

## Kapitaleinsatz/Schulden/Risiko – Das Theorem von Modigliani und Miller und die Missverständnisse zwischen Unternehmen und Banken

# Gefährliche Unwissenheit

Es kommt nicht auf den Grad der Verschuldung eines Unternehmens an, sondern auf dessen Fähigkeit, ausreichende Gewinne zu erzielen. Nur: **Unternehmer wissen oft wenig von den Banken und Banker von den Unternehmen.** Diese gegenseitige Ignoranz ist gefährlich.

Bozen - Es ist gar nicht unwahrscheinlich, dass es Leser/-innen dieser Zeitung überrascht, wenn in einem ihrer Artikel das Theorem von Modigliani und Miller zu einer Titelseite erhoben wird. Was haben Erkenntnisse zweier vor Jahren verstorbener Wirtschaftswissenschaftler zur finanzwirtschaftlichen Theorie mit Südtirol und seiner Wirtschaft zu tun? Sehr viel, würde ich sagen. Denn

das, was Franco Modigliani und Merton Miller, die für wichtige wissenschaftliche Beiträge mit dem Nobelpreis ausgezeichnet worden sind, als Regel begründet haben, gilt auch für Südtirol, und es lassen sich daraus einige nützliche Erkenntnisse ableiten.

Ihr vielleicht bekanntestes Theorem ist jenes über die Irrelevanz der Struktur des Unternehmenskapitals. Jedes Schuldeniveau, welches ein Unternehmen eingeht, um die eigenen Anlagen und Initiativen zu finanzieren, ist irrelevant für die Wertschöpfung. Was zählt, ist die Wettbewerbsfähigkeit des Geschäfts und die Fähigkeit einer Unternehmung, Gewinne zu erzielen und so Finanzierungsflüsse für die Eigentümer (Aktionäre) und Gläubiger zu bilden. Die Kapitalstruktur dient lediglich dazu, diese Flüsse unter den Kapitallieferanten aufzuteilen. Wenn ein Unternehmen Schulden hat, sind die Kosten des Aktienkapitals (Eigenkapitals) höher, da das finanzielle Risiko besteht, dass die Firma die Schulden nicht zurückzahlen kann. Demzufolge wird eine Kapitalerhöhung zum Beispiel einer Bank (freiwillig oder weil sie von den neuen Eigenkapitalregeln lt. Basel III verlangt wird) augenscheinlich das finanzielle Risiko von Bilanzschulden reduzieren. Die Bank kommt daher in den Genuss des Skaleneffekts der eigenen Entscheidungen im Bereich Finanztechnik.

Wenn jedoch infolge der Erhöhung des Aktienkapitals sowohl die Risiken der Aktionäre als auch die der Gläubiger verringert werden, so muss der Preis der zwei Finanzquellen fallen.

Wenn wir es so sehen wollen, war die Blauäugigkeit (oder gewollte Blauäugigkeit) von Modigliani und Miller



jene, zu beweisen, dass bei Anwendung bestimmter Idealbedingungen die Änderung der Beziehung zwischen Schulden und Aktienkapital für die Kosten des Unternehmenskapitals unbedeutend sein wird. Oder in anderen Worten: Wenn wir die Schulden erhöhen, werden die Kosten des Aktienkapitals steigen, während im Falle von Schuldenreduzierungen das Gegenteil der Fall sein wird. In beiden Fällen wird jede Änderung der Verschuldung zu einem höheren oder niedrigeren Zinsfuß führen, den die Investoren verlangen, die dem Unternehmen Kapital zur Verfügung stellen. Und hier kommen wir zur besagten Irrelevanz von Beschlüssen finanzieller Natur. Jahrzehntlang haben Kommentatoren und Marktteilnehmer diese Theo-

rie als weltfremd und nicht der Wirklichkeit entsprechend angeprangert, indem sie argumentiert haben, dass alles ganz anders ist und dass ein großer Unterschied besteht, ob Unternehmen oder Banken mehr oder weniger verschuldet sind.

Unsere Leser/-innen müssen wissen, dass der Wert eines guten theoretischen Modells, sei es in der Wirtschaft wie auch in der Physik, nicht nur auf die Wahrheit bezogen ist, sondern auf die Fragen, die es stellt. Das Theorem von Modigliani und Miller weist auf die idealen Bedingungen hin, für welche ihr Theorem gilt oder in anderen Worten: Welche Verzerrungen können in der Gesellschaft gebildet werden, damit sich eine immer höhere Verschuldung für die interessierten Akteure lohnt, aber

nicht für die Gesellschaft in ihrer Gesamtheit? Diese Theorie kann uns helfen, wichtige Fragen zur wirtschaftlichen Entwicklung in Südtirol zu beantworten. Stimmt es, dass die Banken, wenn wir von ihnen verlangen, ihr Kapital zu erhöhen, weniger Kredite an Betriebe und Verbraucher vergeben werden - mit allen daraus folgenden negativen Nebeneffekten für die sogenannte „reale Wirtschaft“?

Die Eigenschaften des Kapitals haben nichts damit zu tun, wie die Banken ihre Mittel investieren, und wenn sie beschließen, die Kreditvergabe an Betriebe oder Verbraucher einzuschränken, sind andere Gründe dafür zu nennen als Basel III.

Die Abänderung des Kapitalmix zwischen Schulden und Eigenkapital hat keinerlei negative soziale Auswirkungen, im Gegenteil, sie verbessert die Anreizverzerrung zur Anhäufung von Schulden, um in den Genuss steuerlicher Vorzüge zu kommen (die Passivzinsen sind noch steuerlich abzugsfähig, d.h. sie werden noch teilweise von allen Steuerpflichtigen bezahlt) und die Dimensionen der Banken zu vergrößern, um sie vor Systemkrisen zu schützen. („zu groß, um sie in Konkurs gehen zu lassen“). Wenn diese falschen Anreizsysteme im Spiel sind, funktioniert das Theorem nicht mehr, und wir beobachten dann, wie Unternehmen und Banken in Konkurs gehen, wie Käufe und Investitionen mit riesigen Schuldenoperationen finanziert werden und Bankenmanager sieben- bis achtstellige Jahresgehälter beziehen.

Im 19. Jahrhundert haben die Banken ihre Anlagen zu 40 Prozent mit eigenem Kapital finanziert; dieselben Banken verlangen heute von ihren Schuldern einen Eigenkapitalanteil, der bis zu 30 Prozent reicht. Die Regeln nach Basel III werden von den großen Finanzgruppen aber höchstens zehn Prozent Eigenkapital verlangen. Es war die Nachlässigkeit auf diesem Gebiet, welche die Finanzkrise, die wir heute erleben, beschleunigt hat. Die Systemstruktur der Eurozone hat die eigenen finanziellen Institutionen dazu ange-

spornt, sich verstärkt auf kurzfristige Finanzierungen zu verlassen. Ein Beispiel: Die 90 Banken, die unlängst von der European Banking Authority einem sogenannten Stresstest unterzogen wurden, müssen innerhalb der nächsten zwei Jahre 5.400 Milliarden Euro Schulden refinanzieren, das entspricht 45 Prozent des BIP der Europäischen Union. Bis vor Kurzem war es dank des impliziten „Moral Hazards“ der Eurozone (es wurde ange-

nommen, dass niemand in Konkurs gehen würde) leicht, diese Finanzierungen zu erneuern; jetzt aber wackelt diese Sicherheit. Es besteht demzufolge ein erhöhtes Risiko an beschleunigter Kapitalflucht. Das kurzfristige „funding“ (also die Möglichkeit, kurzfristig Mittel aufzubringen) könnte versiegen, wie es im Falle der „structured investment vehicles (SIV)“ im Jahr 2007 passiert ist, und bei Bear Stearns und Lehman Brothers im Jahre 2008.

Was bedeutet all dies für Südtirol, seine Bezirke und Täler? Viele Unternehmer und Finanzverantwortliche von Unternehmen verstehen nicht umfassend, was eine Bank ist und wie Bankgeschäfte funktionieren. Umgekehrt verstehen viele Banken das Business, die Marktstrategie und die Konkurrenzsituation der Unternehmen nicht, die um eine Bankfinanzierung oder eine Erhöhung des Kontokorrentdarlehens ansuchen. Wenn diese Missverständnisse gleichzeitig auftreten, kann man sich leicht vorstellen, was früher oder später passieren wird. Obwohl die Finanzwirtschaft nicht der Schwerpunkt ist, welcher Technologie und Erneuerung bewegt, kann die naive Annahme, sie sei unbedeutend, unternehmerische Desaster mit ersten sozialen und familiären Folgen bewirken.

Unternehmer sind oft Menschen, die mit der Herstellung und dem Verkauf ihrer Produkte eng verbunden sind. Die Finanzflüsse eines Unternehmens zu leiten, ist vielleicht keine unterhaltsame Tätigkeit. Denn die eigenen Kunden dazu aufzufordern, die Rechnungen so bald wie möglich zu begleichen, oder professionell einen Bankvertrag auszuhandeln, sind sicherlich nicht Dinge, die an oberster Stelle der Liste der beliebtesten Tätigkeiten der Unternehmer stehen. Aber Nachlässigkeiten in diesem Bereich können sehr teuer zu stehen kommen. Vielleicht ist es besser, das Theorem von Modigliani und Miller noch einmal durchzulesen: Unternehmer, Bankiers und Politiker sind gewarnt.

Maurizio Murgia



**Der Autor:** Univ.-Prof. Maurizio Murgia ist Dekan der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Freien Universität Bozen.