
Eine Ontologie des Unternehmenskapitals

*Wie wirtschaftliche Wirklichkeit zu Kapital wird — und
was dabei jedes Mal verlorengeht*

OLIVER FIECHTER
FE CAPITAL

SIEBEN BÜCHER
EINUNDZWANZIG KAPITEL
DREIUNDZWANZIG
ABBILDUNGEN

ARBEITSSTAND
JULI 2026

Menschen bauen Unternehmen.
Unternehmen bauen Vermögen.
Vermögen wird irgendwann Kapital.

*Und genau in diesem Moment
entstehen zwei verschiedene Welten.*

Ein Buch über Kapital, nicht über eine Firma.

Dieses Buch handelt nicht von FE Capital. Es handelt davon, wie Vermögen zu Kapital wird, warum dieser Übergang eine zweite Welt erzeugt, die der ersten nicht mehr ähnlich sieht, und was daraus für europäische Unternehmen folgt.

FE Capital erscheint im letzten Kapitel. Nicht früher. Wer das Unternehmen zuerst sucht, wird bis dahin warten müssen — und dann feststellen, dass die Frage, ob es eine gute Firma ist, gar nicht mehr die interessante ist. Interessant ist, ob die vorangegangenen zwanzig Kapitel zutreffen.

Das ist die Umkehrung, die dieses Buch von einem Unternehmensdokument unterscheidet. Ein Unternehmensdokument argumentiert von der Firma zur Welt. Dieses Buch argumentiert von der Welt zur Firma.

Der Unterschied ist überprüfbar. Ein Leser, der niemals Kunde wird, sollte die ersten zwanzig Kapitel trotzdem zu Ende lesen wollen. Wenn er es nicht tut, ist das Buch gescheitert — unabhängig davon, wie gut es die Firma beschreibt.

Nicht: Diese Firma ist klug. Sondern: Diese Struktur musste entstehen.

INHALT

Sieben Bücher, einundzwanzig Kapitel.

ERSTES BUCH · DIE ONTOLOGIE DES VERMÖGENS

eins	Was Vermögen ist	01
zwei	Vom Vermögen zum Besitz	06
drei	Die Erfindung der Sicherheit	12

ZWEITES BUCH · WARUM VERMÖGEN NICHT KAPITAL IST

vier	Wann Vermögen aufhört, Vermögen zu sein	18
fünf	Die fremde Zeitrechnung	23
sechs	Die Gleichgültigkeit des Kapitals	29

DRITTES BUCH · WARUM INSTITUTIONEN KEINE DINGE SEHEN KÖNNEN

sieben	Was eine Bank in Wirklichkeit tut	35
acht	Warum Banken immer recht haben	40
neun	Warum es die anderen Institutionen gibt	46

VIERTES BUCH · DIE ERFINDUNG DER VERGLEICHBARKEIT

zehn	Was Vergleichbarkeit ist	54
elf	Vergleichbarkeit durch Menge	60
zwölf	Warum Vertrauen nicht skaliert und Verfahren nicht vertrauen	66

FÜNFTES BUCH · EUROPA

dreizehn	Warum Europa nie eine Kapitalunion war	72
vierzehn	Was eine Grenze kostet	78
fünfzehn	Was gegen die naheliegende Antwort spricht	84

SECHSTES BUCH · CAPITAL ARCHITECTURE

sechzehn	Was Capital Architecture ist	90
siebzehn	Was in Wirklichkeit sichert	95
achtzehn	Der Einwand der Information	101
neunzehn	Notwendig oder üblich	107

SIEBTES BUCH · DIE KONSEQUENZ

zwanzig	Die Anforderungen	113
einundzwanzig	Der Fall FE Capital	119

VERMÖGEN
BESITZ
SICHERHEIT
ANSPRUCH
KAPITAL
INSTITUTION
KATEGORIE
PORTFOLIO
MARKT

ERSTES BUCH

Die Ontologie des Vermögens

Drei Kapitel über den Begriff, der am Anfang steht — und über die beiden Übersetzungen, die ihm zuerst widerfahren.

Vermögen

Besitz

Sicherheit

Anspruch

Kapital

Institution

Kategorie

Portfolio

Markt

KAPITEL EINS

Was Vermögen ist

Die deutsche Sprache weiss etwas über das Vermögen, was die Buchhaltung vergessen hat. „Vermögen“ ist eines der wenigen Wörter, das sowohl Substantiv als auch Verb ist. Man spricht von seinem Vermögen. Und man sagt: „Er vermag es.“

Das ist kein Zufall der Wortbildung. Es ist eine Erinnerung. Bevor Vermögen eine Zahl war, war es eine Fähigkeit — die Fähigkeit, etwas zu tun, was ein anderer nicht konnte. Wer vermögend war, besass nicht in erster Linie Dinge. Er konnte etwas bewirken.

Das englische „assets“ hat diese Doppelung nie gehabt und „wealth“ hat sie verloren. Beide bezeichnen einen Bestand. Vermögen bezeichnet hingegen ein Können. Wer über Unternehmenskapital nachdenkt, hat deshalb einen Vorteil, den er meist nicht nutzt. Die Sprache hält die entscheidende Unterscheidung bereits fest, bevor die Analyse beginnt.

Denn Besitz und Vermögen sind nicht dasselbe. Wer eine Halle besitzt, die er weder nutzen noch verkaufen kann, besitzt lediglich eine Halle. Vermögend macht sie ihn jedoch nicht. Und umgekehrt: Wer über eine Lieferfähigkeit verfügt, die kein Wettbewerber erreicht, vermag etwas, ohne dass dem ein Gegenstand entspricht, den man ihm wegnehmen könnte.

Vermögen ist kein Bestand. Vermögen ist die Fähigkeit zu handeln.

VERMÖGEN
BESITZ
SICHERHEIT
ANSPRUCH
KAPITAL
INSTITUTION
KATEGORIE
PORTFOLIO
MARKT

Diese Unterscheidung liesse sich als Sprachspielerei abtun, wenn sie nicht eine sehr praktische Folge hätte. So kann man zwei Unternehmen mit identischer Bilanz nebeneinanderstellen — gleiche Anlagen, gleiche Vorräte, gleiche Verbindlichkeiten, gleiche Eigenkapitalquote — und feststellen, dass das eine handeln kann, das andere jedoch nicht.

Das eine hat einen Auftragsbestand, für den seine Anlagen genau die richtigen sind. Das andere hat dieselben Anlagen für einen Markt, der sich verschoben hat. Das eine hat eine Belegschaft, die zusammenbleibt; das andere verliert seit zwei Jahren die Erfahrensten. Das eine hat eine Bankbeziehung, in der man sich seit fünfundzwanzig Jahren kennt, das andere hat einen Ansprechpartner, der bereits zum dritten Mal gewechselt hat.

In der Bilanz steht davon nichts. Das liegt nicht daran, dass die Bilanz schlecht gemacht wäre, sondern daran, dass sie etwas anderes tut, als die meisten glauben. Sie bildet nicht das Vermögen ab. Sie bildet nur den Teil des Vermögens ab, der sich gegenüber Dritten belegen lässt.

Diese Selbstbeschränkung ist die eigentliche Leistung der doppelten Buchführung. Sie verzichtet auf alles, was nur der Eigentümer weiss, und gewinnt dadurch etwas, das ohne diesen Verzicht nicht zu haben wäre: Prüfbarkeit. Eine Bilanz ist kein Abbild des Unternehmens. Sie ist ein Bild jenes Ausschnitts, über den zwei Fremde streiten können, ohne den Betrieb je betreten zu haben.

Die Bilanz zeigt nicht, was ein Unternehmen vermag. Sie zeigt, was es belegen kann.

STUFE 1 VON 9
VERMÖGEN

Wenn Vermögen eine Fähigkeit wäre, hätte es zwei Eigenschaften, die ein Bestand nicht hat. Es ist bezogen und zeitlich.

„Bezogen“ bedeutet, dass Vermögen nur im Verhältnis zu einem Vorhaben existiert. Eine Fünf-Achs-Fräse ist für ein Unternehmen, das Aufträge dafür hat, Vermögen, für ein Unternehmen, das keine Aufträge mehr bekommt, jedoch eine Last. Dabei handelt es sich um dasselbe Objekt mit derselben Seriennummer und demselben Buchwert. Was sich unterscheidet, ist nicht das Ding selbst, sondern die Beziehung zwischen dem Ding und dem, was getan werden soll.

„Zeitlich“ bedeutet: Vermögen ist nicht haltbar. Es verfällt nicht wie ein Lebensmittel, sondern es verschiebt sich. Was heute Handlungsfähigkeit erzeugt, kann in fünf Jahren Handlungsfähigkeit binden. Eine Spezialanlage, die einen Wettbewerbsvorsprung schafft, ist zugleich eine Festlegung auf einen bestimmten Prozess. Die Fähigkeit von heute ist die Unbeweglichkeit von morgen.

Aus beidem folgt, dass sich Vermögen nicht summieren lässt. Man kann Beträge addieren und Gegenstände zählen. Fähigkeiten hingegen addieren sich nicht, sondern bedingen, schliessen aus und verstärken einander. Ein Unternehmen mit drei Werken hat nicht das dreifache Vermögen eines Unternehmens mit einem Werk. Es verfügt über ein anderes Vermögen mit anderen Möglichkeiten und anderen Abhängigkeiten.

Genau hier liegt die erste Kluft zwischen dem Unternehmen und allem, was es finanzieren soll. Finanzierung rechnet. Rechnen setzt Addierbarkeit voraus. Vermögen ist jedoch nicht addierbar.

Man kann Besitz zählen. Vermögen kann man nur beurteilen.

STUFE 1 VON 9
VERMÖGEN

Damit ist die Ausgangslage beschrieben, aus der sich alles Weitere ergibt. Ein Unternehmen verfügt über ein Vermögen, das zeitlich bezogen und nicht addierbar ist. Um es zu finanzieren, muss es einem Dritten zugänglich gemacht werden, der es addiert und prüft.

Zwischen beidem liegt eine Übersetzung, und diese Übersetzung ist der Gegenstand dieses Buches. Sie vollzieht sich in Stufen, wobei jede Stufe etwas verliert.

Aus dem Vermögen — der Fähigkeit zu handeln — wird zunächst Besitz: der Teil, der einem Rechtsträger zugeordnet ist. Aus dem Besitz wird Sicherheit, also der Teil, der einem anderen zur Verwertung überlassen werden kann. Aus der Sicherheit wird schliesslich ein Anspruch, eine Position in einem Buch, die übertragen, bewertet und mit anderen Positionen verglichen werden kann.

Am Ende dieser Kette steht etwas, das mit dem Ausgangswert nur noch entfernt verwandt ist. Der Anspruch ist teilbar, übertragbar und vergleichbar — Eigenschaften, die das Vermögen nie besass. Er ist dafür ortlos, geschichtslos und austauschbar — Eigenschaften, die das Vermögen nie hatte.

Und er gehört jemand anderem. Das ist der Punkt, der in keiner Kapitalkostenrechnung auftaucht, der aber das Wesentliche ist: Wer finanziert, übergibt einen Teil seiner Handlungsfähigkeit an jemanden, der sie nicht braucht, sie aber halten kann.

Jede Finanzierung nimmt einen Teil dessen, was ein Unternehmen vermag, und macht daraus etwas, das ein anderer hält.

STUFE 1 VON 9
VERMÖGEN

In Kapitel 2 wird die erste dieser Stufen untersucht: der Übergang vom Vermögen zum Besitz. Dabei wird auch der Frage nachgegangen, warum die Rechtsordnung dabei Unterscheidungen trifft, die wirtschaftlich keinen Sinn ergeben, aber historisch zwingend sind.

WIRTSCHAFTLICH VORHANDEN

Betriebsimmobilie

Maschinen und Anlagen

Vorräte

Schutzrechte

Kundenbeziehungen

Marktposition

Stille Reserven

FINANZIELL VERFÜGBAR

Freie Liquidität

Freie Sicherheiten

Tragfähiger Kapitaldienst

Der Abstand zwischen beiden
ist der Gegenstand dieses Buches.

ABBILDUNG 1
SCHEMA

Wirtschaftlich vorhanden und finanziell verfügbar. Die linke Liste ist lang, die rechte kurz. Der Abstand zwischen beiden ist das, was dieses Buch beschreibt.

Vom Vermögen zum Besitz

Die Rechtsordnung interessiert sich nicht dafür, was ein Unternehmen leisten kann.

Das mag wie ein Vorwurf klingen, ist aber keiner. Es ist eine Beschreibung dessen, wozu das Eigentumsrecht entstanden ist. Es entstand nicht, um Produktion zu ermöglichen, sondern um Streit zu schlichten. Die Grundfrage des Eigentums lautet nicht: „Was lässt sich damit herstellen?“ Sie lautet: „Wer darf wen davon ausschliessen?“

Diese Frage ist älter als jede Buchhaltung und jede Bank. Sie stellt sich, sobald zwei Menschen dasselbe wollen und nicht beide es haben können. Alle Unterscheidungen, die das Eigentumsrecht entwickelt hat — beweglich und unbeweglich, Sache und Recht, Eigentum und Besitz — sind Antworten auf Konfliktfälle, nicht auf Produktionsfragen.

Wer also erwartet, dass die rechtliche Zuordnung eines Vermögenswerts etwas darüber aussagt, wie nützlich er für den Betrieb ist, erwartet eine Auskunft, die niemand versprochen hat. Das Recht ist kein schlechtes Abbild des Vermögens. Es ist ein präzises Abbild von etwas anderem.

Und doch ist genau diese Zuordnung die erste Stufe der Übersetzung, an deren Ende Kapital steht. Kein Kreditgeber greift auf ein Vermögen zu. Er greift auf einen Besitz zu — und zwar auf den Teil, den die Rechtsordnung ihm zugänglich macht.

Das Recht ordnet nicht, was ein Ding kann. Es ordnet, wer wen davon ausschliessen darf.

VERMÖGEN
BESITZ
SICHERHEIT
ANSPRUCH
KAPITAL
INSTITUTION
KATEGORIE
PORTFOLIO
MARKT

Wie folgenreich das ist, zeigt eine Beobachtung, die jedem Firmenkundenbetreuer bekannt ist und die jedem Unternehmer beim ersten Mal unglaublich erscheint. Eine Werkhalle im Wert von 200.000 Euro besichert regelmässig mehr als eine Presse im Wert von vier Millionen.

Der Grund dafür ist nicht die Bewertung. Beide Werte sind ermittelbar und die Presse ist tatsächlich das Zwanzigfache wert. Der Grund ist die Nachweisbarkeit.

Ein Gebäude lässt sich weder verstecken noch wegfahren. Es hat eine bestimmte Lage, die sich in ein öffentliches Verzeichnis eintragen lässt. Deshalb ist das Grundbuch älter als jede Bank: Es beantwortet für jeden, der fragt, drei Fragen, die sonst niemand beantworten könnte. Wem gehört es? Wer hat bereits ein Recht daran? In welcher Reihenfolge?

Eine Presse hat nichts davon. Sie steht heute in dieser Halle und kann morgen in einer anderen stehen. Es gibt kein Verzeichnis, in dem ein zweiter Kreditgeber nachschlagen könnte, ob sie bereits belastet ist. Und wenn er beim Unternehmer nachfragt, erhält er eine Auskunft von genau der Person, deren Angaben er überprüfen wollte.

Die Unterscheidung zwischen beweglich und unbeweglich wirkt wirtschaftlich willkürlich und ist deshalb keine Frage des Werts. Sie ist eine Frage der Beweisbarkeit gegenüber Dritten. „Unbeweglich“ bedeutet im Kern: registrierbar. Beweglich heisst: nur durch Besitz erkennbar.

Der Wert einer Sicherheit hängt weniger davon ab, was sie wert ist, als davon, ob ein Fremder es überprüfen kann.

STUFE 2 VON 9
BESITZ

Aus dieser Beweisnot heraus ist eine der aufschlussreichsten Konstruktionen des Zivilrechts entstanden. Das klassische Pfandrecht an beweglichen Sachen verlangt die Übergabe der Sache. Wer verpfändet, muss die Sache herausgeben. Das Faustpfand heisst so, weil es in der Faust des Gläubigers liegt.

Für den Handel des 19. Jahrhunderts war dies brauchbar. Für ein produzierendes Unternehmen ist es jedoch tödlich. Eine Presse, die beim Kreditgeber steht, kann keine Produkte herstellen. Genau der Vermögenswert, der die Rückzahlung erwirtschaften soll, wird durch seine Besicherung stillgelegt.

Eine gesetzliche Regelung dafür gibt es nicht. Sie ist in der Praxis entstanden und wurde von Gerichten geduldet, bis sie zur Gewohnheit wurde: die Sicherungsübereignung. Das Eigentum geht über, der Besitz bleibt. Der Unternehmer produziert also weiter auf einer Maschine, die ihm rechtlich nicht mehr gehört.

Man sollte einen Moment innehalten und darüber nachdenken, wie ungewöhnlich das ist. Eine Rechtsordnung, deren gesamtes Sachenrecht auf Sichtbarkeit beruht — auf dem Grundsatz, dass Rechte an Sachen für Dritte erkennbar sein müssen —, lässt ausgerechnet an ihrer wirtschaftlich wichtigsten Stelle eine Ausnahme zu, die genau diese Sichtbarkeit aufhebt. Nicht aus Nachlässigkeit, sondern weil die Alternative gewesen wäre, dass Maschinen nicht finanzierbar sind.

*Die Sicherungsübereignung ist kein Rechtsinstitut. Sie ist ein Kompromiss, der lange genug gehalten hat, um wie eines auszu-
sehen.*

STUFE 2 VON 9
BESITZ

Jeder Kompromiss hat seinen Preis — und dieser wird von demselben Unternehmer gezahlt, dem er hilft.

Da es kein Register gibt, existiert auch keine öffentliche Rangordnung. Wer als Zweiter finanzieren möchte, kann nicht nachschlagen, ob die Maschine bereits übereignet wurde. Er kann nur fragen, Erklärungen einholen und ihnen glauben. Was beim Grundstück eine Auskunft ist, ist bei der Maschine ein Vertrauensakt.

Da die Sache beim Schuldner bleibt, ist ihr Zustand nicht überprüfbar, ohne den Betrieb zu betreten. Da sie beweglich ist, kann sie im schlechtesten Fall verschwinden. Und weil sie für diesen Betrieb angeschafft wurde, ist sie für andere schlechter verwendbar — je spezifischer, desto schlechter.

Jeder dieser Punkte erzeugt einen Abschlag. In der Summe ergibt sich eine Zahl, die dem Unternehmer unverständlich erscheint: Eine Maschine, die vier Millionen gekostet hat, wird vielleicht nur mit einer Million finanziert. Nicht weil jemand sie geringschätzt. Sondern weil zwischen ihrem wirtschaftlichen Wert und ihrer rechtlichen Fassbarkeit vier Schichten Ungewissheit liegen.

Ein Detail macht das noch deutlicher und weist über dieses Kapitel hinaus. Dieselbe Maschine hat nicht in jedem Land dieselbe Sicherungsfähigkeit. Wo die Sicherungsübereignung anerkannt ist, lässt sie sich besichern, ohne den Betrieb zu unterbrechen. Wo am Faustpfandprinzip strenger festgehalten wird, gelingt das nicht ohne Weiteres. Es ist dieselbe Presse, derselbe Betrieb, dieselbe Bonität — und ein anderer besicherbarer Wert.

Der Wert einer Sicherheit ist keine Eigenschaft der Sache. Er ist eine Eigenschaft der Rechtsordnung, in der sie steht.

STUFE 2 VON 9
BESITZ

Damit ist die erste Stufe der Übersetzung beschrieben. Aus dem Vermögen — der Fähigkeit, etwas zu tun — ist Besitz geworden: der Ausschnitt, den eine Rechtsordnung einem Rechtsträger zuordnet und gegenüber Dritten nachweisbar macht.

Was auf dieser Stufe verloren geht, ist bereits erheblich und geht nicht zufällig verloren. Alles, was sich nicht ausschliessen lässt, geht verloren. Die Lieferfähigkeit gehört niemandem. Die Erfahrung der Belegschaft gehört niemandem. Die Beziehung zum Kunden besteht zwischen zweien, und keiner von beiden kann den anderen davon ausschliessen.

Das sind keine Randposten. In vielen Unternehmen tragen sie den grösseren Teil der Ertragskraft. Sie sind nur nicht eigentumsfähig und können daher nicht besichert werden — nicht, weil man es nicht wollte, sondern weil es niemanden gibt, dem man es wegnehmen könnte.

Und die zweite Stufe steht noch bevor. Denn Besitz allein ist noch keine Sicherheit. Zwischen dem, was einem gehört, und dem, was ein anderer im Ernstfall verwerten kann, liegt eine weitere Übersetzung — und sie ist die eigentlich interessante, weil sie eine Erfindung ist.

Das Recht verliert nicht, was es nicht sieht. Es verliert, was sich nicht ausschliessen lässt.

STUFE 2 VON 9
BESITZ

In Kapitel 3 wird diese Erfindung behandelt: die Sicherheit als älteste Übersetzungstechnik der Wirtschaftsgeschichte — ein Verfahren, das etwas für jemanden verwertbar macht, der es nicht benötigt. Die rechtlichen Aussagen dieses Kapitels sind strukturell und müssen vor der Veröffentlichung rechtsordnungsspezifisch geprüft werden.

REGISTRIERBAR

Grundstück

Öffentliches Register
Rang für jeden prüfbar
Wert 200'000



BESICHERBAR

NUR DURCH BESITZ ERKENNBAR

Maschine

Kein Register
Rang nur durch Erklärung
Wert 4'000'000



KAUM BESICHERBAR

Nicht der Wert entscheidet, sondern die Nachweisbarkeit gegenüber Dritten.

ABBILDUNG 2
SCHEMA

Registrierbar und nur durch Besitz erkennbar. Eine Halle für zweihunderttausend besichert regelmässig mehr als eine Presse für vier Millionen. Nicht der Wert entscheidet, sondern die Nachweisbarkeit gegenüber Dritten.

KAPITEL DREI

Die Erfindung der Sicherheit

Eine Sicherheit ist wertlos, wenn alles gutgeht.

Das ist der erste und meist übersehene Umstand. Wer eine Maschine besichert, räumt ein Recht ein, das nur in einem Fall Bedeutung erlangt: in dem Fall, den beide Seiten für unwahrscheinlich halten und den keine von beiden herbeiführen will. Läuft das Geschäft, wird die Sicherheit nie berührt. Sie erlischt am Ende der Laufzeit, ohne je etwas getan zu haben.

Eine Sicherheit ist somit kein Gegenstand, sondern ein Anspruch auf eine Gegenwelt. Sie wird heute bewertet, bezahlt und in Verträge geschrieben — für eine Zukunft, deren Eintritt beide Vertragsparteien zu verhindern versuchen.

Schon daraus folgt etwas, das der landläufigen Vorstellung widerspricht. Man nimmt an, die Sicherheit diene der Rückgewinnung: Wenn der Kredit ausfällt, holt sich der Gläubiger die Maschine. Das ist richtig, aber es ist die Nebenwirkung, nicht der Zweck.

Denn der Gläubiger will die Maschine nicht. Er wollte sie nie. Er ist weder eine Giesserei noch eine Verwertungsgesellschaft. Für ihn ist sie ein Problem, kein Gewinn. Wäre die Rückgewinnung der Zweck, wäre der besicherte Kredit ein schlechtes Geschäft mit gelegentlichen Maschinenkäufen.

Eine Sicherheit ist ein Recht auf etwas, das man nicht haben will, für einen Fall, den man nicht will.

VERMÖGEN
BESITZ
SICHERHEIT
ANSPRUCH
KAPITAL
INSTITUTION
KATEGORIE
PORTFOLIO
MARKT

Die Sicherheit leistet sich vor dem Ausfall, nicht danach.

Sie verändert die Lage des Schuldners. Ein Unternehmer, der unbesichert schuldet, verliert bei Zahlungsschwierigkeiten Geld und Ansehen. Ein Unternehmer, der seine Presse übereignet hat, verliert seine Produktionsstätte. Der Unterschied ist nicht graduell, sondern kategorial: Im ersten Fall wird es teuer, im zweiten Fall hört das Unternehmen auf, dieses Unternehmen zu sein.

Genau darin liegt die Wirkung. Die Sicherheit macht den Ausfall für den Schuldner so kostspielig, dass er ihn mit Mitteln vermeidet, die dem Gläubiger nicht zur Verfügung stehen: Er verzichtet, verschiebt, verhandelt und arbeitet länger. Der Gläubiger kann das nicht erzwingen. Er kann nur dafür sorgen, dass der Schuldner mehr zu verlieren hat als er selbst.

Deshalb ist die Bewertung der Sicherheit nicht gleichgültig. Sie muss glaubwürdig sein, sonst ist die Drohung hohl. Eine wertlose Sicherheit diszipliniert niemanden. Sie muss jedoch nicht den Kredit decken, sondern den Schuldner treffen.

Wer diese Umkehrung einmal verstanden hat, kann eine Reihe von Beobachtungen erklären, die sonst widersprüchlich wirken. Warum betriebsnotwendige Sicherheiten oft mehr wert sind als besser verwertbare. Warum Gläubiger auf Sicherheiten bestehen, deren Verwertungserlös sie selbst gering ansetzen. Und warum ein Schuldner, der nichts mehr zu verlieren hat, auch nichts mehr zu besichern hat.

Die Sicherheit dient nicht dem Zugriff. Sie dient dem Anreiz. Der Zugriff ist nur das, was übrig bleibt, wenn der Anreiz versagt hat.

STUFE 3 VON 9
SICHERHEIT

Die Geschichte zeigt, dass Sicherheit eine Erfindung ist und keine natürliche Tatsache. Sie beginnt nicht bei Sachen, sondern bei Menschen.

Die älteste Form der Sicherheit ist die Geisel. Wer seine Schulden nicht bezahlen konnte, stellte einen Angehörigen als Pfand. In vielen Rechtsordnungen konnte man sich sogar selbst verpfänden. Die Schuldknechtschaft war historisch nicht die Ausnahme, sondern der Ausgangspunkt: Das Pfand war zunächst ein Körper.

Der Übergang von der Person zur Sache ist ein zivilisatorischer und zugleich ein ökonomischer Schritt. Ein verpfändeter Mensch arbeitet nicht für seinen Schuldendienst — er arbeitet für den Gläubiger oder gar nicht. Eine verpfändete Sache kann hingegen weiterarbeiten, sofern sie richtig verpfändet wurde.

Das römische Recht kannte dafür drei Formen, deren Reihenfolge der Entwicklung die Geschichte dieses Buches in Kürze ist. Zunächst gab es die Übereignung zur Sicherung, bei der das Eigentum vollständig auf den Gläubiger überging. Dann folgte das Besitzpfand, bei dem die Sache übergeben wurde. Schliesslich die Hypothek, ein Recht an einer Sache, die beim Schuldner blieb.

Die Hypothek ist die entscheidende Erfindung und entstand aus einem sehr konkreten Problem. Ein Pächter, der dem Verpächter Sicherheit stellen sollte, konnte ihm nicht das Gerät übergeben, mit dem er den Boden bestellte. Hätte er es getan, wäre die Pacht wertlos geworden.

Die erste besitzlose Sicherheit entstand, weil man mit Werkzeug, das man weggegeben hat, nicht arbeiten kann.

STUFE 3 VON 9
SICHERHEIT

Dieser Satz sollte neben dem vorigen Abschnitt aus Kapitel 2 gelegt werden. Dort ging es um eine Presse, die beim Kreditgeber nicht produziert, und um die Sicherungsübereignung als Antwort darauf.

Es ist dasselbe Problem. Es ist dieselbe Lösung. Und zwischen beiden liegen etwa zweitausend Jahre.

Dies ist keine Kuriosität, sondern ein Befund über die Beschaffenheit dieser Übersetzung. Die besitzlose Sicherheit muss für jede neue Klasse von Vermögenswerten neu erfunden werden, da sie jedes Mal an derselben Stelle scheitert: der Erkennbarkeit für Dritte. Beim Grundstück wurde das Problem durch das Grundbuch gelöst, und diese Lösung hielt Jahrhunderte. Bei beweglichen Sachen gibt es kein Register, weshalb die Praxis eine schwächere Konstruktion entwickeln musste.

Bei allem, was danach kam, wiederholt sich dasselbe Muster: Forderungen liessen sich lange nicht wirksam besichern, bis Abtretungskonstruktionen entwickelt wurden. Heute stehen Schutzrechte, Lizenzen, Datenbestände und Vertragspositionen an derselben Stelle wie Maschinen im neunzehnten Jahrhundert: Sie sind wirtschaftlich wertvoll, aber rechtlich schwer fassbar und deshalb finanzierungs-schwach.

Wer wissen will, welche Vermögenswerte in dreissig Jahren besichert werden, muss nicht fragen, welche wertvoll sind. Er muss fragen, für welche eine Erkennbarkeit gegenüber Dritten hergestellt werden kann.

Nicht der Wert entscheidet, was finanzierbar wird, sondern die Nachweisbarkeit. Der Rest ist eine Frage der Zeit.

STUFE 3 VON 9
SICHERHEIT

Es bleibt eine letzte Eigenschaft der Sicherheit, die jedoch fast immer missverstanden wird und daher die folgenreichste ist.

Eine Sicherheit macht einen Kredit nicht sicherer. Sie macht ihn lediglich für einen bestimmten Gläubiger sicherer — auf Kosten aller übrigen. Das Ausfallrisiko eines Unternehmens wird durch Besicherung nicht geringer. Es wird lediglich verteilt.

Das ist keine Spitzfindigkeit. Es bedeutet, dass jede Besicherung eine Entscheidung über eine Reihenfolge ist — wer im Ernstfall vor wem bedient wird. Und es bedeutet, dass ein Unternehmen mit jeder Sicherheit, die es stellt, seine übrigen Gläubiger schlechterstellt, auch wenn niemand mit ihnen darüber gesprochen hat.

Damit hat die Sicherheit etwas hervorgebracht, das über sie hinausweist: den Rang. Aus einem Ding, das jemandem gehört, ist eine Position in einer Ordnung geworden. Erstrangig, nachrangig, vorrangig — Begriffe, die nichts mehr über die Sache selbst aussagen, sondern alles über ihr Verhältnis zu anderen Ansprüchen.

In diesem Augenblick ist die Sache endgültig verschwunden. Was bleibt, ist eine Position in einer Reihenfolge. Und Positionen in Reihenfolgen lassen sich vergleichen, addieren, übertragen und handeln — all das war mit einer Presse nie möglich.

Sicherheit schafft keine Sicherheit. Sie schafft Reihenfolge.

STUFE 3 VON 9
SICHERHEIT

In Buch II wird die Frage aufgeworfen, was in welcher Reihenfolge geschieht: Warum hört Vermögen, das zu einer Position geworden ist, auf, Vermögen zu sein? Und wann wird aus einer Position Kapital? Die rechtshistorischen Angaben dieses Kapitels sind inhaltlich gesichert, ihre Zuordnung zu einzelnen Rechtsinstituten muss jedoch vor der Veröffentlichung fachlich geprüft werden.

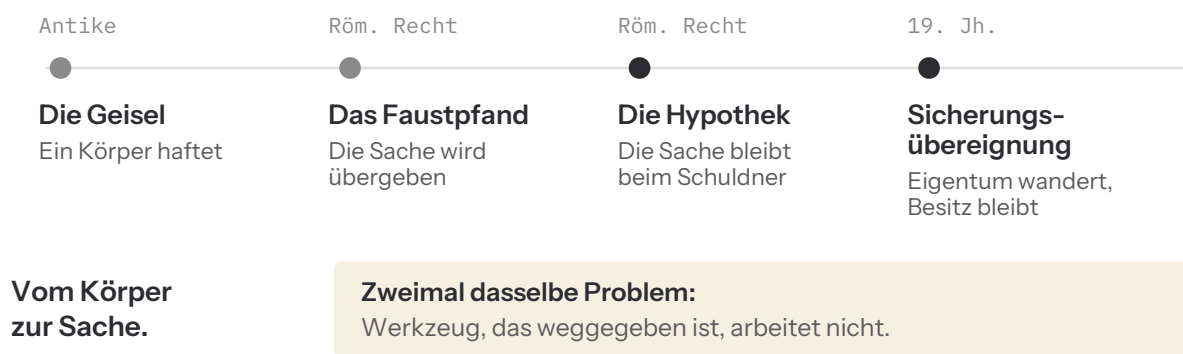


ABBILDUNG 3
SCHEMA

Die Sicherheit vom Körper zur Sache. Die älteste Sicherheit ist die Geisel. Der Übergang zur Sache ist der zivilisatorische Schritt — und zwischen der römischen Hypothek und der Sicherungsübergabe liegen zweitausend Jahre für dasselbe Problem.

ZWEITES BUCH

Warum Vermögen nicht Kapital ist

Was verlorengelht, wenn aus einer Fähigkeit ein Anspruch wird, den ein anderer hält.

Vermögen
Besitz
Sicherheit
Anspruch
Kapital
Institution
Kategorie
Portfolio
Markt

KAPITEL VIER

Wann Vermögen aufhört, Vermögen zu sein

In der Umgangssprache werden die Begriffe „Vermögen“ und „Kapital“ synonym verwendet. So spricht man vom Kapital eines Unternehmens und meint damit seine Mittel, während man mit dem Begriff „Vermögen“ das Geld einer Person meint. Die Begriffe sind austauschbar geworden und mit ihrer Austauschbarkeit ist der Unterschied verschwunden, um den es hier geht.

Wie in Kapitel 1 erläutert, ist Vermögen die Fähigkeit zu handeln. Wenn Kapital etwas anderes ist, muss sich sagen lassen, was hinzukommt oder wegfällt, wenn das eine zum anderen wird.

Die Antwort ist einfacher als erwartet und hat nichts mit Menge zu tun. Vermögen ist gebunden. Kapital ist freigesetzt.

Vermögen ist an drei Dinge gebunden: an einen Eigentümer, einen Ort, an dem es wirkt, und einen Zweck, für den es taugt. Eine Presse gehört jemandem, steht irgendwo und dient einem bestimmten Zweck. Wird eine dieser Bindungen aufgelöst, verliert sie an Vermögen — man denke an eine Presse ohne Auftrag oder eine, die verkauft werden muss.

Kapital hat keine dieser Bindungen. Es gehört dem, der den Anspruch hält, und dieser Anspruch kann die Hand wechseln, ohne dass sich irgendwo etwas bewegt. Es ist dort, wo das Konto ist. Und es finanziert, was gezahlt wird — ohne Vorliebe, ohne Gedächtnis, ohne Ort.

Vermögen ist gebunden. Kapital ist das, was von ihm übrig bleibt, wenn man die Bindungen entfernt.

VERMÖGEN
BESITZ
SICHERHEIT
ANSPRUCH
KAPITAL
INSTITUTION
KATEGORIE
PORTFOLIO
MARKT

Es lohnt sich, die drei Bindungen einzeln zu betrachten, da jede beim Übergang anders verlorengeht.

Die Bindung an einen Eigentümer löst sich als Erstes und am unauffälligsten. Solange die Presse dem Unternehmer gehört, ist ihr Vermögenscharakter an ihn geknüpft: Er kann alles mit ihr machen. Sobald jedoch ein Anspruch an ihr besteht, ist derselbe Gegenstand für einen Zweiten von Bedeutung, der weder etwas mit ihr herstellen kann noch etwas von ihr will. Und dieser Zweite kann seinen Anspruch verkaufen, ohne dass in der Halle jemand davon erfährt.

Die Bindung an einen Ort verschwindet mit dem Anspruch selbst. Ein Anspruch braucht ein Register oder ein Konto — Orte, die keine sind, da sie beliebig gewählt werden können. Deshalb kann Kapital wandern, während das, was es finanziert, stehen bleibt.

Zuletzt löst sich die Bindung an einen Zweck, und ihr Verlust ist der folgenreichste. Eine Presse taugt für Pressteile. Ein Betrag hingegen taugt für alles. Genau diese Untauglichkeit zur Spezialisierung macht Kapital brauchbar. Geld, das nur eine Sache finanzieren könnte, wäre schlechteres Geld.

Damit ist der Übergang beschrieben. In die Übersetzung geht etwas ein, das jemandem gehört, irgendwo steht und etwas Bestimmtes kann. Was herauskommt, gehört niemandem Bestimmten, steht nirgends und kann alles.

VERMÖGEN

Gehört einem, der es nutzt

Steht an einem Ort

Taugt für Bestimmtes

Nicht addierbar

Hat eine Geschichte

KAPITAL

Gehört dem, der den
Anspruch hält

Ist, wo das Konto ist

Finanziert, was zahlt

Addierbar

Hat einen Zinssatz

STUFE 4 VON 9
ANSPRUCH

Nun liesse sich einwenden, dass es sich um einen Kreislauf handelt und dieser deshalb harmlos ist. Vermögen wird zu Kapital, Kapital wird investiert und wird wieder zu Vermögen. Was verloren ging, kommt zurück.

Dieser Einwand ist naheliegend, aber falsch. Der Kreis schliesst sich nicht.

Ein Unternehmer besichert eine Presse und erhält Geld. Mit diesem Geld baut er eine neue Produktionslinie. Am Ende hat er eine belastete Presse und eine neue Linie, jedoch nicht dieselbe Fähigkeit wie zuvor, sondern eine andere. Was zurückkam, war nie das, was hineinging. Die Rückverwandlung erzeugt neues Vermögen, nicht das alte.

Das ist kein Mangel des Verfahrens. Es ist sein Sinn. Wäre der Kreis geschlossen, hätte niemand einen Grund, ihn zu durchlaufen. Man finanziert nicht, um das zurückzubekommen, was man hatte, sondern um etwas zu erhalten, das man zuvor nicht hatte. Die Nichtumkehrbarkeit ist der Ertrag des Vorgangs.

Sie hat jedoch eine zweite Seite, über die seltener gesprochen wird. Da jede Umwandlung Vermögen in einer bestimmten Form zurückbringt, verändert jede Finanzierung die Gestalt des Unternehmens — nicht nur seine Bilanz. Nach zehn Jahren ist ein Unternehmen die Summe der Kapitalentscheidungen, die es getroffen hat — in einem viel wörtlicheren Sinn, als seinen Eigentümern bewusst ist.

Wer finanziert, bekommt nicht zurück, was er gegeben hat. Das ist der Grund, es zu tun — und der Grund, es zu bedenken.

STUFE 4 VON 9
ANSPRUCH

Es bleibt die Eigenschaft, die in der Gegenüberstellung zuletzt steht und praktisch am schwersten wiegt. Kapital hat einen Zinssatz. Vermögen hat keinen.

Eine Presse, die nicht läuft, kostet Abschreibung und entgangene Möglichkeiten. Sie erhebt aber keinen Anspruch. Sie schickt keine Rechnung, stellt keine Frist und wird nicht ungeduldig. Ein Unternehmen kann eine ungenutzte Anlage jahrelang halten und niemand fordert dafür etwas.

Kapital verhält sich umgekehrt. Vom Tag der Auszahlung an läuft eine Uhr, und das unabhängig davon, ob das Vorhaben vorankommt. Der Zins ist der Preis dafür, dass jemand anderes wartet — und Warten hat einen Preis, weil der Wartende in der Zwischenzeit etwas anderes hätte tun können.

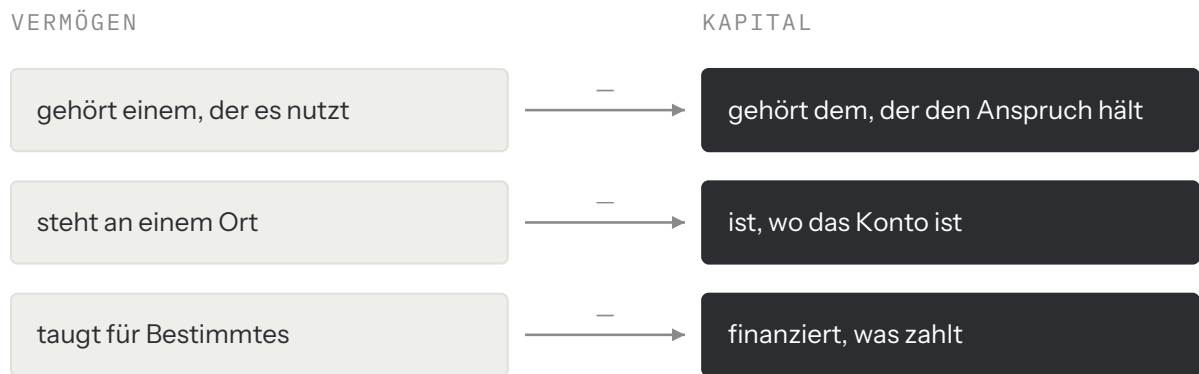
Aus dieser einen Eigenschaft folgt fast die gesamte Dynamik, die Unternehmer an der Finanzierung als fremd empfinden. Kapital erzwingt Geschwindigkeit, weil Zeit gegen es läuft. Vermögen hingegen erlaubt Geduld, weil Zeit ihm gleichgültig ist. Ein Unternehmen, das aus eigener Substanz investiert, kann zwei Jahre länger brauchen. Ein Unternehmen, das finanziert investiert, kann das nicht.

Und hier zeigt sich der eigentliche Preis der Umwandlung. Er besteht nicht im Zinssatz. Er besteht darin, dass ein Unternehmen mit der Finanzierung eine fremde Zeitrechnung übernimmt.

Kapital ist Vermögen, gegen das die Zeit läuft.

STUFE 4 VON 9
ANSPRUCH

In Kapitel 5 wird diese fremde Zeitrechnung genauer untersucht: Warum fallen unternehmerische Vorhaben und Finanzierungslaufzeiten fast nie zusammen? Was geschieht, wenn eine der beiden Uhren die andere bestimmt?



Vermögen ist gebunden. Kapital ist das, was übrig bleibt, wenn man die Bindungen entfernt.

ABBILDUNG 4
SCHEMA

Drei Bindungen, die beim Übergang fallen. Vermögen gehört einem, steht irgendwo und taugt für Bestimmtes. Kapital hat keine dieser Bindungen — und ist genau dadurch brauchbar.

KAPITEL FÜNF

Die fremde Zeitrechnung

Jedes Vorhaben hat seine eigene Dauer und ist keine Entscheidung.

Eine automatisierte Linie amortisiert sich über einen Zeitraum, der von der Abnutzung, dem Marktzyklus, dem technischen Stand und dem Verhalten der Wettbewerber bestimmt wird. Man kann diesen Zeitraum schätzen, aber auch danebenliegen. Man kann ihn nicht wählen. Er ist eine Eigenschaft des Vorhabens.

Ebenso hat jede Finanzierung eine eigene Dauer, die ebenfalls keine Entscheidung ist. Sie ergibt sich aus der Refinanzierung des Kreditgebers, der aufsichtsrechtlichen Behandlung, der Laufzeit des Fonds und der Konstruktion seines Portfolios. Sie ist eine Eigenschaft des Kapitals.

Diese beiden Dauern werden von Vorgängen bestimmt, die miteinander nichts zu tun haben. Es existiert kein Mechanismus, der sie aufeinander abstimmt. Wenn sie zusammenfallen, ist das Zufall — und Zufälle sind selten.

Das ist der Grund, weshalb fast jede Unternehmensfinanzierung eine Fristigkeit hat, die nicht zum Vorhaben passt, und weshalb dieser Umstand in kaum einem Businessplan berücksichtigt wird. Man verhandelt über den Zinssatz, weil er verhandelbar scheint. Über die Laufzeit wird hingegen kaum verhandelt, da sie wie eine Naturkonstante präsentiert wird — und in gewisser Weise ist sie das auch. Nur eben eine Naturkonstante des Kapitals, nicht des Unternehmens.

Das Unternehmen denkt in Vorhaben. Das Kapital denkt in Fristen. Ein Vorhaben hat ein Ziel. Eine Frist hat nur ein Ende.

VERMÖGEN
BESITZ
SICHERHEIT
ANSPRUCH
KAPITAL
INSTITUTION
KATEGORIE
PORTFOLIO
MARKT

Die Abweichung ist nicht symmetrisch. Sie in die eine Richtung zu haben, kostet Geld. In die andere Richtung kostet sie die Kontrolle über den Zeitpunkt.

Ist die Finanzierung länger als das Vorhaben, entsteht Verschwendung. Man zahlt für Kapital, das nicht mehr gebraucht wird und das sich meist vorzeitig zurückführen lässt — gegen eine Entschädigung, die zwar ärgerlich, aber kalkulierbar ist.

Ist die Finanzierung kürzer als das Vorhaben, entsteht etwas anderes, das im Businessplan nicht vorgesehen ist. Das Unternehmen hat dann nicht nur ein, sondern zwei Vorhaben: das ursprüngliche Vorhaben und die Anschlussfinanzierung zu einem festgelegten künftigen Zeitpunkt unter Bedingungen, die heute noch nicht bekannt sind.

Dieses zweite Vorhaben wird nirgends geplant. Es erscheint in keiner Investitionsrechnung, es hat keinen Verantwortlichen und es wird nicht überwacht. Und doch ist es regelmässig das gefährlichere von beiden. Ein schlecht laufendes Vorhaben kostet Ertrag. Eine Anschlussfinanzierung, die nicht gelingt, kann das Unternehmen ruinieren.

Das lässt sich an einer einfachen Probe zeigen. Man frage einen Eigentümer, wie lange sich seine Investition rechnet — er wird eine Zahl nennen. Wenn man ihn fragt, was am Ende der Kreditlaufzeit geschieht, lautet die Antwort fast immer: „Das wird man dann sehen.“ Beide Antworten stammen von derselben Person über dasselbe Vorhaben.

Eine zu kurze Finanzierung erzeugt ein zweites Vorhaben, das niemand plant und für das niemand zuständig ist.

STUFE 5 VON 9
KAPITAL

An dieser Stelle liegt der Verdacht nahe, dass sich Kreditgeber schlicht bequem verhalten: Kürzere Laufzeiten sind für sie leichter zu handhaben, also bieten sie diese an. Dieser Verdacht ist jedoch falsch, denn die Wahrheit ist interessanter.

Eine Bank refinanziert sich überwiegend kurz. Einlagen sind täglich fällig oder kurz gebunden, denn wer Geld anlegt, will auch darüber verfügen können. Kredite dagegen sollen lang sein, weil Investitionen lang sind. Zwischen beidem liegt eine Lücke, in der die Bank steht.

Diese Lücke zu überbrücken, ist keine Nebentätigkeit, sondern eine der drei Kernleistungen von Banken. Sie nimmt kurzes Geld und gibt langes Geld — und trägt das Risiko, dass die Einleger ihr Geld schneller zurückhaben wollen, als die Kreditnehmer ihre Kredite zurückzahlen. Dieser Vorgang wird Fristentransformation genannt und ist eine der bemerkenswertesten Erfindungen der Wirtschaftsgeschichte, da er etwas ermöglicht, das ohne ihn schlicht nicht stattfinden würde.

Allerdings ist ihre Kapazität begrenzt und diese Grenze ist nicht willkürlich, sondern aufsichtsrechtlich festgelegt und ökonomisch realistisch. Wenn eine Bank fünf Jahre anbietet, wo das Vorhaben jedoch zwölf verlangt, sagt sie damit nichts über das Vorhaben aus. Sie sagt etwas über ihre eigene Passivseite aus.

Der Unternehmer hört: „Mehr traut man mir nicht zu.“ Gesagt wurde: Mehr kann ich nicht tragen.

Die Laufzeit, die man angeboten bekommt, ist eine Auskunft über den Kreditgeber, nicht über das eigene Vorhaben.

STUFE 5 VON 9
KAPITAL

Die Anschlussfinanzierung an sich wäre nicht schlimm. Man verhandelt eben noch einmal. Das Problem ist jedoch der Zeitpunkt ihrer Fälligkeit.

Dieser Zeitpunkt hat mit dem Unternehmen nichts zu tun. Sie ergibt sich aus dem Datum der ursprünglichen Auszahlung und einer Laufzeit, die aus fremden Gründen gewählt wurde. Er korreliert mit nichts, was das Unternehmen betrifft — weder mit seinem Zyklus, seiner Auftragslage noch dem Fortschritt des Vorhabens.

Er korreliert allerdings sehr wohl mit einem: den Anschlussterminen aller anderen. Denn Kredite werden in guten Zeiten in Kohorten vergeben und diese werden gemeinsam fällig. In den Jahren nach einer Phase reichlicher Kreditvergabe kommen deshalb viele Anschlussfinanzierungen gleichzeitig auf den Markt — und zwar mit einiger Wahrscheinlichkeit genau dann, wenn sich die Bedingungen verschlechtert haben. Dies liegt daran, dass dieselbe Phase reichlicher Vergabe auch die Korrektur erzeugt hat.

Daraus folgt die unangenehmste Eigenschaft dieser Konstruktion. Das Unternehmen, das die Anschlussfinanzierung am dringendsten benötigt, trifft am wahrscheinlichsten auf die schlechtesten Bedingungen. Die Risiken addieren sich nicht — sie fallen zusammen.

Und am Ende der Laufzeit entscheidet nicht das Unternehmen. Es kann seine Zahlen vorlegen, seine Auftragsbücher zeigen und seine Investition erklären. Doch entschieden wird anderswo, von jemandem, der zu diesem Zeitpunkt möglicherweise ganz andere Sorgen hat.

Der Zeitpunkt der Anschlussfinanzierung ist der einzige wichtige Termin im Leben eines finanzierten Vorhabens, den niemand gewählt hat.

STUFE 5 VON 9
KAPITAL

Damit lässt sich ableiten, welche Konsequenzen sich aus der Fristigkeit für die Betrachtung von Unternehmenskapital ergeben.

Die übliche Frage bei einer Finanzierung lautet: Was kostet sie? Diese Frage ist berechtigt, aber zweitrangig. Die erste Frage sollte lauten: Was geschieht am Ende der Finanzierung und wer trifft dann die Entscheidungen?

Aus dieser Frage ergeben sich weitere Fragen, die in Kreditgesprächen selten gestellt werden. Welchen Zustand muss das Unternehmen zum Ablauf der Frist erreicht haben, damit eine Anschlussfinanzierung wahrscheinlich ist? Welche Sicherheiten sind dann noch frei? Welche anderen Verbindlichkeiten werden gleichzeitig fällig? Was geschieht ausserdem, wenn zum Ablauftermin niemand refinanzieren will — nicht wegen des Unternehmens, sondern wegen des Marktes?

Ein Vorhaben, dessen Finanzierungsende das Unternehmen nicht überstehen würde, ist nicht finanziert. Es ist aufgeschoben. Dieser Unterschied zeigt sich erst am Ende, besteht aber vom ersten Tag an.

Und hier zeigt sich zum ersten Mal deutlich, weshalb einzelne Finanzierungsentscheidungen nicht einzeln beurteilt werden können. Die Fristigkeit einer Finanzierung ist keine Eigenschaft dieser Finanzierung. Sie ist eine Eigenschaft ihres Verhältnisses zu allem, was daneben und danach steht.

Eine Finanzierung endet nicht, wenn das Geld zurückgezahlt ist. Sie endet, wenn jemand neu entscheidet.

STUFE 5 VON 9
KAPITAL

In Kapitel 6 wird die dritte Eigenschaft des Kapitals behandelt, die es vom Vermögen unterscheidet: seine Gleichgültigkeit. Sie ist der Grund für seine Brauchbarkeit — und der Grund, weshalb Institutionen benötigt werden, die sich um es kümmern.

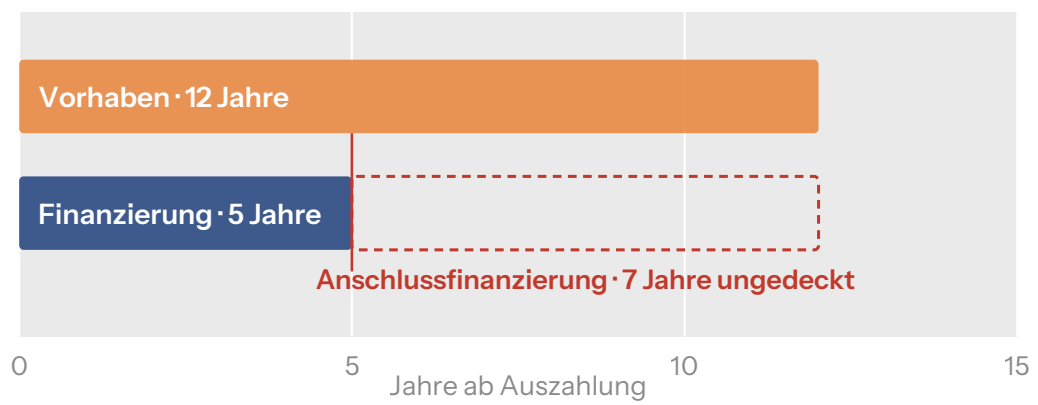


ABBILDUNG 5
MODELLRECHNUNG

Vorhabensdauer und Finanzierungslaufzeit. Beide Dauern folgen aus Vorgängen, die miteinander nichts zu tun haben — die eine aus Abnutzung und Marktzyklus, die andere aus der Refinanzierung des Kreditgebers.

STRUKTURMODELL NACH KAPITEL FÜNF · ILLUSTRATIVE WERTE

Die Gleichgültigkeit des Kapitals

Kapital hat keine Vorlieben. Es finanziert eine Giesserei genauso bereitwillig wie eine Bäckerei, ein Rechenzentrum genauso bereitwillig wie ein Sägewerk — und würde beide gegeneinander eintauschen, wenn die Zahlen es nahelegten.

Diese Gleichgültigkeit wird regelmässig als Vorwurf formuliert. Sie ist jedoch keine Eigenschaft, die sich abstellen liesse, ohne das Kapital selbst abzuschaffen — und sie ist präziser, als der Vorwurf unterstellt.

Denn das Kapital ist nicht gleichgültig gegenüber allem. Es ist äusserst empfindlich gegenüber der Frage, ob es zurückkommt. Es unterscheidet zwischen Schuldnern, verlangt von dem einen mehr als von dem anderen und zieht sich zurück, wenn ihm etwas nicht geheuer ist. Wer je einen Kreditausschuss erlebt hat, wird das Kapital nicht für teilnahmslos halten.

Die Gleichgültigkeit betrifft etwas anderes, nämlich den Zweck. Kapital fragt nur, ob es zurückkommt. Es fragt nicht, ob das, was es ermöglicht, sein sollte. Diese beiden Fragen werden ständig verwechselt und fallen regelmässig auseinander. So kann eine Umschuldung mit hoher Wahrscheinlichkeit zurückgezahlt werden, volkswirtschaftlich jedoch nichts bewirken. Eine Modernisierung kann ein Unternehmen retten, aber ihre Rückzahlung kann trotzdem unsicher sein.

Kapital fragt nicht, ob etwas gut ist. Es fragt, ob es zurückkommt. Das ist nicht dieselbe Frage, und sie fällt oft nicht dieselbe Antwort.

VERMÖGEN
BESITZ
SICHERHEIT
ANSPRUCH
KAPITAL
INSTITUTION
KATEGORIE
PORTFOLIO
MARKT

Bevor daraus eine Klage wird, sollte festgehalten werden, dass Gleichgültigkeit die eigentliche Leistung ist.

Ein Zahlungsmittel, das Vorlieben hätte, wäre ein schlechteres Zahlungsmittel. Geld, das bestimmte Käufe bevorzugt, wäre kein allgemeines Tauschmittel mehr, sondern ein Gutschein. Die gesamte Errungenschaft des Geldes besteht darin, dass es sich für nichts interessiert — deshalb kann es zwischen allem vermitteln.

Dasselbe gilt eine Stufe höher für das Kapital. Ein Kapitalmarkt, in dem jede Kapitalquelle nur bestimmte Verwendungen finanzierte, wäre kein Markt, sondern eine Sammlung von Zünften. Die Möglichkeit, dass die Ersparnisse einer Lehrerin in Dortmund eine Fräse in Vorarlberg finanzieren, ohne dass die Lehrerin davon weiss, ist keine Entfremdung. Sie ist die Bedingung dafür, dass die Fräse überhaupt finanziert wird.

Wer also die Gleichgültigkeit des Kapitals beklagt, beklagt genau das Merkmal, das eine Finanzierung jenseits des persönlichen Bekanntenkreises ermöglicht. Vor dem gleichgültigen Kapital gab es Kredit nur dort, wo man sich kannte — und deshalb gab es ihn fast nirgends.

Die Gleichgültigkeit ist der Preis der Reichweite. Sie ist kein Defekt, sondern die Gegenleistung.

Vor dem gleichgültigen Kapital gab es Kredit nur unter Bekannten. Deshalb gab es ihn fast nirgends.

STUFE 5 VON 9
KAPITAL

Aus dieser Gleichgültigkeit folgt eine weitere, seltener benannte Eigenschaft, die weiter reicht. Kapital hat keine Sinne.

Es kann nichts sehen. Es kann keine Halle betreten, mit keinem Meister sprechen, kein Auftragsbuch durchblättern und keinen Eigentümer einschätzen. Es besitzt keinen einzigen Zugang zur Wirklichkeit, über die es entscheidet. Alles, was das Kapital über ein Unternehmen zu wissen scheint, wurde ihm von anderen mitgeteilt.

Das ist der Grund, weshalb es Institutionen gibt. Nicht in erster Linie, um Kapital einzusammeln oder zu verteilen — das wäre Logistik. Sondern um wahrzunehmen, was das Kapital nicht wahrnehmen kann, und um das Wahrgenommene in eine Form zu bringen, in der es sich fortpflanzen lässt.

Eine Bank ist deshalb kein Vermittler zwischen Sparer und Kreditnehmer. Sie ist ein Wahrnehmungsapparat. Sie schickt Menschen in Hallen, lässt Bilanzen prüfen, hört zu, vergleicht und verwandelt das Ergebnis in etwas, das ein Sparer akzeptieren kann, ohne selbst in der Halle gewesen zu sein.

Dass diese Leistung so selten auf diese Weise beschrieben wird, hat einen Grund: Sie ist unsichtbar, wenn sie gelingt. Einen Wahrnehmungsapparat bemerkt man erst, wenn er etwas übersieht.

Institutionen existieren nicht, um Kapital zu verteilen. Sie existieren, weil Kapital nichts sehen kann.

STUFE 5 VON 9
KAPITAL

Damit kehrt jedoch ein aus Buch I bekanntes Problem zurück — nur eine Ebene höher.

Was ein erfahrener Firmenkundenbetreuer nach zwei Betriebsbesichtigungen weiss, ist beträchtlich. Dieses Wissen ist jedoch nicht übertragbar. Er kann es nicht in eine Datei schreiben, ohne dass es aufhört, das zu sein, was er weiss. Und er kann es niemandem weitergeben, der die Halle nicht gesehen hat.

Damit steht die Institution vor derselben Aufgabe wie das Recht in Kapitel 2: Sie muss etwas, das an eine Person und einen Ort gebunden ist, in eine Form bringen, die für Dritte prüfbar ist. Und sie löst es auf dieselbe Weise — durch Kategorien. Aus einem Eindruck wird eine Note. Aus einer Einschätzung wird eine Klasse. Aus einer Halle wird eine Ziffer.

Der Verlust ist derselbe wie zuvor und ebenso unvermeidlich. Eine Kategorie kann per Konstruktion nicht das enthalten, was einen Fall einzigartig macht — sonst wäre es keine Kategorie mehr. Was übertragbar sein soll, muss aufhören, besonders zu sein.

Man kann diesen Verlust bedauern, aber nicht abschaffen. Eine Institution, die auf Kategorien verzichtet, könnte ihr Wissen nicht weitergeben. Sie wäre ein sehr kluger Mensch mit einem sehr kleinen Kreditbuch — was es historisch gab und was den Kreditmarkt genauso gross machte wie diesen Kreis.

*Was übertragbar sein soll, muss aufhören, besonders zu sein.
Das gilt für Dinge, und es gilt für Urteile.*

STUFE 5 VON 9
KAPITAL

Buch II schliesst mit zwei Folgerungen.

Die erste betrifft ein Missverständnis. Kapital wird häufig als gierig beschrieben, doch dieses Wort ist falsch gewählt. Gier setzt ein Wollen voraus und Wollen setzt wiederum voraus, dass einem etwas wichtiger ist als etwas anderes. Dem Kapital ist nichts wichtiger. Es will nichts. Es wächst, wenn man es lässt, und hört nicht auf, weil ihm dieser Mechanismus nicht eingebaut ist.

Was wie Gier aussieht, ist die Abwesenheit eines Haltepunkts. Das ist unangenehmer als Gier, denn mit Gier könnte man verhandeln. Mit einer fehlenden Eigenschaft jedoch nicht.

Die zweite Folgerung ist praktisch und beendet dieses Buch. Ein Unternehmer kann sich nicht an das Kapital wenden. Es gibt niemanden, an den er sich wenden könnte, denn Kapital ist kein Gegenüber, sondern ein Zustand von Vermögen. Er kann sich nur an die Institution wenden, die das Kapital vertritt.

Und daraus folgt, was in jedem Kreditgespräch gilt, aber selten ausgesprochen wird: Nicht das Unternehmen selbst wird beurteilt, sondern das Bild, das die Institution von ihm gewinnen kann. Wer dieses Bild verbessern will, muss nicht sein Unternehmen ändern. Er muss nur ändern, was davon sichtbar wird.

Kapital ist nicht gierig. Gier setzt ein Wollen voraus. Kapital will nichts — es wächst nur.

STUFE 5 VON 9
KAPITAL

Damit endet Buch II. Buch III widmet sich den Institutionen: Warum sind sie entstanden? Was leisten sie? Warum können sie bestimmte Dinge nicht sehen? Und weshalb ist ihre Ablehnung fast nie ein Irrtum?



Kapital fragt nicht, ob etwas gut ist. Es fragt, ob es zurückkommt.

Das ist nicht dieselbe Frage — und sie fällt oft nicht dieselbe Antwort.

ABBILDUNG 6
SCHEMA

Eine Frage, viele Verwendungen. Kapital ist nicht gleichgültig gegenüber allem: Es ist ausserordentlich empfindlich gegenüber der Rückzahlung. Gleichgültig ist es gegenüber dem Zweck.

DRITTES BUCH

Warum Institutionen keine Dinge sehen können

Über die Bank als Wahrnehmungsapparat und über alles, was an ihr
vorbeiführt.

Vermögen
Besitz
Sicherheit
Anspruch
Kapital
Institution
Kategorie
Portfolio
Markt

KAPITEL SIEBEN

Was eine Bank in Wirklichkeit tut

Die gängige Vorstellung von einer Bank ist die eines Zwischenhändlers. Sie nimmt Geld von denjenigen, die es haben, und gibt es an diejenigen, die es benötigen — und behält die Differenz. In dieser Beschreibung ist die Bank ein Makler mit Tresor.

Diese Beschreibung ist nicht falsch, aber sie beschreibt nur die Logistik und nicht die Leistung. Denn was zwischen den beiden Seiten liegt, ist kein Weg, der zurückgelegt werden muss. Es gibt drei Unvereinbarkeiten.

ERSTE UNVEREINBARKEIT · FRIST

Wer Geld anlegt, will darüber verfügen können. Wer investiert, braucht Jahre. Der eine will kurz, der andere lang, und keiner von beiden gibt nach — beide haben recht.

ZWEITE UNVEREINBARKEIT · GRÖSSE

Ersparnisse entstehen in kleinen Beträgen. Investitionen brauchen grosse. Zwischen tausend Sparern und einem Kreditnehmer besteht kein Verhältnis, das sich verhandeln liesse.

DRITTE UNVEREINBARKEIT · GEWISSHEIT

Wer anlegt, will sein Geld sicher wiederhaben. Wer Kredit vergibt, weiss, dass ein Teil ausfällt. Sicherheit auf der einen und Ungewissheit auf der anderen Seite lassen sich nicht ausgleichen.

An keiner dieser drei Stellen könnte ein Makler etwas ausrichten. Er könnte lediglich feststellen, dass sich die Parteien nicht einigen können.

VERMÖGEN
BESITZ
SICHERHEIT
ANSPRUCH
KAPITAL
INSTITUTION
KATEGORIE
PORTFOLIO
MARKT

Was die Bank stattdessen tut, ist etwas anderes und hat nichts mit Vermittlung zu tun. Sie nimmt die Unvereinbarkeiten nicht nur zur Kenntnis, sondern übernimmt sie.

Sie verspricht dem Sparer eine kurze und dem Unternehmen eine lange Frist. Beide Versprechen hält sie gleichzeitig, obwohl sie einander widersprechen. Sie nimmt tausend kleine Beträge und gibt einen grossen aus, obwohl niemand tausend Beträge gebündelt hat. Sie garantiert Sicherheit, wo Ungewissheit herrscht.

Damit steht der Widerspruch nicht mehr zwischen den Parteien. Er steht in der Bilanz eines Dritten. Das ist die eigentliche Erfindung: nicht die Vermittlung, sondern die Verlagerung des Widerspruchs an eine Stelle, an der man ihn beobachten kann.

Und weil ein Widerspruch nicht aus Papier bestehen kann, braucht es dafür ein Material. Dieses Material ist das Eigenkapital. Es dient nicht in erster Linie als Puffer für Verluste, auch wenn es diese Funktion erfüllt. Es ist der Stoff, aus dem das gleichzeitige Halten zweier unvereinbarer Versprechen gemacht wird.

Damit erklärt sich auch, was Aufsicht eigentlich tut. Eigenkapitalvorschriften sind keine überflüssige bürokratische Auflage. Sie sind eine Vermessung dessen, wie viel Widerspruch ein Institut tragen darf.

Eine Bank vermittelt nicht zwischen zwei Seiten. Sie nimmt deren Widerspruch in die eigene Bilanz — und Eigenkapital ist der Stoff, aus dem sie ihn trägt.

STUFE 6 VON 9
INSTITUTION

Aus dieser Konstruktion folgt eine Eigenschaft, die in der öffentlichen Diskussion über Banken fast immer als Skandal behandelt wird, obwohl sie eine notwendige Bedingung ist.

Eine Bank, die Fristen transformiert, kann nicht alle Einleger gleichzeitig auszahlen. Nicht, weil sie schlecht gewirtschaftet hätte, sondern weil die Auszahlung aller Einleger gleichzeitig genau der Zustand ist, dessen Vermeidung ihre Leistung ausmacht. Ein Institut, das jederzeit alle Ansprüche gleichzeitig erfüllen könnte, hätte keine Fristentransformation betrieben — es hätte das Geld einfach liegen lassen.

Ein Ansturm auf eine Bank ist deshalb kein Versagen des Instituts. Er ist der Moment, in dem der Widerspruch, den es trägt, sichtbar wird. Und er lässt sich nicht durch bessere Führung ausschliessen, sondern nur unwahrscheinlicher machen — durch Vertrauen, durch Aufsicht, durch Einlagensicherung, durch eine Zentralbank, die im Ernstfall Liquidität bereitstellt.

Das gesamte Gebäude der Bankenregulierung lässt sich als Antwort auf diesen einen Satz lesen: Die Leistung, die wir benötigen, kann nur von einer Einrichtung erbracht werden, die auch scheitern kann.

Wer also fordert, dass Banken so aufgestellt sein sollten, dass sie nicht mehr scheitern können, fordert im selben Atemzug, dass sie aufhören, das zu tun, wofür es sie gibt. Das ist eine mögliche Position. Sie sollte nur wissen, was sie kostet.

Ein Institut, das nicht scheitern könnte, würde die Leistung nicht erbringen, für die es besteht.

STUFE 6 VON 9
INSTITUTION

Damit ist die Brücke zum eigentlichen Gegenstand dieses Buches geschlagen.

Ein Institut, das einen Widerspruch in sich trägt, muss wissen, wie viel davon es trägt. Es muss seine Position jederzeit angeben können — gegenüber der Aufsicht, gegenüber seinen Kapitalgebern und gegenüber sich selbst. Und angeben lässt sich nur, was gemessen wurde.

Aus dieser Notwendigkeit folgt die Kategorienbildung, von der in Buch II die Rede war, und sie folgt nicht aus Bequemlichkeit. Ein Institut, das seine Kreditrisiken nicht in vergleichbare Klassen bringt, kann nicht sagen, wie viel Widerspruch in seiner Bilanz steht. Es könnte weder beaufsichtigt werden noch sich selbst steuern.

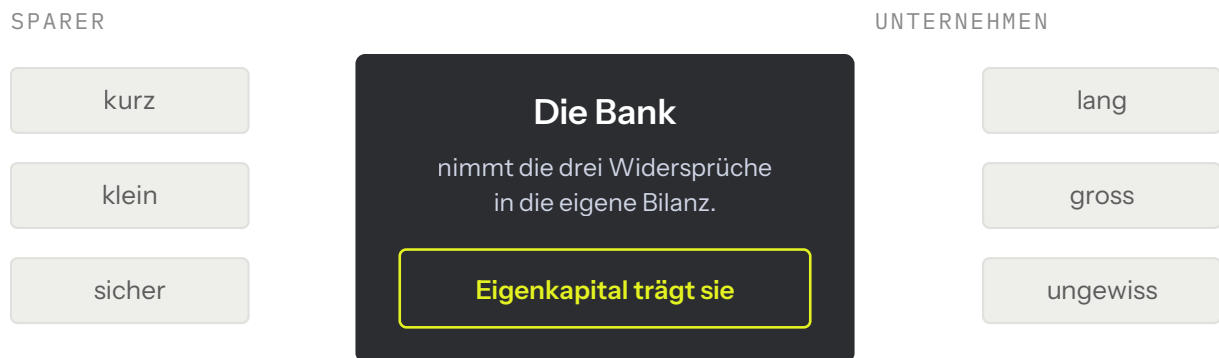
Damit steht die entscheidende Folgerung dieses Kapitels fest. Die Institution misst nicht, weil sie das Besondere geringschätzt. Sie misst, weil sie ohne Messung ihre eigene Lage nicht kennt. Was sich nicht messen lässt, kann in ihrer Steuerung nicht vorkommen — und was in ihrer Steuerung nicht vorkommt, kann sie nicht finanzieren, selbst wenn sie wollte.

Von hier aus ist es nur noch ein Schritt zu dem Satz, der das nächste Kapitel trägt: „Die Ablehnung einer Bank ist fast nie ein Irrtum über das Unternehmen.“ Sie ist eine zutreffende Auskunft darüber, was das Institut über das Unternehmen aussagen kann.

Die Institution misst nicht, weil sie das Besondere geringschätzt. Sie misst, weil sie ohne Messung ihre eigene Lage nicht kennt.

STUFE 6 VON 9
INSTITUTION

Kapitel 8 führt diesen Gedanken zu Ende und klärt, warum die Bank das richtige Urteil über eine andere Frage fällt und was das für denjenigen bedeutet, der finanziert werden will.



Nicht Vermittlung. Verlagerung des Widerspruchs an eine Stelle, an der man ihn beobachten kann.

ABBILDUNG 7
SCHEMA

Drei Unvereinbarkeiten in einer Bilanz. Eine Bank vermittelt nicht zwischen zwei Seiten. Sie nimmt deren Widerspruch in die eigene Bilanz — und Eigenkapital ist der Stoff, aus dem sie ihn trägt.

Warum Banken immer recht haben

In fast jedem zweiten Vortrag über Mittelstandsfinanzierung kommt eine Erzählung vor: Banken seien zu vorsichtig, zu bürokratisch und zu wenig unternehmerisch geworden. Sie verstünden den Mittelstand nicht mehr. Diese Erzählung ist beliebt, weil sie schmeichelt — sie stellt den Unternehmer auf die Seite der Vernunft und die Institution auf die andere.

Sie ist jedoch falsch, und zwar auf eine Weise, die mehr erklärt als ihre Widerlegung. Eine Bank, die einen Kredit ablehnt, hat in aller Regel recht — zumindest was ihren Beurteilungsspielraum betrifft. Der Fehler liegt nicht in ihrem Urteil. Er liegt in der Annahme, ihr Urteil beziehe sich auf dieselbe Frage wie die des Unternehmers.

Nach Kapitel 7 lässt sich genau sagen, welche Frage das ist. Ein Institut, das Fristen, Grössen und Gewissheiten gegeneinander abwägt, muss jederzeit angeben können, wie viel es trägt. Seine Frage lautet deshalb nicht: „Ist dieses Vorhaben klug?“ Sie lautet: „Wie verändert dieses Engagement die Position, über die ich Rechenschaft ablege?“

Das ist eine legitime Frage — und eine völlig andere. Ein Vorhaben kann klug sein und die Position dennoch verschlechtern. Ein anderes kann öde sein und die Position verbessern. Beides kommt vor, beides ist häufig der Fall, und in beiden Fällen entscheidet die Bank richtig — nach ihrem Massstab.

Die Bank hat nicht das falsche Urteil. Sie hat das richtige Urteil über eine andere Frage.

VERMÖGEN
BESITZ
SICHERHEIT
ANSPRUCH
KAPITAL
INSTITUTION
KATEGORIE
PORTFOLIO
MARKT

Warum dieser Massstab so streng ausfällt, lässt sich in einer Zeile zeigen — und das hat nichts mit Vorsicht zu tun.

Das Kreditgeschäft ist asymmetrisch. Läuft alles gut, verdient der Kreditgeber die vereinbarte Marge — nicht mehr und nicht weniger. Er nimmt nicht am Erfolg teil, wird nicht Miteigentümer und profitiert nicht davon, wenn die neue Linie doppelt so viel abwirft wie geplant. Sein bestmögliches Ergebnis steht am Tag der Unterschrift fest.

Läuft es schlecht, verliert er nicht die Marge, sondern das Kapital.

Illustrative Grössenordnung, keine Kalkulation

Marge auf ein gutes Engagement einige Prozentpunkte pro Jahr

Verlust auf ein ausgefallenes Engagement . . . ein erheblicher Teil des Betrags

Daraus folgt: Ein Ausfall ist durch die Erträge vieler gesunder Engagements über mehrere Jahre auszugleichen.

Aus dieser Asymmetrie ergibt sich das gesamte Verhalten, das von aussen wie Ängstlichkeit wirkt. Wer nach oben begrenzt und nach unten offen ist, muss Streuung meiden. Nicht, weil er schüchtern wäre, sondern weil Streuung bei begrenztem Oberrisiko ausschliesslich schadet.

Ein Beteiligungsinvestor kann sich Fehlgriffe leisten, da ein einziger grosser Erfolg zehn Fehlgriffe ausgleicht. Ein Kreditgeber kann das nicht, denn sein grösster Erfolg ist die pünktliche Rückzahlung.

Kredit ist ein Geschäft mit begrenztem Oberrisiko und offenem Unterrisiko. Alles Weitere folgt daraus.

STUFE 6 VON 9
INSTITUTION

Diese Asymmetrie hat eine praktisch bedeutsame Folge, die jedoch fast nie ausgesprochen wird. Sie betrifft das Verhalten von Unternehmen in Kreditgesprächen, wenn sie merken, dass es nicht gut läuft.

Sie zeigen mehr Chancen auf. Sie erklären den Markt, das Potenzial, die Wachstumsaussichten und den Vorsprung, den die neue Linie ihnen verschaffen wird. Sie tun das in der Überzeugung, damit ihre Lage zu verbessern — und in fast jedem anderen Gespräch würden sie es auch tun.

Hier verbessert sich ihre Lage jedoch nicht. Ein Kreditgeber nimmt an der Chance nicht teil. Für ihn ist die zusätzliche Aussicht kein Argument, sondern bestenfalls neutral. Und häufig ist sie sogar schlechter als neutral. Wer viele Chancen beschreibt, beschreibt in der Regel auch viel Ungewissheit. Und Ungewissheit ist genau das, was bei begrenztem Oberrisiko unerwünscht ist.

Der Unternehmer sagt: „Das könnte sehr gut werden.“ Der Kreditgeber hört: „Es könnte aber auch ganz anders kommen.“ Beide sprechen wahrheitsgemäss, und das Gespräch verschlechtert sich mit jedem Satz.

Was in diesem Gespräch tatsächlich hilft, ist das Gegenteil: nicht die Beschreibung des besten, sondern des schlechtesten Falls. Was geschieht, wenn die Linie später fertig wird? Was, wenn der Hauptkunde ausfällt? Was, wenn der Absatz zwei Jahre stagniert? Wer diese Fälle durchgerechnet hat und benennen kann, was dann trägt, hat dem Kreditgeber genau die Auskunft gegeben, die er sucht.

Wer einem Kreditgeber mehr Chance zeigt, verbessert seine Lage nicht. Er verschlechtert sie meistens.

STUFE 6 VON 9
INSTITUTION

Wenn eine Ablehnung nicht auf einem Irrtum beruht, lässt sie sich auch nicht durch bessere Argumente aufheben. Wer denselben Fall lauter vorträgt, ändert nichts an der Bemessungsgrundlage.

Es gibt genau drei Möglichkeiten, eine zutreffende Ablehnung zu ändern.

Der erste ist, die Bemessungsgrundlage zu verändern. Mehr anerkennungsfähige Sicherheit, kürzere Laufzeit, kleineres Volumen, mehr Eigenmittel. Das ist der übliche Weg. Er läuft darauf hinaus, das Vorhaben dem Instrument anzupassen — und ist der Grund, weshalb so viele Investitionen kleiner ausfallen als geplant.

Der zweite Weg ist, eine andere Institution zu suchen, die unter anderen Bedingungen rechnet. Wer nicht auf Einlagen refinanziert, hat andere Fristen. Wer nicht der Bankenaufsicht untersteht, hat andere Eigenkapitalregeln. Wer am Erfolg teilnimmt, bewertet Chancen anders. Das ist der Weg, den Private Credit und Beteiligungskapital gegangen sind — nicht, weil dort klüger geurteilt wird, sondern weil dort andere Größen zählen dürfen.

Der dritte Weg besteht darin, die Form des Falls so zu verändern, dass mehr von dem, was ihn tatsächlich trägt, in einer anerkennungsfähigen Gestalt erscheint. Nicht mehr behaupten. Nicht anderswo fragen. Sondern dasselbe Vorhaben so darstellen, dass es in einer Bemessung vorkommen kann, in der es bisher nicht vorkam.

Wer die Bank überzeugen will, muss nicht besser argumentieren. Er muss den Fall anders bauen.

STUFE 6 VON 9
INSTITUTION

Der dritte Weg ist das Thema dieses Buches. Es lohnt sich, zunächst einmal genau zu definieren, was er nicht ist.

Er ist keine Umgehung. Wer eine Bemessungsgrundlage täuscht, hat nichts verändert ausser dem Zeitpunkt, an dem es auffällt. Er ist auch keine Kosmetik: Eine Aufbereitung, die dem Institut etwas vorgaukelt, was nicht trägt, erzeugt genau die Fehlentscheidung, deren Vermeidung der ganze Apparat dient.

Der dritte Weg ist Übersetzungsarbeit. Ein Vorhaben besteht immer aus mehr, als in der Bemessungsgrundlage vorkommt: aus Sicherheiten, die nicht anerkannt sind, aus Verträgen, die nicht bewertet werden, aus Zusammenhängen, die niemand aufgeschrieben hat. Ein Teil davon lässt sich in eine Form bringen, die zählt. Ein anderer Teil nicht. Die Arbeit besteht darin, zu wissen, welcher Teil welcher ist.

Und deshalb steht in diesem Buch kein Satz gegen Banken. Eine Institution, die drei Unvereinbarkeiten gleichzeitig trägt, ist eine der bemerkenswertesten Erfindungen der Wirtschaftsgeschichte. Sie hat nur eine unvermeidliche Eigenschaft, die sie mit jedem Wahrnehmungsapparat teilt: Sie kann nur das finanzieren, was sie darstellen kann.

Wie diese Darstellbarkeit entsteht, wer über sie bestimmt und warum sie in Europa besonders teuer ist, ist Thema des restlichen Buches.

Eine Institution kann nur finanzieren, was sie darstellen kann. Alles andere existiert für sie nicht — nicht, weil es unwichtig wäre.

STUFE 6 VON 9
INSTITUTION

In Kapitel 9 wird die Frage aufgeworfen, warum neben den Banken weitere Institutionen entstanden sind und was sie anders messen. Buch IV widmet sich anschliessend der Frage, wie Darstellbarkeit überhaupt hergestellt wird — der Erfindung der Vergleichbarkeit.

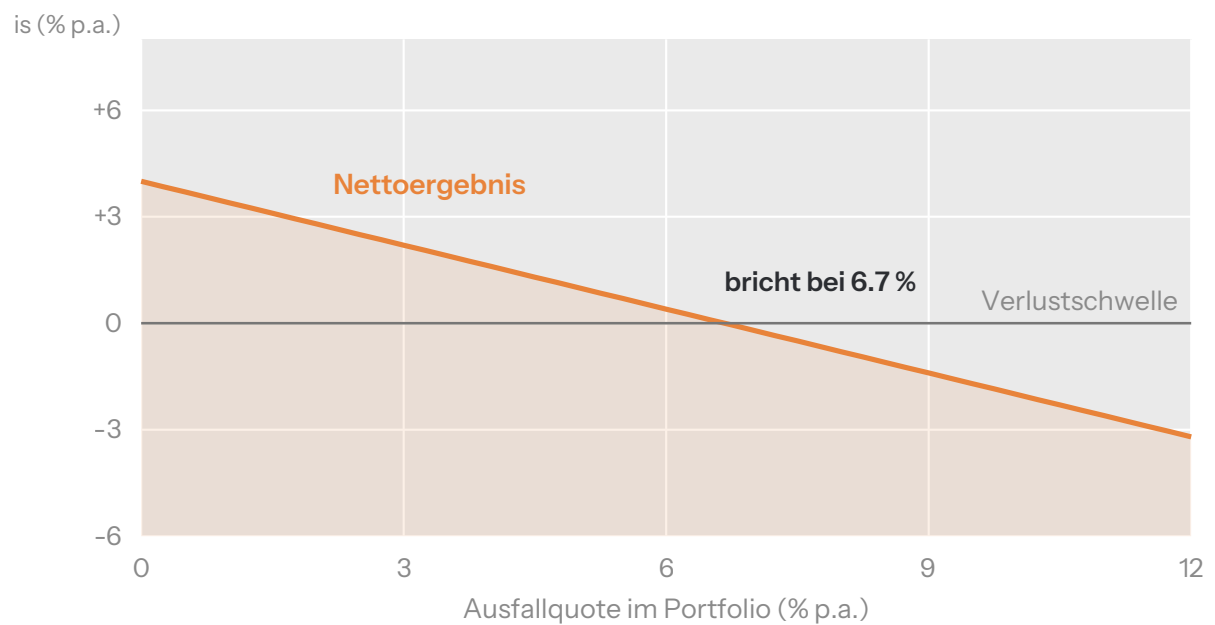


ABBILDUNG 8
MODELLRECHNUNG

Nettoergebnis eines Kreditportfolios. Begrenztes Oberrisiko, offenes Unterrisiko. Die Marge steht am Tag der Unterschrift fest, der Verlust im Ausfall nicht. Bei vier Prozent Marge und sechzig Prozent Verlustquote kippt das Portfolio bei 6,7 Prozent Ausfall.

MODELLRECHNUNG NACH KAPITEL ACHT · KEINE PORTFOLIODATEN, KEINE PROGNOSE

Warum es die anderen Institutionen gibt

Neben der Bank sind im Lauf von zweihundert Jahren zahlreiche weitere Einrichtungen entstanden, die Unternehmen finanzieren. Sie werden gewöhnlich als Innovationen beschrieben — als neue Produkte, neue Anlageklassen, neue Wege.

Das trifft die Sache jedoch nicht. Keine dieser Einrichtungen hat etwas erfunden, was die Bank nicht auch konnte. Jede von ihnen hat eine einzelne Bedingung gelockert, unter der die Bank arbeitet — und jede hat dafür einen Preis gezahlt, der genauso gross ist wie die gelockerte Bedingung.

Aus Kapitel 7 sind die Bedingungen bekannt. Die Bank trägt Widersprüche in ihrer eigenen Bilanz, refinanziert sich kurz, nimmt nicht am Erfolg teil und unterliegt einer Aufsicht, die nicht beurteilen kann, wie viel Widerspruch sie tragen darf. Jeder Fall wird einzeln beurteilt.

Jede dieser fünf Bedingungen lässt sich lockern. Dafür muss man jedoch etwas anderes aufgeben. Die gesamte Landschaft der Unternehmensfinanzierung besteht aus den Antworten auf die Frage, welche Bedingung man loswerden will und was man dafür herzugeben bereit ist.

Keine dieser Einrichtungen hat eine Bedingung abgeschafft. Jede hat eine gegen eine andere getauscht.

VERMÖGEN
BESITZ
SICHERHEIT
ANSPRUCH
KAPITAL
INSTITUTION
KATEGORIE
PORTFOLIO
MARKT

DER ANLEIHEMARKT

GELOCKERT · DIE BILANZBINDUNG

Der Kredit bleibt nicht beim Prüfenden liegen, sondern wandert zu vielen, die ihn nie geprüft haben. Damit entfällt die Begrenzung durch das Eigenkapital eines einzelnen Instituts.

PREIS · DAS UNTERNEHMEN MUSS FÜR FREMDE LESBAR SEIN, DIE ES NIE BESUCHEN WERDEN. DAS GELINGT NUR BEI GRÖSSE UND STANDARDISIERUNG.

BETEILIGUNGSKAPITAL

GELOCKERT · DIE ASYMMETRIE

Wer am Erfolg teilnimmt, kann Streuung tragen. Die Rechnung aus Kapitel 8 kehrt sich um: Ein grosser Erfolg trägt viele Fehlgriffe.

PREIS · ANTEILE, MITSPRACHE UND DIE ERWARTUNG EINES AUSSTIEGS ZU EINEM ZEITPUNKT, DEN DER EIGENTÜMER NICHT BESTIMMT.

LEASING

GELOCKERT · DAS SICHERHEITENPROBLEM

Statt ein Recht an einer Maschine zu nehmen, behält man die Maschine. Eigentum schlägt Sicherheit — kein Register nötig, keine Rangfrage, kein Nachweis gegenüber Dritten.

PREIS · FUNKTIONIERT NUR BEI GEGENSTÄNDEN, DIE EIN DRITTER WIEDERVERWENDEN KANN. JE SPEZIFISCHER, DESTO WENIGER.

PRIVATE CREDIT

GELOCKERT · REFINANZIERUNG UND AUFSICHT

Wer sich nicht über Einlagen refinanziert, hat andere Fristen. Wer nicht der Bankenaufsicht untersteht, rechnet mit anderem Eigenkapital.

PREIS · DAS KAPITAL IST TEURER, ES KOMMT IN FONDSLAUFZEITEN, UND ES MUSS

Legt man die fünf Bedingungen nebeneinander, zeigt sich ein Muster, das keiner von ihnen allein aufweist.

Sie lockern zwar verschiedene Bedingungen, bewegen sich aber alle in dieselbe Richtung. In jedem einzelnen Fall rückt der Entscheidende weiter vom Unternehmen weg.

Der Firmenkundenbetreuer war in der Halle. Der Anleiheinvestor liest ein Dokument. Der Fondsmanager liest eine Vorlage, die jemand für ihn erstellt hat. Der Käufer einer verbrieften Tranche sieht eine Verteilung, in der das einzelne Unternehmen gar nicht mehr vorkommt.

Jede Lockerung wird also mit Entfernung bezahlt. Und weil Entfernung das Gegenteil von Wahrnehmung ist, verlangt jede Alternative zur Bank, dass das Unternehmen aus grösserer Distanz lesbar wird als zuvor.

Das ist die Umkehrung dessen, was die meisten erwarten. Wer bei der Bank nicht durchkommt, sucht anderswo in der Hoffnung, dort besser verstanden zu werden. Tatsächlich sucht er aber jemanden, der noch weniger sehen kann und den Verlust an Sicht durch andere Mittel ersetzt: durch Eigentum, durch Statistik, durch Teilhabe am Erfolg oder durch höhere Preise.

Jeder Weg an der Bank vorbei führt zu jemandem, der noch weniger sehen kann.

STUFE 6 VON 9
INSTITUTION

Daraus folgt eine Einsicht, die dem üblichen Klagelied über den Rückzug der Banken eine neue Richtung gibt.

Die Hausbank ist, gemessen an ihrer Wahrnehmungsfähigkeit, die stärkste Institution des gesamten Systems. Sie ist die einzige Institution, die einen Menschen über Jahrzehnte hinweg begleitet, den Eigentümer kennt und den Nachfolger schon gesehen hat. Was ihr an Kapitalkraft fehlt, macht sie durch Nähe wett.

Wenn also die lokale Präsenz schrumpft und Kreditentscheidungen zentraler getroffen werden, verschwindet kein Kapital. Es verschwindet Wahrnehmung. Das Geld bleibt reichlich vorhanden und die Bilanzsummen wachsen, doch die Zahl der Stellen, an denen jemand ein Unternehmen wirklich betrachtet, nimmt ab.

Für ein grosses, standardisiertes Unternehmen ist das folgenlos. Es war ohnehin aus der Ferne lesbar. Für ein Unternehmen, dessen Wert zu einem erheblichen Teil in nicht darstellbaren Grössen wie Beziehungen, Erfahrung, Reputation und Einbettung liegt, ist es hingegen eine entscheidende Veränderung. Ihm wird nicht das Kapital entzogen. Es fehlen ihm die Betrachter.

Und weil an dessen Stelle Institutionen treten, die weiter weg stehen, verschärft sich die Lage doppelt: Es gibt weniger Nähe und die Alternativen verlangen mehr Lesbarkeit.

*Es verschwindet kein Kapital. Es verschwindet Wahrnehmung.
Für manche Unternehmen ist das dasselbe.*

STUFE 6 VON 9
INSTITUTION

Damit schliesst Buch III und hinterlässt eine andere Frage als die, mit der es begann.

Es begann mit der Feststellung, dass Kapital nichts sehen kann und Institutionen für es wahrnehmen. Es endet mit der Feststellung, dass die Wahrnehmung schwächer wird, je weiter das Kapital reicht — und dass man beides nicht gleichzeitig haben kann. Nähe und Reichweite stehen gegeneinander.

Für den Unternehmer bedeutet das, dass die Frage „An welche Institution soll ich mich wenden?“ falsch gestellt ist. Jede Institution ist ein Bündel aus gelockerter Bedingung und gezahltem Preis. Die Wahl unter ihnen ist eine Wahl unter Preisen, nicht unter Graden des Verständnisses.

Die richtige Frage lautet, ob sich Lesbarkeit herstellen lässt. Nicht: „Wer versteht mich?“ Sondern: Was von dem, was mein Unternehmen trägt, kann in eine Form gebracht werden, die ein Aussenstehender beurteilen kann — und was bleibt unvermeidlich unsichtbar?

Diese Frage ist die Frage nach der Vergleichbarkeit. Sie ist keine technische, sondern eine grundsätzliche Frage, die älter ist als jede Bank.

Nähe und Reichweite stehen gegeneinander. Es gibt keinen Kapitalgeber, der beides hat.

STUFE 6 VON 9
INSTITUTION

In Buch IV wird die Vergleichbarkeit thematisiert: Wie entsteht sie, was kostet sie, warum ist sie zugleich Voraussetzung und Verlust und weshalb lässt sie sich nicht anordnen?

INSTITUTION	GELOCKERT	PREIS	
Anleihemarkt	Bilanzbindung	Lesbarkeit für Fremde	●
Beteiligungskapital	Asymmetrie	Anteile, Exit	●
Leasing	Sicherheitenproblem	nur Drittverwendbares	●
Private Credit	Refinanzierung, Aufsicht	teurer, Fondslaufzeit	●
Verbriefung	Einzelfallprüfung	setzt Vergleichbarkeit voraus	●

Jede Lockerung wird mit Entfernung bezahlt.

Der Entscheidende rückt weiter vom Unternehmen weg.

ABBILDUNG 9
SCHEMA

Fünf Lockerungen und ihr Preis. Keine dieser Einrichtungen hat eine Bedingung abgeschafft. Jede hat eine gegen eine andere getauscht — und jede Lockerung wird mit Entfernung bezahlt.

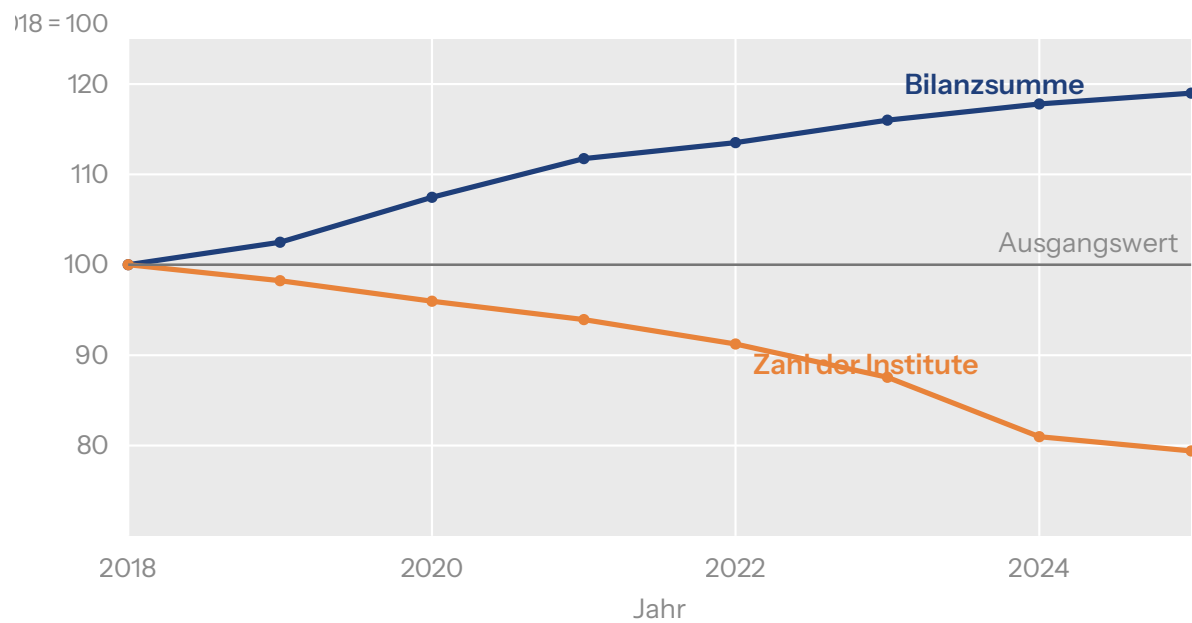


ABBILDUNG 10
BELEGTE DATEN

Struktur und Kreditvergabe im EU-Bankensektor. Die Zahl der Institute sinkt strukturell, die Bilanzsummen wachsen. Es verschwindet kein Kapital. Es verschwindet Wahrnehmung.

EBF AUF EZB-DATEN 19.12.2025 · EZB STRUKTURINDIKATOREN

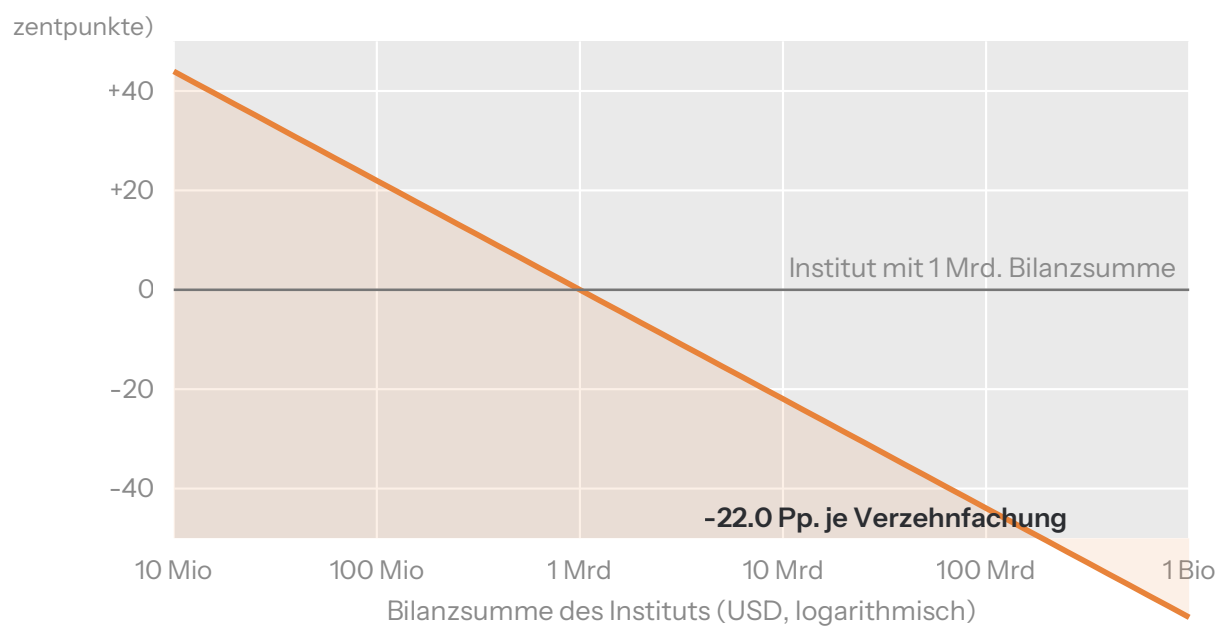


ABBILDUNG 11
BELEGTE DATEN

Bankgrösse und Anteil der Kredite an kleine Unternehmen. Je grösser ein Institut, desto kleiner der Anteil kleiner Unternehmen an seinem Firmenkreditbuch. Eine Verzehnfachung der Bilanzsumme entspricht zweiundzwanzig Prozentpunkten weniger. Einschränkung: US-Daten.

MKHAIBER UND WERNER 2021, JIMF 110 · 173'692 BEOBACHTUNGEN

VIERTES BUCH

Die Erfindung der Vergleichbarkeit

Vergleichbarkeit ist verabredetes Vergessen. Drei Kapitel darüber, was dabei vergessen wird.

Vermögen
Besitz
Sicherheit
Anspruch
Kapital
Institution
Kategorie
Portfolio
Markt

KAPITEL ZEHN

Was Vergleichbarkeit ist

Zwei Unternehmen sind nicht vergleichbar. Sie werden es.

Das mag nach einer Spitzfindigkeit klingen, ist aber der Kern der Sache. Vergleichbarkeit ist keine Eigenschaft, die Dinge von Natur aus mitbringen. Sie ist die Eigenschaft eines Verfahrens, das jemand entwickelt hat. Zwei Betriebe werden erst durch eine existierende Skala vergleichbar, auf der beide einen Platz finden. Eine solche Skala kommt in der Natur nicht vor.

Damit stellt sich sofort die entscheidende Frage: Was muss geschehen, damit eine solche Skala funktioniert?

Die Antwort ist unbequem. Damit zwei Dinge auf einer Skala erscheinen können, muss festgelegt werden, welche ihrer Unterschiede nicht zählen. Eine Kennzahl, die jede Besonderheit abbildet, würde nichts ordnen, sondern wäre eine Beschreibung und kein Mass. Die Kraft einer Kategorie beruht ausschliesslich darauf, dass sie etwas auslöst.

Vergleichbarkeit entsteht also nicht dadurch, dass man genauer hinsieht. Sie entsteht dadurch, dass man sich vorher darauf einigt, was ausser Acht gelassen wird.

Vergleichbarkeit ist verabredetes Vergessen.

VERMÖGEN
BESITZ
SICHERHEIT
ANSPRUCH
KAPITAL
INSTITUTION
KATEGORIE
PORTFOLIO
MARKT

Dass diese Verabredung eine Erfindung ist, zeigen ihre historischen Etappen. Sie beginnt lange vor der Finanzwirtschaft und immer gleich: Jemand mit Autorität legt fest, was ab jetzt als gleich gilt.

DAS MASS

Vor vereinheitlichten Massen hatte jede Stadt ihre eigene Elle, und sie war meist der Praxis eines bestimmten Gewerbes entnommen. Handel über die Stadtgrenze verlangte entweder Vertrauen oder Umrechnung. Ein einheitliches Mass machte den Fernhandel möglich — und das lokale Wissen, das in der alten Elle steckte, wertlos.

DIE MÜNZE

Ein geprägtes Stück Metall ist ein Versprechen, dass man nicht wiegen muss. Der Stempel ersetzt die Prüfung. Wer prägt, entscheidet, was ohne Nachmessen gilt — und deshalb war das Münzrecht immer ein Hoheitsrecht.

DIE DOPPELTE BUCHFÜHRUNG

Sie legt fest, was überhaupt als Vorgang zählt, wie er zu erfassen ist und wann. Zwei Betriebe, die nach denselben Regeln buchen, werden dadurch nicht ähnlicher — aber ihre Berichte werden es. Und verglichen werden Berichte, nicht Betriebe.

DIE BONITÄTSKLASSE

Die jüngste dieser Verabredungen und die für dieses Buch entscheidende. Sie ordnet Schuldner in Stufen, in denen ihre Verschiedenheit verschwindet — damit ein Entfernter sie behandeln kann, ohne sie zu kennen.

In jedem Fall dasselbe Muster: Zunächst wird Reichweite gewonnen, dann geht die Besonderheit verloren und dazwischen gibt es eine Instanz, die es verbindlich gemacht hat.

STUFE 7 VON 9
KATEGORIE

Wenn Vergleichbarkeit hergestellt wird, dann gibt es jemanden, der sie herstellt — und damit ist sie unvermeidlich eine Machtfrage.

Nicht im Sinne einer Verschwörung. Wer eine Skala festlegt, tut das in der Regel, um ein reales Problem zu lösen, und handelt dabei meist gutgläubig. Aber jede Skala begünstigt strukturell diejenigen, deren Wirklichkeit ihr ohnehin ähnelt.

Ein Unternehmen, dessen Ertragskraft in geprüften Abschlüssen, mehrjährigen Zeitreihen und eindeutig zurechenbaren Vermögenswerten liegt, erscheint auf jeder gängigen Skala vollständig. Es zählt für Vergleichbarkeit fast nichts, da es der Form entspricht, noch bevor jemand danach gefragt hat.

Ein Unternehmen, dessen Ertragskraft hingegen in Beziehungen, Erfahrung, Reputation und Einbettung liegt, erscheint auf derselben Skala unvollständig. Es zahlt zweimal: einmal für die Arbeit, das Darstellbare herzurichten, und ein zweites Mal in Form des Abschlags für alles, was nicht darstellbar bleibt.

Der zweite Preis ist höher und wird nie in Rechnung gestellt. Er erscheint als Zinsaufschlag, als kürzere Laufzeit oder als höhere Sicherheitenanforderung — überall dort, wo Ungewissheit bepreist wird. Der Unternehmer hält ihn für ein Urteil über sein Unternehmen. Tatsächlich ist er ein Urteil über die Passung seines Unternehmens zu einer Skala, an deren Erstellung er nicht beteiligt war.

Jede Norm ist billig für den, der ihr ohnehin gleicht, und teuer für den, der es nicht tut.

Es folgt daraus kein Vorwurf gegen die Standardisierung. Es lohnt sich, das ausdrücklich festzuhalten, da dieser Vorwurf naheliegt.

Ohne Vergleichbarkeit wäre eine Finanzierung jenseits des Bekanntenkreises nicht möglich. Kein Sparer könnte einem fremden Unternehmen Geld überlassen. Kein Portfolio wäre beurteilbar. Es wäre keine Aufsicht möglich, da niemand sagen könnte, wie viel Risiko wo liegt. Die Skala ist die Bedingung dafür, dass Kapital überhaupt ausreicht.

Der Fehler liegt nicht in der Standardisierung, sondern in ihrer Verwechslung mit Erkenntnis. Eine Bonitätsklasse ist keine Aussage darüber, wie gut ein Unternehmen ist. Sie gibt lediglich an, wo es auf einer bestimmten Skala liegt, die bestimmte Dinge misst und andere ignoriert. Wer diesen Unterschied vergisst, hält eine Auskunft über ein Verfahren für eine Auskunft über die Welt.

Diese Verwechslung geschieht auf beiden Seiten. Der Kreditgeber beispielsweise, der eine Klasse für ein Urteil hält, wird blind für alles, was seine Skala nicht erfasst. Der Unternehmer wiederum, der die Klasse als Urteil über sich selbst interpretiert, fühlt sich gekränkt und argumentiert gegen eine Bewertung, die gar keine ist.

Beide reden über dieselbe Zahl und meinen Verschiedenes. Und beide haben in ihrem Sinne recht, was das Gespräch so aussichtslos macht.

Eine Kennzahl ist eine Auskunft über ein Verfahren. Sie wird auf beiden Seiten für eine Auskunft über die Welt gehalten.

STUFE 7 VON 9
KATEGORIE

Die Frage bleibt, warum sich Vergleichbarkeit nicht einfach anordnen lässt. Sie wird regelmässig mit erheblichem Aufwand und wechselndem Erfolg angeordnet, wobei der Unterschied zwischen Gelingen und Scheitern einer Regel folgt.

Eine Norm lässt sich verbindlich machen. Sie lässt sich jedoch nicht wirksam machen. Ob ein Standard trägt, entscheidet nicht die Autorität, die ihn erlässt, sondern die Beschaffenheit dessen, was er ordnen soll.

Wo die Dinge einander bereits ähneln, gelingt Standardisierung mühelos und spektakulär. Staatsanleihen sind vollkommen vergleichbar geworden, weil sie einander tatsächlich gleichen: derselbe Schuldner, derselbe Struktur, dieselbe Dokumentation. Grosse börsennotierte Unternehmen sind fast vergleichbar geworden, weil sie sich unter demselben Regelwerk angeglichen haben.

Wo die Dinge einander jedoch nicht ähneln, erzeugt eine Norm keine Vergleichbarkeit, sondern Ausweichverhalten. Man erfüllt die Form, ohne dass sie etwas trifft. Die Berichte werden zwar einheitlich, die Betriebe bleiben jedoch verschieden und am Ende misst die Skala nur noch die Fähigkeit, Berichte zu erstellen.

Genau hier steht der eigentümergeführte Mittelstand. Er erfüllt die Normen, steht aber in einer Lage, in der die Erfüllung wenig darüber aussagt, was ihn trägt.

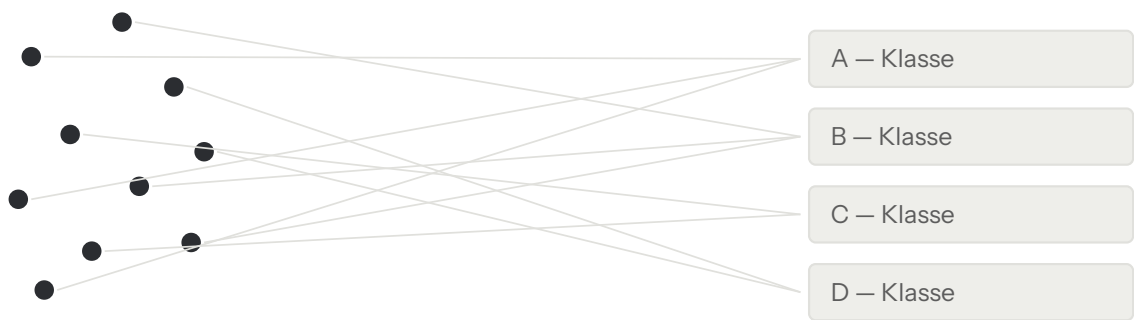
Man kann eine Norm verordnen. Man kann nicht verordnen, dass die Wirklichkeit ihr entspricht.

STUFE 7 VON 9
KATEGORIE

In Kapitel 11 wird die Frage aufgeworfen, was geschieht, wenn Vergleichbarkeit nicht durch Ähnlichkeit, sondern durch Menge hergestellt wird — und warum dies für grosse Portfolios funktioniert, für einzelne Unternehmen jedoch nicht.

EINZELFÄLLE

KLASSEN



**Was übertragbar sein soll,
muss aufhören, besonders zu sein.**

ABBILDUNG 12
SCHEMA

Wie aus Einzelfällen Klassen werden. Vergleichbarkeit ist verabredetes Vergessen. Damit zwei Dinge auf einer Skala erscheinen, muss festgelegt werden, welche ihrer Unterschiede nicht zählen.

KAPITEL ELF

Vergleichbarkeit durch Menge

Es gibt einen zweiten Weg zur Vergleichbarkeit, der so verschieden vom ersten ist, dass man ihn kaum noch mit demselben Wort bezeichnen sollte.

Der erste Weg macht die Fälle einander ähnlich oder findet den Rahmen, in dem sie einander ähneln. Der zweite Weg verzichtet hingegen darauf, die Fälle überhaupt zu betrachten. Er fragt nicht, ob dieser Schuldner zahlt. Er fragt, wie viele von tausend Schuldnern nicht zahlen.

Diese Verschiebung ist so folgenreich, dass sie leicht übersehen wird, da sie wie eine Verfeinerung aussieht. Sie ist es nicht. Die Statistik macht den Einzelfall unlesbar. Sie macht ihn entbehrlich.

Wer eine Verteilung kennt, braucht die einzelnen Elemente nicht mehr zu kennen. Es ist nicht notwendig zu wissen, welche Betriebe ausfallen, solange bekannt ist, wie viele es sind. Und er muss über den einzelnen Fall nichts wissen, das über seine Zuordnung zu einer Klasse hinausginge.

Das ist die grösste Reichweitensteigerung, die die Finanzwirtschaft je erreicht hat. Sie erlaubt es, Millionen von Krediten zu halten, die niemand je gelesen hat. Und sie ist der Grund, weshalb Kapital heute Entfernungen überbrückt, die vor zweihundert Jahren undenkbar gewesen wären.

Die Statistik macht den Einzelfall nicht lesbar. Sie macht ihn entbehrlich.

VERMÖGEN
BESITZ
SICHERHEIT
ANSPRUCH
KAPITAL
INSTITUTION
KATEGORIE
PORTFOLIO
MARKT

Diese Leistung hat Voraussetzungen, die strenger sind, als der beiläufige Gebrauch von Kennzahlen vermuten lässt. Es müssen vier gleichzeitig erfüllt sein.

ERSTE BEDINGUNG · ZAHL

Es braucht genügend Fälle, damit sich Einzelabweichungen ausgleichen. Zwanzig Kredite ergeben keine Verteilung, sondern zwanzig Meinungen.

ZWEITE BEDINGUNG · UNABHÄNGIGKEIT

Die Fälle dürfen nicht zusammenhängen. Nur wenn der Ausfall des einen den Ausfall des anderen nicht wahrscheinlicher macht, gleicht sich etwas aus.

Dritte Bedingung · Stabilität

Die zugrunde liegende Verteilung darf sich nicht ändern. Was gestern galt, muss morgen noch gelten, sonst beschreibt die Statistik eine Welt, die es nicht mehr gibt.

VIERTE BEDINGUNG · BEOBSACHTUNG

Es braucht eine Historie, an der sich das Verfahren geeicht hat. Ohne beobachtete Ausfälle über einen vollständigen Zyklus ist jede Verlustannahme eine Behauptung.

In der Versicherung sind alle vier Kriterien regelmässig erfüllt, weshalb sie das Musterbild dieses Verfahrens ist. Nur weil Ihr Haus brennt, wird mein Haus nicht auch brennen. Die Fälle sind zahlreich, unabhängig voneinander, in ihrer Häufigkeit stabil und seit Generationen beobachtet.

Im Kreditgeschäft ist die erste Bedingung meist erfüllt, die vierte manchmal — und die zweite fast nie.

STUFE 8 VON 9
PORTFOLIO

An der Unabhängigkeit scheitert das Verfahren, und das immer auf dieselbe Weise: nicht allmählich, sondern auf einmal.

Unternehmen fallen nicht unabhängig voneinander aus. Sie beliefern dieselben Kunden, bedienen dieselben Märkte, hängen an denselben Zulieferern, sitzen in derselben Region, finanzieren sich bei denselben Instituten und reagieren auf dieselben Zinsen. In ruhigen Zeiten sieht man davon nichts, da die Ausfälle vereinzelt sind und zufällig wirken.

In einem Abschwung zeigt sich jedoch, dass die vermeintlich tausend unabhängigen Fälle in Wahrheit nur wenige Fälle waren, die sich tausendfach wiederholt haben. Was als Streuung berechnet wurde, war in Wirklichkeit eine Wiederholung.

Das Unangenehme daran ist nicht, dass es passiert. Es ist vielmehr, dass es genau dann passiert, wenn es am meisten schadet. Die Diversifikation, für die bezahlt wurde, ist im Normalfall vorhanden, im Ernstfall jedoch abwesend — und der Ernstfall ist der einzige, für den sie gekauft wurde.

Man kann jedoch Vorkehrungen treffen: Man kann Konzentrationen begrenzen, Korrelationen schätzen und Stressfälle durchrechnen. Das Problem lässt sich jedoch nicht beseitigen, da es nicht in der Methode, sondern in der Welt liegt. Unternehmen sind miteinander verbunden. Eine Rechnung, die sie als unverbunden behandelt, rechnet über eine andere Wirtschaft.

Im Abschwung zeigt sich, dass die tausend unabhängigen Fälle wenige Fälle waren, die tausendfach auftraten.

STUFE 8 VON 9
PORTFOLIO

Die vierte Bedingung erzeugt ein Problem anderer Art, das für dieses Buch wichtiger ist, da es sich nicht auflöst, sondern verriegelt.

Eine statistische Beurteilung setzt beobachtete Ausfälle voraus. Diese setzen wiederum voraus, dass in nennenswertem Umfang finanziert wurde. In nennenswertem Umfang wird aber nur das finanziert, was statistisch beurteilbar ist.

Dies ist keine Ungeschicklichkeit, sondern ein geschlossener Kreis. Neue Anlageklassen können diesen nur durchbrechen, wenn jemand ohne Datengrundlage anfängt — mit teurem Kapital, kleinen Beträgen und einer hohen Fehlerquote — und lange genug durchhält, um selbst die Historie zu erzeugen, die danach alle nutzen.

Genau so ist jede Anlageklasse entstanden, die heute selbstverständlich erscheint. Immobilienfinanzierung, Leasing, Konsumkredit, Autofinanzierung: Sie alle begannen ohne verlässliche Ausfallhistorie und wurden erst durch Jahrzehnte des Finanzierens statistisch beherrschbar.

Daraus folgt eine Beobachtung, die in Diskussionen über Marktlücken selten berücksichtigt wird. Der Satz „Dafür gibt es keine Daten“ beschreibt nicht den Zustand eines Segments. Er beschreibt den Zustand seiner Finanzierungsgeschichte — und er bleibt so lange wahr, wie er als Begründung dafür dient, nicht anzufangen.

Was nie in Menge finanziert wurde, lässt sich nicht statistisch beurteilen. Und was sich nicht statistisch beurteilen lässt, wird nicht in Menge finanziert.

STUFE 8 VON 9
PORTFOLIO

Die unangenehmste Einsicht dieses Kapitels bleibt die Folge für das einzelne Unternehmen.

In einem statistischen Verfahren wird nicht derjenige bezahlt, der gut ist. Beahlt wird, wer in der richtigen Klasse steht. Ein überdurchschnittliches Unternehmen in einer schlechten Klasse zahlt den Preis seiner Klasse — es sei denn, seine Überlegenheit zeigt sich in einer Grösse, die das Verfahren erfasst. Tut sie das nicht, subventioniert es die schlechteren Fälle derselben Klasse, ohne es zu wissen.

Das ist kein Missbrauch des Verfahrens, sondern seine Funktionsweise. Ein Verfahren, das jede Überlegenheit erkennen könnte, wäre kein statistisches Verfahren mehr, sondern eine Einzelfallprüfung mit zusätzlichen Schritten.

Damit sind beide Wege zur Vergleichbarkeit beschrieben und beide haben eine Stelle, an der sie nichts mehr leisten. Der Weg über die Ähnlichkeit scheitert, wenn die Dinge einander nicht ähneln. Der Weg über die Menge scheitert, wenn es zu wenige gibt, sie zusammenhängen oder niemand angefangen hat.

Es gibt einen Bereich, in dem beides zugleich zutrifft: Die Dinge sind zu verschieden für die Ähnlichkeit, es gibt zu wenige von ihnen und sie sind zu verbunden für die Menge. Dort steht der eigentümergeführte Mittelstand.

Wer statistisch beurteilt wird, wird nicht für seine Qualität bezahlt, sondern für seine Kategorie.

STUFE 8 VON 9
PORTFOLIO

Kapitel 12 schliesst Buch IV mit der Frage ab, was zwischen den beiden Verfahren übrig bleibt und warum Vertrauen die einzige Technik ist, die dort je funktioniert hat, aber nicht skaliert.

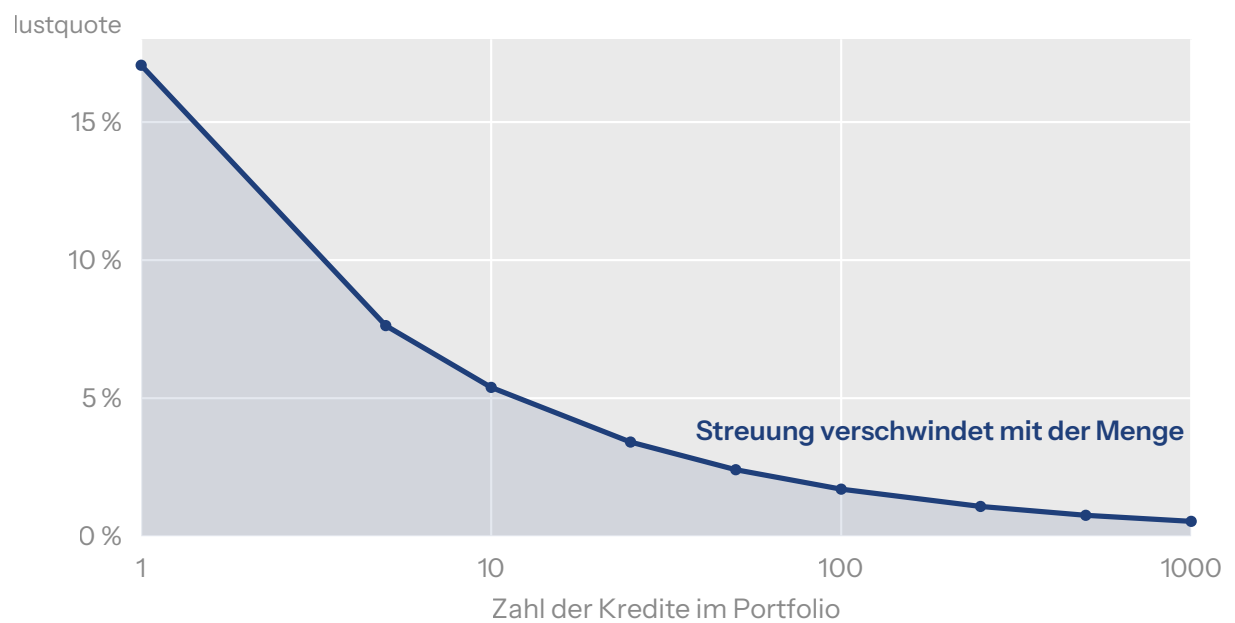


ABBILDUNG 13
MODELLRECHNUNG

Streuung der Verlustquote nach Portfoliogrösse. Die Statistik verlangt Unabhängigkeit. Bei einer Korrelation von null verschwindet die Streuung mit wachsender Zahl. Schon bei geringer Korrelation bleibt sie stehen.

MODELLRECHNUNG NACH KAPITEL ELF · AUSFALLWAHRSCHEINLICHKEIT DREI PROZENT

KAPITEL ZWÖLF

Warum Vertrauen nicht skaliert und Verfahren nicht vertrauen

In dem Bereich, in dem weder Ähnlichkeit noch Menge Vergleichbarkeit erzeugen, hat historisch nur eine Technik funktioniert. Sie ist so alt wie der Kredit selbst, wird aber selten als Technik behandelt, da sie wie ein Gefühl wirkt.

Vertrauen ist jedoch kein Gefühl, zumindest nicht in diesem Zusammenhang. Es ist ein Verfahren, um unter ungeklärten Umständen zu handeln. Und es funktioniert auf eine Weise, die sich von allem Bisherigen unterscheidet.

Alle bisher beschriebenen Techniken versuchen, Ungewissheit zu verringern. Sicherheit begrenzt den Schaden. Die Kategorie ordnet ein. Die Statistik berechnet die Häufigkeit. Jede dieser Methoden zielt darauf ab, mehr oder weniger wissen zu müssen.

Vertrauen tut nichts davon. Es beschafft keine zusätzlichen Informationen und reduziert auch keine. Es verändert allein die Haltung zu dem, was man nicht weiss. Wer vertraut, handelt so, als wäre die Lücke geschlossen — im vollen Bewusstsein, dass dies nicht der Fall ist.

Vertrauen ersetzt keine Information. Es macht ihr Fehlen erträglich.

VERMÖGEN
BESITZ
SICHERHEIT
ANSPRUCH
KAPITAL
INSTITUTION
KATEGORIE
PORTFOLIO
MARKT

Diese Technik hat sich im Kreditgeschäft über Jahrhunderte bewährt. Das liegt an drei Eigenschaften, die kein anderes Verfahren besitzt.

ERSTENS · UNSTRUKTURIERTE WAHRNEHMUNG

Ein erfahrener Betreuer bemerkt Dinge, für die es kein Feld gibt. Ob der Hof aufgeräumt ist. Ob der Sohn beim Termin dabei ist und ob er zuhört. Ob jemand bei Kleinigkeiten genau bleibt. Nichts davon ist für sich aussagekräftig, und keines dieser Signale liesse sich in eine Vorlage eintragen, ohne dass es sich in etwas anderes verwandelte.

ZWEITENS · ANHÄUFUNG ÜBER ZEIT

Vertrauen entsteht nicht aus einer Beobachtung, sondern aus vielen kleinen über Jahre — aus eingehaltenen Zusagen, aus schlechten Nachrichten, die früh kamen, aus Prognosen, die zutrafen. Der einzelne Vorgang bedeutet nichts. Die Reihe bedeutet fast alles.

DRITTENS · GEGENSEITIGKEIT

Eine Beziehung bindet beide. Die Bank, die ein Unternehmen seit fünfundzwanzig Jahren begleitet, hat ebenfalls etwas zu verlieren — Zeit, Kenntnis, Reputation im Ort. Das ist kein Nebeneffekt, sondern der Grund, weshalb Vertrauen belastbar ist: Es kostet beide Seiten, es zu brechen.

Keine dieser drei Eigenschaften liesse sich in ein Verfahren übertragen, ohne genau das zu zerstören, was sie ausmacht.

STUFE 7 VON 9
KATEGORIE

Denn diese drei Eigenschaften sind der Grund, weshalb Vertrauen nicht skaliert — und die Begründung ist inzwischen bekannt.

Es ist an eine Person gebunden. Wenn der Betreuer in Pension geht, wechselt nicht das Vertrauen den Inhaber, sondern die Akte. Sein Nachfolger erbt die Unterlagen und muss von vorne beginnen, während das Unternehmen glaubt, die Beziehung bestehe fort.

Es ist Dritten nicht nachweisbar. Eine Aufsicht kann nicht prüfen, ob jemand zu Recht vertraut. Sie kann nur prüfen, ob die entsprechenden Verfahren eingehalten wurden. Ein Institut, das seine Kreditvergabe auf Vertrauen stützt, könnte keine Auskunft über seine eigene Lage geben, wodurch die Bedingung aus Kapitel 7 verletzt wäre.

Und es lässt sich nicht summieren. Tausend Vertrauensbeziehungen ergeben kein Portfolio, sondern tausend einzelne Beziehungen. Es gibt keine Grösse, in der sie zusammenfallen, und deshalb gibt es keinen Weg, sie einem entfernten Kapitalgeber zu übergeben.

Es ist derselbe Verlust wie in Kapitel 2 beim Besitz und in Kapitel 6 beim Urteil, allerdings auf einer höheren Ebene. Was an eine Person, einen Ort oder eine Geschichte gebunden ist, lässt sich nicht weitergeben. Und was sich nicht weiterreichen lässt, kann nicht wachsen.

Vertrauen ist die einzige Technik, die dort funktioniert — und die einzige, die man nicht vervielfältigen kann.

STUFE 7 VON 9
KATEGORIE

Betrachtet man die andere Seite, gilt dasselbe mit umgekehrtem Vorzeichen. Ein Verfahren kann nicht vertrauen — nicht aus Sturheit, sondern weil es so konzipiert ist, dass es ohne Vertrauen auskommt.

Das ist der gesamte Zweck des Verfahrens. Es soll es Fremden ermöglichen, miteinander Geschäfte zu machen, ohne sich zu kennen. Ein Verfahren, das Vertrauen voraussetzt, würde seine Aufgabe verfehlen. Die Forderung, ein Kreditprozess möge dem Unternehmer einfach glauben, verlangt von ihm, aufzugeben, ein Kreditprozess zu sein.

Damit ist die Lage zwischen beiden Parteien festgelegt und nicht durch guten Willen aufzulösen. Vertrauen wirkt in der Nähe und lässt sich nicht übertragen. Verfahren wirken über Entfernung und können nichts wahrnehmen. Es gibt keine Technik, die beides zugleich könnte.

Der naheliegende Ausweg, die weichen Signale hart zu machen, wird seit Jahrzehnten versucht. Man erhebt sie systematisch, gewichtet sie und führt sie in die Beurteilung ein. Das ist sinnvoll und verbessert die Prognose nachweislich, denn qualitative Faktoren tragen erhebliche Informationen über das künftige Zahlungsverhalten bei, gerade bei eigentümergeführten Unternehmen.

Es gibt jedoch eine Grenze, die man kennen muss. In dem Augenblick, in dem ein weiches Signal zu einer bewerteten Grösse wird, beginnt jemand, es zu manipulieren. Der aufgeräumte Hof wird nur deshalb aufgeräumt, weil er bewertet wird. Und was aufgeräumt wird, weil es bewertet wird, sagt nichts mehr über die Person aus, die aufräumt.

Sobald ein weicher Faktor gemessen wird, hört er auf, weich zu sein — und damit hört er auf zu zeigen, wofür er stand.

STUFE 7 VON 9
KATEGORIE

Daraus folgt keine Resignation, sondern eine engere Aufgabenstellung. Mit ihr schliesst Buch IV.

Es ist nicht möglich, ein Verfahren so gut zu gestalten, dass es sieht wie ein Mensch, der fünfundzwanzig Jahre lang hingesehen hat. Ebenso wenig lässt sich erreichen, dass sich Vertrauen vervielfältigt. Wer eines von beidem verspricht, verspricht die Aufhebung eines konstitutiven Widerspruchs.

Erreichbar ist jedoch etwas Bescheideneres und Nützlicheres. Ein Verfahren kann so aufgebaut werden, dass die Stelle, an der ein Urteil eintritt, offen ausgewiesen wird, statt sie zu verbergen. Es kann angeben, welcher Teil einer Beurteilung aus messbaren Grössen stammt und welcher aus Einschätzung. Es kann festlegen, wer die Einschätzung verantwortet und woran sie später gemessen wird.

Das klingt nach Verwaltung, ist aber das Gegenteil. Ein Verfahren, das seinen eigenen Urteilsanteil ausweist, ist ehrlicher als eines, das ihn in Kennzahlen verschwinden lässt — und es ist überprüfbar, da im Nachhinein festgestellt werden kann, ob die Einschätzungen zutreffend waren.

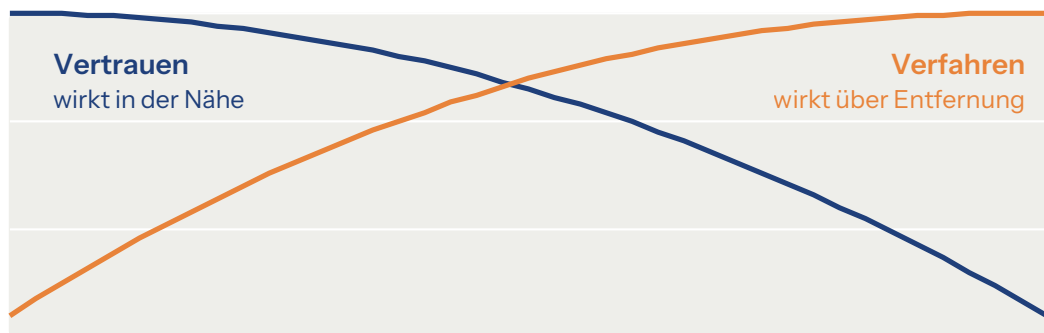
Damit ist die Analyse abgeschlossen. Was sich aus ihr für die Gestaltung ergibt, ist Gegenstand von Buch VI.

Zuvor bleibt jedoch eine Frage offen: Warum ist all dies in Europa besonders teuer?

Ein Verfahren, das seinen eigenen Urteilsanteil ausweist, ist ehrlicher als eines, das ihn in Kennzahlen verschwinden lässt.

STUFE 7 VON 9
KATEGORIE

In Buch V wendet sich der Autor Europa zu — jedoch nicht als politischem Gegenstand, sondern als dem Ort, an dem alle in den Büchern I bis IV beschriebenen Übersetzungen mehrfach und nebeneinander stattfinden.



Entfernung zwischen Entscheider und Unternehmen →

Es gibt keine Technik, die beides zugleich könnte.

ABBILDUNG 14
SCHEMA

Nähe und Reichweite. Vertrauen wirkt in der Nähe und lässt sich nicht übertragen. Verfahren wirken über Entfernung und können nicht wahrnehmen. Es gibt keine Technik, die beides zugleich könnte.

FÜNFTES BUCH

Europa

Warum eine Realwirtschaft, die zusammengewachsen ist, auf
Kapitalsysteme trifft, die es nicht sind.

Vermögen
Besitz
Sicherheit
Anspruch
Kapital
Institution
Kategorie
Portfolio
Markt

KAPITEL DREIZEHN

Warum Europa nie eine Kapitalunion war

Zu den hartnäckigsten Missverständnissen über Europa gehört, dass seine Kapitalmarktintegration unvollendet sei — als handele es sich um ein Bauwerk, dem noch ein Stockwerk fehlt.

Das trifft die Lage jedoch nicht. Europa hat kein unfertiges Kapitalsystem. Es hat ein System, das seit siebzig Jahren zuverlässig an genau der richtigen Stelle aufhört. Was fehlt, fehlt nicht aus Trägheit.

Der Befund lässt sich anhand einer Aufzählung verdeutlichen. Was europäisch vereinheitlicht wurde und was national geblieben ist, folgt keiner Zufälligkeit, sondern einer erkennbaren Linie.

Wer die beiden Spalten nebeneinander liest, erkennt die Linie sofort. Sie verläuft weder zwischen wichtig und unwichtig noch zwischen einfach und schwierig.

VERMÖGEN
BESITZ
SICHERHEIT
ANSPRUCH
KAPITAL
INSTITUTION
KATEGORIE
PORTFOLIO
MARKT

Sie verläuft zwischen zwei Arten von Regeln und die Unterscheidung stammt aus Kapitel 2: Die linke Spalte enthält Regeln, die festlegen, was als gleich gilt. So sagt eine Produktnorm, wann zwei Schrauben dieselbe Schraube sind. Ein Rechnungslegungsstandard legt fest, wann zwei Vorgänge als derselbe Vorgang gelten. Eine Währung legt fest, wann zwei Beträge als gleich gelten. Es sind Vergleichbarkeitsregeln — genau das, was in Buch IV beschrieben wurde.

In der rechten Spalte stehen Regeln, die festlegen, wer im Konfliktfall verliert. Das Insolvenzrecht bestimmt, wer leer ausgeht, wenn nicht genug vorhanden ist. Das Vollstreckungsrecht legt fest, wer mit welcher Gewalt auf fremdes Vermögen zugreifen darf. Das Sicherheitenrecht legt fest, wessen Anspruch Vorrang hat.

Damit ist die Linie erklärt. Vergleichbarkeitsregeln lassen sich harmonisieren, da es sich dabei um technische Verabredungen handelt: Jemand legt fest, was als gleich gilt, und danach ist es so. Konfliktregeln lassen sich hingegen nicht harmonisieren, da sie die Grundlage staatlicher Souveränität bilden. Ein Staat, der nicht mehr entscheidet, wer im Ernstfall verliert, ist kein Staat mehr.

Europa hat also nicht das Schwierige weggelassen und das Leichte gemacht. Es hat das gemacht, was sich übertragen liess, und das gelassen, was nicht übertragbar ist, ohne dass etwas anderes als eine Europäische Union bisheriger Bauart entsteht.

Europa hat vereinheitlicht, was Vergleichbarkeit herstellt. Es hat nicht vereinheitlicht, was im Konfliktfall entscheidet. Das erste ist Technik. Das zweite ist Souveränität.

Aus dieser Zweiteilung folgt eine Bewegung, die zwar beobachtbar ist, aber selten so erklärt wird.

STUFE 9 VON 9
MARKT

Kapital bewegt sich auf der oberen Ebene. Es reist über Vergleichbarkeit: über Ratings, Kennzahlen, Standards und eine gemeinsame Währung. Auf dieser Ebene ist Europa tatsächlich erstaunlich weitgehend integriert.

Gesichert wird Kapital hingegen auf der unteren Ebene. Sobald es um den Ernstfall geht, landet jeder Anspruch in einer bestimmten Rechtsordnung, vor einem bestimmten Gericht oder in einem bestimmten Register. Auf dieser Ebene ist Europa nicht integriert und es ist nicht absehbar, dass sich das ändern wird.

Daraus folgt eine Konzentration, die wie eine Vorliebe aussieht, aber keine ist. Kapital sammelt sich dort, wo beide Ebenen zusammenfallen, also wo die Vergleichbarkeit europäisch und die Durchsetzung entweder gleichgültig oder ebenfalls einheitlich ist.

Genau das trifft auf Staatsanleihen, grosse börsennotierte Unternehmen und besicherungsfreie Anleihen bonitätsstarker Emittenten zu. Nicht zutreffend ist dies hingegen bei der besicherten Finanzierung eines mittelgrossen Betriebes, deren gesamter Wert davon abhängt, was ein bestimmtes nationales Recht im Ernstfall mit einer bestimmten Sicherheit zulässt.

Kapital bewegt sich auf der Ebene der Vergleichbarkeit und haftet auf der Ebene der Vollstreckung. Deshalb sammelt es sich dort, wo beide zusammenfallen.

Die Währung ist der extremste Fall dieser Konstruktion und wird meist als Gegenbeispiel angeführt.

STUFE 9 VON 9
MARKT

Der Euro ist die grösste Vergleichbarkeitsleistung der europäischen Geschichte. Er hat Preise, Erträge und Verbindlichkeiten über Grenzen hinweg in dieselbe Einheit gebracht und damit den Umrechnungsschritt beseitigt, der jede grenzüberschreitende Finanzierung verteuert hat.

Allerdings hat er ausschliesslich auf der oberen Ebene gewirkt. Er hat kein Insolvenzrecht vereinheitlicht, kein Register geschaffen und keine Vollstreckung angeglichen. Er hat die Beweglichkeit des Kapitals erhöht, ohne die Durchsetzbarkeit anzugleichen.

Damit hat er die Asymmetrie nicht verringert, sondern verschärft. Vor dem Euro war Kapital auf beiden Ebenen gebremst, da die Währungsgrenze wie ein grober Filter wirkte, der ohnehin nur bestimmte Geschäfte durchliess. Danach konnte es sich frei bewegen und stiess erst im Ernstfall auf die verbliebene Grenze.

Das ist keine Kritik am Euro. Es ist eine Beschreibung dessen, was eine Vergleichbarkeitsleistung leisten kann und was nicht. Sie erhöht die Reichweite. Sie verändert jedoch nicht, wer im Konfliktfall entscheidet, und verschiebt das Problem somit lediglich an dessen Rand, anstatt es aufzulösen.

Der Euro hat die Beweglichkeit des Kapitals erhöht, ohne die Durchsetzbarkeit anzugleichen. Beides zugleich hätte einen anderen Staat verlangt.

Damit steht fest, wo ein eigentümergeführtes Industrieunternehmen in dieser Ordnung steht — die Antwort ist eindeutig.

STUFE 9 VON 9
MARKT

Es befindet sich vollständig auf der unteren Ebene. Seine Finanzierung ist besichert und die Sicherheiten sind national. Seine Vermögenswerte befinden sich in einem bestimmten Land und sind in einem bestimmten Register eingetragen oder es besteht keine Eintragung. Was im Ernstfall geschieht, entscheidet ein Gericht, dessen Zuständigkeit sich nicht wählen lässt.

Es ist also nicht so, dass Europas Integration dieses Segment übergangen hätte. Dieses Segment lebt in einer Schicht, die nicht integriert wurde, da ihre Integration etwas ganz anderes verlangt hätte als eine Wirtschaftsgemeinschaft.

Die politische Antwort darauf ist bekannt und wird seit Jahren umgesetzt: Man versucht, auf der oberen Ebene so viel zu vereinheitlichen, dass die untere weniger ins Gewicht fällt. Die Umbenennung der Kapitalmarktunion in eine Spar- und Investitionsunion im Jahr 2025, die Ratsposition zur Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes im Dezember desselben Jahres und das Marktintegrationspaket arbeiten an der Vergleichbarkeit, da an der Souveränität nicht gearbeitet werden kann.

Das ist vernünftig und es hilft. Es löst jedoch nicht das Problem dieses Buches, da es auf einer anderen Ebene ansetzt.

Der Mittelstand wurde von der europäischen Integration nicht übergangen. Er lebt in der Schicht, die nicht integriert wurde.

STUFE 9 VON 9
MARKT

Kapitel 14 zeigt die konkreten Kosten dieser Zerteilung an einer einzigen Finanzierung, die über eine Grenze geht. Kapitel 14 zeigt, was diese Zerteilung konkret kostet — an einer einzigen Finanzierung, die über eine Grenze geht.

EUROPÄISCH GEWORDEN · VERGLEICHBARKEITSREGELN



NATIONAL GEBLIEBEN · KONFLIKTREGELN



Europa hat vereinheitlicht, was Vergleichbarkeit herstellt.

Nicht, was im Konfliktfall entscheidet. Das erste ist Technik, das zweite Souveränität.

ABBILDUNG 15
SCHEMA

Zwei Ebenen der europäischen Integration. Die Linie verläuft nicht zwischen wichtig und unwichtig, sondern zwischen Vergleichbarkeitsregeln und Konfliktregeln. Das erste ist Technik, das zweite Souveränität.

KAPITEL VIERZEHN

Was eine Grenze kostet

Ein mittelgrosses Industrieunternehmen unterhält ein Werk in einem Land sowie einen zweiten Standort im Nachbarland. Es soll eine Investition finanziert werden, die durch die Immobilie am ersten Standort und den Maschinenpark am zweiten Standort besichert ist. Ein Kreditgeber ist interessiert.

Wirtschaftlich ist der Fall einfach. Ein Unternehmen, zwei Standorte, ein Vorhaben, Sicherheiten in ausreichender Höhe. Innerhalb eines Landes wäre die Struktur in wenigen Wochen aufgesetzt.

Rechtlich zerfällt derselbe Fall jedoch in mehrere Vorgänge, wie in Kapitel 13 erläutert wird: Das Kreditverhältnis lässt sich einem Recht unterstellen. Die Sicherheiten jedoch nicht. Ein Recht an einer Sache folgt dem Recht des Ortes, an dem die Sache liegt — daran ändert auch keine Vertragsklausel etwas.

Somit entstehen aus einer Finanzierung ein Kreditvertrag und zwei Sicherheitenpakete unter verschiedenen Rechtsordnungen mit verschiedenen Formvorschriften, Rangregeln und Folgen im Ernstfall.

Der Vertrag lässt sich wählen. Die Sicherheit nicht. Sie gehört dorthin, wo die Sache steht.

VERMÖGEN
BESITZ
SICHERHEIT
ANSPRUCH
KAPITAL
INSTITUTION
KATEGORIE
PORTFOLIO
MARKT

RECHTSBERATUNG IN JEDER BETROFFENEN ORDNUNG

Für jede Rechtsordnung, in der eine Sicherheit bestellt wird, braucht es Berater, die dort zugelassen sind und die dortige Praxis kennen.

BESTELLUNG NACH LOKALER FORM

Beurkundung, Eintragung, Anzeige, Übergabe — jede Ordnung verlangt etwas anderes, und was in der einen wirksam ist, kann in der anderen unwirksam sein.

RECHTSGUTACHTEN JE ORDNUNG

Der Kreditgeber muss sich bestätigen lassen, dass die Sicherheit besteht und durchsetzbar ist. Jedes Gutachten enthält Vorbehalte, die wiederum beurteilt werden müssen.

RANGPRÜFUNG, SOWEIT MÖGLICH

Wo ein Register existiert, lässt sich der Rang feststellen. Wo keines existiert, bleibt die Erklärung des Schuldners — und die Frage, was eine solche Erklärung wert ist.

PRÜFUNG DES INSOLVENZSZENARIOS

Anfechtungsfristen, Behandlung gesicherter Gläubiger, Moratorien, Vorrang von Löhnen und Steuern, erwartete Dauer bis zur Verwertung — alles verschieden, alles wesentlich.

DURCHSETZUNG IM FREMDEN RECHTSRAUM

Anerkennung von Entscheidungen, örtliches Verfahren, Sprache, erneut örtliche Vertretung. Im Ernstfall, unter Zeitdruck, mit unbekanntem Ausgang.

Nichts davon ist unmöglich. All das ist üblich. Und alles kostet.

STUFE 9 VON 9
MARKT

Der entscheidende Umstand ist jedoch nicht die Höhe dieser Kosten, sondern ihre Beschaffenheit.

Sie sind fest. Ein Rechtsgutachten zur Wirksamkeit einer Sicherheit kostet ungefähr dasselbe, unabhängig davon, ob die Finanzierung fünf Millionen oder fünfzig beträgt. Die Prüfung des Insolvenz-szenarios ist dieselbe Arbeit. Die Bestellung ist derselbe Vorgang. Der Aufwand hängt von der Zahl der Rechtsordnungen ab, nicht von der Höhe des Betrags.

Feste Kosten verhalten sich anders als proportionale Kosten, und dieser Unterschied ist entscheidend. Eine proportionale Belastung verteuert ein Geschäft. Eine feste Gebühr macht es unterhalb einer bestimmten Grösse unmöglich.

Damit ist die Grenze keine Gebühr, die man einpreist. Sie ist eine Schwelle, die man überschreitet oder nicht. Und diese Schwelle steigt mit jeder weiteren berührten Rechtsordnung.

Für eine Transaktion über 300 Millionen sind diese Kosten ein Rundungsfehler. Für eine Transaktion über sieben Millionen sind sie jedoch der Grund, weshalb sie nicht stattfindet — nicht, weil das Unternehmen schlechter wäre, sondern weil sich der Apparat nicht auf sieben Millionen umlegen lässt.

Die Grenze ist keine Gebühr. Sie ist eine Schwelle. Und sie steigt mit jeder Rechtsordnung, die dazukommt.

STUFE 9 VON 9
MARKT

Mit dieser Einsicht lässt sich eine Beobachtung deuten, die regelmässig in Marktberichten auftaucht, dort aber meist unerklärt bleibt.

Marktteilnehmer berichten für europäische Kredite von einem Aufschlag gegenüber vergleichbaren amerikanischen Krediten in der Grössenordnung von 25 bis 50 Basispunkten. Begründet wird dieser Aufschlag mit fragmentierten Regionalmärkten, die massgeschneiderte Strukturen verlangen, sowie einem kleineren Kapitalpool.

Nimmt man diese Angabe für sich, klingt sie nach einem allgemeinen Europa-Abschlag. In Verbindung mit den vorangegangenen Informationen ist sie präziser: der auf die Transaktionsgrösse umgelegte feste Aufwand rechtlicher Vielfachheit.

Daraus folgt eine Vorhersage, die sich prüfen liesse. Ein umgelegter Fixkostenblock ist keine Konstante. Er muss bei kleinen Transaktionen ein Vielfaches betragen und bei sehr grossen gegen null gehen. Ein berichteter Durchschnitt von 25 bis 50 Basispunkten verdeckt daher mit einiger Wahrscheinlichkeit eine erhebliche Streuung — und der Mittelwert stammt aus dem Segment, in dem überhaupt genügend Transaktionen zustande kommen, um einen Mittelwert zu bilden.

Die Zahl misst also nicht, was Europa kostet. Sie misst, was Europa diejenigen kostet, die es sich leisten konnten, die Schwelle zu überschreiten.

Der berichtete Aufschlag stammt aus dem Segment, das die Schwelle überschritten hat. Über die anderen sagt er nichts — sie kommen in keiner Statistik vor, weil sie nicht stattfinden.

STUFE 9 VON 9
MARKT

Damit lässt sich sagen, was der europäische Kapitalmarkt für ein eigentümergeführtes Unternehmen tatsächlich bedeutet.

Er ist vorhanden, funktionsfähig und offen — allerdings nur für Unternehmen, die eine bestimmte Grösse überschreiten. Unterhalb dieser Grösse ist er nicht verschlossen, sondern unerreichbar, was etwas anderes ist und schwerer zu bemerken. Niemand verweigert den Zutritt. Es lohnt sich nur für niemanden, die Tür zu öffnen.

Daraus ergibt sich die eigentümliche Lage, in der sich der Mittelstand befindet. Er operiert in einem Binnenmarkt und finanziert sich in einem nationalen Markt. Seine Kunden, seine Zulieferer und sein Wettbewerb sind europäisch, doch sein Kapitalmarkt endet an der Grenze, an der seine Sicherheiten liegen.

Dies ist keine Folge von Regulierung und lässt sich durch keine Richtlinie beheben, die auf der oberen Ebene ansetzt. Es ist eine Frage der Arithmetik: feste Kosten, geteilt durch eine zu kleine Zahl.

Damit steht die Frage, mit der sich dieses Buch seit Kapitel 1 befasst, nun in ihrer europäischen Fassung im Raum. Wenn die Schwelle nicht gesenkt werden kann, indem man die Rechtsordnungen angleicht, kann sie dann gesenkt werden, indem man die Zahl vergrössert, über die sich die festen Kosten verteilen?

Der Mittelstand operiert in einem Binnenmarkt und finanziert sich in einem nationalen.

STUFE 9 VON 9
MARKT

Kapitel 15 befasst sich mit dieser Frage und prüft die Argumente, die gegen sie sprechen, bevor Buch VI die Argumente untersucht, die für sie sprechen. Die rechtlichen Aussagen dieses Kapitels sind strukturell zu prüfen und vor Veröffentlichung rechtsordnungsspezifisch anzupassen.

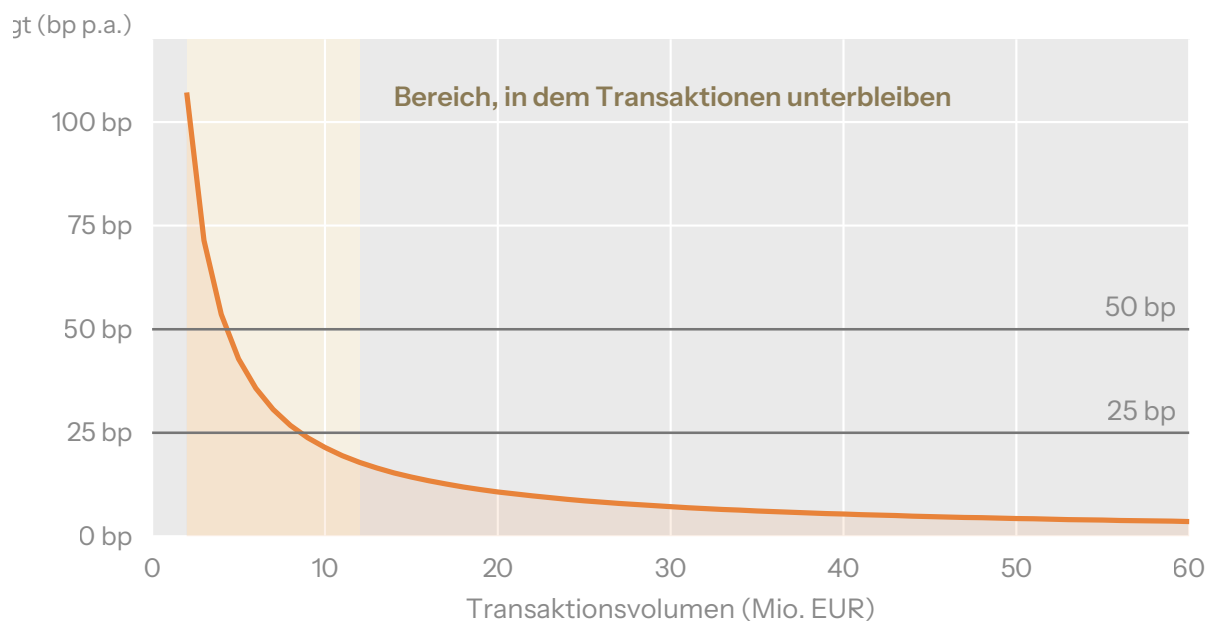


ABBILDUNG 16
MODELLRECHNUNG

Feste Rechtskosten, auf das Volumen umgelegt. Feste Kosten verteuern ein Geschäft nicht, sie machen es unterhalb einer Grösse unmöglich. Bei sieben Millionen ergeben dieselben Kosten einunddreissig Basispunkte, bei vierzig Millionen noch fünf.

MODELLRECHNUNG NACH KAPITEL VIERZEHN · LAUFZEIT SIEBEN JAHRE

KAPITEL FÜNFZEHN

Was gegen die naheliegende Antwort spricht

Sind feste Kosten das Hindernis, scheint die Lösung offensichtlich. Man verteilt sie auf mehr Fälle. Man vereinheitlicht die Dokumentation, bündelt viele kleine Finanzierungen zu einem grösseren Ganzen und macht so investierbar, was einzeln zu klein war.

Diese Antwort wird seit Jahrzehnten gegeben — wenn auch in wechselnden Worten. Sie steht hinter Verbriefungsprogrammen, Förderplattformen, Bündelungsinitiativen und jeder europäischen Agenda, die den Kapitalmarktzugang für kleinere Unternehmen verspricht.

Sie ist auch die Antwort, auf die dieses Buch zuläuft. Genau deshalb muss sie an dieser Stelle so hart geprüft werden wie möglich. Ein Argument, das seine eigene Schlussfolgerung schont, ist keine Untersuchung, sondern eine Werbeschrift mit Fussnoten.

Es gibt fünf Einwände. Vier davon stammen aus den vorangegangenen Büchern, was sie schwerer macht: Sie lassen sich nicht abtun, ohne die bisherige Argumentation zurückzunehmen.

Ein Argument, das seine eigene Schlussfolgerung schont, ist keine Untersuchung.

VERMÖGEN
BESITZ
SICHERHEIT
ANSPRUCH
KAPITAL
INSTITUTION
KATEGORIE
PORTFOLIO
MARKT

ERSTER EINWAND · DER ZIRKEL

Bündeln setzt Vergleichbarkeit voraus. Wer fünfzig Finanzierungen zusammenfasst, muss angeben können, was sie gemeinsam haben — sonst hat er keinen Bestand, sondern fünfzig Einzelfälle in einer Mappe. Vergleichbarkeit entsteht laut Buch IV entweder aus Ähnlichkeit oder aus Menge. Ähnlich sind diese Unternehmen nicht. Die Menge fehlt, solange nicht finanziert wurde.

Die Bündelung setzt also voraus, was sie herstellen soll. Das ist kein Detailproblem, sondern eine Frage der Reihenfolge — und sie ist ungelöst.

ZWEITER EINWAND · DIE FALSCHEN KOSTEN

Bündelung senkt Kosten, die an der Emission hängen: Struktur, Rating, Platzierung, Verwaltung des Vehikels. Sie senkt nicht die Kosten, die an jedem einzelnen Fall hängen. Fünfzig Kreditnehmer in drei Rechtsordnungen brauchen fünfzig Sicherheitenprüfungen, und ein Bündel ändert daran nichts.

Bei grossen, gleichförmigen Forderungen — Konsumkredit, Leasing, Hypothek — ist der Anteil der Stückkosten gering, und deshalb funktioniert Verbriefung dort. Bei individuell besicherten Unternehmensfinanzierungen ist er hoch. Die Bündelung adressiert die kleinere Hälfte des Problems.

STUFE 9 VON 9
MARKT

DRITTER EINWAND · DIE KORRELATION

Damit ein Bündel funktioniert, müssen die Fälle einander ähneln. Damit die Statistik funktioniert, müssen sie voneinander unabhängig sein. Beides zugleich ist selten. Fünfzig Zulieferer derselben Branche in derselben Region sind gut bündelbar und fallen gemeinsam aus.

Je besser sich ein Bestand zusammenfassen lässt, desto weniger streut er. Das ist keine Nachlässigkeit im Portfolioaufbau, sondern eine Eigenschaft der Sache.

VIERTER EINWAND · DIE SELEKTION

Wer bündelt, wählt aus. Und wer auswählt, wählt zuverlässig das, was in seine Form passt — also Unternehmen mit sauberen Abschlüssen, klaren Strukturen und anerkennungsfähigen Sicherheiten.

Das sind genau die Unternehmen, die auch ohne Bündelung Zugang gehabt hätten. Jede Plattform dieser Art driftet mit der Zeit in das einfachere Segment, weil sie dort funktioniert. Am Ende bedient sie diejenigen, für die sie nicht gebaut wurde, und hat die anderen nicht erreicht.

FÜNFTER EINWAND · DIE RECHNUNG

Jede Übersetzung erzeugt eine Instanz, und jede Instanz will bezahlt werden. Wenn der gesamte Gewinn in der Umlage fester Kosten besteht und die übersetzende Stelle mehr kostet als die Umlage einbringt, ist das Ergebnis für den Kreditnehmer negativ.

Die Marge ist schmal, und sie ist es dauerhaft. Wer hier arbeitet, arbeitet nicht in einem Geschäft mit hohen Aufschlägen, sondern in einem, in dem die Arithmetik knapp aufgehen muss.

STUFE 9 VON 9
MARKT

Betrachtet man alle fünf zusammen, ergibt sich ein ernüchterndes Bild, das der Realität entspricht.

Programme zur Bündelung von Mittelstandsfinanzierungen wurden wiederholt sowohl auf nationaler als auch auf europäischer Ebene angekündigt. Einige davon bestehen und tragen Früchte. Keines hat jedoch die jeweils in Aussicht gestellte Wirkung entfaltet. Die erfolgreichen Programme haben zudem fast durchweg dort gewirkt, wo die Forderungen ohnehin gleichförmig waren.

Das ist keine Anklage. Es ist der zu erwartende Verlauf, wenn ein Verfahren auf ein Feld angewandt wird, dessen Eigenschaften es voraussetzt, anstatt sie herzustellen.

Wer an dieser Stelle dennoch behauptet, das Problem liesse sich mit besserer Technik, mehr Daten oder grösserer Entschlossenheit lösen, verspricht die Aufhebung eines Widerspruchs, den fünf Bücher hergeleitet haben. Er müsste zeigen, wo die Herleitung falsch ist, statt zu behaupten, dass ihm die Folgerung nicht gefällt.

Die ehrliche Zwischenbilanz lautet deshalb: Die naheliegende Antwort trägt nicht. Nicht, weil sie schlecht durchdacht wäre, sondern weil sie an einer Stelle ansetzt, an der die Kosten gar nicht erst entstehen.

Wer bündelt, senkt die Kosten der Emission. Die Kosten des Einzelfalls senkt er nicht.

STUFE 9 VON 9
MARKT

Die Frage bleibt, ob nach diesen fünf Einwänden überhaupt noch etwas übrig bleibt. Es bleibt etwas übrig, das enger und weniger elegant ist als die verworfene Antwort.

Die Stückkosten eines Einzelfalls sinken nicht, wenn man ihn mit anderen bündelt. Sie sinken, wenn man denselben Fall zum fünfzigsten Mal bearbeitet.

Wer immer wieder dieselbe Art von Unternehmen in denselben Rechtsordnungen mit derselben Dokumentation und denselben Sicherheitenarten finanziert, hat beim fünfzigsten Mal nur noch einen Bruchteil des Aufwands des ersten Males. Nicht, weil er gebündelt hätte, sondern weil er dazugelernt hat, weil die Verträge wiederverwendbar sind, weil die Fragen bekannt sind und weil die Berater dieselben bleiben.

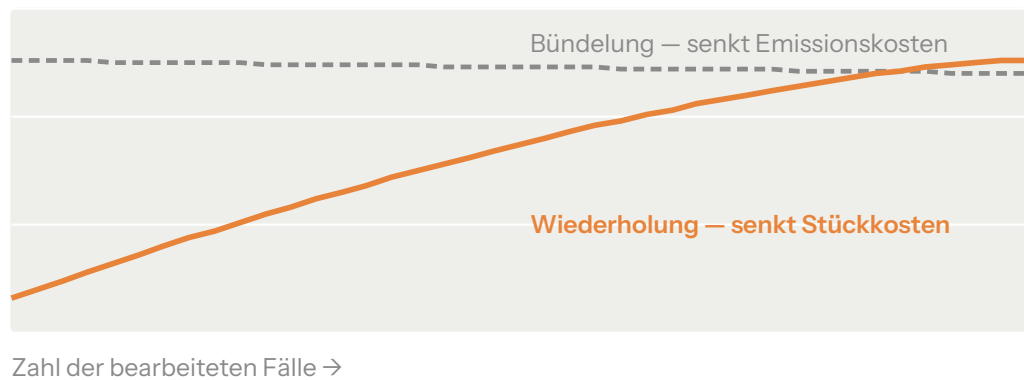
Das ist ein anderer Mechanismus mit anderen Eigenschaften. Er verlangt keine Vergleichbarkeit im Voraus, sondern erzeugt sie allmählich. Er senkt genau die Kosten, die am Einzelfall hängen. Er löst das Korrelationsproblem nicht, verschärft es aber auch nicht. Und er kommt ohne die Behauptung aus, viele verschiedene Unternehmen seien in Wahrheit dasselbe.

Allerdings hat er einen Preis, der ihn unattraktiv macht: Er dauert. Es gibt keine Abkürzung, da die Kostensenkung aus der Wiederholung selbst stammt und nicht aus einer vorab errichteten Struktur.

Nicht die Bündelung senkt die Stückkosten. Die Wiederholung senkt sie.

STUFE 9 VON 9
MARKT

Damit endet Buch V. Buch VI fragt, wie eine Praxis aussehen müsste, die auf Wiederholung statt auf Bündelung setzt, und welche Leistungen sie erbringen kann, ohne das zu versprechen, was in den vorangegangenen Kapiteln ausgeschlossen wurde.



Nicht die Bündelung senkt die Stückkosten. Die Wiederholung senkt sie.

ABBILDUNG 17
SCHEMA

Bündelung und Wiederholung. Bündelung senkt die Kosten der Emission. Die Kosten des Einzelfalls senkt sie nicht — das tut nur, denselben Fall zum fünfzigsten Mal zu bearbeiten.

SECHSTES BUCH

Capital Architecture

Die Arbeit an den Übersetzungsverlusten — und der Einwand, der sie fast widerlegt.

Vermögen
Besitz
Sicherheit
Anspruch
Kapital
Institution
Kategorie
Portfolio
Markt

Was Capital Architecture ist

Jede der bisher beschriebenen Übersetzungen geht mit einem Verlust einher, und keiner dieser Verluste lässt sich aufheben. Vermögen wird zu Besitz und verliert dabei das, was sich nicht ausschliessen lässt. Besitz wird zu Sicherheit und verliert, was sich nicht verwerten lässt. Ein Urteil wird zur Kategorie und verliert, was einen Fall einzigartig macht.

Daraus liesse sich eine resignative Haltung ableiten — und sie wäre falsch. Denn die Verluste sind zwar unvermeidlich, aber sie sind nicht gleich gross. Zwei Unternehmen mit derselben wirtschaftlichen Substanz können bei der Übersetzung sehr unterschiedlich viel einbüssen — abhängig davon, wie ihre Struktur über die Jahre gewachsen ist.

Bei dem einen liegt die unbelastete Betriebsimmobilie in einem Register. Bei dem anderen ist sie mit einer alten Grundschild belastet, die nie gelöscht wurde, da dies nie nötig war. Obwohl es sich um dieselbe Immobilie, dieselbe Nutzung und denselben Wert handelt, ist der Beitrag zur Finanzierungsfähigkeit völlig verschieden.

An dieser Differenz setzt Kapitalarchitektur an. Sie beseitigt keinen Übersetzungsverlust. Sie arbeitet jedoch daran, dass er dort, wo er vermeidbar ist, nicht eintritt — und dass er dort, wo er unvermeidbar ist, nicht als Urteil gewertet wird.

*Kapitalarchitektur ist die Arbeit an den Übersetzungsverlusten.
Nicht ihre Aufhebung.*

VERMÖGEN
BESITZ
SICHERHEIT
ANSPRUCH
KAPITAL
INSTITUTION
KATEGORIE
PORTFOLIO
MARKT

An dieser Stelle ist das Wort Architektur keine Ausschmückung, und es lohnt sich, genauer zu erklären, warum es passender ist als die Begriffe Planung oder Struktur.

Ein Bauwerk ist nie allein das Ergebnis eines Entwurfs. Es ist das Ergebnis aller Entscheidungen, die je an ihm getroffen wurden — einschliesslich derer, die vor vierzig Jahren getroffen wurden, ohne an die Gegenwart zu denken. Wer einen Anbau plant, plant nicht auf freiem Feld, sondern unter Berücksichtigung der vorhandenen Lastverteilung.

Genauso verhält es sich mit der Kapitalstruktur eines Unternehmens. Welche Sicherheit vor zwölf Jahren bestellt wurde, welche Klausel damals akzeptiert wurde und welche Laufzeit gewählt wurde, weil sie gerade angeboten wurde, bestimmt, was heute noch möglich ist. Kapitel 4 hat das formuliert. Nach zehn Jahren ist ein Unternehmen die Summe seiner Kapitalentscheidungen.

Deshalb ist die Kapitalarchitektur kein einmaliger Entwurfsvorgang. Es ist die Betrachtung eines bestehenden Bestands mit der Frage, was dieser noch trägt und woran das liegt.

Und deshalb ist sie auch keine Beratung im üblichen Sinne. Eine Beratung beantwortet eine Frage. Hier geht es jedoch darum, dass die Frage in einem Zusammenhang steht, den ausser dem Eigentümer niemand vollständig kennt — und den auch der Eigentümer selten als Zusammenhang betrachtet, da jede einzelne Entscheidung damals für sich sinnvoll war.

Jede einzelne Entscheidung war damals sinnvoll. Die Summe ist es selten.

BESTANDSAUFNAHME

Was hat dieses Unternehmen tatsächlich, welcher Teil davon ist heute übersetzbar, und welcher Teil ist es nicht — und zwar nicht, weil er wertlos wäre, sondern weil er sich nicht ausschliessen oder nicht nachweisen lässt.

AUS KAPITEL 1 UND 2

REIHENFOLGE

Welcher Anspruch steht wo, was ist bereits gebunden, was ist noch frei — und was kostet die nächste Entscheidung an künftiger Beweglichkeit. Jede Besicherung ist eine Entscheidung über eine Rangfolge, auch gegenüber denen, mit denen niemand darüber gesprochen hat.

AUS KAPITEL 3

FRISTEN

Stimmen die beiden Uhren überein, und wenn nicht — was geschieht am Ende jeder Laufzeit, wer entscheidet dann, und in welchem Zustand muss das Unternehmen zu diesem Zeitpunkt sein.

AUS KAPITEL 5

DARSTELLBARKEIT

Was liesse sich in eine Form bringen, in der es zählt, und was nicht. Welcher Aufwand steht dem gegenüber, und lohnt er sich — gemessen nicht am Zinssatz, sondern an dem, was er an Handlungsfähigkeit zurückgibt.

AUS KAPITEL 8 UND 10

Keiner dieser vier Arbeitsgänge ist neu. Sie werden alle bereits irgendwo durchgeführt — vom Steuerberater, vom Firmenkundenbetreuer, vom Anwalt oder vom Eigentümer selbst. Neu ist lediglich die Behandlung als einen Vorgang, da sie voneinander abhängen.

Ebenso wichtig ist, was Kapitalarchitektur nicht kann. Die Grenzen ergeben sich aus denselben Kapiteln wie die Arbeitsgänge.

Sie macht nichts sichtbar, was nicht sichtbar werden kann. Die Lieferfähigkeit eines Betriebes, die Erfahrung seiner Belegschaft oder die Beziehung zu einem Kunden seit vierzehn Jahren — davon lässt sich nichts in eine Form bringen, die zählt. Weder mit besserer Aufbereitung noch mit mehr Daten. Was sich nicht ausschliessen lässt, lässt sich nicht besichern.

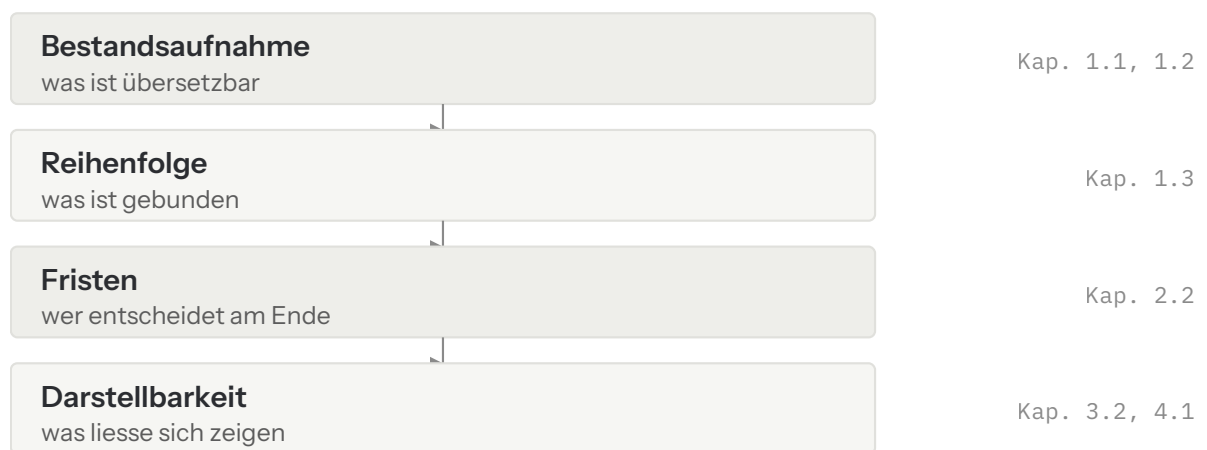
Sie verringert kein Risiko. Sie ordnet es und macht es sichtbar. Wer eine Struktur so aufbaut, dass der Kreditgeber bessergestellt ist, hat jemand anderen schlechtergestellt — meist die künftigen Gläubiger desselben Unternehmens, gelegentlich den Eigentümer selbst.

Sie ersetzt kein Urteil. Nach Kapitel 12 bleibt ein Rest, der sich nicht in ein Verfahren überführen lässt. Die Kapitalarchitektur kann diesen Rest ausweisen und ihm einen Verantwortlichen zuordnen. Sie kann ihn jedoch nicht wegrechnen.

Und sie schlägt die Arithmetik nicht. Wenn ein Vorhaben den Kapitalsdienst nicht trägt, trägt es ihn auch nach der besten Strukturierung nicht. Eine Struktur, die eine Finanzierung ermöglicht, die wirtschaftlich nicht tragfähig ist, hat nichts geleistet — sie hat lediglich den Zeitpunkt des Scheiterns verschoben und dessen Kosten erhöht.

Eine Struktur, die eine untragbare Finanzierung ermöglicht, hat nichts geleistet. Sie hat den Zeitpunkt verschoben.

In Kapitel 17 wird die Frage aufgeworfen, wer diese Arbeit ausführen kann und warum sie sich nicht als Beratung erbringen lässt..



Kapitalarchitektur ist die Arbeit an den Übersetzungsverlusten.
Nicht ihre Aufhebung.

ABBILDUNG 18
SCHEMA

Vier Arbeitsgänge und ihre Herkunft. Kein einziger dieser Arbeitsgänge ist neu. Neu ist nur, sie als einen Vorgang zu behandeln, weil sie voneinander abhängen.

Was in Wirklichkeit sichert

Zu allem, was dieses Buch bisher behauptet hat, gibt es eine ältere, geschlossenere und in vieler Hinsicht überlegene Gegenposition. Diese soll hier zu Wort kommen, bevor das Kapitel fortgesetzt wird.

DIE KLASSISCHE KAPITALTHEORIE

Unter vollkommenen Bedingungen ist die Kapitalstruktur eines Unternehmens für seinen Wert gleichgültig. Ob eine Investition mit Eigen- oder Fremdkapital finanziert wird, verändert nur, wie der Zahlungsstrom aufgeteilt wird, nicht seine Höhe. Diese Einsicht ist über sechzig Jahre alt, sie ist formal bewiesen, und sie ist richtig.

Dass Strukturen in der Wirklichkeit dennoch eine Rolle spielen, erklärt dieselbe Theorie durch Abweichungen von den Annahmen: durch Steuern, durch Insolvenzkosten, durch Interessenkonflikte zwischen Eigentümern und Gläubigern, durch ungleich verteilte Information. Sicherheiten sind in dieser Sicht ein Instrument zur Senkung der Fremdkapitalkosten — sie verringern den erwarteten Verlust und damit den geforderten Aufschlag.

Die Aufgabe des Finanzverantwortlichen lautet folglich: Kapitalkosten minimieren.

Diese Position ist stark. Sie ist präziser als alles andere in diesem Buch, lässt sich berechnen und hat sich über Jahrzehnte bewährt. Wer sie widerlegen will, hat es nicht leicht.

VERMÖGEN
BESITZ
SICHERHEIT
ANSPRUCH
KAPITAL
INSTITUTION
KATEGORIE
PORTFOLIO
MARKT

95 Es gibt allerdings eine Beobachtung, die sie nicht erklärt.

Dieselbe Sicherheit ist für verschiedene Kreditgeber desselben Unternehmens unterschiedlich viel wert. Nicht ein wenig verschieden, sondern erheblich.

Die Hausbank, die ein Unternehmen seit fünfundzwanzig Jahren begleitet, verlangt für dieselbe Finanzierung regelmässig weniger Sicherheit als ein neuer Kreditgeber, der das Unternehmen zum ersten Mal bewertet. Sie kennt dieselben Zahlen. Sie sieht dieselbe Maschine. Sie unterliegt derselben Aufsicht. Und sie kommt zu einem anderen Ergebnis.

Nach klassischer Lesart müsste dies ein Informationsvorsprung sein. Die Hausbank weiss mehr, deshalb braucht sie weniger Absicherung. Das ist plausibel und erklärt einen Teil. Es erklärt jedoch nicht, weshalb der Unterschied auch dann bestehen bleibt, wenn dem neuen Kreditgeber sämtliche Unterlagen offengelegt werden — und weshalb er sich im Laufe der Zeit sogar vergrössert, obwohl die Informationen längst vollständig sind.

Hier wirkt etwas anderes, das im Kreditvertrag nicht erwähnt ist.

Die Hausbank betreut nicht nur diese Finanzierung. Sie hält auch die nächste. Und das Unternehmen weiss das. Es weiss, dass es in drei Jahren wiederkommen wird, dass es beim Nachfolger seines Vaters eine Betriebsmittellinie braucht und dass es bei der übernächsten Investition wieder anklopfen muss.

Die Hausbank hält nicht die Sicherheit. Sie hält die nächste Finanzierung.

Damit steht eine Frage im Raum, die dieses Buch bisher nicht gestellt hat und die seine Argumentation berührt.

Was sichert einen Kredit eigentlich?

Die naheliegende Antwort lautet: die Sicherheit. Kapitel 3 hat diese Antwort jedoch eingeschränkt: Die Sicherheit dient nicht dem Zugriff, sondern dem Anreiz. Sie wirkt, weil der Schuldner mehr zu verlieren hat und nicht, weil der Gläubiger etwas gewinnt.

Wenn man diesen Gedanken zu Ende führt, geht er weiter als in Kapitel 3. Denn wenn es darauf ankommt, was der Schuldner zu verlieren hat, dann ist die verpfändete Sache nur einer von mehreren Posten auf dieser Liste — und regelmässig nicht der grösste.

Was ein Unternehmer bei einem Zahlungsausfall tatsächlich verliert, ist zunächst der Zugang zu künftigem Kredit. Er verliert seine Bank. Er verliert seinen guten Ruf im Ort, bei Lieferanten, bei Kunden und bei anderen Instituten. Er verliert die Möglichkeit, in fünf Jahren wieder zu investieren. Für ein Unternehmen, das weitermachen will, ist das der ungleich grössere Verlust.

Die Sache ist dagegen ersetzbar. Wer nicht mehr weitermachen will, kann die Maschine ziehen lassen. Wer weitermachen will, kann seinen Ruf nicht ziehen lassen.

*Das eigentliche Sicherungsmittel ist die Zukunft der Beziehung.
Die Sache ist der Ersatz — für den, der keine hat.*

Wenn man diesen Satz ernst nimmt, verschiebt sich die Ordnung des gesamten Buches. Was bisher als Grundfall erschien, wird zum Sonderfall.

Dann sind die Sicherungsübereignung aus Kapitel 2, die Hypothek aus Kapitel 3, die Register, die Ranglisten und die gesamte Verwertungsmechanik nicht die Grundlage des Kredits. Sie sind nur noch das, was man braucht, wenn die Beziehung fehlt. Sie sind eine Ersatztechnik, die für Geschäfte zwischen Fremden entwickelt wurde, die einander nie wiedersehen.

Damit erklärt sich auch, warum die besitzlose Sicherheit historisch so spät entstand und nur mühsam entwickelt wurde. Solange Kreditgeschäfte nur unter Bekannten stattfanden, wurde sie kaum benötigt. Erst als der Kredit über die Grenzen des Bekanntenkreises hinauswuchs — genau der Vorgang, den Buch II als Gleichgültigkeit des Kapitals beschrieb — wurde eine Technik benötigt, die ohne Wiedersehen auskommt.

Das erklärt auch eine Beobachtung aus Kapitel 9, die dort noch offen blieb. Der Vorteil der Hausbank ist nicht in erster Linie ihre Wahrnehmung. Es ist ihre Position in der Zeit. Sie ist die einzige Institution im ganzen System, von der das Unternehmen weiss, dass es sie wieder brauchen wird.

Was mit der Konsolidierung verschwindet, ist deshalb nicht nur die Wahrnehmung, wie in Kapitel 9 beschrieben. Es ist die Erwartung des Wiedersehens — und mit ihr die stärkste Sicherheit, die es je gab.

Sicherheiten sind Ersatztechnik. Entwickelt für Geschäfte zwischen Fremden, die einander nie wiedersehen.

Damit ist auch die Frage beantwortet, wer die Arbeit aus Kapitel 16 leisten kann — und die Antwort fällt enger aus, als sie sollte.

Nicht ein Berater. Ein Berater erteilt eine Empfehlung und geht. Er hat kein Wiedersehen anzubieten und kann deshalb auch keines einfordern. Sein Rat ist folgenlos für ihn selbst, was ihn nicht schlechter macht, ihn aber auch ungeprüft lässt.

Auch kein Kapitalgeber, dessen Fonds in sieben Jahren abgewickelt wird. Er ist per Definition jemand, der einmal kommt. Was er anbietet, kann gut sein, aber es hat nicht die Struktur eines Wiedersehens.

Es kann nur jemand sein, der beim nächsten Mal noch da ist und von dem das Unternehmen weiss, dass er es sein wird. Das ist eine Aussage über Rechtsform, Kapitalbasis und Zeithorizont — und sie ist unbequem, weil sie die schnellen Modelle ausschliesst.

Und sie hat eine zweite Hälfte, die noch unbequemer ist. Wer sich auf die Zukunft der Beziehung als Sicherungsmittel stützt, muss dieses auch dann noch einlösen, wenn es teuer wird. Ein Kreditgeber, der beim ersten Sturm verschwindet, hat sein eigenes Sicherungsmittel zerstört — und zwar nicht nur für diesen, sondern für alle folgenden Fälle.

Wer sich auf das Wiedersehen als Sicherheit beruft, muss es sich leisten können, es einzuhalten.

In Kapitel 18 wird der Einwand der klassischen Theorie ernst genommen und geprüft, ob sich das Beschriebene nicht doch vollständig als Informationsproblem fassen lässt und woran diese Rückführung scheitert.

WAS EIN UNTERNEHMER BEI AUSFALL VERLIERT



Das eigentliche Sicherungsmittel ist die Zukunft der Beziehung.

Die Sache ist der Ersatz — für den, der keine hat.

ABBILDUNG 19
SCHEMA

Was ein Unternehmer bei Ausfall verliert. Die verpfändete Sache ist nur ein Posten auf dieser Liste — und regelmässig nicht der grösste. Wer weitermachen will, kann seinen Ruf nicht ziehen lassen.

KAPITEL ACHTZEHN

Der Einwand der Information

Gegen all das lässt sich ein Einwand erheben, der schwerer wiegt als alle anderen, weil er das Buch nicht nur widerlegt, sondern auch überflüssig macht.

DER EINWAND

Was hier über Jahrzehnte hinweg als Übersetzung beschrieben wird, ist längst formal gefasst — als Problem ungleich verteilter Information. Der Kreditgeber weiss weniger als der Kreditnehmer. Daraus folgt alles Weitere.

Sicherheiten sind kein Ersatz für Wahrnehmung, sondern ein Signal: Wer bereit ist, viel zu verpfänden, weiss, dass er zurückzahlen wird. Kategorien sind kein Vergessen, sondern eine Antwort auf Prüfkosten. Beziehungen sind keine Zukunftserwartung, sondern Informationsproduktion über die Zeit. Die Kreditverweigerung an Gute ist keine Fehlpassung, sondern eine bekannte Gleichgewichtseigenschaft von Märkten mit unbeobachtbarer Qualität.

Dieses Gebäude ist mathematisch durchgearbeitet, empirisch geprüft und mehrfach ausgezeichnet worden. Es erklärt dasselbe — nur präziser.

Der Einwand ist stark und ein grosser Teil dieses Buches liesse sich tatsächlich in seine Sprache übersetzen, ohne dass etwas verloren ginge. Die Frage ist jedoch, was mit dem Rest geschieht.

VERMÖGEN
BESITZ
SICHERHEIT
ANSPRUCH
KAPITAL
INSTITUTION
KATEGORIE
PORTFOLIO
MARKT

Zunächst ist einzuräumen, wie viel er erklärt — und es ist mehr, als einer Verteidigung lieb sein kann.

Kapitel 8 hat gezeigt, dass Kreditgeber Streuung meiden, da ihr Oberrisiko begrenzt ist. Dieselbe Beobachtung ist in der Informationsökonomik seit Langem als Gleichgewichtsergebnis beschrieben. Wer den Zins erhöht, zieht schlechtere Schuldner an und verschlechtert damit sein eigenes Portfolio. Also erhöht er den Zins nicht, sondern begrenzt die Menge. Kreditrationierung ist demnach kein Marktversagen, sondern das Ergebnis rationalen Verhaltens unter Unsicherheit.

Kapitel 3 hat gezeigt, dass Sicherheit dem Anreiz dient. Auch dies lässt sich formal fassen: als Selbstauswahl, bei der die Bereitschaft, Sicherheit zu stellen, dem Kreditgeber verrät, was er selbst nicht sehen kann.

Kapitel 9 hat zudem gezeigt, dass jede Alternative zur Bank den Entscheidenden weiter entfernt. Der Informationszugang nimmt ab und die Kosten seiner Beschaffung steigen — genau die Grössen, die dort modelliert werden.

Wer also glaubt, dieses Buch entdecke Neuland, sollte diese drei Absätze noch einmal lesen. Es beschreibt in erheblichem Umfang bereits Beschriebenes, jedoch mit Wörtern statt mit Gleichungen, die genauer sind.

Ein grosser Teil dieses Buches ist eine Übersetzung dessen, was präziser bereits vorliegt.

Und doch bleibt ein Rest, der nicht klein ist. An drei Stellen scheitert die Rückführung.

ERSTE STELLE · ASYMMETRIE SETZT WISSEN VORAUS

Ungleich verteilte Information heisst, dass einer weiss, was der andere nicht weiss. Das Modell verlangt, dass die Information existiert und irgendwo vorhanden ist.

Was der Meister an der Presse weiss, ist aber nicht in diesem Sinn vorhanden. Er hält es nicht zurück. Er könnte es nicht übergeben, wenn er wollte, weil es nicht die Form einer Aussage hat. Für eine Theorie, die Wissen als Aussagen behandelt, ist das kein Sonderfall — es ist ein blinder Fleck.

ZWEITE STELLE · VERLUST GILT ALS REIBUNG

In der Informationsökonomik ist der Verlust ein Mangel, den bessere Technik verringert. Im Grenzfall vollständiger Information verschwindet er, und das Ergebnis wird effizient.

Nach Kapitel 10 verschwindet mit dem Verlust auch die Kategorie. Eine Klassifikation, die jede Besonderheit erfasste, ordnete nichts mehr. Vollständige Information würde Vergleichbarkeit nicht vervollkommen, sondern aufheben — und mit ihr die Möglichkeit, entfernt zu finanzieren.

Dritte STELLE · RUF IST KEIN DATENSATZ

Reputation wird üblicherweise als Aufzeichnung vergangenen Verhaltens modelliert, also wiederum als Information.

Kapitel 17 hat einen anderen Mechanismus gezeigt. Was sichert, ist nicht die Vergangenheit des Schuldners, sondern seine Erwartung, wiederzukommen. Ein Schuldner mit tadellosem Verhalten und ohne künftigen Bedarf ist gefährlicher als einer mit durchwachsener Vergangenheit und einem Werk, das er weiterführen will. Das ist keine Frage der Daten. Es ist die Struktur der Lage.

Von diesen drei Stellen ist die zweite die wichtigste, weil an ihr die beiden Betrachtungsweisen unvereinbar werden.

Sie unterscheiden sich nicht darin, was sie beschreiben, sondern darin, wofür sie den Verlust halten.

Die eine hält ihn für einen Mangel. Sie fragt, wie er zu verringern sei, und jede Verringerung ist ein Fortschritt. In dieser Sichtweise ist der ideale Zustand einer, in dem der Kreditgeber alles weiss, was der Kreditnehmer weiss, und alle Anstrengungen zielen darauf ab, diesem Zustand näherzukommen.

Die andere Sichtweise betrachtet den Verlust als den Preis der Reichweite. Der Verlust ist das, wofür bezahlt wird. Ohne Verlust gäbe es keine Kategorie, ohne Kategorie keine Übertragbarkeit und ohne Übertragbarkeit keinen entfernten Kapitalgeber. In dieser Sicht ist der ideale Zustand nicht der verlustfreie, sondern der, in dem an jeder Stelle genau so viel verloren geht, wie die Reichweite verlangt — und keinen Deut mehr.

Das ist eine andere Aufgabenstellung. Sie fragt nicht, wie man die Lücke zwischen Unternehmen und Kapital schliesst. Sie fragt, welcher Abstand notwendig ist und welcher aus Nachlässigkeit entsteht.

Die eine Sicht will den Verlust beseitigen. Die andere will wissen, welcher Teil davon bezahlt werden musste.

Praktisch führen die beiden Sichten an verschiedene Orte und der Unterschied lässt sich anhand eines Beispiels verdeutlichen.

Wer den Verlust als Mangel betrachtet, investiert in die Datenerhebung. Es gibt mehr Kennzahlen, mehr Berichte, eine höhere Frequenz und mehr Schnittstellen. Die Logik ist zwingend: Wenn Unwissen das Problem ist, ist Wissen die Lösung. Genau diesen Weg hat die Kreditwirtschaft dreissig Jahre lang beschritten — mit beachtlichen Ergebnissen und einer bemerkenswerten Nebenwirkung: Die Berichte wurden besser, doch die Zahl der Stellen, an denen ein Unternehmen betrachtet wird, wurde kleiner.

Wer den Verlust hingegen als Preis für die Reichweite betrachtet, investiert anders. Er fragt bei jeder Stufe, ob die Entfernung, für die dort bezahlt wird, überhaupt benötigt wird. Manche Übersetzung findet statt, weil sie nötig ist. Manche findet statt, weil sie üblich ist. Der Unterschied kostet Geld und ist mit keiner Datenerhebung zu finden.

Ein Beispiel: Eine Finanzierung wird über drei Stufen strukturiert, weil das Refinanzierungsvehikel es so verlangt. Jede Stufe verursacht einen Übersetzungsverlust. Wäre der Kapitalgeber bereit gewesen, eine Stufe zu überspringen, hätte man ihn fragen müssen, doch die Struktur schien gegeben.

Das ist keine Datenfrage. Es ist eine Architekturfrage.

Manche Übersetzung findet statt, weil sie nötig ist. Manche, weil sie üblich ist. Der Unterschied kostet Geld.

Kapitel 19 schliesst Buch VI mit der Frage ab, wie sich diese Unterscheidung überhaupt treffen lässt und warum sie sich nur in vielen Fällen, nicht aber in einem einzelnen Fall, treffen lässt.

SICHT A · VERLUST ALS MANGEL

Ziel: Verlust beseitigen

Mehr Kennzahlen, mehr Berichte,
mehr Frequenz, mehr Schnittstellen.

Nebenwirkung: weniger Stellen,
an denen jemand hinsieht.

SICHT B · VERLUST ALS PREIS

Ziel: notwendig von üblich trennen

Welche Stufe wird gebraucht,
welche ist nur üblich?

Das ist keine Datenfrage.
Es ist eine Architekturfrage.

Manche Übersetzung findet statt, weil sie nötig ist.

Manche, weil sie üblich ist. Der Unterschied kostet Geld.

ABBILDUNG 20
SCHEMA

Zwei Sichten auf denselben Verlust. Die eine Sicht will den Verlust beseitigen und investiert in Datenerhebung. Die andere fragt, welcher Teil davon bezahlt werden musste.

Notwendig oder üblich

Am Ende des vorigen Kapitels wurde eine Unterscheidung getroffen, die einfacher klingt, als sie ist. Welche Übersetzungsstufe ist erforderlich und welche findet nur statt, weil sie immer stattgefunden hat?

Wer diese Frage im Rahmen einer konkreten Transaktion stellt, erhält eine eindeutige Antwort: Alle Stufen sind erforderlich.

Der Anwalt erklärt, dass diese Form vorgeschrieben ist — und er hat recht, denn er ist für die Wirksamkeit verantwortlich. Die Refinanzierungsstelle erklärt, dass jene Struktur verlangt wird — und sie hat recht, denn ihre Zusage ist so formuliert. Der Kreditausschuss verlangt jene Unterlage — und er hat recht, denn seine Vorlage sieht sie vor.

Niemand in diesem Raum sagt die Unwahrheit. Jeder beschreibt zutreffend die Anforderung, der er selbst unterliegt. Keiner von ihnen kann jedoch sagen, ob diese Anforderung aus der Sache selbst folgt oder aus der Gewohnheit derer, die sie aufgestellt haben.

Das ist keine Nachlässigkeit. Es ist ein Erkenntnisproblem. In einem einzelnen Fall gibt es keinen Massstab, an dem sich die Notwendigkeit messen liesse, denn der einzige Massstab wäre der Fall, der ohne diese Stufe durchgeführt wurde — und dieser liegt nicht vor.

In einem Einzelfall ist jede Stufe notwendig. Notwendigkeit ist eine Eigenschaft des Vergleichs.

VERMÖGEN
BESITZ
SICHERHEIT
ANSPRUCH
KAPITAL
INSTITUTION
KATEGORIE
PORTFOLIO
MARKT

Dass sich Stufen anhäufen und nur selten wieder verschwinden, hat einen Grund, der nichts mit Trägheit zu tun hat. Er liegt in einer Asymmetrie, die für alle Beteiligten gilt.

DER ANWALT

Wer eine Klausel weglässt, die sich später als nötig erweist, haftet. Wer eine überflüssige Klausel einfügt, trägt nichts. Die Kosten des Zuviel zahlt der Mandant, die Kosten des Zuwenig zahlt der Berater.

DER KREDITANALYST

Wer eine Unterlage nicht anfordert und der Fall geht schief, hat sie nicht angefordert. Wer eine überflüssige anfordert, hat gründlich gearbeitet. Das Aktenzeichen belohnt das Zuviel.

DIE REFINANZIERUNGSTELLE

Wer eine Anforderung streicht und einen Ausfall erlebt, muss erklären, warum er sie gestrichen hat. Wer sie behält, muss nie erklären, warum er sie behalten hat.

DER UNTERNEHMER

Er zahlt jede dieser Vorsichtsmassnahmen, hat aber keinen Vergleichsmassstab und keine Stimme in den Verfahren, die sie erzeugen.

In keiner dieser vier Positionen gibt es einen Anreiz, eine Stufe auszulassen. Jede einzelne wurde aus gutem Grund eingeführt und es ist nicht Aufgabe eines jeden, zu prüfen, ob dieser Grund noch besteht.

Es gibt niemanden, dessen Aufgabe es ist, eine Stufe wegzulassen. Deshalb wächst jede Übersetzungskette in eine Richtung.

Wenn Notwendigkeit eine Eigenschaft des Vergleichs ist, dann lässt sie sich nur dort feststellen, wo Vergleiche möglich sind, also bei vielen Fällen desselben Typs.

Wer vierzig ähnliche Finanzierungen begleitet hat, weiss Dinge, die aus keiner Einzelbetrachtung ersichtlich werden. Er weiss beispielsweise, dass eine bestimmte Unterlage sechsmal nicht beigebracht werden konnte und die Transaktion trotzdem zustande kam. Er weiss, dass ein bestimmtes Gutachten in einer Rechtsordnung verlangt wird, in der Nachbarordnung jedoch nicht, obwohl die Sachlage dieselbe ist. Er weiss, welche Klausel in fünf Jahren nie zur Anwendung kam.

Nichts davon liesse sich aus einem einzelnen Fall gewinnen und nichts davon steht in einem Lehrbuch. Es handelt sich um Erfahrungswissen im strengen Sinn: Es entsteht durch Wiederholung und ist nur an weiterer Wiederholung überprüfbar.

Damit erhält der Befund aus Kapitel 15 eine zweite, tiefere Begründung. Dort wurde gesagt, dass sich die Stückkosten durch Wiederholung senken lassen, da Verträge wiederverwendbar sind und Fragen bekannt sind. Das ist korrekt und stellt die kleinere Hälfte dar. Die grössere Hälfte ist, dass Wiederholung die einzige Quelle des Wissens darüber ist, was tatsächlich verlangt wird.

Wer zum ersten Mal strukturiert, kann nur alles tun, was ihm genannt wird. Er hat keine Grundlage, etwas wegzulassen — und wäre schlecht beraten, es zu versuchen.

Wiederholung senkt nicht nur die Kosten. Sie ist die einzige Quelle des Wissens darüber, was wirklich verlangt wird.

Viel sehen allein genügt allerdings nicht, wodurch sich der Kreis noch einmal einschränkt.

Auch ein Berater sieht viele Fälle. Er sammelt dieselben Erfahrungen und könnte dieselben Schlüsse ziehen. Nur hat er keinen Grund, dies zu tun. Wer eine Stufe streicht und irrt, trägt die Folgen nicht — und wer sie beibehält, ebenfalls nicht. Für ihn ist die Frage folgenlos und folgenlose Fragen werden nicht ernsthaft gestellt.

Umgekehrt trägt der Unternehmer sämtliche Folgen und betrachtet nur einen einzigen Fall. Er hat den Anreiz, aber nicht die Grundlage.

Die Unterscheidung zwischen notwendig und üblich kann deshalb nur dort getroffen werden, wo beides zusammenkommt: viele Fälle und eigene Folgen. Wer vierzig Transaktionen gesehen hat und beim einundvierzigsten selbst haftet, wenn die weggelassene Stufe fehlte, wird sehr genau prüfen, welche er weglässt.

Das ist die eigentliche Begründung dafür, weshalb diese Arbeit nicht als Beratung erbracht werden kann. Nicht, weil Beratung minderwertig wäre, sondern weil die entscheidende Unterscheidung nur von jemandem getroffen wird, der sie bezahlt, wenn sie falsch ist. Sondern weil die entscheidende Unterscheidung nur von jemandem getroffen wird, der im Falle einer Fehlentscheidung die Kosten trägt.

Viele Fälle sehen und eigene Folgen tragen. Wer nur eines von beidem hat, kann die Unterscheidung nicht treffen.

Es gibt jedoch eine Einschränkung, die dieses Kapitel nicht verschweigen darf, da sie aus dem eigenen Werk folgt.

Das Wissen darüber, welche Stufe notwendig ist, hat dieselbe Beschaffenheit wie das Wissen des Firmenkundenbetreuers aus Kapitel 12: Es ist an Personen gebunden, entsteht mit der Zeit, lässt sich nicht vollständig aufschreiben und ist Dritten nur schwer nachzuweisen.

Damit gilt für dieses Wissen dasselbe wie für alles andere, was in diesem Buch beschrieben wurde: Es kann nicht gekauft, sondern nur angesammelt werden. Es lässt sich nicht durch die Einstellung erfahrener Personen sofort erwerben, da ihre Erfahrung aus anderen Zusammenhängen stammt. Und es lässt sich nicht abkürzen, da die Abkürzung genau die Wiederholung überspringen würde, aus der es entsteht.

Wer eine Praxis dieser Art aufbaut, beginnt deshalb notwendigerweise teuer und langsam. Die ersten Fälle kosten mehr, als sie einbringen — nicht wegen Anfängerfehlern, sondern weil die eigentliche Ausbeute nicht die Transaktion ist, sondern das Wissen darüber, was beim nächsten Mal entfallen kann.

Das ist eine unbequeme Bedingung und der Grund, weshalb dieser Weg selten gegangen wird. Er verlangt, mehrere Jahre lang für etwas zu bezahlen, das sich erst danach zeigt, und er verlangt, das auszuhalten, ohne vorher Ergebnisse versprechen zu können.

Die ersten Fälle kosten mehr, als sie einbringen. Ihre Ausbeute ist nicht die Transaktion, sondern das Wissen, was beim nächsten Mal entfallen kann.

Damit endet Buch VI. Was aus dieser Analyse folgt, nämlich die Anforderungen an diejenigen, die sie umsetzen wollte, ist der Gegenstand von Buch VII. Dort erscheint zum ersten Mal ein Unternehmen.

WER	KOSTEN DES ZUWENIG	KOSTEN DES ZUVIEL
Anwalt	Klausel weglassen → Haftung	Klausel einfügen → nichts
Kreditanalyst	Unterlage fehlt → Vorwurf	Unterlage zuviel → gründlich
Refinanzierer	Streichen → erklären	Behalten → nie erklären
Unternehmer	zahlt alles	hat keine Stimme

Es gibt niemanden, dessen Aufgabe es ist, eine Stufe wegzulassen.

Deshalb wächst jede Übersetzungskette in eine Richtung.

ABBILDUNG 21
SCHEMA

Warum Übersetzungsketten nur wachsen. In jeder der vier Positionen ist das Zuviel folgenlos und das Zuwenig teuer. Niemandes Aufgabe ist es, eine Stufe wegzulassen.

SIEBTES BUCH

Die Konsequenz

Sieben Anforderungen, hergeleitet ohne Firmennamen. Und die Prüfung eines Unternehmens daran.

Vermögen
Besitz
Sicherheit
Anspruch
Kapital
Institution
Kategorie
Portfolio
Markt

Die Anforderungen

Ein Buch, das auf neunundneunzig Seiten eine Analyse betreibt und dann mit einem Vorschlag endet, hat ein Problem. Der Vorschlag steht unter dem Verdacht, bereits das Ziel der Analyse gewesen zu sein — und dieser Verdacht lässt sich nicht durch Beteuerungen ausräumen.

Es gibt jedoch einen Weg, diesem Verdacht zu entgehen. Man kann die Anforderungen formulieren, ohne zu sagen, wer sie erfüllen soll. Wenn sie aus der Analyse folgen, folgen sie jedem — und wer sie später erfüllt, hat sie nicht geschrieben, sondern gefunden.

Dieses Kapitel tut das. Es leitet aus den sechs vorangegangenen Büchern ab, welche Antwort auf die beschriebene Lage erforderlich ist. Ob jemand dazu in der Lage ist, ist eine andere Frage, die hier nicht beantwortet wird.

Die Anforderungen sind keine Wünsche. Jede von ihnen ist die Umkehrung eines Befundes und lässt sich auf das entsprechende Kapitel zurückführen. Wer eine der Anforderungen streicht, muss das zugehörige Kapitel widerlegen.

Wenn die Anforderungen aus der Analyse folgen, folgen sie für jeden. Wer sie erfüllt, hat sie nicht geschrieben.

VERMÖGEN
BESITZ
SICHERHEIT
ANSPRUCH
KAPITAL
INSTITUTION
KATEGORIE
PORTFOLIO
MARKT

VIELE FÄLLE DESSELBEN TYP

Die Stückkosten sinken durch Wiederholung, nicht durch Bündelung. Und nur an vielen Fällen zeigt sich, welche Übersetzungsstufe notwendig ist.

KAP. 15, 19

EIGENE FOLGEN TRAGEN

Wer eine Stufe streicht und irrt, muss es bezahlen. Sonst wird die Unterscheidung zwischen notwendig und üblich nicht ernsthaft getroffen.

KAP. 19

BEIM NÄCHSTEN MAL NOCH DA SEIN

Das eigentliche Sicherungsmittel ist die Erwartung des Wiedersehens. Wer nur einmal kommt, muss diese Sicherheit durch andere ersetzen — und zahlt dafür.

KAP. 17

DEN URTEILSANTEIL AUSWEISEN

Ein Rest lässt sich nicht in ein Verfahren überführen. Er ist zu benennen, zu verantworten und im Nachhinein zu überprüfen — nicht in Kennzahlen aufzulösen.

KAP. 12

DIE HAUSBANK NICHT ERSETZEN WOLLEN

Sie hält die stärkste Sicherheit, die es gibt. Wer sie verdrängt, zerstört Wert, den er selbst nicht herstellen kann.

KAP. 9, 17

DIE ARITHMETIK AUSHALTEN

Der Ertrag besteht in der Umlage fester Kosten. Die Marge ist schmal, die Anlaufzeit lang, und die ersten Fälle kosten mehr, als sie einbringen.

KAP. 15, 19

NICHT BEHAUPTEN, DAS UNÜBERSETZBARE ZU ÜBERSETZEN

Was sich nicht ausschliessen lässt, lässt sich nicht besichern — mit keiner Aufbereitung und keiner Technik. Wer das Gegenteil verspricht, hat die Analyse nicht verstanden.

KAP. 2, 16

Diese sieben widersprechen einander nicht. Sie widersprechen jedoch etwas anderem, was sie schwierig macht.

Sie widersprechen fast allem, was ein neu gegründetes Unternehmen normalerweise tun möchte und tun muss.

Die zweite Anforderung, eigene Folgen zu tragen, schliesst das Beratungsmodell aus, also genau die Form, mit der sich am schnellsten Umsatz erzielen liesse. Wer haftet, braucht Kapital, bevor er Erträge erwirtschaftet.

Die dritte Anforderung — beim nächsten Mal noch da sein — schliesst Strukturen mit fester Laufzeit aus, also die übliche Form, in der institutionelles Kapital überhaupt zu bekommen ist. Ein Vehikel, das in sieben Jahren abgewickelt wird, kann kein Wiedersehen versprechen.

Die fünfte Anforderung — die Hausbank nicht ersetzen wollen — schliesst den grössten denkbaren Markt aus und begrenzt das Geschäft auf einen Ausschnitt, der neben etwas Bestehendem stattfindet.

Die sechste Anforderung — die Arithmetik aushalten — schliesst die Erwartungen aus, die gewöhnlich an neu gegründete Finanzunternehmen gestellt werden. Wer mehrere Jahre lang teurer arbeitet, als er einnimmt, muss das jemandem erklären, der es nicht gern hört.

Die sieben Anforderungen widersprechen einander nicht. Sie widersprechen dem, was ein Unternehmen normalerweise tun will.

Daraus folgt eine nüchterne Einschätzung der Lage, die jede Marktanalyse in den Schatten stellt.

Wenn alle sieben Anforderungen zutreffen und den gewöhnlichen unternehmerischen Anreizen widersprechen, erklärt das die beschriebene Lücke. Sie besteht nicht, weil sie niemandem aufgefallen wäre. Sie besteht, weil ihre Bearbeitung ein Verhalten verlangt, das sich schlecht rechnet, langsam entwickelt und schwer zu erklären ist.

Das ist eine bessere Erklärung als jede, die von Marktversagen spricht. Märkte versagen selten. Häufiger ist, dass die Bedingungen, unter denen etwas möglich wäre, für die Beteiligten unattraktiv sind — und es deshalb unterbleibt, obwohl es niemand verhindert.

Damit ist zugleich gesagt, was eine Antwort nicht sein kann. Sie kann keine bessere Idee sein, denn die Idee ist nicht das Problem. Sie kann auch keine bessere Technik sein, denn die technischen Fragen sind gelöst. Eine Antwort kann nur eine andere Bereitschaft sein: die Bereitschaft, unter Bedingungen zu arbeiten, die andere aus guten Gründen meiden.

Ob eine solche Bereitschaft klug ist, lässt sich im Voraus nicht sagen. Sie ist keine Einsicht, sondern eine Wette — und zwar eine, deren Ausgang erst nach Jahren feststeht, da die entscheidende Grösse die angesammelte Wiederholung ist.

Die Lücke besteht nicht, weil niemand sie bemerkt hätte. Sie besteht, weil ihre Bearbeitung ein Verhalten verlangt, das sich schlecht rechnet und schwer erklären lässt.

Zwei Bemerkungen schliessen dieses Kapitel ab, und beide betreffen die Grenzen dessen, was hier gezeigt wurde.

Die erste ist, dass aus den sieben Anforderungen kein Geschäftsmodell folgt. Sie sagen lediglich, welche Bedingungen eine Antwort erfüllen müsste, nicht wie diese aussehen würde. Es sind vermutlich mehrere Formen denkbar, die diese Anforderungen erfüllen: eine spezialisierte Finanzierungsgesellschaft, ein genossenschaftlicher Zusammenschluss, eine Erweiterung bestehender Institute oder etwas völlig Neues.

Die zweite Bemerkung: Die Anforderungen sind Bedingungen der Möglichkeit, aber keine Erfolgsgarantie. Ein Unternehmen kann alle sieben Anforderungen erfüllen und dennoch scheitern — etwa an der Auswahl der Fälle, an der Konjunktur, an einem Fehler in der ersten grossen Transaktion oder schlicht an Pech. Die Anforderungen schliessen aus, was nicht funktionieren kann. Sie sagen nicht, was funktionieren wird.

Wer aus diesem Buch eine Rechtfertigung ableiten wollte, hat es falsch gelesen. Es begründet, dass eine bestimmte Art von Arbeit nötig ist. Es begründet jedoch nicht, dass irgendjemand Bestimmtes sie leisten kann.

Das nächste Kapitel nennt zum ersten Mal ein Unternehmen. Das tut es nicht, weil dieses Unternehmen die Antwort wäre, sondern weil ein Buch, das eine Analyse zu einem Vorhaben entwickelt hat, dieses Vorhaben nennen muss — und sich anschliessend daran messen lassen muss.

Die Anforderungen schliessen aus, was nicht funktionieren kann. Sie sagen nicht, was funktionieren wird.

In Kapitel 21 wird FE Capital genannt und anhand der sieben Anforderungen dieses Kapitels geprüft, einschliesslich derer, die derzeit nicht erfüllt sind.

01	Viele Fälle desselben Typs	5.3, 6.4
02	Eigene Folgen tragen	6.4
03	Beim nächsten Mal noch da sein	6.2
04	Den Urteilsanteil ausweisen	4.3
05	Die Hausbank nicht ersetzen	3.3, 6.2
06	Die Arithmetik aushalten	5.3, 6.4
07	Nichts Unübersetzbares versprechen	1.2, 6.1

Wenn die Anforderungen aus der Analyse folgen, folgen sie für jeden.

ABBILDUNG 22
SCHEMA

Sieben Anforderungen und ihre Herkunft. Jede Anforderung ist die Umkehrung eines Befundes. Wer eine davon streicht, muss das zugehörige Kapitel widerlegen.

Der Fall FE Capital

FE Capital ist ein in Luxemburg ansässiges Unternehmen, das sich zum Ziel gesetzt hat, die in Kapitel 16 beschriebene Arbeit für eigen-
tümergeführte Unternehmen im deutschsprachigen Raum zu leisten.
Es besteht aus einer Holding sowie zwei eigenständigen Schwesterge-
sellschaften: einer für Immobilienstrukturen und einer für
Nachrangkapital.

Das ist die vollständige Beschreibung. Sie steht auf Seite 106 und
der Umstand, dass sie so kurz ausfällt, ist beabsichtigt. Das Vorhaben
selbst ist nicht der Gegenstand dieses Buches, sondern sein Anlass.

Es wäre möglich, mehrere Kapitel damit zu füllen, weshalb dieses
Unternehmen geeignet ist. Das wäre der übliche Weg, der jedoch das
Buch beschädigen würde. Denn nach zwanzig Kapiteln der Herlei-
tung stünde ein Instrument bereit, das schärfer ist als jede Selbstbe-
schreibung: die sieben Anforderungen aus dem vorigen Kapitel.

Sie wurden formuliert, bevor der Name fiel. Sie gelten für jeden.
Und sie lassen sich auf denjenigen anwenden, aus dessen Vorhaben
dieses Buch entstanden ist — mit dem entsprechenden Ergebnis.

*Das Vorhaben ist nicht der Gegenstand dieses Buches. Es ist sein
Anlass.*

VERMÖGEN
BESITZ
SICHERHEIT
ANSPRUCH
KAPITAL
INSTITUTION
KATEGORIE
PORTFOLIO
MARKT

01

VIELE FÄLLE DESSELBEN TYPUS

Nicht erfüllt. Die Zahl abgeschlossener Transaktionen ist null. Damit fehlt beides, was Kapitel 19 an Wiederholung geknüpft hat: die gesunkenen Stückkosten und das Wissen darüber, welche Übersetzungsstufe entfallen kann. Diese Anforderung lässt sich nicht durch Absicht erfüllen und nicht durch Kapital abkürzen. Sie verlangt Jahre.

NICHT
ERFÜLLT

02

EIGENE FOLGEN TRAGEN

Strukturell entschieden, tatsächlich unbewiesen. Die Entscheidung, eigenes Risiko zu tragen statt ausschliesslich zu vermitteln, ist getroffen und dokumentiert. Ob sie eingehalten wird, zeigt sich erst am ersten Verlust — und der ist noch nicht eingetreten.

ENTSCHIEDEN,
UNGEPRÜFT

03

BEIM NÄCHSTEN MAL NOCH DA SEIN

Die Struktur ist darauf angelegt: eine Holding ohne feste Laufzeit, keine Fondsabwicklung nach sieben Jahren. Nur nützt die Struktur wenig. Nach Kapitel 17 wirkt die Erwartung des Wiedersehens, nicht die rechtliche Möglichkeit dazu. Diese Erwartung entsteht aus Geschichte, und es gibt keine.

STRUKTURELL JA,
FAKTISCH NEIN

04

DEN URTEILSANTEIL AUSWEISEN

Erfüllt im Verfahren. Die qualitative Beurteilung erfolgt nach einer benannten Methodik, der Urteilsanteil wird als solcher bezeichnet und einer Person zugeordnet. Was fehlt, ist die Eichung: Ohne beobachtete Ausfälle lässt sich nicht sagen, ob die Einschätzungen getragen haben.

ERFÜLLT,
UNGEEICHT

05

DIE HAUSBANK NICHT ERSETZEN WOLLEN

Erfüllt, und zwar überprüfbar. Der Verzicht auf Verdrängung ist als Grundsatz festgehalten, die Abstimmung von Rangverhältnissen ist Verfahrensbestandteil, und es bestehen keine Zuführungsziele zwischen den beiden Gesellschaften. Das lässt sich an Verträgen und Vergütungsregeln prüfen, nicht nur an Absichtserklärungen.

ERFÜLLT

06

DIE ARITHMETIK AUSHALTEN

Offen, und dies ist die kritischste der sieben. Sie hängt nicht vom Unternehmen ab, sondern von der Geduld derer, die es finanzieren. Kapitalquellen und Erwartungshorizont sind nicht abschliessend festgelegt. Wer mehrere Jahre teurer arbeitet als er einnimmt, braucht Kapitalgeber, die das vorher akzeptiert haben — und das ist eine Zusage, die niemand für einen anderen geben kann.

OFFEN

07

NICHT BEHAUPTEN, DAS UNÜBERSETZBARE ZU ÜBERSETZEN

Erfüllt, und dies ist die einzige Anforderung, für die bereits Belege vorliegen. Die Dokumentationsgeschichte des Vorhabens besteht in erheblichem Umfang aus gestrichenen Behauptungen: entfernte Konditionsangaben, zurückgenommene Marktbehauptungen, als offen gekennzeichnete Hypothesen. Das ist kein Verdienst, sondern eine Spur — aber sie ist nachlesbar.

ERFÜLLT

Ein solches Ergebnis wäre in einer Investorenunterlage unbrauchbar. In einer Untersuchung ist es das Erwartbare, und es lohnt sich, die Gründe dafür zu nennen.

Vier der sieben Anforderungen — die erste, dritte, vierte und sechste — können von einem neu gegründeten Unternehmen grundsätzlich nicht erfüllt werden. Nicht, weil die Qualität fehlt, sondern weil ihre Erfüllung Vergangenheit voraussetzt. Wiederholung, Wiedersehenserwartung, Eichung an beobachteten Ausfällen, durchgehaltene Geduld — all das sind Grössen, die nur entstehen können, wenn Zeit vergeht.

Daraus folgt etwas, das für die Beurteilung solcher Vorhaben allgemein gilt. Ein neues Unternehmen in diesem Feld kann seine Eignung nicht unter Beweis stellen. Es kann lediglich nachweisen, dass es die richtigen Bedingungen kennt und sich ihnen nicht entzieht.

Das ist wenig und doch mehr als üblich. Die meisten Vorhaben dieser Art erklären nicht, woran sie scheitern könnten, sondern warum sie gelingen werden. Wer die sieben Anforderungen aufschreibt und anschliessend feststellt, dass er derzeit fünf davon nicht erfüllt, hat sich eine Messlatte gesetzt, an der er später gemessen wird — auch von denen, die ihm nicht wohlgesonnen sind.

Ob er sie erreicht, entscheidet sich nicht in diesem Buch.

Ein neues Unternehmen in diesem Feld kann seine Eignung nicht zeigen. Es kann nur zeigen, dass es die richtigen Bedingungen kennt und sich ihnen nicht entzieht.

Es bleibt eine Offenlegung, ohne die dieses Buch nicht enden darf.

Sie stammt aus dem Inneren des in diesem Kapitel geprüften Vorhabens. Der Verfasser ist nicht unbeteiligt und keine Anstrengung um Strenge kann das ändern. Wer diese Seiten liest, sollte dies mit dem Abschlag tun, den man einer Selbstauskunft gibt.

Es gibt allerdings einen Grund, weshalb der Abschlag kleiner ausfallen darf als sonst: Er liegt in der Reihenfolge. Die sieben Anforderungen stehen im vorigen Kapitel, nicht in diesem. Sie sind aus sechs Büchern hergeleitet, die ohne einen Firmennamen auskommen. Wer sie für falsch hält, kann sie angreifen, ohne über FE Capital sprechen zu müssen — und wer sie für richtig hält, kann sie anwenden, wie er will.

Das ist die einzige Form von Unbefangenheit, die ein Beteiligter herstellen kann. Er kann den Massstab von sich trennen. Ob er selbst ihm genügt, muss er anderen überlassen.

Damit ist die Argumentation dieses Buches abgeschlossen. Vermögen wird zu Besitz, Besitz zu Sicherheit, Sicherheit zu Anspruch und schliesslich zu Kapital. Dabei geht jedes Mal etwas verloren, das nie wieder auftaucht. Dieser Vorgang ist nicht umkehrbar. Man kann nur aufhören, ihn für ein Naturereignis zu halten.

Man kann die Übersetzung nicht aufheben. Man kann nur aufhören, sie für ein Naturereignis zu halten.

Es folgen der Anhang mit Quellen, Annahmen und offenen Fragen sowie eine Liste der Aussagen dieses Buches, die sich als falsch erweisen könnten und Kriterien, anhand derer sich dies erkennen liesse.

Viele Fälle desselben Typs	● nicht erfüllt
Eigene Folgen tragen	● entschieden, ungeprüft
Beim nächsten Mal da sein	● strukturell ja, faktisch nein
Den Urteilsanteil ausweisen	● erfüllt, ungeeicht
Die Hausbank nicht ersetzen	● erfüllt
Die Arithmetik aushalten	● offen
Nichts Unübersetzbare	● erfüllt

Zwei erfüllt. Drei entschieden, aber unbewiesen. Zwei offen.

Ein neues Unternehmen kann seine Eignung nicht zeigen — nur, dass es die Bedingungen kennt.

ABBILDUNG 23
SCHEMA

Das Vorhaben gegen die sieben Anforderungen. Vier der sieben können von einem neu gegründeten Unternehmen grundsätzlich nicht erfüllt werden, weil ihre Erfüllung Vergangenheit voraussetzt.