände wie z.B. Gebäude, Fuhrpark oder Maschinen.

In der New Economy entstehen neue Finanzierungsformen und -möglichkeiten einerseits und neue Finanzierungszwänge für Unternehmen andererseits. So ist unser Beispielunternehmen Formula.com auf Grund des mangelnden Interesses der Banken einerseits gezwungen, sich nach interessanten Alternativen umzusehen. Andererseits eröffnen sich aber auch neue Möglichkeiten wie z.B. die erwähnten Venture Capital Gesellschaften oder der Gang an die Börse. Für diese Tendenzen sind im wesentlichen drei Entwicklungen verantwortlich:

- Der erleichterte Zugang zu alternativen Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten
- Die Entstehung neuer, schwer zu erfassender und zu bewertender Risiken
- Rechtliche Entwicklungen wie v.a. die Regelungen im Zusammenhang mit Basel II.

## 2.1 Erleichterter Zugang zu alternativen Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten

Wie schon im letzten Beitrag skizziert, haben Unternehmen in der New Economy einfacher Zugang zu alternativen Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten als dies in der Old Economy der Fall war. Dies lässt sich im wesentlichen auf zwei Ursachen zurückführen<sup>2</sup>: Zum einen erhöhen Internet und Informations- und Kommunikationstechniken generell die Transparenz und Verfügbarkeit von Informationen. Die Suche nach relevanten Informationen über z.B. Konditionen und Angebote von Banken oder anderen Kapitalgebern gestaltet sich im Vergleich zur Old Economy um ein Vielfaches einfacher und zu erheblich geringeren Suchkosten. Unternehmen können Angebote und Konditionen von Banken und alternativen Kapitalanbietern wie z.B. Venture Capital Anbietern weltweit abrufen und direkt miteinander vergleichen. Gewählt wird dann häufig die effizienteste und für das Unternehmen günstigste Alternative und nicht unbedingt das Angebot der Haupt- oder Hausbank. Das klassische Haus- oder Hauptbankprinzip weicht dem sog. „smart shopping“. Entscheidungsrelevant sind Konditionen und Preise und immer weniger langjährige Beziehungen mit den Banken.

Zum anderen erhöht sich die Anzahl potenzieller Kapitalgeber und die Zugangsmöglichkeiten zu Kapital. Neben den national agierenden Banken, die in der Old Economy meistens die Rolle der Haus- oder Hauptbank eingenommen haben, treten zunehmend internationale Banken sowie alternative Kapitalanbieter wie z.B. Venture Capital Gesellschaften, andere Eigenkapitalgeber oder die Börse selbst auf. Die relevanten Informationen darüber, welche es gibt und welche Angebote sie zu welchen Konditionen anbieten, lassen sich über das Internet einfach erfragen. So hat sich unser Beispielunternehmen Formula.com im Internet über alternative Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten informiert und sich auf der Basis dieser Informationen für Venture Capital Gesellschaften entschieden. Zu einem späteren Zeitpunkt geht Formula.com an die Börse und beschafft sich hier das erforderliche Kapital.

## 2.2 Veränderte Risiken

In der New Economy müssen sich Kapitalgeber mit neuen oder veränderten Risiken auseinandersetzen, deren Erfassung und Bewertung häufig schwierig ist<sup>3</sup>. Denn in der New Economy sind Ideen und Geschäftskonzepte zu finanzieren, für deren Realisierung zwar häufig ein erheblicher Kapitalbedarf erforderlich ist, deren Relevanz und langfristige Tragfähigkeit für potenzielle Kapitalgeber jedoch schwer zu erfassen und zu beurteilen ist. Die Gründe hierfür liegen in den im Beitrag „New economy + old economy = one economy“ (Gegenwartskunde 3/2001) skizzierten Entwicklungen wie *Digitalisierung*, *Vernetzung* und neue Strategien und Geschäftsmodelle. So sind für die Umsetzung vieler Geschäftskonzepte in der Internet-Welt erhebliche Investitionen erforderlich – z.B. für die Entwicklung und Installation eines Internet-Auftritts, die erforderlichen Marketing-Maßnahmen, den Aufbau der erforderlichen Logistik etc. Diesen Investitionen steht meistens eine Idee oder ein Konzept gegenüber, das schwierig zu beurteilen ist, da in erster Linie Know-How oder Wissen zugrunde liegen und keine – wie in der Old Economy – materiellen Sicherheiten gegenüberstehen. So basiert unser Beispielunternehmen Formula.com lediglich auf dem Konzept und der Idee eines Online-Vertriebs von Formularen, für dessen Realisierung erhebliche Investitionen erforderlich sind. Diese Investitionen fließen in Know-How für den Aufbau des Internet-Auftritts und seine Pflege oder in geeignete Marketing-Maßnahmen und nicht – wie in der industriellen Welt – in für die Produktion von Sachgütern erforderliche Fließbänder oder Maschinen, die dem Kapitalgeber als Sicherheit dienen können, wenn das Konzept nicht aufgeht. Funktioniert der Online-Vertrieb von Formularen nicht, besitzen die Kapitalgeber keinerlei materielle Sicherheiten, wenn man einmal von dem Server, auf dem der Internet-Shop liegt oder weiteren Computern absieht.

Im Zuge der zunehmenden Digitalisierung sind die Kapitalgeber mit Risiken konfrontiert, deren Einschätzung auf Grund fehlender materieller Werte oft sehr problematisch ist, was den Umgang mit ihnen erheblich erschwert. Eine zunehmende Rolle spielen immaterielle Werte wie Geschäftskonzept oder -idee, Softwarelösung, Marke, Fähigkeiten und Kompetenzen der Führungskräfte oder Entwickler, die Kapitalgeber erkennen und beurteilen müssen. Hierfür fehlt aber häufig das entsprechende Know-How oder die erforderliche Erfahrung. Noch schwieriger wird es, wenn Unternehmen in flexiblen vernetzten oder virtuellen Konfigurationen zusammenarbeiten und Kapitalgeber weder erkennen können, welchen Einfluss jedes der beteiligten Unternehmen auf die Geschäftsabwicklung hat, noch wissen, auf welches Unternehmen zurückgegriffen werden kann, wenn das Vorhaben nicht gelingt.

In Folge dieser Entwicklungen ziehen sich Banken häufig aus dem Kreditgeschäft zurück und an ihre Stelle treten alternative Kapitalgeber wie Venture Capital Gesellschaften, private Kapitalgeber oder die Börse. Dies lässt sich auch am Beispiel von Formula.com verdeutlichen: Auf Grund der Probleme bei der Bewertung des zugrundeliegenden Konzeptes und den fehlenden materiellen Sicherheiten bei unseren zwei Unternehmensgründern ziehen sich die Banken als potenzielle Kapitalgeber zurück; die Unternehmensgründer sind auf alternative Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung angewiesen.

Diese Entwicklung bleibt nicht ohne Folgen für die Finanzierungsstruktur von Unternehmen: An die Stelle von Fremdfinanzierung tritt zunehmend Eigenfinanzie-

rung oder anders ausgedrückt: Fremdkapital wird durch Eigenkapital ersetzt. Während – wie schon angesprochen – in der Old Economy der Großteil der Investitionen kreditfinanziert wurde, ist in der New Economy der Trend zur Finanzierung durch Eigenkapital zu beobachten. Die Folge ist zum einen die Gefahr des Wegfalls des Kreditgeschäftes als einer wichtigen Geschäftsgrundlage von Banken, zum anderen die Herausbildung eines höheren Stellenwertes von Kapitalmarkt, Börse und Aktien als Kapital.

### 2.3 Regelungen von Basel II

Verstärkt wird diese Tendenz durch rechtliche Entwicklungen, zu denen vor allem die unter dem Stichwort Basel II bekannten Regelungen zu zählen sind. Sie sehen u.a. die Neugestaltung der Mindesteigenkapitalerfordernisse bei Banken vor<sup>4</sup>. Danach soll – anders als bisher – zukünftig die Höhe des von der Bank zu unterlegenden Eigenkapitals durch das individuelle Risiko der Kreditvereinbarung mitbestimmt werden. Ein höheres Ausfallrisiko führt zu einer höheren Eigenmittelanforderung als vergleichbare Kreditengagements mit geringeren Ausfallwahrscheinlichkeiten. Das individuelle Ausfallrisiko soll mit Hilfe von Risikoanalysen ermittelt werden, wobei sich die Banken diesbezüglich zwischen drei grundsätzlichen Methoden entscheiden können. Wichtige Kriterien dabei sind neben typischen Länder- und Branchenrisiken vor allem auch unternehmensspezifische Risikofaktoren und emissionspezifische Risiken, zu denen die Art des Kredites sowie die Besicherung zählen.

In Folge von Basel II müssen sich Banken noch mehr auf die Bewertung von Kreditrisiken konzentrieren als dies früher der Fall war. Dies erfordert zunächst erhebliche Investitionen in die benötigten Risikobewertungssysteme und in die individuelle Bewertung jedes einzelnen Kreditfalles. Je höher die Ausfallrisiken, desto mehr Eigenkapital müssen sie zudem unterlegen, desto weniger finanziellen Spielraum haben sie zum Agieren und desto geringer ist die Eigenkapitalrentabilität für Banken. Die Folge ist eine Differenzierung des Kreditgeschäftes. Banken werden sich zunehmend auf diejenigen Unternehmen konzentrieren, deren Ausfallrisiken vergleichsweise gering sind.

Für Unternehmen bedeutet dies: Je höher die individuellen Ausfallrisiken sind, desto geringer ist die Chance, von Banken Kredite zu erhalten. Hiervon betroffen sind einerseits Unternehmen der New Economy. Deren Risiken sind nicht nur – wie gezeigt – schwierig zu erfassen und zu bewerten. Sie sind auf Grund der schnellen technologischen Entwicklungen mitunter auch sehr hoch. Gerade im Internet-Sektor lässt sich nicht absehen, ob und wie lange Internet-Geschäftskonzepte funktionieren. Ein Beispiel hierfür sind die vielen durch Werbung finanzierten Internet-Unternehmen wie z.B. Informationsdienstleister. Nehmen die Werbeeinnahmen ab, funktioniert das Konzept nicht mehr und die Existenz des Unternehmens ist gefährdet. Ein anderes Beispiel sind technische Dienstleistungen oder Softwarelösungen, die durch technologische Entwicklungen unter Umständen schnell überholt sind. Andererseits treffen die Regelungen von Basel II klassische kleinere und mittelständische Unternehmen, deren Risikoeinschätzung häufig höher ist als bei größeren Unternehmen, da z.B. bestimmte Sicherheiten fehlen. Während Internet-Unter-

nehmen aus den skizzierten Gründen ohnehin weniger Interesse an Krediten haben und vergleichsweise leichter alternative Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung finden, stellen diese Entwicklungen für den Mittelstand ein ernst zu nehmendes Problem dar. Denn viele kleine und mittelständische Unternehmen erhalten nicht mehr so ohne weiteres die von ihnen benötigten Kredite und sind gezwungen, sich am Kapitalmarkt nach geeigneten Alternativen umzusehen.

In Folge all dieser Entwicklungen, die z.T. auf die veränderten Bedingungen der New Economy zurück zu führen sind, zum Teil jedoch auch durch davon unabhängige Entwicklungen forciert wurden, verändert sich zum einen die Rolle der Banken auf den Kapitalmärkten, zum anderen nehmen Institutionen des Kapitalmarktes wie vor allem die Börse oder Aktien als Kapital an Relevanz zu.

### 3. Veränderte Rolle der Banken

Zu erwarten ist, dass sich die Rolle der Banken ändern wird. In den bisherigen Ausführungen wird deutlich, dass einerseits die Nachfrage nach Krediten bei Banken auf Grund interessanter Alternativen sinkt; sich andererseits Banken aus dem Kreditgeschäft immer mehr zurückziehen auf Grund der Problematik der Risikobewertung und der Anforderungen durch Basel II. Das klassische Kreditgeschäft, das immer noch als ein wesentliches Kerngeschäft der Banken gilt, droht damit zunehmend unattraktiv und schwierig zu werden. Provokant behauptet, gefährdet die New Economy eine wesentliche Geschäftsgrundlage von Banken.

Dies muss allerdings nicht so sein, wenn man sich die Potenziale der New Economy für das Kreditgeschäft der Banken betrachtet<sup>5</sup>. In Folge von Internet und vor allem informations- und kommunikationstechnisch gestützten Risikobewertungssystemen können Banken zunehmend die Rolle eines Intermediärs zwischen Kapitalnachfrage (= Unternehmen) und Kapitalangebot (Kapitalmarkt und andere Bankenlandschaft) einnehmen, indem sie z.B. Unternehmen und Eigenkapitalanbieter zusammenbringen oder die verschiedenen Risiken marktgerecht bündeln und an dritte Kapitalgeber verkaufen oder auslagern, um das dadurch erzielte Kapital als Kredit weitergeben zu können. Aufgabe der Bank ist in diesem Fall weniger die direkte Beschaffung des erforderlichen Kapitals als vielmehr die Vermittlung dieses Kapitals, ohne selbst dafür in größere Risiken gehen zu müssen oder das entsprechende Eigenkapital unterlegen zu müssen.

Übertragen auf unser Beispielunternehmen Formula.com würde dieses Szenario bedeuten, dass sich die Unternehmensgründer mit ihrer Kapitalforderung entweder an ihre Bank wenden und diese geeignete Eigenkapitalgeber sucht oder die Bank zwar den Kredit vergibt, das mit ihm verbundene Risiko mit anderen vorhandenen Risiken bündelt und verkauft, um wiederum Kapital als Kredit für Formula.com zur Verfügung stellen zu können.

In Folge dieses Szenario, das hier nur grob und im Überblick dargestellt werden kann, ändert sich womöglich die Rolle der Bank im Prozess der Kapitalbeschaffung. Sie tritt immer weniger als direkter Anbieter von Kapital auf, sondern noch stärker als Intermediär zwischen Kapitalangebot und Kapitalnachfrage auf.

#### 4. Zunehmende Bedeutung des Kapitalmarktes

All diese Tendenzen und Szenarien führen zu einer zunehmenden Bedeutung des Kapitalmarktes und seiner verschiedenen Institutionen in der New Economy. Dabei handelt es sich nicht unbedingt um eine neue Entwicklung. Im Gegenteil – die verstärkte Ausrichtung der unternehmerischen Strategien und Maßnahmen am Kapitalmarkt wird unter dem Stichwort „Shareholder Value Ansatz“ oder „Shareholder Value Denken“ schon seit langem intensiv, z.T. kritisch diskutiert<sup>6</sup>. Ziel ist die Erhöhung des Wertes eines Unternehmens für die Anteilseigner. Dieser Wert lässt sich am einfachsten für börsennotierte Unternehmen ermitteln. Je höher die Börsenkurse, desto höher ist der Marktwert des Unternehmens und somit der Wert des Unternehmens für die Anteilseigner, sprich Aktionäre. Die Folge ist eine verstärkte Ausrichtung der unternehmerischen Tätigkeiten am Kapitalmarkt.

Intensiviert wurde dieser Effekt durch die im Zusammenhang mit der New Economy Ende der 90iger Jahre zu beobachtenden Börsen-Euphorie. Immer mehr, insbesondere Internet-Unternehmen gingen an die Börse und erzielten z.T. exorbitante Kurssteigerungen. Für die Unternehmen lag das primäre Ziel eines Börsengangs zunächst darin, sich Kapital zu beschaffen, um anstehende Investitionen zu tätigen. Je höher nun die Nachfrage nach Aktien ist, desto höher ist – bei gleichbleibendem Angebot an Aktien – der Preis für diese Aktien, den der Aktienkurs widerspiegelt. Hierbei handelt es sich um einfache Marktgesetzmäßigkeiten. Auf Grund des zunehmenden Interesses an Aktien allgemein und an Aktien von Internet-Unternehmen im speziellen als langfristige Anlage oder auch zur Realisierung kurzfristiger Spekulationsgewinne stiegen die Aktienkurse dieser Unternehmen erheblich und spiegelten Werte wieder, die die Realität nicht ganz richtig wiedergaben.

In Folge dieser Entwicklung wuchs die Bedeutung von Aktien als Kapital. Dies gilt nicht nur für institutionelle Anleger oder Kleinanleger, die in Aktien eine interessante Form der Kapitalanlage sahen. Dies galt vor allem für Unternehmen, die über die Platzierung von Aktien an der Börse schnell und weitgehend unproblematisch das erforderliche Kapital erhielten oder über den Tausch von Aktien Fusionen und Akquisitionen realisierten, die mit realen Geldmitteln kaum finanzierbar gewesen wären. Hinzu kam der Einsatz von sog. Aktienoptionen oder *stock options* als personalwirtschaftliches Anreizinstrument vor allem für Führungskräfte, die einen Teil ihres Gehaltes in Form von Aktienoptionen erhalten. Mit ihnen ist das Recht verbunden, Aktien zu einem späteren Zeitpunkt (meist 3-5 Jahre nach Ausgabe) zu einem bestimmten Kurs zu kaufen. Steigen die Aktien innerhalb dieses Zeitraumes, lassen sich erhebliche Gewinne erzielen. Folgendes Beispiel verdeutlicht dies: Die Führungskräfte der xy AG erhalten über *stock options* das Recht, Aktien der xy AG zu einem Wert von 25 € zu erwerben, unabhängig davon, wie hoch der tatsächliche Kurs zu diesem Zeitpunkt ist. Steigt der Kurs der xy AG auf z.B. 50 € können sie erhebliche Gewinne erzielen, wenn sie die für 25 € gekauften Aktien für 50 € verkaufen. Fällt allerdings der Kurs auf z.B. 10 €, sind die Aktienoptionen mehr oder weniger wertlos.

Durch die Ausgabe von *stock options* als Anreizmittel für Führungskräfte erhöht sich – so der Grundgedanke dieses Instruments – für Führungskräfte der An-

reiz, im Sinne des Unternehmens tätig zu werden und den Wert des Unternehmens zu erhöhen, da sie ja selbst davon profitieren. Häufig wird dabei ein direkter Zusammenhang zwischen dem Engagement einer Führungskraft und dem Aktienkurs interpretiert und andere, weitere wichtige Einflussfaktoren auf die Entwicklung von Aktienkursen wie z.B. Vertrauen, Marktsituation, allgemeine Wirtschaftslage etc. vernachlässigt. So stiegen z.B. in Zeiten der Börsen-Euphorie Ende der 90iger Jahre die Kurse vieler Unternehmen unabhängig vom Engagement ihrer Führungskräfte. Analog lässt sich gegenwärtig beobachten, dass sich die Kurse oft auf niedrigem Niveau halten oder zunehmend fallen, obwohl es manchen Unternehmen durchaus gut geht. So sind viele in Zeiten der Börsen-Euphorie ausgegebene stock options mittlerweile wertlos und werden zumindest in der nächsten Zeit nicht mehr realisiert werden können – unabhängig davon, wie gut es den Unternehmen geht oder wie sehr sich die Führungskräfte einsetzen.

Diese Entwicklungen verdeutlichen, dass die New Economy zwar zu einer zunehmenden Bedeutung des Kapitalmarktes sowohl für Unternehmen als auch für Anleger und Banken geführt hat, diese verstärkte Orientierung am Kapitalmarkt jedoch oft undifferenziert und unabhängig von jeglichen ökonomischen Gesetzmäßigkeiten erfolgt ist.

## 5. Relevanz der ökonomischen Gesetzmäßigkeiten

Denn letztlich zeigen all diese skizzierten Entwicklungen, dass in der New Economy die gleichen ökonomischen Gesetzmäßigkeiten zu beachten sind wie in der industriellen Welt. Dies gilt sowohl für das Funktionieren des Kapitalmarktes als auch für die Bewertung börsennotierter Unternehmen.

Die Börse regelt Angebot und Nachfrage von Aktien und Wertpapieren. Je höher die Nachfrage, desto höher ist der Preis bzw. der Aktienkurs; sinkt die Nachfrage nach Aktien, fallen auch die Aktienkurse. Diese einfachen marktlichen Gesetzmäßigkeiten gelten auch in der New Economy, was sich sowohl in Zeiten des Booms als auch an Hand der jetzigen schlechteren Börsenzeiten verdeutlichen lässt. In der Internet- und Börsen-Euphorie stieg das Interesse und die Nachfrage nach Aktien erheblich an, die Folge waren stark steigende Kurse. Basis für die erhöhte Nachfrage waren häufig lediglich Ideen oder Erfolgsstorys über zukünftige Unternehmen sowie die vorherrschende Meinung, jede Idee lässt sich im Internet erfolgreich realisieren, wovon auch die Kleinaktionäre profitieren können. Häufig reichte schon ein Konzept über einen geplanten Internet-Auftritt – verbunden mit einer gut dargestellten und in den Medien gut präsentierten Erfolgsstory, um die Nachfrage nach den Aktien zu erhöhen und somit hohe Kurse zu erzielen. Die mit den Konzepten verbundenen Risiken, die mit jeder Unternehmensgründung verbunden sind und in Verbindung mit dem Internet nochmals stärker auftreten, wurden oft nicht gesehen oder geflissentlich vernachlässigt, da in der New Economy im Denken vieler potenzieller Anleger andere Gesetzmäßigkeiten vorherrschten. Fundamentaldaten wie z.B. Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen, aussagekräftige Kennzahlen oder die vorhandene Eigenkapitalausstattung spielten bei der Bewertung von Unternehmen eine weitaus geringere oder gar keine Rolle mehr. Dies galt für viele

institutionelle Anleger und Kleinanleger in gleicher Weise wie oft auch für Banken, die die Unternehmen in vielen Fällen vielleicht zu schnell bei der Emission begleitet haben.

Diese Verlagerung der Bewertungskriterien in nicht ökonomische, oft sehr stark emotional geprägte Bereiche hat fatale Folgen, deren Auswirkungen z.T. gegenwärtig spürbar sind. Zum einen führte sie zu einer Fehlallokation von Kapital. Während auf der einen Seite auf Grund der fehlenden Internet-Präsenz und der fehlenden Story viele Unternehmen Probleme hatten, Kapital zu erhalten, um erforderliche Investitionen zu tätigen, wurde auf der anderen Seite vielen Unternehmen der Zugang zu Kapital zu einfach gestaltet. Diese Unternehmen existieren gegenwärtig oft gar nicht mehr oder haben einen Marktwert von einigen wenigen Cents, während das Wachstum anderer, gesunder Unternehmen fehlt. Zum zweiten führt die Entwicklung zu einem Rückgang an Vertrauen auf Seiten der Anleger, was eine Wachstumsbremse darstellen kann. Denn mangelndes Vertrauen kann zu einem Rückzug vieler Kapitalgeber von der Börse führen, so dass weniger Kapital zur Verfügung steht und die Börse ihre primäre Aufgabe, Kapital zur Verfügung zu stellen, immer weniger erfüllen kann. Der Zugang ist erschwert. Vor dem Hintergrund der skizzierten Entwicklungen zu dem Kreditgeschäft der Banken wird es für viele Unternehmen dann immer schwieriger, das erforderliche Kapital zu erhalten, um zu wachsen und zu investieren, obwohl sie über gesunde Fundamentaldaten verfügen und erfolgsversprechende Konzepte vorweisen können.

Historisch betrachtet, lassen sich parallele Entwicklungen im 19. Jahrhundert erkennen<sup>7</sup>: Der Eisenbahnkonzern von Bethel Henry Strousberg stieg und fiel ähnlich schnell wie es bei vielen Unternehmen in den letzten Jahren zu beobachten war. Strousberg begann mit dem Eisenbahnbau in verschiedenen Ländern und baute in knapp drei Jahren einen großen Konzern mit Erz- und Kohlengruben, Hüttenwerken, Stahl- und Walzwerken, Maschinen- und Lokomotivfabriken auf. Das hierfür erforderliche Kapital erhielt er zunächst im Ausland, anschließend beim preussischen Hochadel und schließlich bei einer großen Menge an Kleinaktionären. Ausschlaggebend waren dabei emotionale Faktoren wie der Glaube der Investoren an die Fähigkeiten von Strousberg sowie seine schon erzielten Erfolge. Nur wenige erkannten die tatsächliche wirtschaftliche Situation und die Instabilität seines Geschäftskonzeptes. Nach wenigen Jahren brach sein Konzern zusammen, er musste parallel mehrere Konkurse anmelden und große Teile verkaufen. Opfer hiervon waren vor allem die zahlreichen Kleinaktionäre, die auf Strousberg und sein Konzept vertraut hatten und viel Geld verloren. Sein Konkurs zerstörte nicht nur das Vertrauen vieler Aktionäre, er leitete die so genannte Gründerkrise von 1873 ein und „jene Phase ökonomischer Stagnation, die als ‘Große Depression’ in die Geschichte einging“.<sup>8</sup>

## 6. Fazit

Ausgangspunkt dieses Beitrages war die Frage nach den Auswirkungen der New Economy auf die Kapitalmärkte. Die Ausführungen, die sicherlich nur einige Punkte ansprechen konnten, zeigen zusammenfassend:

- In der New Economy eröffnen sich neuartige Finanzierungsmöglichkeiten, die vor allem die Beschaffung von Eigenkapital betreffen. Gleichzeitig sind auf Grund der zunehmenden Digitalisierung viele Unternehmen gezwungen, sich alternative Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten zu suchen, da sich viele Banken aus dem klassischen Kreditgeschäft zurückziehen.
- Banken müssen sich in der New Economy möglicherweise neu positionieren und immer mehr die Rolle von Intermediären einnehmen.
- Der Kapitalmarkt mit seinen verschiedenen Facetten erhält eine zunehmend wichtige Bedeutung.
- Grundsätzliche ökonomische Gesetzmäßigkeiten sind auch für die New Economy relevant. Dies gilt für das Funktionieren des Kapitalmarktes in gleicher Weise wie für die Bewertung der dort platzierten Unternehmen.

Dies heißt aber nicht, dass die New Economy damit an Bedeutung verliert und eine nähere Auseinandersetzung mit ihr nicht mehr erforderlich ist. Im Gegenteil – New Economy bedeutet zunächst, dass eine neue Infrastruktur – das Internet – existiert, das die Geschäftsprozesse und Transaktionen innerhalb und zwischen Unternehmen, Staat und Endverbrauchern zunehmend verändert. Diese Infrastruktur existiert unabhängig von den negativen Erfahrungen, die in den letzten Monaten mit der New Economy gemacht wurden. Mit dieser Infrastruktur, die zunehmend sämtliche geschäftlichen und privaten Bereiche tangiert und sich immer weiter ausbreiten wird, müssen sich sämtliche Akteure auch in der Zukunft auseinandersetzen und sich über die Auswirkungen und Konsequenzen klar werden. Es geht somit auch in den nächsten Beiträgen dieser Serie weniger darum, das mittlerweile leider negativ besetzte Schlagwort „New Economy“ stärker zu durchleuchten als vielmehr darum, die Konsequenzen neuer Informations- und Kommunikationstechniken und insbesondere des Internets für die unterschiedlichen Bereiche aufzuzeigen und zu verdeutlichen. Denn – um auf das oben skizzierte Beispiel von Strousberg zurückzukommen – die Eisenbahn als wichtige Infrastruktur existierte nach dem Verfall des Imperiums von Strousberg weiterhin und die betroffenen Akteure mussten sich auch damals über die Konsequenzen dieser neuen Infrastruktur bewusst sein.

## Anhang:

- 1 Vgl. hierzu auch den letzten im Rahmen dieser Serie erschienenen Beitrag „Vernetzte und globalisierte Märkte“ (Gesellschaft, Wirtschaft, Politik II/2002).
- 2 Vgl. hierzu auch Picot, A.; Neuburger, R.: Banken und das Firmenkundengeschäft im Internet-Zeitalter, Köln 2000.
- 3 Vgl. a.a.O.
- 4 Vgl. hierzu z.B. Everling, O.; Graalman, B.: Basel II und Rating im Kreditgeschäft der Zukunft, in: Kremin-Buch, B.; Unger, F.; Walz, H. (Hrsg.): Die Zukunft der Banken – die Banken der Zukunft, Ludwigshafen am Rhein 2002, S. 87-131.
- 5 Vgl. hierzu Picot; Neuburger a.a.O.
- 6 Vgl. hierzu z.B. Rappaport, A.: Creating Shareholder-Value – The New Standard for Business Performance, New York u.a. 1986 sowie Rappaport, A.: Shareholder Value – Ein Handbuch für Manager und Investoren, Stuttgart 1999.
- 7 Vgl. hierzu Roth, R.: New Economy im 19. Jahrhundert – Aufstieg und Fall des Eisenbahnkönigs Bethel Henry Strousberg, in: Süddeutsche Zeitung Nr. 203 vom 3. September 2002, S. 24.
- 8 a.a.O.

## Glossar

<i>Business-Plan</i>	Instrument zur Darstellung unternehmerischer Ideen, das u.a. zur Beurteilung durch Venture Capital Geber herangezogen wird. Der zukünftige Unternehmensgründer muss Produkt, Markt, seine eigene Person und Qualifikationen, Mitarbeiter etc. genau beschreiben und die zu erwartenden finanziellen Einnahmen und Ausgaben darstellen.
<i>Digitalisierung</i>	Zunehmende Durchdringung sämtlicher Lebensbereiche mit Informations- und Kommunikationstechniken.
<i>Emission</i>	Ausgabe von Aktien eines Unternehmens an der Börse
<i>Intermediär</i>	Institution, die zwischen Anbieter und Nachfrager fungiert. Beispiele für Intermediäre in der realen Welt sind Reisebüros oder Banken; Beispiele für Intermediäre in der Internet-Welt sind Portale und Suchmaschinen.
<i>Start-Up-Unternehmen</i>	Neu gegründetes Unternehmen
<i>Venture-Capital-Gesellschaft</i>	Gesellschaft, die Kapital für die Gründung von Unternehmen oder die Realisierung bestimmter Investitionen zur Verfügung stellt. Im Gegensatz zu der Vergabe von Krediten wird die Bereitstellung des Kapitals nicht von der Existenz materieller Sicherheiten oder beleihungsfähiger Vermögensgüter abhängig gemacht.
<i>Vernetzung</i>	Kurz- oder langfristige Zusammenarbeit mehrerer Unternehmen auf der Basis von Informations- und Kommunikationstechniken.

