

Kapitalismus reloaded

Mit dem Kredit ist es wie mit dem Rotwein

Von Michael Best

In den Jahren des Kasino-Kapitalismus hat sich die Welt in einen nie da gewesenen Kreditrausch gestürzt. Dann brachen die überhitzten Märkte zusammen. Der Leiter des ARD-Börsenstudios, Michael Best, diskutiert in seinem neuen Buch, wohin die Gesellschaft nach dem Debakel steuern sollte. Lesen Sie im ersten Teil, wie Kreditrisiken einfach weggezaubert wurden.

Die durch die Krise ausgelöste Debatte über den Kapitalismus hat zeitweise chaotische Züge angenommen. Manchmal wurde das System in Bausch und Bogen verdammt, vor allem seine marktliberale angelsächsische Spielart, dann wieder waren es Personen, ihre Kurzsichtigkeit und ihre Gier, die am Pranger standen. Aber was ist der Kern des Problems?



Taugt das System nichts, oder haben nur ein paar Leute einen schlechten Job gemacht und zu eilig in die eigene Tasche gewirtschaftet?

Wir müssen das System und seine Menschen im Zusammenspiel betrachten, auch um das Beben der Märkte zu verstehen. Die Regeln, nach denen die Kapitalmärkte in all den Jahren agierten, in denen sich die tektonischen Verspannungen aufbauten, waren von Menschen für Menschen erdacht. Es waren Regeln der Regierungen und der Notenbanken, Regeln der Bankenaufsicht und der Bilanzierung - Regeln, die für die Märkte galten, und interne Regeln einzelner Banken, bis hin zu jenen krisenverstärkenden Vergütungsregeln, die als Leistungsanreiz dienen sollten. Vorständen ist die Kontrolle über das eigene Geschäftsmodell entglitten, **Risikomanager waren gutgläubig oder wurden kaltgestellt**, hochbezahlte Händler glaubten sich in einer Welt, in der alles immer nur

Hohe Gewinne durch hohen Einsatz: Jegliche Risiken wurden durch Instrumente wie Wahrscheinlichkeitsrechnung ausgeblendet

© Corbis

gutgeht.

Politiker wollten die Früchte eines immerwährenden Wirtschaftsbooms ernten und ließen den Finanzjongleuren freien Lauf. Denn das Kapital floss dahin, wo es gerufen wurde. Es gab Kredit im Überfluss, für den Traum vom eigenen Haus, für Gründung, Verschmelzung und Übernahme von Unternehmen, für Länder und Völker, welche die Schwelle zum Wohlstand überschreiten wollten.

"Lettland schwamm ganz einfach in einem riesigen Ozean von Geld", bekundete der lettische Zentralbankchef Ilmars Rimsevics im März 2009 in einem Interview mit der Frankfurter Allgemeinen Zeitung. Mit dem Geld wurden in dem baltischen Land Häuser gebaut, es wurde privater Wohlstand ermöglicht, Arbeitsplätze entstanden. Nicht nur das kleine Lettland genoss den Segen des reichlich verfügbaren Geldes, auch die großen Vereinigten Staaten und viele schnell wachsende Volkswirtschaften der Erde.

Die Unterschiede zwischen Industrie- und Schwellenländern verwischten sich. Die

Deutschen als Exportweltmeister waren glücklich, jedem, der Geld hatte, etwas verkaufen zu können. Wer wollte sich dem entgegenstellen, den Spielverderber geben? Zwar geißelte der Chefökonom der amerikanischen Investmentbank Morgan Stanley die Geldschwemme in den USA und warnte vor den wachsenden globalen Ungleichgewichten, aber Stephen Roach galt als notorischer Schwarzseher; so einen leistet man sich, aber man hört nicht auf ihn.

Auch einige amerikanische Professoren versuchten zu warnen. Robert Shiller, Wirtschaftsprofessor an der Yale University, verwies beharrlich auf die sich immer schneller drehende Preisspirale am amerikanischen Häusermarkt. Nouriel Roubini, Professor in New York und einer der umtriebigen Ökonomen unserer Zeit, beschwor schon früh die Gefahr einer globalen Rezession. Paul Krugman, er lehrt an der Princeton University, geißelte den sorgenfreien Irrglauben, dass der Kapitalismus für immer gezähmt sei. 2008 erhielt er den Nobelpreis - als es zu spät war.

Als noch Zeit gewesen wäre, das Ruder herumzureißen, waren die Warner eine verschwindend kleine Minderheit, auch in der Wissenschaft. Die Mehrheit der Ökonomen, der Theoretiker wie der Praktiker, glaubte felsenfest an die Great Moderation, die gelungene Zählung der einstmals so krisenanfälligen kapitalistischen Marktwirtschaft.



Michael Best leitet seit 2007 das ARD-Börsenstudio und moderiert die Sendung "Börse im Ersten" vor der Tagesschau. Er hat Volkswirtschaftslehre studiert und arbeitet seit vielen Jahren als Fernsehjournalist.

Der Begriff kam in den USA in Mode, nachdem das Land die von Internetblase und Terroranschlägen ausgelöste Wirtschaftskrise zu Beginn des Jahrtausends zügig hinter sich gelassen hatte und eine hohe Wachstumsdynamik entfacht war.

Die Zunft der Ökonomen vertraute darauf, dass hocheffiziente und schwach regulierte Kapitalmärkte dazu neigten, Krisen mit unsichtbarer Hand wie von selbst zu überwinden, dass Regierungen und Notenbanken über das geeignete Instrumentarium verfügten, notfalls ein wenig nachzuhelfen.

In dieser schönen neuen Welt konnte man die Risikovorsorge getrost vernachlässigen. Häuser ließen sich ganz ohne Eigenmittel finanzieren. Im Gegenteil, der Kredit reichte auch noch für eine schicke Einrichtung und ein neues Auto - sollte das Haus doch Jahr für Jahr im Wert steigen, bei dauerhaft niedrigen Schuldzinsen. Auch Unternehmen wurden leichtsinnig, finanzierten sich lässig

über billige Kredite, um die Rendite ihres viel zu knappen Eigenkapitals hochzutreiben. Financial Engineering, Finanzingenieurskunst, nannte man diese Methode, die von manchen Beteiligungsgesellschaften, den geschmähten Heuschrecken, perfektioniert wurde.

Durch die Kunst der Finanzingenieure und deren geschickte Steuerung des Verhältnisses zwischen haftendem Eigenkapital und billig verfügbarem Kredit ließen sich Gewinne steigern, ins Unermessliche - je höher man das Risiko trieb.

Die Banken selbst, die all die Kredite schöpften, wollten da nicht nachstehen. Auch sie haben den Schuldenhebel angesetzt, um besser und besser zu verdienen.

Bald schon waren ihre Bilanzen so riskant konstruiert wie die Geschäfte eines Hedgefonds. Auf einen Dollar haftende Eigenmittel kamen 30 oder 35 Dollar Fremdkapital - es können ebenso gut Euro, Pfund oder Franken gewesen sein. Dass die Finanzierung über Gläubiger zur unerträglichen Last werden kann, dass diese unerbittlich die ihnen vertraglich zugesicherten Zinsen verlangen, auch wenn längst keine Gewinne mehr sprudeln - wer dachte schon daran?

Weil das alles so schön war und selbstverständlich dem Wohle der Menschheit diene, wurden in den Entwicklungslabors der Hochschulen und der Investmentbanken neue Finanzinstrumente ersonnen, um das lästige Kreditrisiko, unter dem Bankiers seit Jahrhunderten gelitten hatten, endgültig wegzuzaubern.

Als magische Kräfte dienten die Wahrscheinlichkeitsrechnung und die Finanzmathematik. Waren jeder einzelne Kredit, jede einzelne Finanzierung mit dem Risiko des Ausfalls behaftet, konnte man sie bündeln und zusammenpacken, um sich anschließend **vorzugaukeln**, dass die Wahrscheinlichkeit des Ausfalls nun aufgrund statistischer Gesetze gegen null tendiere.

Kreditpakete wurden wie eine Geburtstagstorte in Scheiben mit unterschiedlichem Ausfallrisiko geschnitten, es entstanden strukturierte Wertpapiere, mit denen man sich vormachte, Kreditrisiken veredeln zu können. Diese neu erfundenen Zauberanleihen ließen sich an Investoren verkaufen - beste Benotungen seitens der Ratingagenturen gab es inklusive, ein weiterer Vorzug dieser Illusionsmaschine. Alltägliche Risiken, wie Kreditausfälle durch Arbeitslosigkeit oder Scheidung, konnten diese strukturierten Wertpapiere verkraften.

Doch ein landesweiter Verfall der Immobilienpreise war zu viel für die Strukturen. Die Finanzalchemisten hatten sich auf Schönwetter-Modelle gestützt. Einen **Zusammenbruch überhitzter Märkte mit der unweigerlich folgenden Kettenreaktion hatten die Modellrechner leichtsinnigerweise ausgeblendet.**

In den Jahren des Kasino-Kapitalismus hat sich die Welt in einen nie da gewesenen Kreditausbruch gestürzt. Unternehmen wurden auf Kredit gekauft, von anderen Unternehmen oder von Beteiligungsgesellschaften, den geschmähten Heuschrecken. Immer neue Bürotürme wuchsen in den Himmel, mehr und mehr Luxushotels wurden errichtet, Ferienanlagen wucherten an den Küsten, rund um die Städte entstanden Neubausiedlungen - auf Kredit und im Glauben an immerwährendes Wachstum.

Banken haben alles zu niedrigsten Zinsen beliehen, die Kredite verbrieft und im Finanzsystem weitergereicht. Immer mehr blähten sich Vermögenswerte auf, immer länger wurden Kredithebel. Leichtsinn grassierte, dann zerplatzten die Träume. Mit dem Kredit ist es wie mit dem Rotwein: Ein Glas ist bekömmlich, auch das zweite wirkt noch anregend, ab dem dritten beginnt der Rausch. Es ist an der Zeit, nüchtern zu werden, mit Kredit wieder verantwortlich umzugehen.

Völlig falsch wäre es, Kredit zu verteufeln. Kredit dient dazu, Kapital von denen, die es angespart haben, zu denen zu lotsen, die eine sinnvolle Verwendung dafür finden. Mit Kredit kann ein Unternehmer, kann ein Bauherr auf das Geld anderer zurückgreifen, vermittelt über das Bankensystem.

Das ist bestechend, aber eine Unternehmensfinanzierung, bei der Kredit zur dominierenden Finanzquelle wird, ist auf Dauer nicht tragfähig. Glücklicherweise gibt es Alternativen. Die Finanzmärkte sind auch in der Lage, haftendes Eigenkapital zu vermitteln. Damit werden die Kapitalgeber zu Teilhabern und nicht zu Gläubigern.

Weite Teile des deutschen Mittelstands haben das unzureichend beherzigt. Statt sich haftendes Eigenkapital zu besorgen, haben sie sich in die Abhängigkeit von Banken begeben. In einem Interview mit der Frankfurter Allgemeinen Zeitung im Mai 2009 offenbart ein in der Mittelstandsberatung engagierter Investmentbanker, wie verzweifelt die Situation in vielen Fällen ist.

Waghalsig und riskant seien Mittelständler finanziert, stellt Ernst Freiherr von Freyberg fest, er ist Geschäftsführer von Close Brothers in Deutschland. "Europäische Unternehmen



und auch der deutsche Mittelstand haben sich in den letzten Jahren viel höher verschuldet, als dies bei amerikanischen Unternehmen zu beobachten war. Der deutsche Mittelstand hat mitunter ein Kreditvolumen aufgenommen, das selbst Beteiligungsgesellschaften nie hätten aufnehmen können." Es sei eine durchaus rationale Entscheidung von Banken, ihre Kreditvergabe zu drosseln und die Kreditlinien zurückzufahren.

Waghalsig finanziert:
Der deutsche Mittelstand hat mitunter ein Kreditvolumen aufgenommen, das selbst Beteiligungsgesellschaften nie hätten aufnehmen können
© Corbis

Nicht jede Kreditvergabe ist volkswirtschaftlich sinnvoll und wünschenswert. Kredit, der die Blasenbildung bei Vermögenswerten speist, ist schädlich. Kredit, der Familien in die Verschuldungsfalle lockt, ist schändlich. Kredit, der hinterhältige Übernahmeschlachten antreibt, schafft keine Werte. Kredit, der Spekulationsabenteuer ermöglicht, destabilisiert das Finanzsystem. Die Verkürzung von Kredithebeln ist eine der wichtigsten Lehren, die Kreditgeber und Kreditnehmer aus der Kreditkrise ziehen müssen.

Der Abbau von unvernünftigem und schädlichem Kredit muss keineswegs dazu führen, dass das Wachstumspotential der Volkswirtschaft geringer wird. Die Volkswirtschaft erhält keine Wachstumsimpulse von kreditgetriebener Spekulation, sie erhält keinen Produktivitätszuwachs durch kreditgehebelte Übernahmen, es entsteht kein dauerhafter Wohlstand, wenn sich Privathaushalte überschulden. Das Bankensystem richtet keinen Schaden an, wenn es seine Kreditvergabe auf jene Dinge einschränkt, die nachhaltig Wachstum generieren: auf Investitionen in die Entwicklung der Produktivkräfte und auf die Finanzierung des Handels.

Es wird auch dann noch genügend Risiken auf seine Kreditbücher nehmen, denn nicht jede Investition, nicht jedes Geschäft erweist sich als profitabel. Aber es werden gute Risiken sein, Risiken, die Banken übernehmen müssen, wenn sie eine verantwortliche Rolle im marktwirtschaftlichen System spielen wollen. Die Staaten wollen die Regulierung der Banken verschärfen, mit besonderem Augenmerk auf die Kreditrisiken.

Sie wollen die Banken zwingen, mehr haftendes Eigenkapital für ihre Kreditengagements vorzuhalten, in Boomzeiten Polster aufzubauen, antizyklisch. All das ist sinnvoll. Doch die staatlichen Bankenaufseher sollten auch dazu übergehen, Geschäftsmodelle auf ihren Risikogehalt und die Art ihrer Risiken zu prüfen.

Nicht nachhaltige Geschäftsmodelle sollten mit noch höheren Eigenkapitalanforderungen abgesichert und in gewisser Weise auch bestraft werden. Denn wir haben erleben müssen, dass die Staaten, dass die Steuerzahler im Krisenfall gezwungen sind, jede systemisch wichtige Bank aufzufangen. Das lässt sich nur legitimieren, wenn die Banken eine für die Volkswirtschaft nützliche und keine schädliche Rolle spielen.

Eine weitere fatale Modeerscheinung bedarf der Korrektur. Durch trickreiche Finanzsteuerung wurden die Eigenkapitalrenditen von börsennotierten Unternehmen hochgeschraubt. Das Prinzip funktioniert so: Ein Unternehmen ist zu 50 Prozent mit Eigenkapital und zu 50 Prozent mit Fremdkapital, also durch Kredite, finanziert. Auf sein Eigenkapital erzielt es eine Rendite von, sagen wir, 8 Prozent.

Für das Fremdkapital muss es an die Bank 4 Prozent Zinsen zahlen. Nimmt es zusätzliches Fremdkapital auf und verkürzt sein Eigenkapital, kann es die auf das verbliebene Eigenkapital entfallende Rendite hochhebeln. Bei einem Verhältnis von 20 Prozent Eigenkapital zu 80 Prozent Fremdkapital würde die Eigenkapitalrendite in diesem Beispiel auf 14 Prozent steigen. So funktioniert der Kredithebel. Das ist verlockend, aber riskant.

Solange das Unternehmen ein höheres Eigenkapital hat, kann es einen Auftragseinbruch besser verkraften. Bei einem zu hohem Fremdkapitalanteil kann es dazu kommen, dass der laufende Zufluss flüssiger Geldmittel aus der Geschäftstätigkeit

nicht ausreicht, um die Kreditraten zu bezahlen.

Dann beginnt das Unternehmen, seine finanziellen Reserven aufzubrechen. Die Finanzvorstände von Unternehmen sind gut beraten, auf eine hohe Eigenkapitalquote Wert zu legen und nicht zu versuchen, auf Teufel komm raus Rendite herauszupressen. Bei börsennotierten Unternehmen wurde derartige Finanzsteuerung durch Aktienrückkäufe betrieben.

Dadurch wurde der Eigenkapitalhebel verlängert, die Zinsbelastung aber wurde erhöht. Eine solche kurzfristige Optimierung der Rendite dient langfristig keineswegs den Interessen der Aktionäre. Zunächst wird der Wert ihrer Anteile durch ein Aktienrückkaufprogramm scheinbar erhöht. Fehlt dem Unternehmen aber bei einer Verschlechterung der Geschäftslage haftendes Eigenkapital, kann der Aktienkurs umso dramatischer einbrechen. Falsch konstruierte Vergütungsanreize für Unternehmensvorstände haben diesen schädlichen Trend verstärkt. Wer den Gewinn kurzfristig hochjubelte, wurde dafür fürstlich belohnt. An langfristigen Zielen orientierte Vergütungsanreize können die Abkehr von dieser Finanzmode erleichtern.

Kredit ist ein wichtiges Mittel zur Unternehmensfinanzierung, aber es sollte ausgewogen genutzt werden. Übermäßige Inanspruchnahme von Kredit schadet auf Dauer mehr, als dass sie nutzt.

Mehr zum Thema

Weltbankpräsident Zoellick: "Verantwortungsvolle Globalisierung" (21.09.2009)

G20-Treffen: Obama brandmarkt Gier von Managern (19.09.2009)

USA: Aktienoptionen füllen die Banker-Taschen (02.09.2009)

Commerzbank: Auf der Strafbank (03.08.2009)

Bye, bye Bonus: Bange Banker betteln um Jobs (08.06.2009)

© manager-magazin.de 2009

Alle Rechte vorbehalten

Vervielfältigung nur mit Genehmigung der SPIEGELnet GmbH