ECONSTOR
*Make Your Publications Visible.*

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Jungfer, Joachim

**Article**

# Die Entwicklung des tschechischen Kapitalmarktes

ifo Dresden berichtet

**Provided in Cooperation with:**
Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

*Suggested Citation:* Jungfer, Joachim (2002) : Die Entwicklung des tschechischen Kapitalmarktes, ifo Dresden berichtet, ISSN 0945-5922, ifo Institut, Niederlassung Dresden, Dresden, Vol. 09, Iss. 2, pp. 21-32

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/169633

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

# Die Entwicklung des tschechischen Kapitalmarktes

## 1. Die Hinterlassenschaften der zentralen Planwirtschaft

Wie in allen zentralen Planwirtschaften waren die Banken in der Tschechoslowakei reine Verwaltungsorgane. Sie nahmen die Einlagen der privaten Haushalte entgegen und führten jene Transaktionen durch, welche der Plan vorgab. Die privaten Haushalte hatten in der Regel keine andere Möglichkeit, ihre Ersparnisse anzulegen, und die Unternehmen konnten nicht außerhalb des Bankensystems Kredite aufnehmen. Es gab keine Börse und somit auch keine Aktien, Anleihen oder Investmentfonds. Zu Beginn der Reform gaben die Banken, wie in allen Transformationsländern, zunächst weiterhin Kredite an ihre traditionelle Klientel, die staatlichen Unternehmen. Diese wurden jedoch rasch notleidend als die Betriebe dem Wettbewerb ausgesetzt wurden. Zins- und Tilgungsleistungen wurden einfach weitergewälzt, da keine Konkurse zu befürchten waren. Dadurch erhöhte sich der Umfang der nicht einbringbaren und zweifelhaften Forderungen. Wie hoch die gegenseitige Verschuldung der Unternehmen in den ersten Jahren der Reform war, konnte bisher noch nicht genau ermittelt werden. Die Wiedereinführung eines funktionierenden Kapitalmarktes ist besonders schwierig, da sie untrennbar mit der Privatisierung von Wirtschaftsunternehmen verbunden ist.

## 2. Die Struktur des tschechischen Kapitalmarkts

Der Kapitalmarkt ist der Markt, auf welchem Aktien und Anleihen mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr angeboten und nachgefragt werden. Im weitesten Sinne wird auf dem Kapitalmarkt Geld für langfristige Verschuldungen angeboten und Geld für die Bildung längerfristigen Vermögens nachgefragt. Alle Wertpapiere die mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr ausgestattet sind, wie z. B. Akzepte (Wechsel) von Unternehmen oder Schatzwechsel (T-Bills) zählen dagegen zum Geldmarkt.

Der Kapitalmarkt und der Geldmarkt sind Teilmärkte des Kreditmarkts. Die auf dem Kapitalmarkt angebotenen Aktien und Anleihen aus Neuemissionen zählen zum Primärmarkt und die aus Beständen stammenden zum Sekundärmarkt. Beide Märkte sind sog. organisierte Märkte. Ihre Funktion ist in einer entwickelten Marktwirtschaft durch zahlreiche Gesetze, angefangen vom Gesellschaftsrecht, Bewertungsvorschriften, Publikationspflichten, Gesetze über die Tätigkeit von Börsenmaklern, Börsenzulassung, Börsenschiedsgericht, Bankenaufsicht usw. sowie durch umfangreiche strafrechtliche Vorschriften geregelt. Auch der außerbörsliche Markt – z. B. Telefonverkehr oder der vor- und nachbörsliche Markt – unterliegt der Publizitätspflicht und anderen Gesetzen.

In Tschechien gibt es vielfältige Möglichkeiten des organisierten Wertpapierhandels. Die Prager Börse (PSE) wurde ursprünglich geschaffen, um als reguläre Börse zu fungieren, während eine zweite Börse (die RMS) für den Kleinhandel gegründet wurde, um über ein, das ganze Land übergreifendes Netz den Handel mit Koupons zu ermöglichen. Sog. Koupons, auch vouchers genannt (ein Büchlein mit 1.000 Investitionspunkten), konnte jeder Bürger zu einem symbolischen Preis erwerben, um Anteile tschechischer Unternehmen auf Auktionen zu ersteigern.[1] Gegenwärtig werden an der PSE nur die größten 170 Unternehmen gehandelt, während an der RMS über 2.100 kleinere Unternehmen gelistet sind. Allerdings ist die Liquidität auf diesem Markt so gering, dass viele Aktien nur selten gehandelt werden.[2] An der PSE gibt es ein Fixing (Festsetzung eines amtlichen Kurses zu welchem alle Umsätze getätigt werden) und einen

[1] *Vgl. hierzu die Ausführungen in Punkt 5 über die Kouponsprivatisierung.*

[2] *Vgl. International Monetary Fund (IMF), Czech Republic: Financial System Stability Assessment, Including Reports on Observance of Standards and Codes on the Following Topics: Monetary and Financial Policy Transparency; Banking Supervision; Insurance Regulation; Securities Regulation; Corporate Governance; and Payment Systems, IMF Country Report No. 01/113, Washington D.C. July 2001, S. 63. – In den folgenden Ausführungen zitiert als Country Report No. 01/113.*

kontinuierlich stattfindenden, computerisierten Handel mit variablen Kursen.

Darüber hinaus bestehen noch zahlreiche Möglichkeiten des außerbörslichen Handels und des bilateralen Handels, der in das nationale Register eingetragen werden muss. Seit 1997 ist der bilaterale Handel nur noch Privatleuten gestattet, aber zwischen Brokern verboten, da er zu zahlreichen Betrügereien führte. Auf den einzelnen Börsen bilden sich häufig unterschiedliche Kurse. Als zu Beginn der Reformen noch keine Publizitätspflicht für alle Umsätze auf den verschiedenen Wertpapiermärkten bestand, gab es Preiszuschläge und -abschläge bis zu 5 %, ein Sachverhalt, der als „Marktfragmentierung" bezeichnet wurde. Vor der Börsenreform von 1997 dominierte der außerbörsliche Handel. Nach der Reform schrumpfte er schnell auf 2 % des Börsenhandels.

### 3. Die geschichtliche Entwicklung im Überblick

Bevor auf die Entwicklung des Kapitalmarkts im Einzelnen eingegangen wird, soll ein Überblick zu wichtigen Meilensteinen auf dem Weg zur Entstehung des tschechischen Kapitalmarkts gegeben werden (vgl. Übersicht 1).

Wie aus der Übersicht 1 zu ersehen ist, erlebte der tschechische Kapitalmarkt Mitte der 90er Jahre in kurzer Zeit eine Blüte und ließ mit einer hohen Marktkapitalisierung andere Transformationsländer, wie Ungarn und Polen, weit hinter sich. Als jedoch wegen der zunehmenden Wirtschaftskriminalität Maßnahmen zur Erhöhung der Transparenz ergriffen wurden, stellte sich heraus, dass die meisten Firmen illiquide waren. Die den großen Erfolg suggerierenden Indikatoren, die wegen der damaligen Intransparenz keiner exakt überprüfen konnte, erwiesen sich als falsch. Der Aktienindex musste völlig neu zusammengesetzt werden. Der Markt war in Wirklichkeit so unterentwickelt und wenig liquide, dass es sogar im Jahr 1999 nicht einmal gelang, eine Unternehmensanleihe zu platzieren. Anleihen werden nach wie in geringer Zahl auf dem OTC-Markt (over the counter) gehandelt.

Nach neueren Untersuchungen der beim Internationalen Währungsfonds (IMF) zuständigen Abteilung zur Überwachung von „Standard and Codes" täuschen die offiziell genannten Zahlen über die erfolgreiche Entstehung der tschechischen Börse im Rahmen der Privatisierung aus mehreren Gründen:

1. Der größte Teil der gelisteten Unternehmen wurde in Wirklichkeit überhaupt nicht gehandelt.
2. Der Anteil der Unternehmen, welcher sich im Staatsbesitz befand, und nicht gehandelt wurde, betrug ca. 40 % der Marktkapitalisierung.
3. Es gab Doppelzählungen, weil sowohl die Anteile der Investmentfonds, als auch die der Großunternehmen, welche sich im Besitz der Fonds befanden, addiert wurden. Dies fiel zunächst nicht auf, weil die Investmentfonds die Rechtsform einer Aktiengesellschaft besaßen. Bei einer Berechnung der tatsächlichen Marktkapitalisierung darf man aber die Investmentfonds, welche ja Finanzintemediäre sind, nicht einfach dazu zählen.

Berücksichtigt man dies, betrug die tatsächliche Marktkapitalisierung nicht 30 % des Bruttoinlandprodukts (BIP), sondern allenfalls 12 bis 14 %.[3] Konkret bedeutet das, dass der tschechische Kapitalmarkt nicht größer als der vergleichbarer Transformationsländer war.[4]

### 4. Die Bedeutung der Ordnungspolitik seit Reformbeginn für die Entstehung des Kapitalmarkts

Die Entwicklung des tschechischen Kapitalmarkts und seine gegenwärtig noch bestehenden Probleme sind eine Geschichte von Korruption, Betrug und falschen Zahlen bzw. Irrtümern bei der Berechnung wichtiger Indikatoren. Sie ist ohne die Kenntnis der politischen Hintergründe nicht zu verstehen. Der Beginn der Reformen in der damaligen Tschechoslo-

[3] *International Monetary Fund, Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC) Czech Republic, VII. Securities Market, reissued in July 2000, S. 2.*

[4] *Dessen ungeachtet gibt die EBRD im Transition Report 2000 (S. 136) nach wie vor für 1995 und 1996 eine Marktkapitalisierung von über 30 % an.*

Übersicht 1

**Entwicklung des tschechischen Kapitalmarktes**

| | |
|---|---|
| November 1992: | Gründung der Prager Börse (PSE). |
| April 1993: | Aufnahme des Handels mit der Emission von sieben Aktiengesellschaften. |
| Juni/Juli 1993: | Wertpapieremission von 958 Kapitalgesellschaften während der ersten Welle der Kouponsprivatisierung. |
| April 1994: | Erste Veröffentlichung der Konstruktion des amtlichen Börsenindex PX 50 mit den 50 wichtigsten tschechischen Aktien. Halbjährliche Adjustierung des Fonds gemäß der veränderten Größe der Unternehmen. |
| März 1995: | Wertpapieremission von 674 Kapitalgesellschaften während der zweiten Welle der Kouponsprivatisierung. |
| April 1995: | Amtliche Bekanntgabe der Indizes PX-globe, PXL sowie von 19(!) Spezialindizes, konstruiert aus diesen beiden Indizes. Voraussetzung für die Bildung eines Subindex ist, dass in diesem Segment mindestens drei Aktiengesellschaften gehandelt werden. |
| September 1995: | Teilung des Börsenmarktes in drei Märkte: (Hauptmarkt und Nebenmarkt) sowie einen Freiverkehrsmarkt, entstanden aus dem Markt der bisher nicht gelisteten Wertpapiere. |
| März 1996: | Kontinuierlicher Handel mit variablen Preisen (KOBOS-System) mit der Emission von fünf Aktien und zwei Anleihen. |
| 1997: | Die Marktkapitalisierung erreicht nach amtlichen Schätzungen 32 % des BIP-Wertes. |
| | Börsenkrise: Beginn der Bereinigung des Börsenmarktes: Ausschluss (Delisting) von 1.301(!) „illiquiden“ Aktien. |
| Januar 1998: | Ausgliederung von 35 Kapitalgesellschaften des Hauptmarktes in den Nebenmarkt, wegen mangelhafter Liquidität. |
| Mai 1998: | Eröffnung des Handels mit dem SPAD-System (System zur Unterstützung von Kapitalanteilen und Anleihen). |
| Januar 1999: | Einführung des neuen, börsentäglich berechneten PX-D-Index sowie Wiedereinführung eines neuen börsentäglich notierten PX 50 Index |
| September 1999: | Zurücknahme von 75 am Freiverkehrsmarkt ausgegebenen Aktien. |
| Mai 2000: | Vollendung der geplanten einheitlichen (uniform) Order. |
| Juni 2001: | Aufnahme der Prager Börse als assoziiertes Mitglied der Föderation der Europäischen Wertpapierbörsen (FESE). |

*Quelle:* Prague Stock Exchange, Annual Report 2001, Prag 2002.

wakei ist eng mit dem Namen des Premierministers Vaklav Klaus (1992–1997) verbunden. Klaus war eine charismatische Persönlichkeit, der sich selbst als rechtskonservativen Nachfolger Margaret Thatchers bezeichnete. Er präsentierte sich gegenüber der Welt als erfahrener Ökonom mit einem zuverlässigen Privatisierungsplan, welcher die Wirtschaft rasch zu ökonomischer Blüte führen würde. Es gelang ihm, der Bevölkerung glaubhaft zu machen, dass es keine Alternative zu seinem Reformprogramm gäbe. Die meisten Medien folgten fast sklavisch seinen Ausführungen.[5] Wer seine Konzeption in Frage stellte, wurde als unbelehrbarer Kommunist bezeichnet, der nichts dazu gelernt hat. Die tschechische Bevölkerung war – im Gegensatz zur slovakischen – „glücklich einen starken, kompetenten und vertrauenswürdigen Führer“[6] zu haben. Auf Grund der zunächst guten makroökonomischen Performance gelang es ihm, auch das Ausland zu beeindrucken.

[5] *Vgl. hierzu die sehr ausführliche Studie von A. Stroehlein, S. Saxonberg und K. Stastna, „The Czech Republic 1992 to 1999: From Unintentional Political Birth to Prolonged Political Crisis“, in: Central European Review, Vol. 1., No. 12, 13. 9. 1999, Special Feature, S. 1–46.*

[6] *Ebenda, S. 2 ff.*

Den Reformbeginn kennzeichnen Euphorie und ein etwas eigenwilliges Konzept einer marktwirtschaftlichen Ordnung, die Klaus als „dritten Weg“ bezeichnete. Einerseits wies die Reform Elemente eines Laisser-faire-Kapitalismus auf, welcher nach Manchester Art Monopole akzeptierte, andererseits aber auch Elemente einer lähmenden Überregulierung, welche ihre Wurzeln in der sozialistischen Vergangenheit hatte. Oberste Priorität der Regierung war die schnellst mögliche Einführung der Marktwirtschaft. Die Ökonomen sollten den Juristen immer einen Schritt voraus sein, um unumkehrbare Tatsachen zu schaffen.[7] Deshalb drängte die Regierung andere allgemein akzeptierte Grundsätze einer modernen Zivilisation von Recht, Ordnung und Ethik in den Hintergrund, wie Kysinkha, der tschechische Vizepräsident der Notenbank, 1998 feststellte.[8]

Während Polen und Ungarn sich zunächst bemühten, einen rechtlichen Rahmen für die Marktwirtschaft festzulegen, blieben den mit der Reform betrauten Experten in der Tschechoslowakei nur ca. drei Monate Zeit. Sie sollten die unternehmerische Freiheit so wenig wie möglich einengen. Deshalb gab es auch keine oder nur unzureichende Gesetze zu wichtigen Institutionen wie z. B. Minderheitenschutz bei Aktiengesellschaften, Publizitätspflicht von Kapitalgesellschaften oder Börsen- und Bankenaufsicht. Die wenigen Kontrollbehörden waren unterbesetzt, verfügten über keine erfahrenen Experten und besaßen fast keinerlei Macht.

Die Regierung ging davon aus, dass der Markt schon irgendwie dafür sorgen würde, dass sich die Tüchtigsten durchsetzen würden und versprach, dass die Tschechoslowakei rasch das Niveau der Industrieländer erreichen würde. Selbst als zunehmende Korruptionsskandale das ganze Land erschütterten, erklärte die Regierung, dass Wirtschaftskriminalität das kleinere Übel sei als die Alternative, nämlich eine gut vorbereitete, aber dafür langsamere Einführung der Marktwirtschaft.

Andererseits gab es auch marktfeindliche Regulierungen, insbesondere einen extremen Gläubigerschutz. Gemäß der sozialistischen Devise, Konkurse sind Zerstörungen des Volksvermögens, wurde eine völlig unbrauchbare Insolvenzgesetzgebung etabliert. Spätere Untersuchungen zeigten, dass zur Zeit des Kommunismus sogar mehr Betriebe pro Jahr still gelegt wurden als in den ersten Jahren nach dem Reformbeginn.[9] Konkurse waren an so viele Bedingungen geknüpft, dass sie kaum durchführbar waren. Auch der Arbeitsmarkt unterlag dirigistischen Regelungen. Außerdem wollte der Staat seinen Einfluss auf bestimmte Unternehmen (sog. „strategische Unternehmen“) wie z. B. Großbanken oder einige staatliche Großunternehmen weiterhin ausüben oder er hielt Anteile von knapp über 50 % an bestimmten Betrieben.

Klaus schätzte auch das außenpolitische Umfeld, insbesondere zu den EU-Staaten falsch ein.[10] Einerseits wollte er, dass Tschechien als erstes Transformationsland so schnell wie möglich Mitglied der EU wird, andererseits polemisierte er ständig gegen zahlreiche EU-Bestimmungen, die er so nicht übernehmen wollte, pochte auf seinen „dritten Weg“ und erklärte immer wieder, dass der Westen noch viel von Tschechien lernen müsse. Nach Meinung politischer Analysten hoffte er, dass die Regierung Major in Großbritannien ihm helfen würde, als erstes Transformationsland rasch der EU beizutreten.[11]

Als Klaus Mitte 1996 die Wahlen verlor und sich bald herausstellte, dass viele Koupons fast wertlos waren, gingen die ausländischen Direktinvestitionen stark zurück und die Tschechische Republik erlebte eine

[7] *Vgl. Znoj Milan, „By their Deeds Ye Shall Know them“, in: The New Presence, January 1999, S. 1 ff. und A. Stroehlein, „Three Vaclavs: Political Thinking in the Czech Republic“, in Central Europe Review, Vol. 1., No. 10, 30. August 1999, S. 3.*

[8] *P. Kysilka, Vice-governor of the Czech National Central Bank: Outlook of the Czech Economy, 1998.*

[9] *Vgl. Czech Republic, Completing the Transformation of Banks and Enterprises, A World Bank Country Study, No. 21440, November 2000.*

[10] *Dies verdeutlicht z. B. die Tatsache, dass er Helmuth Kohl fragte, ob er wirklich dafür sei, eine einzige Währung in Europa einzuführen – bekanntlich Kohls Lieblingsprojekt –; was nicht nur die Deutschen sondern auch andere Staaten irritierte. Vgl. hierzu im Einzelnen: A. Stroehlein, S. Saxonberg und K. Stastna, a. a. O. S. 8 ff.*

[11] *Ebenda, S. 8.*

schwere Wirtschaftskrise. Das ganze Reformprogramm wurde durch Finanz-, Banken-, und Justizskandale diskreditiert. Aus Angst vor weiteren faulen Krediten schränkten die Banken die Kreditvergabe stark ein, was sich sehr ungünstig auf die Investitionstätigkeit auswirkte.[12] Zudem wurde die Krise noch durch eine reale Aufwertung der Tschechischen Krone um 36 % (zwischen 1992 und 1996) sowie den starken Rückgang der Direktinvestitionen verschärft. Damit zerbrach auch gleichzeitig der Mythos vom „tschechischen Wirtschaftswunder".

Auch die internationalen Organisationen hatten seinerzeit nicht erkannt, dass viele „Erfolgsindikatoren" auf falschen Berechnungen beruhten. Noch im Jahr 2000 finden wir zahlreiche englischsprachige Untersuchungen aus Tschechien, deren Autoren mit unrealistischen Zahlen arbeiten, weil sie anscheinend keinen Zugang zu neuerer Literatur der internationalen Organisationen haben[13]. Dies erschwert zwar die Analyse der Entwicklung, erklärt aber vermeintliche Widersprüche.

Die laxen Gesetze und die mangelhafte Börsenaufsicht führten dazu, dass sich zahlreiche Manager von Investmentfonds oder Unternehmen illegal bereicherten. Mit Hilfe der Leiter der Kreditinstitute, mit welchen die Manager der Großbetriebe ja häufig jahrelang zusammengearbeitet hatten, und den noch gut funktionierenden alten Netzwerken wurden zahlreiche Firmen aufgekauft, um sie auszuschlachten und die „Filetstücke" extra zu verkaufen (sog. „asset stripping"). Da nach Untersuchungen der Weltbank ca. 90 % der Transaktionen außerhalb des offiziellen Börsengeschäfts von privat zu privat durchgeführt wurden, kam es nach Shirley 2001[14] (bekannt durch zahlreiche Untersuchungen illegaler Transaktionen von Staatsbetrieben in der Dritten Welt und in Schwellenländern) zu immensen „Ausplünderungen" („looting") tschechischer Unternehmen. Dieses Phänomen, das in der tschechischen Literatur als „tunneling"[15] bezeichnet wird, wurde durch die staatlich verordnete Kreditlenkung zugunsten bestimmter Betriebe bzw. die Erteilung von staatlichen Garantien für Schuldenrückzahlungen (ein Sachverhalt der einen großen Anreiz bildet, Kredite aufzunehmen) stark begünstigt. In der Literatur besteht Einigkeit, dass „tunneling" kaum möglich ist, wenn unter den Banken Wettbewerb besteht.[16]

Die neue Regierung sah ihre Aufgabe darin, die Fehler der alten zu beseitigen und Tschechien auf EU-Kurs zu bringen. Nach der Einführung zahlreicher Reformen, bat sie die Weltbank um Prüfung ihrer Wirtschaftspolitik. Mehrere Teams der Weltbank erstellten in folgender zeitlicher Reihenfolge unter Mitwirkung von EU-Consultants drei umfangreiche Abhandlungen: 1. Kapitalmarkt, 2. Bankenwesen, 3. Fiskalpolitik. Auch der IMF wurde um ausführliche Analysen gebeten und erstellte umfangreiche Studien insbesondere zur Geld-, Zahlungsbilanz- und Wechselkurspolitik. Bis auf die Fiskalpolitik wurden die Reformbemühungen und neuen Gesetze sehr gelobt und weckten hohe Erwartungen. Auch das Image Tschechiens als Standort für Direktinvestitionen wurde erheblich attraktiver.

## 5. Die Bedeutung der Kouponsprivatisierung für die Entstehung des Kapitalmarkts

Die Kouponsprivatisierung bildete den ersten Anfang des Wertpapierhandels in der Tschechoslowakei. Um den Handel mit Koupons (oder auch vouchers genannt) zu beschleunigen und in kurzer Zeit einen möglichst hohen Umsatz im Handel mit Koupons zu schaffen, erließ die Regierung kaum einschränkende

[12] *Vgl. M. Hampl and R. Matousek, Credit Contraction in the Czech Republic: Causes and Effects, Czech National Bank, Working Paper No. 19, 2000, S. 34.*

[13] *Vgl. z B. K. Janacek and E. Zamrazilovà, Chech Economy: Spring 2001, Working Paper Komercni banka 20., April 2001, S. 38 ff., welche sich auf Analysen des IMFs und der IFC aus dem Jahr 1999 beziehen. Bei den meisten tschechischen Autoren lässt dies leicht anhand der verwendeten Literatur ersehen.*

[14] *Vgl. R. Cull, J. Matesova and M. Shirley, Ownership and the Temptation to Loot – Evidence from Privatized Firms in the Czech Republic, World Bank Working Papers, 28. March, 2001, forthcoming S. 4 ff.*

[15] *Unter „tunneling" versteht man den Transfer von Aktiva und Gewinnen aus der Firma zugunsten des privaten Aktionärs.*

[16] *Vgl. Worldbank, Czech Republic – Completing the Transformation of Banks and Enterprises. A World Bank Country Study. No. 21440, 2000, S. 1 ff.*

gesetzliche Bestimmungen. Die Kouponsprivatisierung erfolgte in zwei Wellen. Jeder Bürger konnte zu einem symbolischen Preis von 1.000 Kronen (ca. 35 US-$), der damals unter dem durchschnittlichen Wochenlohn lag, ein Büchlein mit 1.000 „Investitionspunkten“ erwerben.[17] Bei der Versteigerung von Unternehmen konnten entweder einzelne Bürger selbst als Bieter auftreten oder ihre Koupons an Investmentfonds verkaufen, welche dann als Bieter Unternehmensanteile ersteigerten.

Während Investmentfonds in Deutschland, den USA oder Luxemburg bestimmten – wenn auch sehr unterschiedlichen – Rechtsvorschriften unterliegen und nicht mehr als einen sehr geringen Prozentsatz eines Unternehmens besitzen dürfen, erlaubte die tschechische Regierung jedem Fonds den Besitz von 20 % einer Kapitalgesellschaft und ließ ihnen bewusst freie Hand. Durch die Kouponsprivatisierung entstand eine sehr große Zahl von Unternehmen, sodass die Regierung eine Zersplitterung des Eigentums im Besitz Tausender von Kleinaktionären befürchtete, weshalb sie auf eine erfolgreiche Unternehmensführung der Manager der Investmentfonds setzte.

Im Jahr 1992 wurden in der Tschechoslowakei 988 Unternehmen durch die Ausgabe von Koupons versteigert. Die versteigerten Anteile entsprachen dem halben Buchwert der Firmen und machten vorübergehend 60 % der Bevölkerung zu Aktienbesitzern. Von diesen 60 % investierten wiederum 72 % ihre Koupons in Investmentfonds. Die Attraktivität der Investmentfonds war deshalb so groß, weil ihre Werbemanager versprachen, in kurzer Zeit den Wert der Koupons zu verzehnfachen. Eine der größten Investmentfonds mit dem Namen „Harvard Capital and Consulting Securities“ versprach sogar die Vertausendfachung der Koupons. Der attraktive Name „Harvard“ erregte kein Misstrauen, sondern zog die Kouponsbesitzer geradezu magisch an und der Fonds entwickelte sich zu einem der größten Investmentfonds.[18]

Ein Jahr später, nach der Trennung von der Slovakei (1993), erfolgte die zweite Privatisierungswelle (welche die Slovakei nicht mitmachte!) mittels Koupons. Es wurden 861 Unternehmen versteigert, 64 % der Koupons wurden an Investmentfonds verkauft. Der Marktwert der privatisierten und an der Börse gehandelten Unternehmen betrug, wie bereits in Punkt 3 erwähnt, nach offiziellen Angaben im Jahre 1997 ca. 30 % des BIP und entsprach damit durchaus der Marktkapitalisierung eines modernen Staates (zum Vergleich: Deutschland 28,3 %, Frankreich 38,3 %, USA 105 %). Ebenso dynamisch entwickelte sich angeblich der Börsenumsatz, welcher nach offiziellen Angaben 115,6 % der Marktkapitalisierung und 34,7 % des BIP entsprach.[19] Seit einigen Jahren wird jedoch von mehreren Ökonomen bezweifelt, dass die Kouponsprivatisierung eine echte Privatisierung war, da sich die meisten Investmentfonds im Besitz der Staatsbanken befanden. Diese gaben sowohl den Investmentfonds als auch den Betrieben, welche den Investmentfonds gehörten, Kredite.[20]

Nach dem Börsencrash waren die Maßnahmen der neuen Regierung darauf gerichtet, alle den Kapitalmarkt betreffenden Regulierungen und Überwachungen zu verbessern und vor allem für mehr Transparenz zu sorgen. Im Jahre 1998 wurde eine Wertpapierkommission – die Czech Securities Commission (CSC) – gegründet, um die Börsenaufsicht zu übernehmen. Ihre Aufgabe war, EU-konforme Regulierungen einzuführen und mit aller Kraft Wirtschaftskriminalität zu bekämpfen. Gleichzeitig bemühte sich die Regierung, den gesetzlichen Rahmen für die Marktwirtschaft schrittweise zu verbessern. Die meisten Gesetze, die 1998 erlassen wurden, traten jedoch erst nach umfangreichen Vorarbeiten und Beratungen mit der EU, insbesondere bei der Einführung des IAS (International Accounting System), unter Mitarbeit zahlreicher anderer internationaler Organisationen zu Beginn des Jahres 2000 oder noch später in Kraft. Besondere Fortschritte brachten folgende Maßnahmen, die schon vor dem Jahr 2000

[17] *M. Kupka, The Pendulum of Czech Privatization, The New Presence, July 1997.*
[18] *Vgl. A. Stroehlein, S. Saxonberg and K. Stastna, a. a. O. S. 4.*
[19] *Vgl. Czech Republic- Capital Market Review, A World Bank Country Study, No. 19306, May 1999, S. 11 ff.*
[20] *Vgl. International Monetary Found, Czech Republic: Selected Issues, IMF Staff Country Report No 99/90, August 1999, S. 6 ff. und die dort angegebene Literatur – sowie L. Mleoch, Did Privatization Really Take Place?, The New Presence July 1997.*

gesetzlich verankert wurden, sich aber erst allmählich durchsetzten ließen:

1. Die sog. **„Relizensierung“**. Zahlreichen finanziellen Institutionen, darunter viele Broker, und Unternehmensleitern wurde es untersagt, als Börsenteilnehmer aufzutreten. Die Zahl der Akteure an der Börse verringerte sich dadurch geradezu „dramatisch“[21] .
2. Die **Publizitätspflicht** der Aktiengesellschaften, deren Missachtung durch hohe Strafen rasch durchgesetzt werden konnte, reduzierte die „Marktfragmentierung“ erheblich. Die bislang auf intransparenten Märkten vorhandenen dubiosen Preiszu- und -abschläge für die gleichen Aktien verringerten sich stark. Alle Aktiengesellschaften wurden gezwungen, pro Halbjahr eine Bilanz mit einem ausführlichen Bericht zu veröffentlichen.
3. Das **„Delisting“**, Ausschluss zahlreicher Unternehmen von der Börse, um die Spreu vom Weizen zu trennen. Einige wenige liquide Aktien durften nur noch im Freiverkehr gehandelt werden. Die überhaupt nicht mehr gelisteten Aktien wurden über Nacht quasi wertlos und viele Menschen mussten erkennen, dass sie nichts oder nur noch wenig besaßen.
4. Die Investmentfonds, die bisher fast ausschließlich als geschlossene Fonds gegründet wurden, wurden gezwungen, sich allmählich **in offene Fonds umzuwandeln.** Außerdem unterlagen die Investmentfonds der gleichen Publizitätspflicht wie die Aktiengesellschaften. Da die Anteilseigner bei einem geschlossenen Fond nicht das Recht haben, ihre Anteile vor dem Ende der festgelegten Laufzeit zu verkaufen, war die Motivation der Manager, ihr Portfolio zu maximieren, gering. So ist es nicht erstaunlich, dass nach neueren Untersuchungen die Performance jener Aktiengesellschaften, die von Managern der Investmentfonds verwaltet wurden, durchweg schlechter war, als diejenigen, die nicht von Investmentfonds verwaltet wurden. Außerdem mussten die meisten Investmentfonds (ca. 50) liquidiert werden. Allerdings besaßen die liquidierten Fonds nur einen sehr kleinen Teil aller Aktiva, ebenso wie die vielen Vermögensverwaltungsgesellschaften, sog. AMCs (Asset Management Companies) mit geringer Liquidität, die ebenfalls liquidiert wurden.

Die hier genannten vier Maßnahmen führten zu einer starken Vertrauenskrise gegenüber der Börse. Der Aktienindex wurde erst 1998 unter dem gleichen Namen (PX-50) neu erstellt.

Der Anteil der offenen Investmentfonds an den gesamten Investmentfonds umfasste im Jahr 2000 inzwischen ca. 90 % aller Fonds und die größten AMCs gehörten großen, bekannten lokalen Firmen oder multinationalen Finanzgruppen. Diese Entwicklung wurde häufig kritisiert, denn sie förderten angeblich eine weitere Konzentration der größten drei Investmentfonds, die insgesamt über 81 % aller Aktiva besitzen. Allerdings war nach Angaben des IMF der Anteil der liquidierten Fonds an den tatsächlich vorhandenen Aktiva sehr gering, sodass die Konzentration kaum auf die Liquidation der Investmentfonds zurückgeführt werden kann.

Die CSC (Wertpapierkommission) war zwar vom Finanzministerium abhängig, hatte aber die gleichen Rechte wie ein Finanzgericht der ersten Instanz und durfte Geldstrafen verhängen. Als sich im Februar 1999 viele Firmen weigerten, ihrer Publizitätspflicht nachzukommen, verordnete sie hohe Geldstrafen für mehr als 800 öffentlich gehandelte Unternehmen. Die Wirkung war erstaunlich durchschlagend, denn die Strafen erreichten den beabsichtigen Zweck, die Unternehmen zur Publizitätspflicht zu zwingen. Trotz vieler Schwierigkeiten arbeitete die CSC recht erfolgreich und veröffentlichte u. a. monatlich einen Tätigkeitsbericht.[22] Gegenwärtig verfügt sie noch über zu wenig gut ausgebildete Experten. Die CSC hat zwar das Recht, Gesetzesvorschläge dem Parlament zu unterbreiten, und darf Ausführungsbestimmungen zu Gesetzen erlassen, jedoch fehlen ihr die Kenntnisse auf den wichtigsten Gebieten des betriebswirtschaft-

[21] *International Monetary Found, Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC) Czech Republic, VII, Securities Market, July 2000, S. 3.*
[22] *Vgl. ebenda, S. 2.*

lichen Rechnungswesens und des Risikomanagements. Dies zeigt sich deutlich in ihren Prüfungsberichten, die auf schematisierten und stark formalisierter Verfahren basieren. Mit zunehmendem betriebwirtschaftlichen Training wird sich diese Situation nach Ansicht der meisten Experten bald verbessern.

Dank der zahlreichen Reformen wurde das Image der lizenzierten Finanzinstitutionen stark verbessert. Das Geschehen auf dem Kapitalmarkt wurde erheblich transparenter und sog. unfaire Handelspraktiken wurden weitestgehend eliminiert. Insgesamt wurden bis Mitte 2000 von den 30 Kernprinzipien der IOSCO[23] (International Organization of Securities Commission) 19 völlig und 10 teilweise in die nationale Gesetzgebung integriert. Allerdings ist das Vertrauen der Bürger in die Börse so erschüttert, dass es vermutlich noch einige Jahre dauern wird, bis sie eine bedeutende Finanzierungsquelle für Kapitalgesellschaften wird. Wegen des Desinteresses einheimischer Investoren scheiterte im Jahr 2001 die Wertpapieremission einer metallverarbeitenden Gesellschaft.[24] 1999 entfielen über 90 % der Umsätze an der Prager Börse auf den Handel mit vier Unternehmen, die sich in ausländischem Besitz befanden. Die folgende Tabelle 1 zeigt, wie stark der Aktienhandel am Ende des Jahres 2001 (nach der Privatisierung der Banken) konzentriert ist.[25]

Wegen des geringen inländischen Angebots an Wertpapieren bemühen sich die meisten tschechischen Anleger, ihr Portfolio zu diversifizieren, indem sie ausländische Wertpapiere auf ausländischen Börsen kaufen. Die Portfoliobilanz Tschechiens wies im Jahre 1999 ein Defizit von 1,4 Mrd. US-$ auf, das sich im Jahr 2000 auf 1,7 Mrd. US-$ erhöhte.[26]

**Tab. 1**

**Umsatz an der Börse Prag mit den 50 meist gehandelten Aktien des PX 50 im Jahre 2001**

| Unternehmen | Börsenkapitalisierung in Mio. CZK | Anteil am Börsenumsatz | Kumulierte Anteile am Börsenumsatz |
|---|---|---|---|
| 1. Cesky Telekom | 36,020,91 | 30,3 | 30,3 |
| 2. Komercni Banka | 30,237.44 | 25,43 | 55,73 |
| 3. Cez | 19.505,633 | 16,41 | 72,14 |
| 4. Ceska Sportilena | 12.430,523 | 10,46 | 82,60 |
| 5. C. Radiokomunikce | 11.098,757 | 9,34 | 91,93 |
| 6. Unipetrol | 4,669,314 | 3,93 | 95,86 |
| 7. Philip Morris Cr | 4.359,72 | 3,67 | 99,53 |
| 8. Metrostav | 118,563 | 0,10 | 99,63 |
| 9. 1.If Zivnobanka | 95,987 | 0,08 | 99,71 |
| 10. PIF | 65,330 | 0,05 | 99,76 |
| Übrige 40 | | | 0,24 |

*Quelle:* Prague Stock Exchange, Fact Book 2001, 2002, S. 51.

[23] *Die International Organization of Securities Commission ist ein Zusammenschluss von Aufsichtsbehörden und Börsen aus mehreren Ländern, die sich mit Fragen des internationalen Wertpapiergeschäfts und den Erlassen der Mitgliedsländer zu Fragen der Börsenaufsicht befasst.*

[24] *Vgl. European Bank for Reconstruction and Development, Transition Report 2001, S. 135.*

[25] *Vgl. Prague Stock Exchange, Fact Book 2001, 2002.*

[26] *International Monetary Fund, Czech Republic, Selected Issues and Statistical Appendix, IMF Country Report, No. 01/112, 2001, S. 60.*

### 6. Die Reform des tschechischen Bankensektors

Zu Beginn der Reformen wurde die Privatisierung des Bankensektors als Problem mit sehr geringer Priorität betrachtet. Ähnlich wie in Russland waren die Banken starkem politischen Druck ausgesetzt, Kredite an Betriebe mit hohen Zahlungsrückständen auszureichen. Obwohl ein großer Teil der zweifelhaften und uneinbringlichen Kredite („bad loans") aus dem Bankensektor ausgegliedert und speziellen Transformationsinstituten übertragen sowie einige Banken rekapitalisiert wurden, änderte dies zunächst nichts an dem schlechten Bankmanagement. Dies ist nicht sehr erstaunlich, denn die Sanierungsmaßnahmen fanden nicht aufgrund einer ausgearbeiteten Strategie statt, sondern ad hoc und ließen jegliche Transparenz vermissen. Sie erhöhten eher noch die laxe Disziplin der Kreditnehmer, was zu ernsthaften Problemen in der tschechischen Wirtschaft führte. Die Zahlungsmoral wurde zunehmend korrumpiert, weil es immer mehr zum guten Ton gehörte, Kredite so spät wie möglich zurückzuzahlen. Diese Problematik wurde noch durch die bereits erwähnte mangelhafte Insolvenzgesetzgebung verschärft. Auch die permanente Kritik aller internationalen Institutionen, insbesondere der EU, veranlasste die Regierung allenfalls zu geringfügigen, aber völlig unzureichenden Änderungen des Konkursgesetzes. Im Jahr 2000 erließ Tschechien das 10. Konkursgesetz, welches nach Ansicht der EU immer noch nicht den Mindestanforderungen einer funktionsfähigen Marktwirtschaft entspricht.

Einen starken Druck hinsichtlich eines erfolgreicheren Managements der Banken übten jedoch die konkurrierenden ausländischen Banken aus. Bereits im Jahre 1992 wurde es ausländischen Banken gestattet, in der Tschechoslowakei Filialen zu gründen oder sich an der Gründung inländischer Banken mit einem Anteil von über 50 % zu beteiligen. Die Zahl ausländischer Banken bzw. ausländischer Filialen erreichte 1994 mit 55 Banken ihren Höhepunkt. Trotzdem wies das gesamte Kreditwesen eine hohe Konzentration auf. Ende 1998 verfügten die fünf größten Banken in Tschechien über einen Anteil an allen Forderungen von 66 %.

Zwischen 1994 und 1998 drängten die ausländischen Banken die tschechischen sukzessive zurück und verdoppelten den Anteil ihrer Aktiva im Bankensektor, der sich 1998 bereits auf 25 % erhöht hatte. Wegen ihres professionellen Managements waren die ausländischen Banken den tschechischen stark überlegen, erwirtschafteten Gewinne und verfügten über erheblich weniger zweifelhafte Forderungen als die inländischen Banken.[27] Hinzu kam noch, dass die tschechischen Banken ein schlechtes Image besaßen, weil sie oft in betrügerischer Absicht gegründet wurden, um Kredite zu vergeben, bei welchen von vorneherein klar war, dass sie nicht zurück gezahlt werden. Nach dem Regierungswechsel wurden die Banken schärfer überwacht und kontrolliert. Die Regierung entzog einigen die Lizenz und unterstellte andere der Aufsicht der Zentralbank.

Eine besondere Rolle im Bankensektor spielte die bereits 1991 vom Finanzministerium gegründete KONSOLIDACNI-BANK (KOB). Ihr wurden seinerzeit alle in der planwirtschaftlichen Ära vergebenen unprofitablen Kredite übertragen. Die KOB unterhielt bis 1997 Verbindungen zu 4.000 tschechischen Unternehmen und bemühte sich, sie umzuschulden oder wandelte Schulden in Beteiligungen um, sodass sie ihre Kredite zurückzahlen konnten. Im eigentlichen Sinne war die KOB deshalb keine Bank, sondern eine Institution zur Konsolidierung der Unternehmen. Ihr Ziel war es, nach Möglichkeit Konkurse zu vermeiden. Wenn sich aber die Manager der Betriebe absolut unkooperativ verhielten, leitete sie Konkurse ein. Ende 1997 wurden deshalb 319 Unternehmen liquidiert, was 21 % aller faulen Kredite betraf.[28] Bei ihren Bemühungen, Betriebe zu restrukturieren, um sie anschließend zu privatisieren, wurde sie auch von der European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) und in einigen Fällen von der International Finance Cooperation (IFC, eine Tochter der Weltbank) unterstützt. Die operativen Verluste der KOB wurden aus dem

[27] *Vgl. International Monetary Fund, International Capital Markets – Developments, Prospects, and Key Policy Issues, September 2000, S. 166.*

[28] *Czech Republic, Towards EU Accession. A World Bank Country Study, Volume 2: Main Report, 2000, S. 111.*

Staatsbudget bezahlt. Darüber hinaus unternahm der Staat noch zahlreiche andere Versuche, kleinere Banken zu rekapitalisieren, deren Darstellung jedoch den Rahmen dieser Abhandlung übersteigen würde. Die kumulierten Kosten zur Erhaltung der Funktionsfähigkeit der Banken beliefen sich nach Schätzungen der Zentralbank bis 1998 auf 10,6 % des BIP. Dabei wurden jedoch die zahlreichen Privatisierungshilfen nicht mit eingerechnet, deren genaue Höhe unbekannt ist.

Da ausländische Banken keinerlei Interesse haben, bewusst faule Kredite zu vergeben, unternahm die Regierung im Jahr 2000 erste Schritte, um die großen defizitären Staatsbanken zu privatisieren und an ausländische Bieter zu verkaufen.[29] Die CESKA SPORITELNA wurde im Februar 2000 von einer österreichischen Bank privatisiert. Die IPB, die drittgrößte tschechische Bank, die bereits vor drei Jahren an die japanische NOMURA SECURITIES verkauft wurde, geriet in größere Schwierigkeiten und wurde daraufhin von der viertgrößten tschechischen Bank CSOB gekauft, die sich voll im Besitz der belgischen KBC befindet. Bei dieser Transaktion gaben die tschechische Regierung und die Notenbank Garantien, für alle vor dem Verkauf entstandenen Verluste zu haften. Die KOMERCNI BANK, die nach dem Verkauf der IPB-CSOB die größte Bank in tschechischem Eigentum war, wurde an eine französische Bank, die SOCIÉTÉ GÉNÉRAL, verkauft.[30] Nur wenige ausländische Banken verfügten alleine über 90 % der Aktiva des gesamten Banksektors und haben gleichzeitig ca. 20 % aller faulen Kredite übernommen.[31]

Ähnlich verfuhr die Regierung mit mehreren kleineren Banken, die entweder mit bereits bestehenden fusioniert oder von Ausländern erworben wurden. Die Verschuldungsproblematik wurde jedoch durch diese Verkäufe nur zum Teil gelöst, da der größte Teil der faulen Kredite an die bereits oben erwähnte KONSOLIDACNI BANK übertragen wurde.[32]

Man mag sich fragen, warum ausländische Banken den Kauf einer tschechischen Bank als strategische Investition betrachten. Obwohl der Bankensektor zur Finanzierung von Investitionen in Tschechien die wichtigste Rolle spielt, beträgt der Anteil der Bilanzsumme aller in Tschechien operierenden Banken am BIP ungefähr nur ein Drittel der deutschen Relation.[33] D. h. die Banken rechnen mit einem Wachstum ihrer Aktiva, das weit über dem Wirtschaftswachstum liegt. Außerdem bieten sie Dienstleistungen an, welche ein hohes Maß an Wissen verlangen, wie z. B. Zinssicherungsgeschäfte oder Hedging von Vermögen gemäß individueller Risikopräferenz. Die Abschätzung von Marktrisiken verlangt ebenfalls hochqualifizierte Mitarbeiter. Die Erfahrung hat gezeigt, dass das Risikomanagement der tschechischen Angestellten sich auf einfache Vergleiche von Aktiva und Passiva stützt – Methoden, die in Deutschland zu Beginn der 50er Jahre üblich waren.

Auch eine Ausweitung des Filialnetzes bringt Gewinnzuwächse. Während in „Euroland“ durchschnittlich eine Bank auf 1.700 Einwohner kommen, sind es in Tschechien 5.150.[34] Da sich gegenwärtig ca. 95 % der in Tschechien operierenden Banken in ausländischer Hand befinden und das Konkursgesetz verbessert wurde, hat die Zahl der Konkurse drastisch zugenommen.[35] Die Entwicklung in den nächsten Jahren verspricht daher eine erheblich raschere Sanierung der tschechischen Kapitalgesellschaften, eine Verbesserung der Qualität des tschechischen Kapitalstocks und damit auch ein höheres Wirtschaftswachstum.

[29] *Vgl. K. Janacek and E. Zamrazilovà, Chech Economy: Spring 2001, Working Paper Komercni banka Prague, 20. April 2001, S. 38 ff.*
[30] *Vgl. International Monetary Fund, Czech Republic – October 2001 Staff Visit – Concluding Statement (Preliminary), 30. October 2001, S. 3 sowie European Bank for Reconstruction and Development, Transition Report, 2000, S. 135.*
[31] *European Bank for Reconstruction and Development, Transition Report 2000, S. 135.*
[32] *K. Janacek and E. Zamrazilovà, a. a. O. S. 39 f.*
[33] *Vgl. hierzu die mit JF/NK unterzeichnete Analyse: „Ein Guter Boden zum Wachsen – Strategien westlicher Banken in Zentraleuropa“, in: OST-WEST-CONTACT Nr. 3, 2001, S.10 ff.*
[34] *Ebenda, S. 16.*
[35] *Vgl. P. Kremsky, „Schnäppchen bei Konkursen – Ausländische Investoren beenden Wild-West-Szenario“, in OST-WEST-CONTACT Nr. 1, 2000, S. 65.*

## 7. Die Rolle des Staates als Akteur auf dem Kapitalmarkt

Obwohl der Staat nicht direkt, sondern nur indirekt mit seinen Parafisci als Akteur auf dem Kapitalmarkt auftritt, spielt er doch eine besondere Rolle. Da die tschechische Regierung zahlreiche Extrabudgets geschaffen hat, die im Nationalbudget nicht erscheinen, ist es schwer, den Umfang des tatsächlichen Budgetdefizits zu schätzen. Die fiskalische Intransparenz kritisiert der IMF seit mehreren Jahren im Rahmen seiner Artikel IV Konsultationen. Die Ausgliederung von Staatsbetrieben oder Staatsaufgaben in Unternehmen mit Extrafonds gilt als klassisches Mittel von Budgetmanipulationen. Berühmt wurde seinerzeit die Ausgliederung der hochverschuldeten italienischen Eisenbahn in einen Extrafonds, der das Recht hatte, selbständig Kredite aufzunehmen. Ihre Rückzahlung garantierte der italienische Staat.[36] Ähnliche Manipulationen gab es auch in den USA unter Reagan.[37] In Anbetracht solcher prominenter Vorbilder ist die Hemmschwelle für derartige Manipulationen auch in Tschechien gering. Vielen Politikern fehlt die Einsicht, dass es wichtig ist, für fiskalische Transparenz zu sorgen. So wurde z. B. vor gut zwei Jahren in Tschechien ein Extrafonds zur Modernisierung des Eisenbahnnetzes errichtet.[38]

Derartige Manipulationen machen Prognosen über die gesamtwirtschaftliche Entwicklung sehr schwer. Besonders schwierig sind Staatsgarantien für Eventualverbindlichkeiten zu erfassen, weil potenzielle Ausgaben eines Fonds nach Risikoklassen bewertet werden müssen. Die meisten versteckten Risiken hängen mit Bankschulden aus der kommunistischen Ära zusammen. In Tschechien wurden sie überwiegend von der KONSOLIDACNI-BANK finanziert. Diese Bank wurde wiederum durch den Tschechischen Nationalfonds (NPF) finanziert. Der NPF, eine Art Privatisierungsagentur, alimentierte sich aus Erlösen der von ihm durchgeführten Privatisierungen und durch die Ausgabe von Anleihen.[39] Zudem wurden 50 % der Schulden des Fonds von der Tschechischen Notenbank (als sog. „Nicht-Standard-Operation“) finanziert.

Folgendes Beispiel zeigt den schwer zu durchschauenden Einfallsreichtum der Regierung unter Klaus: Im Jahr 1995 errichtete der Staat die CESKA INKASNI, ein Finanzinstitution, die keine Bank war. Die CESKA INKASNI erhielt einen Kredit von der CSOB-BANK und kaufte mit diesem Kredit alle faulen Forderungen der CSOB-BANK ohne irgendeinen Abschlag.[40] Solche Machenschaften waren vor 1997 üblich.

Inzwischen hat sich zwar die Situation stark gebessert, es bestehen jedoch noch zahlreiche Unklarheiten hinsichtlich der Ausgaben und Eventualverbindlichkeiten. Vielfach bürgt z. B. der Staat bis zu einem bestimmten Prozentsatz für eine Eventualverbindlichkeit und die Notenbank oder eine andere Institution für den Rest. Unterschiedliche Buchungsregeln erhöhen noch zusätzlich das Ausmaß der Verschleierung. So ist es nicht erstaunlich, dass es einem Team der Weltbank 1999 nicht gelang, einen Staatshaushalt exakt zu berechnen, der alle Extrabudgets enthielt. Die Schätzungen über das tatsächliche Haushaltsdefizit offenbaren große Unterschiede. Nach einer Schätzung der Weltbank ist das tatsächliche Haushaltsdefizit, mindestens 5 % höher als das ausgewiesene. Nach den jüngsten Untersuchungen der IMF Commission zur Berichterstattung der Standard and Codes

[36] *Vgl. D. Glatzel, „The Measurement of Deficit and Debt under Maastricht Treaty: Some Statistical Considerations. Chapter 7“, in: The World Bank (ed.), The Challenges for Public Liability Management in Central Europe, 1998.*
[37] *Vgl. I. Rubin, The Politics of Public Budgeting: Getting and Spending, Borrowing and Balancing, 1997.*
[38] *Vgl. Internatioanl Monetary Fund, Article IV Mission, Czech Republic, 1999, S. iv.*
[39] *R. Lebsij and E. Sterken, Capital Market Imperfections, Uncertainty and Corporate Investment in the Czech Republic, University of Groningen, 1998, S. 11.*
[40] *Vgl. H. P. Brixi, Contingent Government Liabilities: A Fiscal Threat to Czech Republic? Worldbank Research Working Paper, 1999 a. a. O. S. 11.*

(ROSC) ist es sogar unter Einbeziehung der Risikowahrscheinlichkeit von Eventualverbindlichkeiten ca. doppelt so hoch wie die offiziellen tschechischen Angaben.[41]

Besonderes Gewicht hatten bislang die Banken, der NPF sowie versteckte Subventionen an Großbetriebe. Ende 1999 schrieb Brixi[42], auf der Basis der Zahlen von 1998, dass das ständige Wachstum der Extrakredite langfristig nicht durchzuhalten ist. Wie die Lage gegenwärtig nach dem Verkauf der verschuldeten Banken an das Ausland aussieht, ist unklar. Immerhin lag die Marktkapitalisierung aller tschechischen Anleihen nie höher als 9 % des BIP, weil der Staat große fiskalische Disziplin zeigte. Wie die Situation in der Zukunft aussieht, bleibt ebenfalls unklar, da der Strom der Direktinvestitionen nach dem Ende der Privatisierung ähnlich wie in Ungarn stark zurückgehen dürfte. Als Fortschritt muss auch gewertet werden, dass die Gründung von Extrafonds und die Verschuldungsgarantien vom Parlament gebilligt werden müssen.[43]

## 8. Zusammenfassung

Die tschechische Transformationspolitik, die unter Klaus 1992 ohne gut ausgearbeitete Strategie begann, schien nach einer raschen Privatisierung mittels an die Bürger (billig) verkaufter, handelbarer Koupons ein großer Erfolg zu sein. Nahezu alle Ökonomen, einschließlich derjenigen der internationalen Organisationen glaubten, die tschechische Transformationspolitik sei ein exportierbares Modell. Anscheinend lebhafte Umsätze an der Prager Börse, die bis zu einer Marktkapitalisierung von 30 % des BIP aufwies, seien ein Indiz für eine gut funktionierende Marktwirtschaft. Um eine gute Unternehmensführung zu erreichen, förderte die Regierung die Tätigkeit von Investmentfonds, weil sie glaubte, die Tüchtigsten würden sich am Markt durchsetzen.

Ende 1996 zeigte sich nach dem Regierungswechsel, dass unzureichende, mangelhafte oder fehlende Gesetze zahlreiche Schlupflöcher für illegale Transaktionen boten und die Wirtschaft korrumpiert hatten. Die neue Regierung führte umfassende Reformen durch. Sie erließ zahlreiche Gesetze zum Schutz der Gläubiger, der Anleger und zur Korruptionsbekämpfung und sorgte vor allem für Publizitätspflicht der Aktiengesellschaften und Investmentfonds. Als sich zeigte, dass zahlreiche Gesellschaften illiquide waren, kam es zu einer umfassenden Börsenbereinigung. Der größte Teil der Investmentgesellschaften und der Kapitalgesellschaften wurde aus allen Börsensegmenten ausgeschlossen und vielen Brokern wurde die Lizenz entzogen. Die Regierung ließ sich durch mehrere Missionen von der Weltbank, dem IMF und der EU beraten, ihre Gesetze überprüfen und wirtschaftspolitische Empfehlungen geben. Ausgenommen den Staatshaushalt, der wegen seiner zahlreichen Extrabudgets sehr intransparent war (und es immer noch ist), wurde die neue Regierung für ihre Reformen gelobt. Von einem funktionierenden Kapitalmarkt kann man erst sprechen, nachdem im Jahre 2001 die größten tschechischen Staatsbanken privatisiert wurden, was zu einer erheblichen Verbesserung der Effizienz des Bankensektors führte. Die tschechische Börse bleibt im Vergleich zu den Banken weiterhin relativ unbedeutend für die Finanzierung von Unternehmen. So machen die fünf größten im PX-50 gelisteten Unternehmen 92 % des Börsenumsatzes aus. Trotz aller Reformen ist das Vertrauen der Tschechen in ihre Börse wegen der großen Wirtschaftskriminalität in der ersten Hälfte der 90er Jahre immer noch sehr gering, sodass sie lieber ausländische Wertpapiere im Ausland kaufen.

Joachim Jungfer

[41] *Vgl. International Monetary Fund, Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC), Czech Republic – Fiscal Transparency, 25. July 2001 (Update), S. 5 f.*

[42] *H. P. Brixi, a. a. O., S. 19 ff.*

[43] *Vgl. International Monetary Fund, a. a. O., S. 1 ff. und OECD, Czech Policy Brief 2001, S. 5.*