

## Von nun an braucht's Phantasie

### 1. Sind vier Jahre genug?

Wer immer in seiner Jugend sich wanderlustiger Eltern erfreuen konnte, vermag sich jener Ausflüge zu erinnern, die auf nicht enden wollende Höhen hinaufführten. Hinter jeder Kuppe, nach jedem Rank im Wanderweg erhoffte man sich freie Sicht auf das Gipfelkreuz, und je höher man aufstieg, desto öfter verlor sich der Weg, auf dass man mühselig über Alpweiden stolperte, die, von sumpfigen Senken durchzogen, partout das Ende des Aufstiegs nicht preisgeben wollten. Schliesslich, und das war den Höhepunkten der Familienausflüge zuzuordnen, begannen dann Nebelschwaden den klaren Blick zusätzlich zu verhüllen, womit das Vertrauen in den Paterfamilias – lag darin wohl ein beabsichtigter Erziehungseffekt? – beziehungsweise in dessen Kartenlesekunst aufs höchste gefordert war. Oft waren, wenn man sich dann oben wähnte, die Mittagsrast und der ausgepackte Proviant die einzigen faktischen Zeichen dafür, dass man tatsächlich oben ist.

Ungefähr so scheint sich der derzeitige Anstieg an den Aktienbörsen zu gestalten. Man weiss: Wir sind schon vier Jahre unterwegs. Ewig kann's folglich nicht mehr gehen. Nebelschwaden gehören genauso zu den Börsen wie zu den Höhen der voralpinen Schweizer Landschaft. Sumpfige Senken ebenfalls. Kartenkundige sind Mangelware. Mit dem grossen Unterschied allerdings: Beim Wandern war man in der Regel froh, oben angelangt zu sein, an den Aktienbörsen eher nicht. Denn nur jene, die überhaupt noch keine Aktien besitzen, könnten sich ja über einen Kursrückgang freuen. Zudem wird an den Börsen auch nicht freudig zur Mittagsrast gerufen, um damit mitzuteilen, dass man den Gipfel erreicht hat. Börsen-Tops werden bekanntlich eher unbemerkt überschritten, und kaum hat man gemeint, lediglich in einer der vielen sumpfigen Senken zu stecken, befindet man sich schon im glitschigen Terrain einer Börsenbaisse.

Doch jenseits von mehr oder minder zutreffenden Vergleichen: Das Problem des allgemeinen und

sehr breit abgestützten Kursanstiegs der letzten Jahre liegt darin, dass man ihm nicht vorwerfen kann, fundamental nicht berechtigt zu sein. Es mag widersprüchlich erscheinen, wenn man solcherlei als "Problem" bezeichnet: Wenn schon, dann müssten doch fundamental wenig untermauerte Haussen Fragezeichen aufwerfen! Nein. Denn jene Kursanstiege könnte man tatsächlich nach dem Muster einer Bergwanderung beurteilen. Was hinaufging, geht auch wieder hinunter, was gewonnen ist, zerrinnt auch wieder. Anders, wenn *gute Gründe* für eine *Höherbewertung* sprechen. Es ist dann sorgfältig zu überprüfen, was daran Bestand haben kann und was nicht, oder anders gesagt, es ist zu beurteilen, ob tatsächlich ein Hochplateau erreicht worden ist, von dem aus es zu neuen Höhen weitergehen kann. Der erfahrene und die ganz langfristigen Entwicklungen beobachtende Anleger weiss, dass jegliche Börsenentwicklung eher dem – manchmal ruppigen – Erklimmen immer neuer und höherer Hochplateaus gleicht als Berg- und Talfahrten, die immer wieder auf dasselbe Niveau zurückführen. Eigenkapital muss, weil es hohen Risiken ausgesetzt ist, im Durchschnitt eine positive Rendite aufweisen, und diese Durchschnittsrendite manifestiert sich in einer Abfolge höherer Hochplateaus.

Was sind nun aber die erwähnten greifbaren Gründe, die für eine Berechtigung der Höherbewertungen über die letzten vier Jahre spricht? Aus unserer Sicht sind es deren fünf:

- Erstens erweist sich die *Phase tiefer Inflationsraten* als nachhaltig. Der Gründe dafür liegen einerseits in der Fortsetzung und Vertiefung der Globalisierung, andererseits in den massiven Produktivitätssteigerungen als Folge der Kommunikationsrevolution. Vereinigungen in den meisten Faktormärkten sind ausser Sichtweite bzw. treten höchstens regional und vorübergehend auf.
- Zweitens *bleiben* aufgrund tiefer Inflationsraten auch die *Zinsen tief*. Der Zinsanstieg im letzten Jahr war konjunkturell bedingt und die geldpolitisch konsistente Antwort von Notenbanken und Zinsmärkten auf den schnelleren Gang der Wirtschaft. Zinsverwer-

fungen wie in den Siebziger- und Achtzigerjahren des letzten Jahrhunderts sind unwahrscheinlich.

- Weder das Leistungsbilanzdefizit der USA noch der im Gang befindliche Preiszerfall bei amerikanischen Immobilien scheint die positive Grundtendenz der Weltwirtschaft ernsthaft in Frage zu stellen. Offenbar neigt man aufgrund veralteter, national orientierter volkswirtschaftlicher Vorstellungen dazu, die Auswirkungen regionaler *Ungleichgewichte* zu überschätzen.
- Die finanzielle und materielle *Verfassung* der meisten *Unternehmungen ist hervorragend*. Die Bilanzen sind solide finanziert, die Ertragslage erweist sich infolge hoher Margen als robust, die schlimmsten Governance-Probleme scheinen (vorderhand) bewältigt; jedenfalls gab es keine gewichtigen Unfälle mehr. Alle erfolgreichen Unternehmungen profitieren in hohem Masse von der fortschreitenden Globalisierung.
- Die ungelösten Probleme namentlich im *politischen Bereich* – von Irak über Iran und den internationalen Terrorismus bis hin nach Nordkorea und Venezuela – scheinen *weniger wichtig* zu sein, als uns dies das Bild der Medien vorspiegelt. Insgesamt scheint man mit diesen Risiken, wenn auch mehr schlecht als recht, leben zu können.

Nun werden die Pessimisten, Skeptiker und Realisten unter unseren Lesern einwenden, die Stabilität, ein Zustand der Gewissheiten über diese positiven Elemente sozusagen, sei keinesfalls gewährleistet. In jedem Bereich, von den Inflationsraten bis hin zu den weltpolitischen Problemen, befinde man sich auf mehr als brüchigem Eis; das Hochplateau könne jederzeit in einen garstigen Canyon abbrechen. Stimmt. Zustände gibt es nicht, Gewährleistungen schon gar nicht. Alles und jedes muss immer aufs neue erarbeitet, erworben, erkämpft werden. Aber die Tatsache, dass all dies nach den Katastrophen von 2001 möglich war, spricht dafür, dass es das auch in Zukunft sein kann. Vier Jahre Börsenanstieg müssen deshalb nicht zwingend genug sein.

## 2. Was kann denn noch besser werden?

Plateaus genügen auf die Länge allerdings nicht. Sie sind öde, oder um in der Sprache der Anleger zu sprechen: Man möchte, ohne das erreichte Niveau namhaft zu gefährden, eigentlich auch weiterhin eine ansprechende Performance erwirtschaftet sehen. Das ist allerdings nur möglich, wenn neue, bisher nicht erkannte positive Elemente zum allgemein anerkannten Standard wer-

den oder wenn bisherige schwärende Wunden geheilt, Problemherde erfolgreich angegangen, Probleme definitiv ausgeräumt werden. Was *an den Finanzmärkten bereits bekannt* ist und sich aller Voraussicht nach nicht mehr wesentlich verändert, kann keine positiven oder negativen Auswirkungen verursachen.

Bezogen auf die fünf als durchwegs positiv beurteilten Elemente tiefer Inflation, unproblematischer geldpolitischer Situation, überschätzter US-Probleme, hervorragender Verfassung der Unternehmungen und alles in allem tieferer Relevanz politischer Krisenherde könnte es sein, dass zwischen der Perzeption durch die Märkte und der Lagebeurteilung durch den Kommentator eine renditeträchtige Differenz besteht – falls der Kommentator tatsächlich recht bekommt und falls die Märkte, allem medial immer wieder aufkommenden Crash-Denken zuwiderlaufend, bald einmal ähnliche Schlüsse ziehen. Solcherlei “Prognosekraft” erwartet man ja von jedem anständigen Börsenbrief.

Neue Höhen zu erklimmen, gegebenenfalls weitere Hochplateaus zu erreichen, wäre allerdings nur möglich, wenn über diese Wahrnehmungsdifferenzen hinaus fundamentale Verbesserungen von Zuständen denkbar oder gar wahrscheinlich wären. Wir wollen im folgenden anhand anekdotisch ausgewählter Beispiele aufzeigen, dass die Welt noch keineswegs fertig gebaut ist, sondern dass ganz im Gegenteil in den verschiedensten Bereichen des gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Lebens enormes Veränderungs- und Verbesserungspotential vorhanden ist. Um dieses Potential wahrzunehmen, wird es – nebst viel Arbeit und Phantasie – weiterhin und vielleicht in noch höherem Masse als bis anhin *Kapital brauchen*. Gute Nachrichten für all jene, die bereit sind, die mit der Hingabe von Kapital verbundenen Risiken zu tragen.

## 3. Anerkennungspreis vs. Schletzpoesie

Beginnen wir, vielleicht etwas überraschend, mit einem sich weitgehend ausserhalb des engen ökonomischen Blickwinkels bewegenden Beispiel aus der Literaturszene. Da lädt einerseits eine kantonale Amtsstelle für Kultur (KAKu) einen erlesenen Kreis von Mitbürgerinnen und Mitbürgern zur Verleihung eines Anerkennungspreises an einen verdienten Vertreter der Dichtkunst ein, damit beweisend, dass das Amt als solches nützlich ist und sich sogar um Randgebiete des kulturellen Lebens kümmert. Man kann anstandshalber, das heisst, weil es andere eben auch nicht tun, die Einladung nicht ausschlagen und hört sich während anderthalb Stunden die hochgestochene Laudatio und die gleichermassen

unverständlichen Exzerpte aus dem lyrischen Schaffen des zu feiernden Kulturschaffenden an, inständig hoffend, die Tortur des Kampfes gegen den Schlaf sei bald vorbei, um dann beim Cocktail in geschickten Worten die Verdienste des Gefeierten und des KAKu ein weiteres Mal zu würdigen. Wer immer mit etwas kritischem Geist und unvoreingenommener Ehrlichkeit begabt wäre, würde ohne jedes Zögern feststellen, an einer Feier zum toten Ende einer Sackgasse teilgenommen zu haben. Welche Überlebensberechtigung hat denn eine Lyrik, in der unverständliche Worthülsen aneinandergereiht werden, eine Literatur, die nur dank hoher Subventionierung den Weg in den gedruckten Zustand findet und die, wenn in Buchform vorliegend, kaum mehr je den Weg aus dem Büchergestell findet, es sei denn, in die Papierabfuhr?

Da findet andererseits in einem verrauchten und mutmasslich auch nicht völlig hanffreien Spunten ein Stelldichein von höchstens 25-jährigen Leuten statt, ohne formelle Einladung und ohne jegliche Unterstützung seitens eines KAKu, um – ja was? Zu rauchen, kiffen und saufen, gewiss. Aber eben auch: Um sich in der Dichtkunst bei einem Wettbewerb zu messen. Laut, improvisierend, unverfroren, aggressiv vielleicht, aber auch poetisch, lyrisch, rhythmisch. Man nennt dies “Poetry Slam”, zu deutsch am ehesten “Schletzpoesie”, und es findet, wie man den einschlägigen Internetseiten entnehmen kann, nicht nur landauf, landab in munterer Reihenfolge, sondern im Sprachraum auch grenzüberschreitend statt. Der Preis für den besten Schletzpoeten besteht zumeist in einer Flasche Whisky, die mit den andern Teilnehmern geteilt wird. Die Jury amtet nach spontan in der Szene entstandenen Regeln. Seinen Anfang nahm der “Poetry Slam” in den vom Rap beherrschten Quartieren Chicagos, und es ist schon heute ganz klar, dass es sich dabei um eine kommende Form von Literatur handelt. Verständlichkeit, auch im schnellen Vortrag vor dem Publikum, erreicht diese Art von Dichtung durch die Wiederholung von Satzteilen. Faszinierend ist der Rückgriff auf obsolet gewählte Versfüsse wie den Jambus, den Trochäus oder den Daktylus.

Was aber hat das alles mit der Frage nach der Verbesserungsfähigkeit der Welt zu tun? Sehr viel. Denn der “Poetry Slam” ist der Beweis dafür, dass eine vermeintlich in Stein gemeisselte “Best Practice” des Literaturbetriebs, die unverständlichen anämischen subventionierten Worthülsen nämlich, aus dem Nichts heraus von jungen Wilden eingeholt und in Grund und Boden gestampft werden kann. Ein Vorgang, der Hoffnung macht. Wenn Innovation mit solcher Energie nämlich in der Literatur stattfinden kann,

dann wird sie auch auf anderen Gebieten möglich sein. Die Welt ist alles andere als fertig gebaut. “Best Practice” ist eine höchst diskutabile Grösse, die nur eine saturierte Gesellschaft erfinden konnte, sofern diese “beste Vorgehensweise” einen Zustand beschreiben will und nicht ein Bestreben, für immer wieder Neues und Besseres offen zu sein – und sei es für ein hingeschlehtes Gedicht.

#### 4. Welche Demokratie?

Zur “Best Practice” der Staatsführung wurde bekanntlich die Demokratie erhoben, und man schickte sich im Gefolge um den Kampf gegen den Terrorismus an, diese “Best Practice” in die halbe noch nicht wirklich demokratisch regierte Welt zu exportieren. Unter anderem wurde der Irak-Krieg mit der Absicht, oder, wie man es auch nennen könnte, unter dem Vorwand der Demokratisierung jenes zusammengewürfelten Staatsgebildes in die Wege geleitet. Nominaldemokratien sind zwar heute die meisten Mitgliedsländer der UNO (gemäss “Freedom House” 64 Prozent aller Staaten, Venezuela und dergleichen inklusive), und ohne mit der Wimper zu zucken verkehren Vertreter aus der zivilisierten Welt mit den durch die Staatsform scheinbar legitimierten Halb- und Ganzkriminellen im Minister- und Diplomatenstatus. Insgesamt wird aber allenthalben zugegeben, dass die Wirklichkeit weit von demokratischen Idealvorstellungen entfernt ist, ja, es wird vielfach gesagt, der *Export der Demokratie sei gescheitert*.

Nun ist es, nicht zuletzt unter Anlagegesichtspunkten, nicht ganz unerheblich, ob die Feststellung solchen Scheiterns tatsächlich zutrifft oder nicht, denn noch harrt ein ganz grosser Mitspieler auf diesem Globus, nämlich die *Volksrepublik China*, einer Staatsreform, die – auf welche Weise auch immer – dem Volk mehr Mitspracherecht einräumen und die dünne kommunistische Nomenklatur entmachten muss. Was sich die Welt im Zusammenhang mit China am wenigsten wünscht, ist eine ins Chaos abdriftende Anarchie; aber auch der Ersatz der herrschenden Oligarchie durch eine nominell vielleicht etwas besser legitimierte neue Herrscherschicht wäre wohl nicht hinreichend, um Wohlstand und Wachstum auf die Länge sicherzustellen.

Das Problem mit “Demokratie” ist ein zweifaches. Zunächst betrifft es die etablierte Staatsform westlichen Zuschnitts selber. Denn die Meinung, die vorherrschende Organisationsform des Parlamentarismus – maximal vierjährige Legislaturperiode, Wahl (oder Sturz) der Regierung durch das Parlament, Abfederung der Macht der Mehrheit durch eine Länderkammer – sei zwin-

gend "Best Practice", ist ein Irrtum. Die Defekte dieser Staatsform sind ja hinlänglich bekannt. Zum einen unterliegt sie wegen der Asymmetrie der Anreize zwischen den einzelnen Anspruchsgruppen einer systemimmanenten *Tendenz zum Wachstum des Staates* gegenüber Wirtschaft und Gesellschaft, zum andern produziert sie *Regulierung im Übermass*, so dass am Ende ein durch eine Unzahl feinsten Fäden gefesselter und geknebelter Gulliver übrigbleibt. Zudem: Subsidiarität als Prinzip zur Lösung von Problemen auf tiefstmöglicher (sprich: dem Bürger am nächsten stehender) Stufe hat höchstens propagandistische Bedeutung. Der Trend zum *Zentralismus* ist offenkundig, sei es in den USA oder sei es in Europa. Von "Best Practice" kann also keine Rede sein. Vielmehr stellen sich angesichts der fast hoffnungslosen Komplexität und Machtfülle der westlichen Staatssysteme gravierende institutionelle Fragen, die dringend der Klärung bedürften.

Mit Bezug auf Schwellenländer und Länder der Dritten Welt lautet die relevante Frage nicht "ob Demokratie", sondern, und das wäre dann der zweite Teil der Gesamtproblematik, "welche Demokratie?". Ganz offensichtlich ist es ja der Typus der parlamentarischen Demokratie, der unter anderem zu den ungunstigen, nominaldemokratisch legitimierten Oligarchien mit ihrem Hang zu übermässigen militärischen und polizeilichen Apparaten geführt hat. Traditionell in jenen Gegenden vorhandene, ansatzweise durchaus demokratieähnliche Regierungsformen wie das Palaver der Stammesführer wurden weitgehend verdrängt. Aber auch Formen der direkten Demokratie, wie sie sich in einem Land wie der Schweiz während langer Zeit durchaus bewährt haben, oder Vollversammlungsformen, wie man sie in einigen kleinen Kantonen ebendieser Schweiz als Landsgemeinde oder aber an den deutschen Universitäten kennt, fanden nie die Beachtung jener, die als Vertreter internationaler Organisationen die Demokratisierung der Welt vorwärtstrieben.

Fakt ist, dass nur in einem vergleichsweise kleinen Teil der Welt, der westlich-zivilisierten nämlich, eine einigermaßen befriedigende Machtausstattung der Allgemeinheit vorliegt, dass aber ausgerechnet dort diese Machtausstattung zu einer hoffnungslos werdenden Selbstknebelung führt. Wer unter diesem Eindruck ein sehr namhaftes Verbesserungspotential sowohl der zivilisierten als auch der weniger zivilisierten Welt in Bezug auf die Staatsorganisation negiert und meint, die Geschichte habe ihre "Best Practice" für immer gefunden, der irrt. Es bräuchte allerdings Phantasie und auch den Mut, mit Tabus zu brechen. Eine der Weiterentwicklung- und Rückbesinnungsmöglichkeiten der Demokratie

läge zum Beispiel in der ungleichen Verteilung von Stimmrechten: Zusatzstimmrechte an Familien, Beschränkung der Stimmrechte auf Grundeigentümer oder auf jene, die Steuern bezahlen, oder gar die Gewichtung der Stimmkraft nach Steuerkraft.

Verschiedene Ausgangslagen verlangen vermutlich nach unterschiedlichen Organisationsformen: Wenn ein Land, was im Falle von Schwellen- und Drittwelländern häufig der Fall ist, über reichhaltige Bodenschätze verfügt, so muss über die Staatsorganisation sichergestellt werden, dass die Nutzung des Reichtums nicht einer kleinen Gruppe von Bürgern bzw. einer einzigen Generation überlassen bleibt. Kurzlebige Regimes werden in solchen Fällen immer versuchen, sich und die ihnen Nahestehenden innert kürzestmöglicher Frist zu bereichern. Eine der schwierigsten Fragen der politischen Ökonomie betrifft die Sicherstellung der (Eigentums-!)Rechte künftiger Generationen. Friedrich August von Hayek schlug in diesem Zusammenhang so etwas wie einen "Rat der Ältesten" vor, da alte Menschen möglicherweise weniger von direkten Interessen geleitet sind als jüngere. Die treuhandschaftliche Wahrnehmung von Interessen für Dritte hat ihre Wurzeln sowohl in der römischen als auch in der germanischen Rechtstradition. In den privatwirtschaftlichen Arrangements des angelsächsischen Trusts lebt diese Tradition nach, nicht jedoch im Staatsrecht. – Ein Land, das wie die Schweiz im 19. Jahrhundert, mausarm ist und vor allem auch über keinerlei Bodenschätze verfügt und wo es folglich auch wenig zum Verteilen gibt, benötigt demgegenüber wohl am ehesten eine Regierungsform, in welcher das Volk sehr direkt über Tun und Lassen und vor allem über den Anstand der Regierenden befinden kann. Kurze Beurteilungsperioden wie bei wirtschaftlichen Unternehmungen prägten die politische Kultur der schweizerischen Landsgemeindekantone, und die Tatsache, dass die Regierenden einmal pro Jahr den Bürgern sehr direkt in die Augen blicken mussten und diese obendrein noch bewaffnet zum Meeting kamen, bewahrte wohl manchen Politiker vor ungezügelter Machtgelüsten. – Länder, in denen die Geografie und die Zusammensetzung der Bevölkerung nach nicht-zentralen Lösungen rufen, sollten nicht unter dem Titel unantastbarer Grenzen auf Teufel komm raus zusammengehalten werden müssen. Auch bezüglich der Frage der Sezession besteht ein eklatantes Defizit in der Debatte über Institutionen, weil diese von jenen beherrscht wird, die an jeder weiteren Zentralisierung und dem einhergehenden Machtzuwachs interessiert sind.

Fazit: Verbesserungspotential, wohin das Auge blicken mag, sowohl in der westlichen Welt als auch in den Schwellenländern als auch in der Dritten Welt. Vorderhand fehlen allerdings unter anderem die Poetry-Slammers der Politik.

## 5. Welche Governance?

Wenn die Finanzmarktblase vor 2001 etwas Gutes hatte, dann war es die zum Konsens gereifte Einsicht, dass die Unternehmung als System ausser Kontrolle geraten kann, weil die Interessen des Managements und jene der Aktionäre auseinanderklaffen können, zumal die Fristigkeit des Kalküls nicht dieselbe ist und die Verteilung von Risiko und Kontrollvermögen völlig asymmetrisch, ja gegenläufig ist: Der Aktionär trägt im wesentlichen das volle Unternehmensrisiko und verfügt über nur sehr wenige, für ihn kostenträchtige Kontrollmöglichkeiten, währenddem sich das Management im Notfall unter Einstreichung einer netten Abgangsentschädigung abseilen kann, zuvor aber über sämtliche Mittel der Unternehmenskontrolle bis hin zu Bilanzschönung verfügt hat. Die Problematik der Corporate Governance ist bekannt, und ihre möglichen negativen Auswirkungen auf die Unternehmungen und die Volkswirtschaft als Ganzes sind unbestritten.

Im Gegensatz zur Frage der politischen Institutionen der Demokratie fand bezüglich Corporate Governance in den letzten Jahren eine intensive und fruchtbare institutionelle Debatte statt. Sie fand auch, zum Teil vorschnell und wenig zielgenau, Eingang in die Gesetzgebung – aber immerhin: Wo vorher ein CEO uneingeschränkt und weitgehend unkontrolliert herrschen konnte, sind heute vielfach einigermassen unabhängige Verwaltungsratsausschüsse installiert. Wo früher eine Generalversammlung lediglich nominelle Bedeutung hatte, kann es heute vorkommen, dass den Anträgen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung nur knapp oder gar nicht gefolgt wird. Und wo früher kaum je eine Unternehmung die Hand wechselte und kaum ein altes Management den Hut nehmen musste, sind heute auch "feindliche" Firmenübernahmen keine Ausnahmereischeinung mehr. Die seit einiger Zeit ausgezeichnete wirtschaftliche Verfassung der Unternehmungen ist möglicherweise auf diese insgesamt positive Entwicklung zurückzuführen und mit ihr der gegenwärtige Wirtschaftsaufschwung generell.

Was nicht nur als Ärgernis, sondern auch als durchaus ernstzunehmende Schädigung der Aktionärsinteressen jedoch übriggeblieben ist, sind die zum Teil völlig *abstrusen Zahlungen*, welche sich aller Corporate Governance zum Trotz die Manager durchaus ehrenwerter Firmen zuschan-

zen können. Offensichtlich ist es für die Verwaltungsräte, selbst wenn man es wollte(!), schwierig bis unmöglich, vernünftige Massstäbe festzusetzen oder das Augenmass zahlenmässig zu definieren. Die oft monopolartige Position bestimmter Manager lässt das allem Anschein nach nicht zu. Auch unterschiedliche gesetzliche Voraussetzungen helfen offensichtlich wenig: Das Problem besteht dies- wie jenseits des Atlantiks, Sarbanes-Oxley hin oder her. Ja, wenn der Schein nicht trügt, dann hat sich das Bonus-Problem in den letzten Jahren eher noch verschärft, was nicht ganz unlogisch wäre. Denn mit jeder zusätzlichen Verschärfung der Corporate-Governance-Regeln verringerte sich auch der Kreis der Kandidaten, die trotz aller Regeln überleben können. Ein Phänomen, das man insbesondere auch aus dem strafrechtlichen Bereich kennt: Gesetzesverschärfungen führen dazu, dass die Kleinkriminellen zwar verschwinden, die Gerissensten und Rücksichtslosesten dafür aber noch besser leben.

Verbesserungspotential der Corporate Governance ist deshalb kaum oder höchstens marginal in noch weitergehenden institutionellen Lösungen zu suchen. Vielmehr glauben wir, Licht an einem ganz andern Horizont zu erblicken. Die ökonomische Funktion des Managers wäre es ja, sich auf Zeit in seiner physischen und intellektuellen Arbeitskraft der Unternehmung, unter weitestgehender Vermeidung jeglicher Mentalreservation, hinzugeben. Offenbar funktioniert der Markt zur Abdeckung dieser ökonomischen Funktion aber nur schlecht. Weshalb? Er war bis anhin praktisch illiquid. Entweder beschränkte sich die Auswahl von Managern auf jene wenigen Exemplare im Personal, die sich durch Duckmäuserei, geschicktes Taktieren und das Hinlenken zufälliger Erfolge auf die eigene Mühle zur richtigen Zeit in die richtige Ausgangsposition gehievt hatten, oder man musste "extern" suchen gehen, wozu man einen jener Headhunter zu Rate zog, die ihrerseits die Monopolrente des Managers und ihrer selbst bereits verinnerlicht hatten.

Nun gibt es einen Parallelmarkt zu jenem der Manager, bei dem es ebenfalls um die ökonomische Funktion der Hingabe der physischen und, bis zu einem gewissen Grade wenigstens, intellektuellen Arbeitskraft auf Zeit und unter weitestgehender Vermeidung jeglicher Mentalreservation geht: die Prostitution. Bis vor ein paar Jahren war jener Markt namentlich durch die Monopolrenten der Zuhälter geprägt. Mit dem Internet hat sich alles verändert. Das Angebot hat sich vermutlich stark verbreitert und hat sich durch Ratings, durch Selbsthilfeorganisationen, durch Agenturen, durch Erfahrungsaustausch-(Chat-)Gruppen unter Konsumenten und durch eine weitgehend

transparente Preisbildung effiziente Strukturen zugelegt. Und die Monopolrenten Unberechtigter sind geschrumpft oder gar geschwunden. Wie auch immer man den Markt als solchen bewerten mag: Faktum ist die deutliche Situationsverbesserung durch die Möglichkeiten des Internet.

Wir prognostizieren Analoges für den Managermarkt, beziehungsweise glauben zu sehen, dass die Entwicklung bereits im Gange ist. Um sich ein Bild darüber zu machen, klicke man beispielsweise auf das Personenvernetzungsportal "Xing" ([www.xing.com](http://www.xing.com)). Es funktioniert nicht wesentlich anders als eine Plattform zur "Partnervermittlung", indem die relevante Information auf einfachste und übersichtlichste Art zur Verfügung gestellt wird. Der Markt für fähige Leute wird durch solche und ähnlich gelagerte Plattformen liquider, und infolge der absehbar dramatischen Liquiditätssteigerung wird es künftig unmöglich sein, dass man sich für die Besetzung von Positionen dem objektiv gesehen weit über die Handvoll linientreuer Gefolgsleute hinausgehenden Potential interner und externer Kandidaten verschliesst. Wir sind zuversichtlich, dass sich über den sich abzeichnenden Angebotsschock das Ärgernis hoher Bonuszahlungen entschärfen wird und dass sich über eines der lästigsten, weil emotional geladenen, Probleme der Corporate Governance, die Entschädigungsfrage, künftig sine ira et studio diskutieren lässt.

Fazit: Die Welt ist alles andere als fertig gebaut. Die "Best Practice", die man durch die Befolgung sehr weitgehender Corporate Governance-Regeln zu erfüllen glaubt, wird durch Veränderungen auf der Angebotsseite zwar nicht ausgehebelt, aber doch massgeblich relativiert. Gute Nachrichten für den Kapitalgeber, der zwar auch künftig am Manager und dessen möglichst totaler Hingabe auf Zeit nicht herumkommen wird, dessen Vertreter im Verwaltungsrat aber über ganz andere Instrumentarien verfügen werden, den wirklich besten Manager auszuwählen.

## 6. Patente vs. open source

Es gilt als gegeben, dass der "gute Westen" von den "bösen Chinesen" laufend um seine Erfindungen gebracht wird. So lautet mindestens das Mantra der China-Skeptiker: Dass dank gut ausgebautem Patent- und Urheberrecht Unternehmen in den westlichen Industrienationen besonders innovativ seien, und dass diese stupende Erneuerungskraft des Westens zu erlahmen drohe, wenn im aufstrebenden China einfach alles mir nichts dir nichts abgekupfert werde. Ein wesentliches Ziel der Einbindung Chinas in den Welthandel müsse es deshalb sein, weltweit eine

gleichmässige Praxis im Immaterialgüterrecht zu erreichen.

Auf den ersten Blick scheint die Causa von Patenten und Urheberrechten bzw. der ursächlichen Verknüpfung von Anreizen zur Innovation und ihrer tatsächlichen wirtschaftlichen Nutzbarkeit evident zu sein. Wer in aller Welt würde denn zu forschen beginnen, wenn ihm nicht dereinst hohe Gewinne aus der Verwertung der Patente winken würden? Die Vorteile des "first movers" genügen nicht, um die horrenden Einführungskosten von neuen Produkten, beispielsweise von Medikamenten, zu rechtfertigen. Vielmehr braucht es die Definition eigentumsähnlicher Verhältnisse im immateriellen Bereich, so dass der Besitzer eines Patents für lange Zeit von einer Monopolrente profitieren kann. Je besser der Patentschutz und je länger die Periode der garantierten Monopolrente, desto höher die Anreize zur Innovation, desto mehr Fortschritt also, und desto höher der allgemeine Wohlstand. So die Kette der Argumentation. Sie wird mit Vehemenz von jenen Teilen der Wirtschaft vertreten, die ganz besonders auf Innovation oder zumindest auf die Monopolrenten angewiesen sind. Dazu gehören gewiss die Pharmaindustrie, aber auch Teile der Kulturwirtschaft (Film, Musik) und des Technologiesektors.

Der unvoreingenommene und von Monopoleinkünften weitgehend unabhängige Beobachter fühlt sich bei dieser vordergründig zwar logisch erscheinenden Sicht der Dinge dennoch nicht ganz wohl. Denn irgendwie kann es doch nicht höchster wohlfahrtsökonomischer Effizienz entsprechen, wenn eine Firma wie Microsoft ins Unermessliche wächst, weil sie nachweislich fragwürdige Produkte zu nachweislich hohen Preisen in der ganzen Welt plazieren kann. Und es kann doch auch nicht optimal sein, wenn jemand dank rechtzeitiger Plazierung eines Programmcodes beim Patentamt für lange Zeit ein Gen oder dessen Substruktur für sich vereinnahmen kann, so dass die Nutzung des Wissens dann für alle andern weltweit blockiert ist. Und es ist doch – nicht zuletzt auch unter ethischen Gesichtspunkten – in hohem Masse problematisch, wenn ein grosser Teil der Welt nie und nimmer rechtzeitig in den Genuss von neuen Medikamenten und Verfahren kommen kann, weil ein Regime künstlich definierter Eigentumsrechte zu Monopolpreisen führt, die man sich in jenem Teil der Welt schlicht nicht leisten kann.

Interessanterweise wird das Argument, ohne genügenden Patentschutz gäbe es nicht genügend Innovation, in letzter Zeit von der faktischen Seite her stark unterwandert. So hat sich die

Open Source-Software Linux nicht nur als Alternative zu Microsoft etabliert, sondern ist zu deren grössten Bedrohung geworden. Linux hat keine spezifischen "Erfinder" mit Quasi-Eigentumsrechten an Programmen oder Programmteilen, sondern entstand im Rahmen einer auf Freiwilligkeit beruhenden Zusammenarbeit weltweit vernetzter "Freaks". Das heute wohl umfassendste und am meisten Sprachen abdeckende Nachschlagewerk Wikipedia wird laufend von Leuten gespeist, die ohne direkte wirtschaftlichen Vorteile in Fronarbeit neue Schlagwörter umschreiben, Unrichtiges oder Unvollständiges berichtigen oder das Verzeichnis für weitere Sprachen erschliessen. Wissenschafts-Blogs jeglicher Ausrichtung bilden seit geraumer Zeit eine Art virtueller Weltuniversität, die nicht funktionieren würde, wenn das Wissen nicht öffentliches Gut wäre. So können im Social Science Research Network (SSRN) Forschungsarbeiten plaziert werden, ohne dass man die oft ungerechtfertigt hohen Hürden der wissenschaftlichen Journale und ihrer Gralshüter hätte überwinden müssen.

Ohne irgendwelchen definitiven Erkenntnissen aus der unumgänglichen und dringenden Debatte um die wohlfahrtsökonomischen Aspekte von Patentschutz und Open Source vorgreifen zu wollen: Es ist ganz offensichtlich, dass in diesem Bereich greifbares Verbesserungspotential vorhanden sein wird, sei es, dass auf der theoretischen Seite der Patentschutz weniger mit Innovationsanreiz, aber mehr mit Blockade für weitere wissenschaftliche Fortschritte in Verbindung gebracht wird, oder sei es, dass auf der praktischen Seite der sich so innovativ gebende, vielleicht aber auch einfach phantasielos kolonialistisch denkende Westen einen anderen und mutmasslich weniger verkrampften Zugang zur chinesischen Mentalität des Abkupferns fände.

Übrigens: Anilin, Insulin, Penicillin, Streptomycin, Cortison, Paclitaxel (Taxol) und viele andere wichtigen Wirkstoffe wurden ohne effektiven Patentschutz erfunden. Stoff zum Nachdenken.

### **7. Phantasie und Fortschritt auch beim Anlegen?**

Seit 1998 sind in den USA auch Finanzinnovationen patentierbar. Ausläufer dieses von der europäischen Rechtslage abweichenden Regimes bekam unser Bankhaus im Zusammenhang mit Zertifikaten auf gewisse Indices zu spüren, als freundlich, aber bestimmt auftretende Anwälte versuchten, den Markenschutz für den verwendeten Index nicht nur beim Emittenten des Zertifikats, sondern zusätzlich und damit doppelt auch noch bei den Vertreibern der Produkte einzusacken. So sehen Monopolrenten konkret aus: Ein wesentlicher Teil landet in jenem Sektor, der am

meisten zu den volkswirtschaftlichen Reibungsverlusten beiträgt.

Es fällt auf, dass seit 1998, das heisst seit der Einführung der Patentierbarkeit von Finanzprodukten in den USA, auf dem Platz New York nur wenig Innovationen stattgefunden haben. Die Gefahr, nach Ausgabe eines nicht standardmässigen Produkts von irgendeiner Seite einer Patentverletzung bezichtigt zu werden, ist schlicht zu gross. Die grosse Expansion der Hedge Funds fand im rechtlichen Nirwana von Offshore-Destinationen statt, wobei interessant ist, dass sich die Betreiber von Hedge Funds just nicht durch Patente schützen, sondern durch höchste Geheimhaltung, was ihre Anlagestrategie betrifft. Vielleicht machen uns diese zu den innovativsten und phantasie reichsten Geistern zu zählenden Zeitgenossen vor, was das Korrelat wäre zu einer Welt von Open Source-Wissen: ein gesundes Mass an Intransparenz, an Klandestinität, was die eigenen Absichten und Tätigkeiten betrifft.

Wie auch immer: Selbstverständlich ist vor allem und gerade im Finanzsektor Phantasie das einzige Mittel, um Überrenditen zu erzielen. Und Überrenditen sind wiederum, weil die Konzepte irgendwann kopiert werden und daraufhin für die Allgemeinheit zu wirken beginnen, der Motor für Fortschritt. Phantasie ist gleichbedeutend mit der Fähigkeit, anders zu denken und zu handeln als der Durchschnitt. Die Voraussetzung dazu sind Ideen, Mut und Disziplin.

Dazu ein Beispiel aus unserem eigenen Innovationslabor. Wenn man aus Erfahrung und aufgrund theoretischer Überlegungen weiss, dass es einige ziemlich klar definierbare Ursachen für ungenügende Anlagerenditen gibt, dann kann man unter Anwendung von Phantasie, das heisst Ideen, Mut und Disziplin eben, versuchen, abweichende Verhaltensweisen anzuwenden. Das logische Resultat müssen dann Überrenditen sein, die so lange erzielt werden können, bis die angewendeten Methoden zum Allgemeinwissen werden. Zu den von uns in den Fokus genommenen suboptimalen Verhaltensweisen gehören:

- Die mangelnde Diversifikation, das heisst die oft beobachtbaren hohen Wetten auf irgendwelche einzelnen Titel oder Themen. Gemäss einer breit angelegten Studie der Universität Zürich setzen 50 Prozent der befragten Privatanleger auf maximal drei Aktien. 30 Prozent besitzen lediglich einen einzigen Titel.
- Der Fokus auf jeweils gerade populäre Themen. Untersuchungen zeigen auf, dass der Neugeldzufluss in wesentliche amerikanische Technologiefonds sich auf die Jahre ab 1999 konzentrierte und dann noch anhielt, als der

einschlägige Nasdaq-Index seinen Zenith längst überschritten hatte. Dafür floss auch dann noch Geld ab, als der Tiefstpunkt längst erreicht worden war.

- Erfolgloses "Market Timing", das heisst die intellektuelle Konzentration des Anlageentscheids auf den Zeitpunkt anstatt auf den materiellen Hintergrund. Eine amerikanische Studie zeigt, dass ein typischer privater Aktienfondsinvestor zwischen 1986 und 2005 bei einem Anstieg der Märkte um 11.9 Prozent pro Jahr infolge Ein- und Ausstiegen lediglich eine Rendite von 3.9 Prozent erzielte, und dies bei einer Inflationsrate von 3 Prozent.
- Aktive Vermögenverwaltung in grosskapitalisierten, hocheffizienten Märkten. Die Transaktionskosten übersteigen in aller Regel den möglichen Benefit, so clever die Schemen auch sein mögen.

Dem Mut und der Disziplin, von denen wir gesprochen haben, kann man insofern etwas nachhelfen, als man Gegenläufigkeit durch mechanische Schemen zu modellieren versucht. So hätte beim erwähnten amerikanischen Beispiel ein stures monatliches Anlegen eines festen Betrags in einen breitabgestützten Index in den erwähnten Jahren 1986 bis 2005 eine um 70 Prozent höhere Rendite ergeben. Die in den letzten Jahren in unserem Haus entstandenen Anlagestrategien wie Active Indexing, Active Momentum oder Active Currencies, aber auch unkomplizierte Fondssparpläne, laufen (unter anderem) genau auf solche "sturen" Schemen hinaus. Und da davon auszugehen ist, dass wagemutige Wetten, populäre Themen, Euphorie und Panik nicht aus der Mode kommen, gehen wir davon aus, dass wir dieses Verbesserungspotential in Anlagefragen auch noch für eine Weile nutzen können, ohne dafür in New York ein Patent anmelden zu müssen.

## 8. Spontan vs. geplant

Zu Beginn dieses Anlagekommentars haben wir die Frage gestellt, wo denn angesichts der dem Markt bekannten, weitgehend hervorragenden Bedingungen der Weltwirtschaft, des Währungssystems sowie der Unternehmensverfassung, und wo angesichts der dem Markt langsam bewusst werdenden geringeren Bedeutung von politischen Krisenherden noch Verbesserungspotential liege.

Denn für den weiteren Verlauf der durch Erwartungen gebildeten Marktverhältnisse zähle nur das Delta, die voraussichtliche Veränderungsrate, zur bestehenden Einschätzung der gegenwärtigen Situation.

Auf den ersten Blick erscheint das Verbesserungspotential gering, die Möglichkeit hingegen, dass sich irgendetwas schlechter präsentieren werde als erwartet, entsprechend höher. Denn tiefere als tiefe Inflationsraten kann es ja nicht geben, ebensowenig tiefere als tiefe Zinsen oder tiefere als tiefe Währungsvolatilitäten, und bessere Margenverhältnisse der Unternehmungen sind ebenfalls nicht so leicht vorstellbar. Aus dieser Konstellation könnte man unschwer eine Crash-Prognose basteln. Wir wehren uns aber gegen eine negative Sicht der Dinge, nur weil es momentan relativ gut geht, und orten vielmehr Potential in Bereichen, in denen man solches kaum vermuten würde.

Die fünf anekdotisch ausgewählten Beispiele vom "Poetry Slam" bis zur angewandten Phantasie in Anlagefragen haben eines gemeinsam: Sie laufen dem als "Best Practice" vermuteten Durchschnittsverhalten völlig entgegen und kommen aus einer Ecke, von der man es kaum erwarten würde. Wer hätte denn je prognostiziert, dass dereinst eine spontan entstandene Software einen Technologiekoloss in Bedrängnis bringen würde? Wer hätte je daran gedacht, dass die Forschung und Entwicklung bestandener Pharma-Riesen durch bescheidene Wissenschafts-Blogs gefährdet würde? Wer hätte daran gedacht, dass es je wieder zu Dichterwettstreiten käme, und wer hätte dem kleinen Bankhaus aus St. Gallen zugetraut, das konsensuale Anlageverhalten herauszufordern?

Fortschritt geschieht nicht dort, wo man ihn plant oder vermutet, sondern dort, wo ideenreiche, mutige und disziplinierte Geister daran glauben, noch etwas verändern zu können. Die gegenwärtig angenehm positive Wirtschaftslage und Börsensituation haben den Vorteil, dass der Spielraum, sich mit neuen und ungewohnten Dingen beschäftigen zu können, ungleich grösser ist als vor ein paar Jahren. Man sollte ihn nutzen.