

EDITORIAL

Bewegung im Kapitalmarkt

I.

Die Bedeutung der „Assoziation der Kapitalien“ im Rahmen großer Unternehmenseinheiten für die wirtschaftliche Expansion und Kapitalakkumulation ist oft genug gewürdigt worden. Weder der Eisenbahnbau noch das Wachstum der Großindustrie im neunzehnten Jahrhundert sind ohne das Rechtsinstitut der Aktiengesellschaft denkbar, sagen die Wirtschaftshistoriker.

Vor dem Hintergrund dieser Feststellung erscheint es eigentlich paradox, daß die Kapitalakkumulation in der längsten und steilsten Expansionsphase, die wir seit der Industrialisierung erlebt haben, nämlich in der Nachkriegszeit, in Österreich weitestgehend ohne besagte Assoziation der Kapitalien finanziert werden konnte. Wenn man Ökonomen vorher gefragt hätte, ob sie derartiges für möglich und wahrscheinlich hielten, hätten sie wohl einstimmig verneint.

Tatsächlich spielte bei der Aufbringung des Unternehmenskapitals in Österreich in der Expansionsphase der Nachkriegszeit die Ausgabe von Aktien eine vernachlässigbare Rolle. Bis zum Trendbruch 1974 erfolgte die Finanzierung der Aktiengesellschaften im langfristigen Durchschnitt zu gut zwei Dritteln aus inneren Quellen, die Außenfinanzierung überwiegend über Fremdmittel.

Der österreichische Kapitalmarkt war in seiner ganzen Geschichte nie sehr vom Glück begünstigt. Die unsichere Existenz der alten Habsburgermonarchie war lange Zeit eine schwere Hypothek für die Währungsverhältnisse und Finanzmärkte im alten Österreich. Die rasche Expansionsphase nach der politischen Konsolidierung von 1866 fand ihr abruptes Ende im Börsenkrach von 1873. Für den noch in der Aufbauphase befindlichen Aktienmarkt bedeuteten die damaligen Ereignisse einen schweren Rückschlag. Es dauerte Jahre und Jahrzehnte, bis das erschütterte Vertrauen des anlegenden Publikums wieder aufgebaut werden konnte. Weltkrieg, Zerfall des Großstaats, Hyperinflation und Weltwirtschaftskrise brachten neuerliche Rückschläge, von den Ereignissen der Jahre 1938–1945 ganz zu schweigen.

Nach der Stabilisierung 1952/53 wurde die Wiederbelebung des Aktienmarktes versucht – es war dies einer der wesentli-

chen Punkte des seinerzeitigen „Raab-Kamitz-Kurses“. Die wichtigsten Maßnahmen waren die Einführung der Einkommensteuerbefreiung für Dividenden bis zu einer bestimmten Höhe und die Teilreprivatisierung der staatlichen Großbanken (Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien – „Volksaktien“). 1966 kam die Ausschüttungsbegünstigung, anfang der siebziger Jahre kam die Steuerbegünstigung des Aktienerwerbs hinzu.

Genützt hat dies alles im buchstäblichen Sinne nichts. Die Zahl der börsennotierenden österreichischen Aktiengesellschaften ging zurück, es gab kaum Gesellschaften, die sich des Finanzierungsinstruments der Ausgabe neuer Aktien bediente. Die Gründe dafür sind vielfältiger Natur. Wiederholte Schocks für ein so labiles Gebilde wie es ein Kapitalmarkt von Haus aus ist, machen Wiederbelebungen an sich schon wenig aussichtsreich. Durch die Nichtexistenz des Kapitalmarktes nach 1945 wurden Eigenschaften der österreichischen Wirtschaft verstärkt, zu denen eine gewisse Tendenz immer schon vorhanden war. Einmal ist da die „feudale“ im Gegensatz zu „kapitalistische“ Denkweise großer Teile der Unternehmerschaft. Man fühlt sich nicht als „Sachwalter eines Kapitals“, das es zu vermehren gilt, sondern als „Herr“ über ein „Haus“, der seine Herrschaft nur ungern mit anderen teilt. Lieber klein und allein, als groß, aber andere mitreden lassen müssen. Das ungenützt Lassen vieler Wachstumschancen sowie auch vermeidbare Erhöhungen des Fremdmittelanteils im mittelbetrieblichen Bereich ist auf dieses Denken zurückzuführen. Zum anderen waren (und sind) auch die Banken an einem Aktien- und Beteiligungsmarkt nicht interessiert, bietet doch das Angewiesensein der Unternehmungen auf Fremdkapital dem Bankensektor die beste Position dafür, ein Maximum an Erträgen aus den anderen Wirtschaftszweigen via Zinsen herauszuziehen. Daß diese Mentalität nicht nur kleine Schattenseiten haben muß, ist erst in den letzten Jahren so recht bewußt geworden.

Keine Erklärung des völligen Versagens unseres Aktienmarktes ist die vielbeklagte Doppelbesteuerung. Im Land mit dem bestfunktionierenden Aktienmarkt, in den USA, wo es keine Ausschüttungsbegünstigung gibt, trifft die Doppelbesteuerung noch stärker als etwa bei uns, offensichtlich ohne daß dies die Funktionsweise beeinträchtigt.

II.

Daß der Aktienmarkt tot ist, war jedoch kein absolutes Hindernis für die „Assoziation der Kapitalien“. Mit der kleinen Renaissance des Rentiers, also im Maße, als das Besitz-

bürgertum und andere neue und alte Schichten (wieder) zu Geld kamen, wurde das Investieren in sogenannte „Verlust“- oder „Abschreibungsgesellschaften“ interessanter. Wer größere Summen anzulegen hat, beteiligt sich als Kommanditist, stiller Gesellschafter etc. an Unternehmungen. Wenn bei manchen dieser Beteiligungsverhältnisse zunächst das Steuersparen allzusehr im Vordergrund stand, so scheint doch der Zweig der Beteiligungsfinanzierung nach Abstellung gewisser Mißbräuche durchaus tragfähig geworden zu sein. Das Florieren diverser Gesellschaften läßt den Schluß zu, daß auch auf der Nachfrageseite der Kreis der potentiellen Anleger erweiterungsfähig ist.

Dieser „Beteiligungsmarkt“ – er ist allerdings höchst unvollkommen – funktioniert seit geraumer Zeit in jenen Bereichen, in denen Immobilien einen beträchtlichen Teil der Investitionen ausmachen, nämlich im Fremdenverkehr (Hotels, Feriendörfer, Appartements), im Handel (Lagerhäuser, Geschäftszentren) und für Bürobauten. Im Bereich der Industrie, der sicher nicht weniger dringend Eigenkapital in Form von Beteiligungen gebrauchen könnte, sind bisher kaum Projekte über Beteiligungsgesellschaften finanziert worden. Der Hauptgrund dafür dürfte in den geringeren Rentabilitätserwartungen und im höheren Risiko der Projekte des Industriebereiches liegen. Es gibt jedoch durchaus Methoden und Instrumente, die Nachteile des industriellen Sektors zu mildern und ihn so auch für Beteiligungen attraktiver zu machen.

Ein Nachteil der Kapitalanlage durch Beteiligung besteht zweifellos darin, daß für Erträge die Steuerpflicht zum Tragen kommt. Dies sollte an sich eine Selbstverständlichkeit sein, ist es jedoch infolge des in Österreich herrschenden Gewohnheitsunrechts, das die Zinsen aus Spareinlagen und anderen Anlagen in flagranter Verletzung des Gesetzes de facto steuerfrei stellt, nicht. Die Besteuerung hier wirksam werden zu lassen, würde einen nicht nur ungesetzlichen, sondern auch ökonomisch schädlichen und sinnwidrigen Vorteil, der Spareinlagen beseitigen und eine Gleichheit wiederherstellen, die durch schlampige Großzügigkeit verlorengegangen ist. Dadurch würde zweifellos anlagensuchendes Kapital zur Form der Beteiligung hin umgelenkt, woraus zweifellos auch die Industrie Nutzen ziehen könnte. Wenn eine solche Maßnahme derzeit nicht sehr wahrscheinlich ist, so erscheint sie doch nicht auf ewige Zeiten als ausgeschlossen.

Kurzfristig im Bereich des Möglichen liegt die Schaffung gewisser Begünstigungen für die Beteiligung an Unternehmungen im gewerblich-industriellen Sektor, die deren Konkurrenzposition zu anderen Beteiligungsformen verbessert, vor allem Steuerfreiheit der Erträge für einen gewissen

Zeitraum und Errichtung geeigneter Intermediäre. Dabei könnte durchaus auf bereits vorhandene Institutionen, die entsprechend umzugestalten wären, zurückgegriffen werden.

III.

Die strukturpolitische Bedeutung einer verstärkten Beteiligungsfinanzierung der Industrie wäre zweifellos nicht gering einzuschätzen, auch wenn es heute weniger Unternehmen geben dürfte als vor zehn oder fünfzehn Jahren, denen der „Wachstumssprung“ Probleme bei der Finanzierung bereitet. Bei niedrigeren Erträgen sind die Quellen der Innenfinanzierung weniger ergiebig. In Zeiten mit höherer Unsicherheit auf den Absatzmärkten im Technologiebereich und auch etwa hinsichtlich der künftigen Entwicklung der Zinssätze stellt ein höherer Anteil an risikotragendem Kapital Unternehmungen auf eine sicherere Finanzbasis.

Eine der Voraussetzungen dafür, daß das Finanzierungsinstrument der Beteiligung in der Praxis zum Tragen kommt, ist allerdings eine gewisse Mentalitätsänderung in Unternehmenskreisen. Dort tendiert man allzu stark dazu, über angeblich immer neue steuerliche Belastungswellen zu klagen. Wenn der Staat nur bereit wäre, auf Steuern zu verzichten, könnte dies die Finanzierung der Unternehmungen verbessern. Daraus spricht die „klein aber mein“-Haltung: die Finanzierung soll möglichst aus inneren Quellen erfolgen, die in vielen Fällen ein Ausschöpfen der Wachstumsmöglichkeiten einer Unternehmung verhindern. Steuerentlastungen würden dann nichts Wesentliches an der Problematik ändern. Darüber hinaus wären sie verteilungspolitisch höchst bedenklich. Auch nicht entnommene Gewinne sind private Einkommen. Es gibt für sie ohnehin bereits eine Fülle von Begünstigungen. Ein aktives Management der Beteiligungsgesellschaften sollte helfen, die Bereitschaft der Unternehmungen zur Hereinnahme von Beteiligungen zu steigern.

Die Banken sehen in der Kapitalbeteiligung eher eine Konkurrenz und stehen dieser Form der Finanzintermediation zwiespältig bis ablehnend gegenüber. Sie sollten jedoch erkennen, daß es letztlich auch in ihrem Interesse liegt, daß die Firmen über mehr Risikokapital verfügen, da dies das Risiko für ihre Kredite vermindert. Dies sollte nach gewissen Erfahrungen der letzten Zeit doch auch ein Anliegen des Kreditapparates sein.