

Schulden und ihre Bedeutung für Wirtschaft und Gesellschaft

	Seite
Abbildungsverzeichnis	2
1. Schulden und ihre Bedeutung für Wirtschaft und Gesellschaft	3
<i>1.1 Einleitung</i>	3
<i>1.2 Kredit und Schulden</i>	3
<i>1.3 Sparen und Investitionen</i>	11
<i>1.4 Bewertung von Schulden: Ratingagenturen und Finanzmarkt</i>	22
<i>1.5 Chancen und Risiken von Schulden</i>	33
<i>1.6 Fazit</i>	36
Anhang 1: Ratings von Moody's, Fitch Ratings und Standard & Poor's	41
Anhang 2: Zeit vom ursprünglichen Rating bis zum Kreditereignis, für weltweite Unternehmenspleiten (1981-2009)	42
Anhang 3: Weltweite durchschnittliche kumulative Ausfallwahrscheinlichkeiten von Unternehmensanleihen (1981-2009)	43
Anhang 4: Durchschnittliche Ein-Jahres-Ratingmigrationsmatrix für weltweite Unternehmensanleihen(1981-2009)	44
Anhang 5: Durchschnittliche Zehn-Jahres-Ratingmigrationsmatrix für weltweite Unternehmensanleihen (1981-2009)	45
Literaturverzeichnis	46

Abbildungsverzeichnis

	Seite
Abbildung 1: Absolute und relative Credit Spreads von Euro-Unternehmensanleihen (seit 2000)	25
Abbildung 2: Credit Spread-Entwicklung bei Unternehmensanleihen (seit 2000)	27
Abbildung 3: Grundstruktur eines Kreditderivates	29
Abbildung 4: Entwicklung der Credit Spreads von deutschen Staatsanleihen (seit Anfang 2012)	32
Abbildung 5: Gefahren einer zu starken Nutzung des Leveraging-Effektes	35

1. Schulden und ihre Bedeutung für Wirtschaft und Gesellschaft

1.1 Einleitung

„Jede Wirtschaft“, so hat Kurt Tucholsky 1931 festgestellt, „beruht auf dem Kreditsystem, das heißt auf der irrtümlichen Annahme, der andere werde gepumptes Geld zurückzahlen.“¹ Diese Erscheinungen, bei denen sich das Vertrauen der Gläubiger in die Rückzahlungsfähigkeit und Rückzahlungswilligkeit der Schuldner als Irrtum erwiesen hat, sind auch heute keine Einzelfälle. Vor diesem Hintergrund sollen vorab die Schulden und ihre Bedeutung für Wirtschaft und Gesellschaft erläutert werden.

Zunächst (2.2) werden die Begriffe Kredit und Schulden geklärt. Darauf aufbauend (2.3) werden die Begriffe Sparen und Investitionen sowohl in ihrer ökonomischen als auch gesellschaftlichen Bedeutung erläutert. In diesem Zusammenhang wird auch das wichtige Kooperationsproblem dargestellt und Lösungen sowohl spieltheoretisch als auch im Rahmen der Neuen Institutionenökonomie aufgezeigt. Im Weiteren (2.4) werden die Probleme im Zusammenhang mit der Bewertung von Schulden erarbeitet. Zum besseren Verständnis werden dabei die Vor- und Nachteile der Ratingagenturen geklärt und die Kreditderivate dargestellt. Schließlich (2.5) werden die Chancen und Risiken von Schulden aufgezeigt. Hier ist es unverzichtbar, den Leverage-Effekt zu behandeln. Das Kapitel schließt dann mit einem Fazit (2.6).

1.2 Kredit und Schulden

Im Bürgerlichen Gesetzbuch wird der Kredit in den Vorschriften über den Darlehensvertrag in den §§ 488-505 erläutert. Die vertragstypischen Pflichten beim Darlehensvertrag werden im § 488 BGB festgelegt:

„(1) Durch den Darlehensvertrag wird der Darlehensgeber verpflichtet, dem Darlehensnehmer einen Geldbetrag in der vereinbarten Höhe zur Verfügung zu stellen. Der Darlehensnehmer ist verpflichtet, einen geschuldeten Zins zu zahlen und bei Fälligkeit das zur Verfügung gestellte Darlehen zurückzuzahlen.

(2) Die vereinbarten Zinsen sind, soweit nicht ein anderes bestimmt ist, nach dem Ablauf je eines Jahres und, wenn das Darlehen vor dem Ablauf eines Jahres zurückzuzahlen ist, bei der Rückzahlung zu entrichten.

(3) Ist für die Rückzahlung des Darlehens eine Zeit nicht bestimmt, so hängt die Fälligkeit davon ab, dass der Darlehensgeber oder der Darlehensnehmer kündigt. Die Kündigungsfrist beträgt drei Monate. Sind Zinsen nicht geschuldet, so ist der Darlehensnehmer auch ohne Kündigung zur Rückzahlung berechtigt.“

Die Leistung des Darlehensgebers liegt also in der Auszahlung des Darlehensbetrages und die Gegenleistung des Darlehensnehmers liegt in den Zinszahlungen und der Kapitalrückzahlung.

Das Wort **Kredit** leitet sich aus dem französischen *crédit* und aus dem italienischen *credito* ab, die beide auf das lateinische Verb *credere* „(ver)trauen, glauben“ zurückgehen. Der Begriff des Kredites

kann in verschiedener Weise ausdifferenziert werden, doch im Vordergrund soll hier die Bedeutung von Kredit im Sinne von Vertrauen stehen, das heißt, der Kredit ist das Vertrauen in die Fähigkeit und Bereitschaft einer Person, eines Unternehmens oder auch eines Staates, Verbindlichkeiten ordnungsgemäß und zum richtigen Zeitpunkt zu begleichen.

Der Begriff **Schulden** leitet sich von dem altgermanischen *sollen* ab. Der ursprünglichen Bedeutung von *sollen* entsprach zunächst und bis ins Mittelhochdeutsche die *Verpflichtung zu einer Leistung*. Seitdem gibt es drei Wortbedeutungen, und zwar erstens die *Verpflichtung zu einer Zahlung*, zweitens *Sünde, Verbrechen*, wohl aus dem Sinn *Verpflichtung zur Buße* entwickelt, und drittens mehr dem jetzigen Sinn von *sollen* entsprechend *Veranlassung, Ursache, warum etwas sein soll und muss*.²

Die Verpflichtung aus einem Kreditverhältnis besteht aus zwei Bestandteilen, und zwar der Rückzahlung des Kapitals und der Zahlung der vereinbarten Zinsen. Das deutsche Wort *Zins* leitet sich von lateinisch *census* = *Schätzung* ab. Im älteren Deutsch wurde dafür das Wort *Wucher*, verwendet, das von seiner althochdeutschen Wurzel her (mit *wachsen* verwandt) einfach *Ertrag/ Frucht/ Gewinn* bedeutet. Erst im modernen Deutsch wird zwischen *Zins* und *Wucher* unterschieden. Dabei gilt *Zins* als technischer Ausdruck ohne moralische Wertung, während mit *Wucher* ein Zins bezeichnet wird, der unangemessen hoch ist und unter Umständen unter Ausnutzung einer Notlage, der Unerfahrenheit oder des Leichtsinns des Schuldners erzielt wird.

Bereits im Alten Testament wird ein Zinsverbot postuliert: „Wenn du Geld leihst einem aus meinem Volk, der arm ist bei dir, sollst du ihn nicht zu Schaden bringen und keinen Wucher an ihm treiben.“³ In Hinblick auf das im Christentum geltende Zinsverbot waren im frühen Mittelalter Juden die einzigen, denen die Kreditvergabe in Form von Geld möglich war. Auch für sie galt ein Zinsverbot, welches jedoch beschränkt war auf Mitglieder der jüdischen Religionsgemeinschaft. Die mittelalterlichen Fürsten machten von dieser Ausnahme regen Gebrauch und finanzierten ihre Hofhaltung und Kriege durch die Kredite jüdischer Kreditgeber.

Daneben war die Bereitstellung von Saatgut für die Bauern durch die Lehnsherren und die Rückzahlung dieser *Warenkredite* durch Anteile an der späteren Ernte üblich. Bei Missernten führte dies jedoch zu wirtschaftlichen Schwierigkeiten, da häufig der Bauernhof gepfändet wurde (*Zinsknechtschaft*). Im Bergbau war es nicht unüblich die Schürfarbeiten mit Vorschüssen auf „Belohnungen“ für zukünftige Funde zu finanzieren (*Schürfgeld*). Reisende Kaufleute erhielten schon im Mittelalter gegen Hinterlegung von Geld bei einem Bankier Kreditbriefe, gegen deren Vorlage auf der Reise Strecke Teile des hinterlegten Geldes ausgezahlt wurden und das Beraubungsrisiko auf Reisen damit vermindert werden konnte. Möglich wurde dies durch enge familiäre Beziehungen der frühen Bankiers. Erst Ende des 17. Jahrhunderts fiel das Zinsverbot für Christen offiziell.

Die Begriffe Kredit und Schulden sind also schon immer einerseits positiv aufgeladen im Sinne von Vertrauen (aus der Sicht des Gläubigers) und andererseits negativ im Sinne von Verpflichtung (aus der Sicht des Schuldners). Die heute weit verbreitete negative Bedeutung der Schulden rührt möglicherweise auch von der im Mittelalter bis in die frühe Neuzeit praktizierten Erzwingung der

Leistungsverpflichtungen des Schuldners durch Haft in einem Schuldturn. Ein Schuldgefängnis oder Schuldturn war bis ins 19. Jahrhundert hinein ein Sondergefängnis für Personen, die ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachgekommen waren. Vor der Einführung der öffentlichen Schuldhaft konnte man für säumige Schuldner die *Schuld knechtschaft* (oftmals einhergehend mit einer Abarbeitungsmöglichkeit) und die Haft in Privatgefängnissen. Später wurde die öffentliche Schuldhaft in ganz Deutschland zur Regel. Sie diente der Leistungserzwingung (so genannte Pressionshaft) und nicht wie vielfach angenommen der Sanktionierung, da Gefängnisstrafen noch nicht bekannt waren. Teilweise bestand auch die Möglichkeit, seine Schulden abzusetzen.

Kredit und Schulden entwickeln heute besondere Bedeutung in der Form von Geldkrediten und Geldschulden. Deshalb ist auch der Begriff **Geld** zu klären. Geld ist begrifflich nicht eindeutig abgrenzbar. Häufig wird es nach seinen Funktionen definiert. Als konstitutive Geldfunktionen werden heute *allgemeines Zahlungsmittel* und *Wertaufbewahrungsmittel* genannt.⁴ Solche Funktionen erfüllen die gesetzlichen Zahlungsmittel und beispielsweise die Sichteinlagen bei Banken. Aber auch Termin- und Spareinlagen und Forderungen gegenüber bestimmten Nichtbanken wie Versicherungen können in diesem Sinne Geldcharakter besitzen und werden deshalb auch als Quasigeld bezeichnet. Während früher Geld durch Prägung von Gold und Silber einen Substanzwert aufwies, so ist Geld heute in der Regel stoffwertlos.

Da das heutige Geld keinen Substanzwert mehr aufweist, kommt dem Vertrauen der Bevölkerung in das Geld und insbesondere auch in seine Wertbeständigkeit so besondere Bedeutung zu. Dementsprechend haben die Zentralbanken im Wesentlichen den Auftrag für die Geldwertstabilität zu sorgen. Dies zeigt sich darin, dass sie ein niedriges Inflationsziel von rund zwei Prozent pro Jahr ausgeben, bei dem sie eine ausreichende Geldwertstabilität annehmen.⁵ Zu der Bedeutung des Vertrauens in das Geld ist auch ein Zitat von John Maynard Keynes einschlägig: „Lenin sagte“, so zitierte Keynes den russischen Revolutionär, „dass der beste Weg, das kapitalistische System zu zerstören, darin besteht, die Währung zu entwerten. Durch den ständigen Prozess der Inflation können Regierungen – im Geheimen und unbeobachtet – einen bedeutenden Teil des Wohlstands ihrer Bürger konfiszieren. (...) Lenin hatte zweifellos recht.“⁶ Wenn heute immer häufiger argumentiert wird, dass sich der überschuldete Staat doch über Inflation entschulden sollte, dann sind die entsprechenden Verfechter einer solchen Politik vielleicht bei Lenin in die Schule gegangen.

Das Besondere des Kredites ist also der Tausch von Gegenwartsgütern gegen Zukunftsgüter. Überwiegend wird durch Kreditgeschäfte heutige Kaufkraft zeitweilig durch den Kreditgeber/ Gläubiger überlassen und der Kreditnehmer/ Schuldner zur später vereinbarten Zinszahlung und Rückzahlung des Kreditbetrages verpflichtet. Dieser Aspekt hat überragende Bedeutung und wird im folgenden Abschnitt vertieft.

Ganz überwiegend gibt es einen Konsens, dass eine heutige Wirtschaft nicht mehr ohne ein Finanzsystem auskommen kann, welches sich wesentlich auf Kreditgeschäfte stützt. Allerdings gibt es viele Verlierer unserer jetzigen Wirtschaftsordnung, die diesen Konsens in Frage stellen. Für die Defizite unserer heutigen Wirtschaft wird häufig die **Globalisierung**⁷ verantwortlich gemacht. Jahrzehntlang war es in unserer Gesellschaft eine große Sorge, wie der so genannten Dritten Welt geholfen

werden könnte. Das durch die Medien zunehmend ins Wohnzimmer übertragene Elend in diesen Ländern hat regelmäßig eine große Spendenbereitschaft ausgelöst, und die Entwicklungshilfe war politisch unumstritten. Seit Beginn der zweiten Globalisierungswelle Anfang der 70er-Jahre intensivierte sich die internationale Arbeitsteilung und der internationale Wettbewerb. Dieser Prozess wurde durch die Markterweiterung im Zuge des Niedergangs des kommunistischen Systems Ende der 80er Jahre verstärkt. Seitdem der Westen jedoch nun dem Wettbewerb ausgesetzt ist, wird die Globalisierung zu einem Phänomen, welches von Vielen in unserer Gesellschaft bekämpft wird.

Tatsächlich ist die Arbeitskraft in einer zunehmend vernetzten Welt der Konkurrenz mit Arbeitskräften auf der anderen Seite des Globus ausgesetzt⁸. Der internationale Wettbewerb sorgt dafür, dass in Ländern wie Deutschland die vergleichsweise hohen Lohn- und Sozialstandards nur dann bestehen können, wenn das Ausbildungsniveau der Arbeitnehmer absolut und relativ hochgehalten wird und weiterhin innovative Produkte auf dem Weltmarkt angeboten werden. Beides erfordert ein hohes Ausbildungs- und Qualifikationsniveau der Arbeitskräfte sowie kontinuierliche Forschungsaktivitäten. Die Bedeutung von Forschung und Entwicklung für den Wohlstand, insbesondere der hoch entwickelten Ökonomien, wird durch die Theorie dynamischer Technologie- und Produktzyklen erklärt.

Im internationalen Vergleich können innovative Länder durch Innovationen ihre relative Position im Welthandel stärken. Dabei helfen innovative Produkte, Monopolrenten zu realisieren, die – entweder geschützt durch Patente oder technologischen Vorsprung – erst nach geraumer Zeit durch ausländische Konkurrenten abgeschmolzen werden können. Durch die Monopolgewinne stellen sich innovative Staaten besser. Die durch Innovationen ermöglichten Monopolgewinne erhöhen nicht nur das Einkommen der Unternehmer. Sie führen auch zu höheren Lohnniveaus und Sozialstandards und tragen damit zum Wohlstand der gesamten Volkswirtschaft bei. Da durch Technologietransfer und technischen Fortschritt diese Vorteile sich tendenziell im Zeitablauf jedoch verringern und bisher weniger innovative Länder aufholen, sind Hochlohnländer kontinuierlich darauf angewiesen, besonders innovativ zu bleiben. Andernfalls drohen bei Wegfall der monopolbedingten Preissetzungsspielräume Einbußen bei Gewinnen, Löhnen und Sozialstandards.

Die Außenwirtschaftstheorie lehrt uns, dass bei Zunahme des internationalen Handels jene Produktionsfaktoren eines Landes stärker nachgefragt und höher entlohnt werden, die im Vergleich zum Ausland reichlich vorhanden sind. Für eine hoch entwickelte Industrienation wie Deutschland sind die relativ reichlich vorhandenen Faktoren vor allem Kapital und gut ausgebildete Arbeitskräfte. Für den Faktor gering qualifizierte Arbeit verschlechtern sich hingegen die Bedingungen im Zuge zunehmenden Handels. Die Theorie bietet einen Erklärungsansatz dafür, dass in Bereichen des produzierenden Gewerbes in den vergangenen Jahrzehnten per Saldo viele sozialversicherungspflichtige Beschäftigungsverhältnisse in Deutschland abgebaut wurden, und dass gleichzeitig ein Großteil der heutigen Langzeitarbeitslosen in Deutschland vergleichsweise gering qualifiziert ist.

Die Produktion von Gütern mit einem relativ hohen Anteil gering qualifizierter Arbeit wanderte in Staaten mit einem relativ reichlichen Angebot dieses Faktors ab. Prominente Beispiele sind die Auslagerung der Produktion zahlreicher Komponenten für die Automobilindustrie in die osteuropäi-

schen Nachbarstaaten oder auch die Abwanderung der Werftindustrie in asiatische Länder. Die Intensivierung der internationalen Arbeitsteilung und des Güterhandels sorgt somit dafür, dass Ausbildung und Humankapital bestimmen, ob ein Individuum von der Internationalisierung der Märkte profitiert oder Nachteile erfährt.

Ob ein Arbeitnehmer tendenziell qualifiziert oder gering qualifiziert ist, hängt in diesem Zusammenhang nicht nur von der Ausbildungsstruktur des Heimatlandes ab, sondern von seiner Qualifikation im internationalen Vergleich. Nimmt die Qualifikation im Ausland stärker zu als im Inland, so können aus vormals gut qualifizierten gering qualifizierte Arbeitnehmer werden. Für einen derzeit vergleichsweise gut qualifizierten Arbeitnehmer bedeutet dies, dass er seine Qualifikation durch berufsbegleitende Ausbildung und Schulung erweitern muss, sofern er nicht in die Gruppe der gering Qualifizierten abrutschen möchte. Dies begründet, warum das Thema „lebenslanges Lernen“ zunehmend an Gewicht in der bildungs- und sozialpolitischen Debatte gewinnt.

Erfolgreiche Forschungsaktivitäten, die zu Innovationen führen, sind offensichtlich die Motoren für technischen Fortschritt, Wachstum und eine Versicherung gegen sinkenden Wohlstand. Damit Länder langfristig hohe wissensbasierte Produktivitätszuwächse realisieren können, muss neues Wissen durch Forschung und Entwicklung permanent entdeckt oder weiterentwickelt und anschließend über Ausbildung und Humankapital im Produktionsprozess implementiert werden. Für die zukünftige Wettbewerbsfähigkeit führender Industrienationen im Zuge des fortschreitenden Strukturwandels hin zur Wissenswirtschaft ist ihre zukünftige Innovationsfähigkeit – das heißt die Fähigkeit, Innovationen zu tätigen und anzuwenden – deshalb von zentraler Bedeutung.

Die zunehmende Anwendung neuer Technologien und neuen Wissens sowie die Veränderungen in der internationalen Arbeitsteilung sind die entscheidenden Faktoren, die zur fortschreitenden Spezialisierung der hoch entwickelten Ökonomien auf „wissensintensive Dienstleistungen“ und „forschungsintensive Industrien“ geführt haben. In der Europäischen Union entfielen in den vergangenen Jahren 40 % aller Arbeitsplätze auf wissensintensive Dienstleistungen und Tätigkeiten im Spitzentechnologie- und Hochtechnologiesektor.⁹

Heute ist es so, dass Menschen in wesentlichen Teilen der früher so genannten Dritten Welt milliardenfach nicht mehr um ein Almosen aus der Weihnachtsspende oder der Entwicklungshilfe der reichen Länder betteln müssen, sondern sich durch Fleiß und Engagement auf dem Weltmarkt selbst ernähren können. Dies sollte von allen mitfühlenden Menschen uneingeschränkt positiv bewertet werden, wurden doch so die Voraussetzungen für ein selbst bestimmtes Leben geschaffen, etwas, was das Ziel eines jeden gelingenden Lebens sein sollte.

Und doch wird die Globalisierung im reichen Westen häufig nur mit den negativen Folgen eines steigenden Wettbewerbsdrucks identifiziert und deshalb groteskerweise selbst in den Ländern wie Deutschland mit seinen hohen Exporterfolgen in Frage gestellt. Dabei bedeutet jeder Exportüberschuss einen Import von Beschäftigung, denn durch den Export werden hier mehr Güter und Dienstleistungen hergestellt, als man benötigen würde, wenn nur für den beschränkten Inlandsmarkt produziert werden müsste.

Während die meisten Menschen früherer Generationen im Wesentlichen einen Kampf ums Überleben fechten mussten, so haben wir heute in der westlichen Welt das Luxusproblem zu wählen, ob wir uns dem Kampf um die Spitze der Innovationspyramide stellen wollen oder nicht. Der theoretische Verzicht auf den mit der Globalisierung verbundenen mühevollen Wettbewerb führt dabei zwangsläufig zum Wegfall technologiebedingter Monopolrenten. Wenn wir uns also für den wettbewerbsfreien und einfachen Weg entscheiden, dann entscheiden wir uns auch für den Lebensstandard von China, Kenia, Peru und anderen Ländern, aber nur, solange diese Länder uns in ihren Bildungsanstrengungen nicht überholen.

Damit kein Missverständnis entsteht: Es ist legitim, dass sich eine Gesellschaft für den Verzicht auf Anstrengung und Wettbewerbsvorteile entscheidet. Sie muss sich dann aber über die Folgen im Klaren sein und insbesondere ein Konzept bereithalten, wie die Verteilungskämpfe in einer Gesellschaft mit sinkenden privaten und öffentlichen Ressourcen möglichst unblutig bewältigt werden können. Hierzu gibt es jedoch noch keine Blaupause, welche sich schon in der Geschichte bewährt hat. Vor diesem Hintergrund ist der Wettbewerb um Wissensvorsprünge und Innovationen nicht nur ökonomisch, sondern auch gesellschaftlich sinnvoll.

Soweit zu den Verlierern der Globalisierung. Im Weiteren steht, insbesondere in Europa, bei vielen Menschen **Kapitalismuskritik** hoch im Kurs. Diese Kapitalismuskritik steht in einer langen Tradition, von der Antike bis ins Mittelalter. Noch im Zentrum der kapitalistischen Entwicklung der Welt des 14. und 15. Jahrhunderts, in Florenz, war es die Auffassung der kapitalistischen Kreise selbst, wenn sie auf dem Boden der kirchlichen Tradition standen, dass ihre Lebensarbeit günstigenfalls etwas sittlich Indifferentes, Toleriertes war, „aber immerhin schon wegen der steten Gefahr, mit dem kirchlichen Wucherverbot zu kollidieren, für die Seligkeit Bedenkliches: ganz erhebliche Summen flossen, wie die Quellen zeigen, beim Tode reicher Leute als ‚Gewissensgelder‘ an kirchliche Institute, unter Umständen auch zurück an frühere Schuldner als zu Unrecht ihnen abgenommene ‚usura‘.“¹⁰

Wie ist es historisch erklärlich, dass Handel, Bankgeschäfte und ähnliche dem Gelderwerb dienende Tätigkeiten an einem bestimmten Punkt der Moderne als Inhalt einer sittlich löblichen, ja gebotenen Lebensführung wurden, nachdem sie jahrhundertlang als Geiz, Gewinnsucht und Habgier verurteilt und verachtet wurden? Wie konnten sie sogar zu einem Beruf werden?¹¹ Hierauf gibt es verschiedene Antworten, und die Antwort Max Webers hierzu, die protestantische Ethik, ist bekannt.

Vielleicht muss man nicht vollständig Francis Fukuyama folgen, der 1992, also nach dem Untergang des Realsozialismus „Das Ende der Geschichte“ ausrief, und „eine universale Entwicklung in Richtung auf kapitalistische Strukturen“¹² identifizierte. Aber mit dem Erfahrungshintergrund der heutigen westlichen Bevölkerung ist es doch erstaunlich, dass immer noch viele Menschen marktwirtschaftlichen Konzepten skeptisch gegenüberstehen, obwohl mit den Erfahrungen von Staatsversagen eigentlich die Erkenntnis gewachsen sein müsste, dass mit dem natürlichen Gegenpol der Marktwirtschaft, dem Sozialismus, kein Staat zu machen ist. Historisch ist gut belegt, dass marktwirtschaftliche Systeme die einzigartige Fähigkeit haben, Wirtschaftswachstum und damit steigen-

den Wohlstand zu generieren, während alle anderen Systeme (Sozialismus, Feudalismus, Korporatismus) relativ schlechtere Ergebnisse hervorgebracht haben.

Von weltwirtschaftlichem Wachstum kann erst seit der Industriellen Revolution und der Etablierung des Kapitalismus am Anfang des 19. Jahrhunderts die Rede sein. Dabei hat sich das Wachstum auf die marktwirtschaftlichen Systeme des Westens und Teile Asiens beschränkt. Marktwirtschaft, Wirtschaftswachstum und Wohlstand hängen historisch eng zusammen. Vor der Erfindung von Banken und Börsen lebte der normale Europäer im Dreck. Er wurde in Armut geboren, und dort starb er auch. Heute wohnt er in beheizten Häusern und muss darauf achten, dass er nicht zu dick wird. Und doch ist von Dankbarkeit keine Spur.

Der Urvater des marktwirtschaftlichen Konzepts war Adam Smith. Er war einer der wichtigsten Vertreter der Schule der schottischen Moralphilosophie. Im Jahr 1759 veröffentlichte er mit der „Theory of Moral Sentiments“ sein philosophisches Hauptwerk. 1776 folgte sein ökonomisches Hauptwerk „An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations“, welches als eine der ersten nationalökonomischen Schriften den Beginn der Klassik als Epoche und als Theorie in der Dogmengeschichte der Ökonomik markiert. Während jahrzehntelang ein Streit um den scheinbaren Widerspruch in den beiden Hauptwerken Smith's brannte (der sich vor allem um die Funktion des Eigennutzes drehte), gehen heutige Interpreten von einem sich ergänzenden Verhältnis aus. Sein Gesamtwerk ist letztlich vor dem Hintergrund der Emanzipation des freien Individuums von gesellschaftlichen und übergesellschaftlichen Zwängen sowie der Veränderung der wirtschaftlichen Situation und der allgemeinen Lebensverhältnisse zu sehen. Es ist der Beantwortung der Frage gewidmet, wie sich freie Menschen in einer freien Ordnung verhalten, wie diese Ordnung beschaffen ist und welche Institutionen sie stabilisieren.

Smith's Vorstellungen zur Ordnung der Gesellschaft sind untrennbar mit seinem Menschenbild verbunden, sie erwachsen aus seinen Analysen über die menschliche Natur und das menschliche Verhalten. Der Mensch ist danach nicht geleitet von der wenig vertrauenswürdigen menschlichen Vernunft, sondern in letzter Instanz von Leidenschaften, Neigungen, Gefühlen und seelischen Impulsen. Der wichtigste seelische Impuls ist nach Smith die Selbstliebe. Sie ist ein natürliches, den Menschen angeborenes Gefühl, welches subrational zwischen Vernunft und Instinkt angesiedelt ist. Smith sieht in der Selbstliebe und in dem sich daraus herleitenden Selbstinteresse die Haupttriebkraft menschlichen Handelns. Das Selbstinteresse ist nicht im Sinne eines rücksichtslosen Egoismus, sondern als nützliche menschliche Eigenschaft zu verstehen, denn „sicherlich ist jeder Mensch in jeder Beziehung geschickter und geeigneter, für sich selbst zu sorgen als für irgendeinen anderen.“¹³

In Smith's Vorstellung entsteht eine soziale Ordnung nun nicht durch das gezielte Wirken von Individuen. Diese können immer nur ihre eigenen, beschränkten Ziele verfolgen. Doch das individuelle, von Selbstinteresse diktierte Handeln führt – unbeabsichtigt – zu gesellschaftlich wünschenswerten Ergebnissen. Die Macht oder den Mechanismus, mit dem der Einzelne, seine eigenen Ziele verfolgend, auch die Ziele der Gesellschaft fördert, bezeichnete Adam Smith als „invisible hand“¹⁴. Die Koordination individueller Aktivitäten zu einem allgemein nützlichen Ergebnis geschieht „als ob“

sie von einer unsichtbaren Hand vollzogen würde. Dementsprechend galt lange Zeit das von Milton Friedman im Jahre 1970 aufgestellte Dogma: „The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits“.

Erinnert sei auch daran, dass sich wichtige Denker im achtzehnten Jahrhundert von einer Orientierung an Interessen beziehungsweise an Gelderwerb eine Pazifizierung der Gesellschaft versprochen.¹⁵ Montesquieu war davon überzeugt, dass die Expansion von Handel und Gewerbe das willkürliche und autoritäre Entscheiden des Souveräns verdrängen würde. Er bezog sich auf Situationen, in denen der Staat durch die Entstehung neuer finanzieller Institutionen seine traditionelle Vollmacht, nach Belieben Eigentum zu beschlagnahmen und die Währung zu entwerten, verloren hat.¹⁶ Darüber hinaus erkennt Montesquieu einen positiven Einfluss des Handels auf die Sitten: „Der Handel heilt uns von schädlichen Vorurteilen. Es ist eine nahezu allgemeingültige Regel: überall, wo milde Sitten herrschen, gibt es Handel, und überall, wo es Handel gibt, herrschen milde Sitten.“¹⁷ Selbst die Demokratie profitiert in seinen Augen: „Der Handelsgeist hat nämlich den Geist der Genügsamkeit, Sparsamkeit, Mäßigung, Arbeit, Besonnenheit, Ruhe, Ordnung und Regelmäßigkeit im Gefolge. Solange sich dieser Geist erhält, haben daher die von ihm hervorgebrachten Reichtümer keinerlei schlechte Wirkung. Das Übel naht, wenn das Übermaß der Reichtümer den Handelsgeist zerstört.“¹⁸

Auch im akademischen Raum werden nun die verwendeten Modelle hinterfragt und sogar ein „systemic failure of the economics profession“¹⁹ konstatiert.

Aktuell ist trotz der Fragwürdigkeit vieler Kapitalismus kritischen Argumente alle Sympathie auf Seiten der jungen Menschen insbesondere in den südeuropäischen Ländern. Ihr Schicksal schreit zum Himmel, wenn sie massenhaft ohne Aussicht auf einen Arbeitsplatz und damit auf die materielle Grundlage für eine Familiengründung vor den Toren des ihnen verschlossenen Arbeitsmarktes stehen. Der Arbeitsmarkt ist ihnen aber nicht deshalb verschlossen, weil der Kapitalismus sie Menschen verachtend aussortiert hätte, sondern weil erstens ihre Eltern schlagkräftige Gewerkschaften aufgebaut haben, die nun als effektive Interessenvertreter der Arbeitsplatzbesitzer diese so schützen, dass für die auch noch so motivierten Jungen keine Chance mehr besteht, einen Job zu bekommen.

Zweitens leiden diese Menschen darunter, dass ihre Volkswirtschaften nach der Einführung des Euros die Möglichkeit der Abwertung ihrer Nationalwährung verloren haben. Dies ist zunächst noch kein Problem, wenn die Lohnsteigerungen in Euroland ungefähr im Gleichklang erfolgt wären. Tatsächlich haben sich aber die Arbeitnehmer in den südeuropäischen Ländern weit höhere Lohnsteigerungen erstritten als beispielsweise die Tarifpartner in Deutschland vereinbart haben. Damit ist ihre Arbeitskraft im internationalen Wettbewerb zu teuer geworden, also sind die von ihnen angebotenen Produkte zu teuer geworden, also ist die Nachfrage nach den von ihnen angebotenen Produkten und Dienstleistungen zurückgegangen. Die Jungen stellen also fest, dass ihre Eltern sich selbst und vor allem die Jugend in die Arbeitslosigkeit getrieben haben. Es bleibt abzuwarten, mit welchen Mitteln in diesen Ländern an der Wiedergewinnung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit gearbeitet werden wird. Sicher ist dabei, dass diese Strukturprobleme nicht dadurch beseitigt werden

können, dass ihre Staaten zusätzliche Schulden machen und dieses Geld in die Wirtschaft pumpen um damit Beschäftigung zu kaufen. Dies wäre nur ein Strohfeuer.

Bei dieser Kapitalismuskritik wird also Ursache und Wirkung verwechselt. Nicht der Kapitalismus mit seiner Präferenz für Wettbewerb und Markt ist verantwortlich für die desolate Situation in einigen europäischen Ländern, sondern die Aushebelung von Wettbewerb durch Tarifpartner und Staaten. Und doch wird von selbst ernannten Vordenkern der Occupy-Bewegung als grundsätzliches Problem identifiziert: „die Voraussetzung, dass Schulden überhaupt zurückgezahlt werden *müssen*.“²⁰ Als positives Beispiel wird die Geschichte von Hammurabi erzählt, der 1761 vor Christus die Schulden in Babylonien gestrichen haben soll:

„Um finanziell reinen Tisch zu machen, eignete sich am besten das Neujahrsfest, das im Frühling begangen wurde. Die babylonischen Herrscher leiteten das Ritual des ‚Brechens der Tafeln‘, das heißt der Schuldverzeichnisse, wodurch im Zusammenhang mit der kalendarischen Erneuerung der Gesellschaft und der Natur auch das wirtschaftliche Gleichgewicht wiederhergestellt wurde. Hammurabi und seine Nachfolger hielten bei der Verkündung dieser Proklamationen eine Fackel in die Höhe, die vermutlich Shamash, den Sonnengott der Gerechtigkeit, symbolisierte, dessen Grundsätze weisen und gerechten Herrschern als Richtschnur dienen sollten. Menschen in Schuldknechtschaft wurden freigelassen und durften wieder zu ihren Familien zurückkehren. Andere Schuldner erhielten das Baurecht auf ihrem angestammte Land zurück und wurden von allen Grundschulden befreit, die sich angesammelt hatten.“²¹

Hier wird also der Traum vieler Schuldner erzählt. Die Verwirklichung dieses Traumes könnte aber zu einem Albtraum für die Gesellschaft werden, denn auch ein Kreditverhältnis hat zwei Beteiligte: den Schuldner und den Gläubiger. Dabei ist es offen, ob immer der Schuldner die schützenswerte Partei ist. Im folgenden Abschnitt wird gezeigt, dass es wirtschaftlich und gesellschaftlich sinnvoll ist, auch den Gläubiger zu schützen.

Andernfalls hätten wir eine Situation, in der Sie sich vorstellen müssten, dass all Ihr Konsumverzicht, all Ihre Sparbemühungen, all Ihre Zukunftsvorsorge vergeblich waren, weil der Staat dem Schuldner Ihrer Sparguthaben ermöglicht, seine Schulden und damit Ihre Guthaben auszuradieren. Der Schuldner hätte also sein gutes Leben auf Ihre Kosten gelebt.

1.3 Sparen und Investitionen

Im politischen Raum ist es wichtig, Begriffe zu setzen beziehungsweise mit eigenem Inhalt zu füllen. Das Wort **Sparen** ist ein schönes Beispiel dafür, wie unsere Politiker (über alle Parteien hinweg) einen alten Begriff mit neuem Inhalt zu füllen versuchen. Heute wird der Öffentlichkeit bereits als Sparen verkauft, wenn der Staat weniger als geplant an neuen Schulden aufnimmt. Dabei sind die Wörterbücher noch eindeutig: Sparen heißt nicht verbrauchen! Mit anderen Worten: Man muss erst auf einen Konsum verzichten, damit man etwas erübrigt. Die Motive der Sparneigung bei den privaten Haushalten sind vielfältig: das Bedürfnis für Notfälle (Alter, Krankheit etc.) vorzuser-

gen, Beträge für Anschaffungen zurückzulegen (Zwecksparen) oder Zinserträge zu erzielen. Stets aber bedeutet jede Sparanstrengung zunächst Verzicht, und zwar Verzicht auf Konsum und Verbrauch. Hedonisten dagegen leben nur für den Augenblick und überlassen anderen oder dem Staat die Sorge um die Zukunft, auch die um ihre eigene Zukunft.²²

In der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung wird entsprechend die Ersparnis als der nach Abzug aller Konsumaufwendungen verbleibende Rest des verfügbaren Einkommens definiert. Im einfachen keynesianischen Einkommen-Ausgaben-Modell werden fundamentale Einsichten in die gesamtwirtschaftlichen Wirkungen der Staatsverschuldung deutlich. Hierbei wird das gesamtwirtschaftliche Gleichgewicht aus dem Zusammenspiel von Güterangebot und Güternachfrage abgeleitet. Für eine offene, mit anderen Ländern Handel treibende Volkswirtschaft mit Staat gilt die Verwendungsgleichung

$$(1) \quad Y = C + I + G + NX$$

Im Gleichgewicht muss der produzierte Output beziehungsweise das Sozialprodukt (Y) mit dem nachgefragten Output übereinstimmen. Die Gesamtnachfrage setzt sich aus Konsum (C), privaten Investitionen (I), Staatsausgaben für Güter und Dienstleistungen (G) und Nettoexporten (NX) zusammen. Die Nettoexporte sind der Handelsbilanzsaldo aus Exporten und Importen. Das gleichgewichtige Sozialprodukt lässt sich auch aus der notwendigen Übereinstimmung zwischen den Ersparnissen (S) und der Nachfrage nach investierbaren Mitteln ableiten. Letztere bestehen in einer offenen Volkswirtschaft mit Staat aus der Summe von Investitionen (I), Nettoexporten (NX) und Staatsdefizit (D = Staatsausgaben für Güter und Dienstleistungen abzüglich der Nettosteuern):

$$(2) \quad S = I + NX + D$$

Aus der Gleichung (1) wird noch einmal deutlich, dass nur dann etwas für Investitionen, Staat oder Nettoexporte zu verteilen ist, wenn die Menschen einer Volkswirtschaft nicht alles selbst verbrauchen. Wenn nämlich die Produktion (Y) genauso hoch ist wie der Verbrauch (C), dann müssen die anderen Faktoren Investitionen (I), Staatsausgaben (G) und Nettoexporte (NX) rechnerisch (zusammen) Null sein. Die Gleichung (2) verdeutlicht, dass die Investitionen (I), Nettoexport (NX) und Staatsdefizit (D) um die Verteilung der Ersparnisse (S) konkurrieren müssen.

Investitionen werden volkswirtschaftlich als Einsatz von Produktionsfaktoren zur Erhaltung (Ersatzinvestitionen), Ausdehnung (Erweiterungsinvestitionen) und Verbesserung (Rationalisierungsinvestitionen) des reproduzierbaren volkswirtschaftlichen Sachvermögens definiert. Durch Investitionen wird ein Teil des volkswirtschaftlichen Güterangebotes künftiger Verwendung gewidmet und damit gegenwärtigem Konsum und Nettoexport vorenthalten. Im Ergebnis wird deutlich:

Ohne Sparen gibt es keine Investitionen!

Bei Investitionen liegen also aus Sicht des Investors in der Regel die Auszahlungen zeitlich vor den Einzahlungen. Wenn die Ersparnisse für Investitionen zur Verfügung gestellt werden, dann liegen auch hier aus Sicht des Sparerers die Auszahlungen zeitlich vor den Einzahlungen. Damit trägt der Investor das Investitionsrisiko, das heißt das Risiko, dass die Investition die eingesetzten Mittel

amortisiert beziehungsweise Kapitalrückzahlung und Investitionsrendite zurückfließen. Der Sparer trägt aber genauso ein Investitionsrisiko, das heißt das Risiko, dass das Kapital und die vereinbarten Zinsen zurückfließen. Damit sind wir beim **Risiko**, insbesondere bei Tauschgeschäften.

Wirtschaftliches Handeln beginnt immer mit einem Tauschgeschäft.²³ Im Tausch kommen zwei Akteure zusammen, die jeweils über Waren verfügen, die der andere nicht besitzt und die er haben möchte. Der Tausch der Waren liegt im Interesse der beiden Akteure, weil sie durch die Abgabe eigener Waren Güter erlangen können, denen sie einen höheren Wert beimessen. Zugleich ist der Tausch für beide Akteure mit Risiken behaftet, die sich aus der falschen Einschätzung der Qualität und Eigenschaften der Waren und aus der Nichterfüllung des Vertrages durch den anderen Akteur ergeben. Zwar haben beide Akteure ein Interesse am Zustandekommen des Tausches, doch ist in der Tauschbeziehung die Möglichkeit zur Erlangung von Vorteilen aus der Entziehung von Verpflichtungen angelegt.

Unter der Annahme, dass sich die Akteure an der Maximierung ihres Eigennutzes orientieren, ist es für beide Akteure rational, den anderen über die Eigenschaften der Ware zu täuschen und, falls sich die Gelegenheit dazu ergibt, den Vertrag nicht zu erfüllen. Dieses Risiko ist in Zug-um-Zug-Geschäften auch nicht auszuschließen, aber doch tendenziell eher beherrschbar. Es ist aber ein großes Problem bei Geschäften, bei denen Leistung und Gegenleistung zeitlich auseinander fallen. Ein Beispiel dafür ergibt sich dann, wenn das Sparen sich nicht nur darauf beschränkt die Ersparnis bei sich zu horten, sondern sie bei Sparverträgen gesellschaftlich produktiv in den ökonomischen Kreislauf zu geben. Hier besteht immer das Risiko der Nichterfüllung durch den Vertragspartner.

Wenn also, wie oben gefordert, der Schuldner seine Verpflichtungen nicht erfüllt, weil er nicht zahlungsunfähig, sondern nur zahlungsunwillig ist, dann hat der Gläubiger ein gutes Gewissen und der Schuldner ein gutes Leben. Der Gläubiger hat mit seinem Konsumverzicht und der anschließenden Bereitstellung seiner Ersparnisse für gesellschaftlich und wirtschaftlich Nutzen bringende Investitionen ein gutes Werk getan, und der Schuldner hat die Früchte der erfolgreichen Investition für sich allein genossen.

Da beide Akteure das Risiko einer zeitlich auseinander fallenden Tauschbeziehung kennen, kann der Tausch zunächst blockiert sein, weil der Gläubiger sich nicht auf Dauer ausnutzen lassen und sich deshalb seine Sparanstrengung sparen wird. Die Folge wäre folgerichtig ein Verzicht auf alle Investitionen, im unternehmerischen wie im privaten Bereich. In Unternehmen würde ausschließlich mit Eigenkapital gearbeitet werden, was einen erheblichen Verzicht auf Chancen bedeuten würde mit einem entsprechenden Verzicht auf gewohnten Lebensstandard für alle. Im privaten Bereich würde auch jede Immobilieninvestition erst dann getätigt werden können, wenn das nötige Kapital angespart wäre, mit anderen Worten: die Wohnung oder das Haus ständen nicht jungen Familien zur Verfügung, sondern erst den Alten, die dann keinen eigenen Nutzen mehr daraus ziehen könnten. Darüber hinaus müssten alle Pensionsgrenzen sofort abgeschafft werden, da eine Vorsorge für das Alter durch Sparen unmöglich wäre.

Das Gefangenendilemma

Die Situation entspräche dem aus der Spieltheorie bekannten Gefangenendilemma. Die Spieltheorie beschäftigt sich mit strategischen Entscheidungssituationen, das heißt mit Situationen, bei denen das Ergebnis vom Verhalten mehrerer Entscheidungsträger abhängt, die sich dieser gegenseitigen Abhängigkeit bewusst sind. Das Gefangenendilemma ist wahrscheinlich das bekannteste Spiel.²⁴

Zwei Gangster begehen gemeinsam eine Straftat und werden anschliessend gefasst, ohne dass ihnen die Straftat nachgewiesen werden kann. Die Höchststrafe für das Verbrechen beträgt fünf Jahre. Beide Gefangene werden in getrennten Räumen verhört und haben keine Möglichkeit, sich zu beraten beziehungsweise ihr Verhalten abzustimmen. Der Gefängnisdirektor unterbreitet nun jedem einzeln folgendes Angebot: Die Gefangenen können die Straftat gestehen oder leugnen. Wenn die Gefangenen sich entscheiden zu leugnen (Kooperation), dann kann ihnen die Straftat zwar nicht nachgewiesen werden, aber sie werden beide wegen unerlaubtem Waffenbesitzes zu je einem Jahr Haft verurteilt. Gestehen jedoch beide die Tat (Defektion), erwartet beide eine Gefängnisstrafe, wegen der Zusammenarbeit mit den Ermittlungsbehörden jedoch nicht die Höchststrafe, sondern lediglich von vier Jahren. Gesteht nur einer (Defektion) und der andere leugnet (Kooperation), so wird der erste als Kronzeuge freigelassen und der andere bekommt die Höchststrafe von fünf Jahren. Die Ergebnismatrix mit den zu erwartenden Gefängnisstrafen sieht dann folgendermaßen aus:

		Gefangener 2	
		Leugnen	Gestehen
Gefangener 1	Leugnen	(1;1)	(5;0)
	Gestehen	(0;5)	(4;4)

Tabelle 1: Ergebnismatrix des Gefangenendilemmas

Das Ergebnis eines Spielers hängt somit nicht nur von der eigenen, sondern auch von der Entscheidung des Komplizen ab (Interdependenz des Verhaltens). *Kollektiv* ist es objektiv für beide vorteilhafter zu leugnen. Würden beide Gefangenen kooperieren, dann müsste jeder nur ein Jahr ins Gefängnis. Der Verlust für beide zusammen beträgt so zwei Jahre, und jede andere Kombination aus Gestehen und Leugnen führt zu einem höheren Verlust. *Individuell* scheint es für beide vorteilhafter zu sein zu gestehen. Für den einzelnen Gefangenen stellt sich die Situation individuell so dar:

- Falls der andere gesteht, reduziert er mit seiner Aussage die Strafe von fünf auf vier Jahre;
- falls der andere aber leugnet, dann kann er mit seiner Aussage die Strafe von einem Jahr auf Null reduzieren!

Individuell gesehen ist als Strategie also auf jeden Fall „Gestehen“ zu empfehlen. Diese Aussage hängt nicht vom Verhalten des anderen ab, und es ist anscheinend immer vorteilhafter zu gestehen. Eine solche Strategie, die, ungeachtet der gegnerischen, gewählt wird, wird in der Spieltheorie als „dominante Strategie“ bezeichnet.

Das Dilemma beruht darauf, dass kollektive und individuelle Analyse zu unterschiedlichen Handlungsempfehlungen führen. Die Spielanlage verhindert die Verständigung und provoziert einen einseitigen Verrat, durch den der Verräter das für ihn individuell bessere Resultat „ein Jahr“ (falls der Mitgefangene leugnet) oder vier statt fünf Jahre (falls der Mitgefangene gesteht) zu erreichen hofft. Verfolgen aber beide Gefangenen diese Strategie, so verschlimmern sie – auch individuell – ihre Lage, da sie nun je vier Jahre statt der je ein Jahr Gefängnisstrafe erhalten.

In diesem Auseinanderfallen der möglichen Strategien besteht das Dilemma der Gefangenen. Die vermeintlich rationale, schrittweise Analyse der Situation verleitet beide Gefangene dazu zu gestehen, was zu einem schlechten Resultat führt. Das bessere Resultat wäre durch Kooperation erreichbar, die aber anfällig für einen Vertrauensbruch ist. Die rationalen Spieler treffen sich in einem Punkt, der in diesem Fall als Nash-Gleichgewicht bezeichnet wird. Das Paradoxe ist, dass beide Spieler keinen Grund haben, vom Nash-Gleichgewicht abzuweichen und das, obwohl in diesem Fall des Gefangenendilemmas das Nash-Gleichgewicht ein nicht pareto-effizienter Zustand ist. Wegen des Interessenkonfliktes führt individuelle Rationalität zu einem kollektiv schlechten Ergebnis.

Vertrauen als Lösungsansatz des Kooperationsproblems

Das Dilemma der Teilnehmer beruht besonders auf der Unkenntnis über das Verhalten anderer Teilnehmer. Die optimale Strategie für beide zusammen wäre, wenn alle Mitspieler einander vertrauten und miteinander kooperierten. Das Vertrauen kann auf zweierlei Art erzielt werden: Zum Einen durch – nach den ursprünglichen Spielregeln nicht erlaubte – Kommunikation und entsprechende Vertrauensbeweise, zum Anderen durch Strafe im Falle des Vertrauensbruches.

Es gibt eine Möglichkeit der Stabilisierung kooperativer Beziehungen durch Iteration, auch wenn es sich nicht um Paarbeziehungen handelt. Wenn ein Spieler ein zukünftiges Interesse an Kooperation mit anderen Spielern hat, dann kann er diesen Spielern durch sein aktuelles kooperatives Handeln mit anderen signalisieren, dass er ihr Vertrauen nicht durch Nichterfüllung seiner Verpflichtungen ausbeuten wird. Die Reputation, die er durch die aktuelle Kooperation erlangt, ist die Grundlage für seine zukünftigen Kooperationsmöglichkeiten. Dieser Gedanke ist zentral für das Verständnis eine Fülle von auf Vertrauen beruhenden Geschäftsbeziehungen.

Die Einbeziehung von Reputation in das iterative Gefangenendilemma ermöglicht die zumindest partielle Lösung kooperativer Beziehungen von festgelegten Spielerpaaren. Zugleich steigen aber die Informationsvoraussetzungen im Modell an. Spieler A hat keine Vergeltungsmöglichkeit gegen Spieler B, wenn dieser sich absetzt und seine Verpflichtungen nicht erfüllt. Es muss daher zum Einen eine hinreichende Wahrscheinlichkeit geben, dass Spieler B auch noch die nächste Runde des Spiels bestreitet. Zum Anderen müssen die Transaktionen von Spieler B für alle Kooperationspartner hinreichend transparent sein, so dass B davon ausgehen muss, dass gegen seine Absetzungsstrategie Vergeltung geübt werden kann. Nur unter der Voraussetzung von Transparenz kann also von Reputation gesprochen werden.

Vertrauen im weitesten Sinne eines Zutrauens zu eigenen Erwartungen ist ein wesentlicher Bestandteil des sozialen Lebens. Jeder Mensch hat zwar die Wahl, ob er in bestimmten Hinsichten Vertrau-

en schenken will oder nicht. Ohne jegliches Vertrauen könnte er jedoch morgens sein Bett nicht verlassen, weil ihn unbestimmte Angst und lähmendes Entsetzen befallen würde.²⁵

Idealerweise könnte ein Leben in Sicherheit gelebt werden. Dies ist jedoch praktisch unmöglich, weil für große Bereiche unseres Lebens keine (ausreichende) Information verfügbar ist und deshalb keine Sicherheit gegeben ist. In einem unsicheren Umfeld ist aber der Bedarf an Vertrauen um so größer, je unsicherer unsere Lebensumstände sind. Der Vertrauensbedarf ist in heutigen Gesellschaften ungleich höher als in vormodernen Gesellschaften. Dies liegt an der damals geringen Arbeitsteilung und an den nur wenig ausgeprägten Tauschbeziehungen. Zugleich scheinen die sozialen Strukturen eher geeignet gewesen zu sein Kooperationsprobleme zu lösen. Anthony Giddens verweist hier auf insgesamt vier in vormodernen Gesellschaften zur Verfügung stehende Organisationsmittel der Handlungsintegration, die sich auch auf wirtschaftliche Verhältnisse übertragen lassen:²⁶

Die erste Vertrauensumwelt ist das *Verwandschaftssystem*, welches in den meisten vormodernen Gesellschaften relativ stabile Bündel sozialer Beziehungen liefert. Verwandschaftssysteme stehen häufig im Brennpunkt von Spannungen und Konflikten. Doch in der Regel dienen sie dennoch dazu Bindungen herzustellen, auf die man sich verlassen kann. Bei Verwandten kann man sich normalerweise darauf verlassen, dass sie sich an viele Verpflichtungen mehr oder weniger unabhängig davon halten, ob sie den betreffenden Akteuren persönliche Sympathie entgegenbringen. Außerdem liefert die Verwandtschaft oft ein stabilisierendes Netz freundschaftlicher oder intimer Beziehungen, die auch von Dauer sind. Mit anderen Worten: die Verwandtschaft ermöglicht eine Verknüpfung zuverlässiger sozialer Verbindungen, die prinzipiell und meistens auch in der Praxis ein Mittel zur Organisation von Vertrauensbeziehungen sind.

Über die *lokale Gemeinschaft* lässt sich weitgehend dasselbe sagen. In der Mehrzahl der vormodernen Gesellschaften einschließlich der meisten (noch kleinen) Städte ist das lokale Milieu der Ort von Bündeln miteinander verflochtener gesellschaftlicher Beziehungen, deren geringe räumliche Ausdehnung ihre zeitliche Festigkeit stützt. Nomadentum und weite Reisen von Händlern und Abenteurern kamen auch in vormodernen Zeiten vor. Die große Mehrheit der Bevölkerung war aber verhältnismäßig immobil und isoliert, wenn man dies mit den durch die heutigen Verkehrs- und Kommunikationsmittel ermöglichten regelmäßigen und dichten Mobilitätsformen vergleicht. In vormodernen Gesellschaften steht die Lokalität im Brennpunkt der von den Menschen empfundenen Sicherheit.

Ein dritter Einflussbereich ist der der *religiösen Überzeugungen*. Diese können eine Quelle extremer Angst oder Verzweiflung sein, doch liefern religiöse Überzeugungen auch moralische und praktische Interpretationen des persönlichen und sozialen Lebens sowie der natürlichen Umwelt, die für die Gläubigen eine Umwelt der Sicherheit darstellen. Der Gedanke, dass man sich auf übernatürliche Wesen oder Kräfte verlassen kann, ist ein gemeinsames Merkmal unterschiedlicher religiöser Überzeugungen. Hier ist unsere säkulare Gesellschaft auf dem Weg von einer (früheren) Gesellschaft, in der es praktisch unmöglich war nicht an Gott zu glauben, zu einer Gesellschaft, in der der

Glaube an Gott auch für besonders religiöse Menschen nur eine menschliche Möglichkeit neben anderen ist.²⁷

Schließlich ist die *Tradition* zu nennen. Sie bezieht sich im Gegensatz zur Religion nicht auf spezifische Überzeugungen und Praktiken, sondern auf die Art, in der diese Überzeugungen und Praktiken – insbesondere im Verhältnis zur Zeit – organisiert sind. Die Tradition spiegelt eine eigene Art und Weise der Zeitlichkeitsstrukturierung, woraus sich auch für das jeweils aktuelle Handeln unmittelbare Implikationen ergeben. Hier kann man auch von umkehrbarer Zeit sprechen, also von der Logik der Wiederholung. Die Vergangenheit ist dann ein Mittel für die Gliederung der Zukunft. Tradition ist Routine, und zwar eine Routine voller innerer Sinnhaftigkeit, nicht bloß leere Gewohnheit um der Gewohnheit willen. Der Sinn von Routinetätigkeiten liegt in der der Tradition innewohnenden allgemeinen Achtung oder sogar Verehrung sowie im Zusammenhang zwischen Tradition und Ritual. Mit anderen Worten: die Tradition trägt in grundlegender Weise zur empfundenen Sicherheit der Menschen bei, indem sie das Vertrauen in die Kontinuität von Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft aufrecht erhält und dieses Vertrauen mit routinemäßigen sozialen Praktiken verbindet.

Leider geht die Entfaltung der modernen kapitalistischen Gesellschaften mit der zumindest tendenziellen Zerstörung genau der Vertrauenskontexte einher, die für die Lösung der Kooperationsprobleme eine zentrale Funktion übernehmen konnten. Das Vertrauenskapital erodiert. Dabei ist das Vertrauen keine Kleinigkeit, sondern essentiell. Kenneth Arrow geht sogar soweit, dass er das gegenseitige Vertrauen als wesentlich für das Überleben von Gesellschaften ansieht.²⁸

Vertrauen ist in die Zukunft gerichtet. Zwar ist Vertrauen nur in einer vertrauten Welt möglich, und deshalb bedarf es der Geschichte als Hintergrundversicherung. Man kann nicht ohne jeden Anhaltspunkt und ohne Vorerfahrung Vertrauen schenken. Aber Vertrauen ist nicht nur eine Folgerung der vergangenen Erfahrungen, sondern es basiert auf den Informationen aus der Vergangenheit und riskiert eine Vorhersage für die Zukunft. Im Akt des Vertrauens wird die sozial erweiterte Komplexität der zukünftigen Welt reduziert. Der vertrauensvoll Handelnde engagiert sich also so, als ob es in der Zukunft nur bestimmte (eingeschränkte) Möglichkeiten gäbe. Er legt sich damit auf eine bestimmte Zukunft fest und macht damit anderen Menschen das Angebot einer gemeinsamen Zukunft, die sich nicht ohne Weiteres aus der Vergangenheit ergibt, sondern ihr gegenüber etwas Neues enthält.²⁹ Insofern ist Vertrauen eine riskante Vorleistung und ein Wagnis. Vertrauen erwirbt derjenige, der eine Gelegenheit zum Vertrauensbruch bekommt und diese nicht nutzt.

Vertrauen erschließt Handlungsmöglichkeiten, die ohne es verschlossen blieben, weil die Akteure aufgrund der Unvorhersehbarkeit der Reaktionen der anderen Akteure sich nicht auf einseitige Vorleistungen einlassen würden. Vertrauen ermöglicht die Ausblendung des mit der Handlung verbundenen Risikos, ohne dass jedoch das Risiko selbst reduziert würde. Das Vertrauen ermöglicht Vorleistungen in Kooperationsbeziehungen, indem sich die Akteure gegen das Risiko der Ausbeutung blind machen. Die Gefahr der Nichtkooperation der anderen Akteure bleibt unberücksichtigt, wodurch die Komplexität der Handlungssituation reduziert wird, und zwar jene Komplexität, die durch die Freiheit des anderen Menschen in die Welt kommt.³⁰

Bei dem Vertrauen kann zwischen persönlichem Vertrauen und Systemvertrauen³¹ unterschieden werden. Vertrauen wird in modernen Gesellschaften nicht primär Personen entgegengebracht, sondern Systemen. Es ist damit nicht mehr auf emotionale Bindungen angewiesen. Das Kooperationsproblem wird so durch die Verlagerung von Vertrauen auf Systeme entschärft, weil das Problem der Täuschung abgeschwächt wird, denn Systeme verhalten sich nicht strategisch. Das Vertrauen in das Geldsystem beruht auf dem Vertrauen in die Geldpolitik der Zentralbank.

Schon John Maynard Keynes hat darauf hingewiesen, dass der *Zustand des Vertrauens*, wie er genannt wird, ein Faktor ist, „dem Geschäftsleute immer die tiefste und sorgfältigste Beachtung schenken. Die Ökonomen haben ihn aber nicht sorgfältig analysiert und sich in der Regel damit begnügt, ihn in allgemeinen Ausdrücken zu erörtern.“³²

Gerade in der Finanzwirtschaft ist das Vertrauen besonders wichtig, da ohne Vertrauen keine Währungen benutzt würden, und Sparen sinnlos wäre.³³ Ohne das Vertrauen ihrer Kunden hätten Finanzinstitute kein funktionsfähiges Geschäftsmodell. Ohne das Vertrauen der Marktteilnehmer würde das gesamte System Marktwirtschaft nicht funktionieren. Es ist nicht zu hoch gegriffen, Vertrauen als das Kapital des marktwirtschaftlichen Systems zu bezeichnen. Leider wird der wahre Wert des Vertrauens erst dann für jedermann sichtbar, wenn das Vertrauen abhanden gekommen ist. Insofern sollten alle Marktteilnehmer rechtzeitig sich der Bedeutung des Vertrauens bewusst sein. Dies gilt auch für den Staat als Marktteilnehmer, der in großem Ausmaß die Sparanstrengungen der Bürger in Anspruch nimmt.

Wer sein Geld in Staatsanleihen investiert, vertraut darauf, dass der Staat die Schulden später zurückzahlen wird. Letztlich geht es also um das Vertrauen sowohl in die Rückzahlungsbereitschaft als auch in die wirtschaftliche Prosperität eines Landes und dessen Fähigkeit, die Schulden aus künftigen Steuereinnahmen begleichen zu können. Gelegentlich wird in diesem Zusammenhang darauf hingewiesen, dass ein Staat seine Schulden ohnehin nie zurückzahlen wird, weil er die Rückzahlung stets durch die Ausgabe neuer Staatsanleihen finanziert. Mit anderen Worten werden alte Schulden lediglich durch neue Schulden bedient – so der voreilige Schluss mancher Menschen – die tatsächliche Rückzahlung unnötig. Diese Erkenntnis kann allerdings nicht sonderlich zur Beruhigung beitragen, denn, auch wenn ein Staat seine Altschulden durch die Aufnahme neuer Schulden bedient, so trägt er erstens das volle Zinsänderungsrisiko³⁴ und zweitens braucht er zudem Investoren, die daran glauben, dass dieses Spiel endlos so weitergehen wird. Sobald aber die Investoren/ Sparer diesen Glauben beziehungsweise dieses Vertrauen verlieren, bleibt der Kapitalmarkt für den entsprechenden Staat verschlossen. Die Bedienung alter Schulden durch neue Schulden funktioniert also nur so lange, wie das Vertrauen in die Leistungswilligkeit einerseits und in die Leistungsfähigkeit und Steuerkraft eines Staates andererseits vorhanden ist.

Vertrauen ist schnell zerstört, es lässt sich aber nur langsam wieder aufbauen. Zunächst lässt sich Vertrauen nicht verordnen, sondern muss erworben werden. Vertrauen ist ein Mechanismus zur Stabilisierung unsicherer Erwartungen. Vertrauen bedeutet also konstruktiv mit Nichtwissen umzugehen. Es ist offensichtlich, dass die Bereitschaft in diesem Sinne vertrauensvoll an einen Sachverhalt heranzugehen, etwas mit gemachten Erfahrungen zu tun hat. Erfahrungen zu sammeln erfordert je-

doch Zeit. Es liegt also in der Natur der Sache, dass auf einen Vertrauensverlust eine längere Durststrecke folgt. Vertrauen muss in Kommunikationsprozessen ständig erneuert werden.

Sanktionsmechanismen als Lösungsansatz des Kooperationsproblems

Eine weitere Überwindung des Kooperationsproblems liegt darin, dass rationale Akteure durch Sanktionsmechanismen dazu gebracht werden können, von der dominanten Strategie der Nichtkooperation abzusehen.³⁵ Solche externen Lösungen des Gefangenendilemmas verändern die Erwartungen des Akteurs im Hinblick auf die Handlungen der anderen Akteure. Daraus verändert sich der erwartete Nutzen der Wahl einer bestimmten Handlungsalternative. Durch die Androhung von Sanktionen wird die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass Spieler B kooperiert. Aus diesem Grunde kann Spieler A mit einer eigenen Kooperationsstrategie einen über der Nichtkooperation liegenden Nutzen erwarten.

Die Gruppen, in denen Akteure miteinander agieren, müssen hinreichend klein sein, damit ein ausreichender Informationsfluss als Voraussetzung der Bereitschaft rationaler Akteure zur Kooperation zustande kommen kann. Diese Lösung setzt also die hohe Sichtbarkeit der Handlungen der Akteure ebenso wie die Erwartung langfristiger kooperativer Beziehungen voraus. Diese können in relativ geschlossenen Gemeinschaften eher erwartet werden.

Das klassische Beispiel für eine solche Lösung des Gefangenendilemmas ist der Leviathan von Thomas Hobbes.³⁶ Der für alle destruktive Naturzustand wird überwunden, indem ein Teil an Souveränitätsrechten an die zentrale Staatsgewalt abgegeben wird, die dafür die Individuen gegen gewaltsame Angriffe schützt. Die Befriedung der Gesellschaft durch den Leviathan ist zum Vorteil aller Individuen, denn die nichtkooperative Strategie des Kampfes aller gegen alle wird in eine mit einem höheren Nutzen verbundene kooperative Strategie transformiert, indem die Kosten der Nichtkooperation erhöht werden.

Der Rechtsstaat ist also eine angemessene Lösung für das Problem, dass ein rationaler Schuldner seine Leistungspflicht der Kreditrückzahlung und der Zinszahlung in Frage stellt. Bei dem vorliegenden Problem übermäßiger Staatsschulden fragt sich allerdings, ob der oben aufgezeichnete Lösungsmechanismus versagen muss, denn es ist hier der Staat, der Leviathan, der mit Sanktionsandrohungen dazu gebracht werden muss, seine eingegangenen Verpflichtungen zu erfüllen. Wer sollte aber den Staat zur Raison bringen, wenn dieser mit seinen Schulden aus dem Ruder läuft?

Normen als Lösungsansatz des Kooperationsproblems

Eine weitere Lösungsmöglichkeit des Gefangenendilemmas besteht darin, dass **Normen** als internalisierte Handlungsweisen vorstellbar sind, die unabhängig von Sanktionen bestehen. Menschen können auch daraus Befriedigung ziehen, dass sie ihre eigenen moralischen Verpflichtungen erfüllt und „das Richtige“ getan haben. Der Altruismus hat also nicht den Zweck eine Art gefälliger Verzierung unseres sozialen Lebens zu werden, sondern er wird vielmehr immer dessen Grundlage bleiben. „Die Menschen können nicht zusammenleben, ohne sich zu verstehen, und folglich nicht,

ohne sich gegenseitig Opfer zu bringen, ohne sich wechselseitig stark und dauerhaft zu binden. Jede Gesellschaft ist eine moralische Gesellschaft.“³⁷

Dies ist eine Alternative dazu sozial wünschenswertes Verhalten aus externen Sanktionen zu erwarten. Wenn Normen befolgt werden, obwohl der Akteur unbeobachtet zu sein meint und deshalb nicht mit Sanktionen rechnet, dann kann von internalisierten Normen gesprochen werden. Das an Normen, an einem gemeinsamen Wertesystem ausgerichtete Handeln erfolgt nicht aus Angst, sondern aus der inneren Überzeugung heraus, aus einem Gefühl der Verpflichtung. „Die integrierte Persönlichkeit fühlt sich verpflichtet, in ihren verschiedenen definierten Rollen den Erwartungen zu entsprechen, z. B. ein ‚braver Junge‘, ein ‚guter Student‘, ein ‚tüchtiger Arbeiter‘ zu sein. ... Dieses Element der Verpflichtung kann mit Recht als ‚uneigennützig‘ angesprochen werden. Es ist das Ergebnis der ‚Identifizierung‘ mit einem allgemeinen Muster, mit dem übereinzustimmen das ‚Rechte‘ ist. Die persönlichen Interessen des Individuums sind dabei innerhalb relativ weiter Grenzen ganz irrelevant.“³⁸

Die Normen entstehen durch die kindliche Sozialisation, durch die kulturelle Muster auf die Person übertragen und tief in die Persönlichkeitsstruktur eingebaut werden.³⁹ Menschen werden also im Sozialisationsprozess mit Werten ausgestattet, die sie zur Ausfüllung sozialer Rollen befähigen.

Dabei ist es auch wichtig, dass die sozialen Beziehungen einen hohen Grad der Beständigkeit und Regelmäßigkeit erlangen. Es gibt bestimmte Arten aufeinander zu reagieren, die, weil sie in der Natur der Sache liegen, sich wiederholen und zu Gewohnheiten werden. Diese Gewohnheiten verwandeln sich, je stärker sie werden, in Verhaltensregeln. Die Vergangenheit legt also die Zukunft fest. Mit anderen Worten: Es gibt bestimmte Rechte und Pflichten, die der Brauch begründet und die schließlich verpflichtend werden. Die Regel erzeugt also nicht einen Zustand der gegenseitigen Abhängigkeit, sondern drückt ihn nur auf bestimmte Weise in Bezug auf eine gegebene Situation aus.⁴⁰

So wie das Sozialsystem Gesellschaft einen Bedarf an integrativen Funktionen hat, so gilt dies auch für die Subsysteme der Gesellschaft, wie zum Beispiel die Wirtschaft. Es stellt sich also die Frage nach den bindenden Kräften einer Gesellschaft in ihrem eigentlichen Kern. Ernst Wolfgang Böckenförde hat uns in Erinnerung zurückgerufen, dass der freiheitliche, säkularisierte Staat wesentlich von Voraussetzungen lebt, die er selbst nicht garantieren kann. Das ist das große Wagnis, das der Staat, um der Freiheit willen, eingegangen ist. Als freiheitlicher Staat kann er einerseits nur bestehen, wenn sich die Freiheit, die er seinen Bürgern gewährt, von innen her, aus der moralischen Substanz des Einzelnen und der Homogenität der Gesellschaft, reguliert. Andererseits kann er diese inneren Regulierungskräfte nicht von sich aus, das heißt mit den Mitteln des Rechtszwanges, zu garantieren suchen, ohne seine Freiheitlichkeit aufzugeben und – auf säkularisierter Ebene – in einen Totalitätsanspruch zurückzufallen, so Böckenförde.⁴¹

Vor diesem Hintergrund sind auch die Kommunitarier angetreten mit dem Anspruch die moralische Basis der Gesellschaft und den sozialen Kitt zu stärken.⁴² Adam Smith setzte mit seinem berühmten Zitat noch auf die unsichtbare Hand, indem wir das, was wir zum Essen brauchen, nicht vom Wohlwollen des Metzgers, Bauers oder Bäckers erwarten, sondern davon, dass sie ihre eigenen In-

teressen wahrnehmen. „Wir wenden uns nicht an ihre Menschen- sondern an ihre Eigenliebe, und wir erwähnen nicht die eigenen Bedürfnisse, sondern sprechen von ihrem Vorteil.“⁴³ Danach liegt die immense moralphilosophische Bedeutung in der Verbindung von moralisch gleichgültiger Handlungsintention und moralisch wünschenswertem Handlungsergebnis.

Dagegen ist für die Kommunitarier eine altruistische Handlungsorientierung in wirtschaftlichen Zusammenhängen Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit der Marktwirtschaft. Die ganze Wirtschaft würde zusammenbrechen, wenn es nicht diese sich selbst durchsetzenden Arrangements gäbe, das heißt auf Moral basierende Übereinkommen. Denn es wäre unmöglich, genug „Durchsetzungsagenten“ wie Polizei, Richter und so weiter und Anreize für die vielen Elemente der Sozialkontrakte zu schaffen um den Markt aufrecht zu erhalten.⁴⁴

Die normative Integration auf der Grundlage eines gemeinsamen Wertesystems ist eine zentrale, von der soziologischen Theorie eingebrachte Erklärung für die Lösung des Kooperationsproblems.

Das Kooperationsproblem in der Neuen Institutionenökonomik

Das Kooperationsproblem kann aber auch ökonomisch im Sinne der Neuen Institutionenökonomik gedeutet werden. Das friktionslose neoklassische Modell vollkommener Konkurrenz und vollkommener Märkte definiert ein abstraktes hypothetisches System, welches mit der wirklichen Welt nur wenig zu tun hat. Mit der Kostenlosigkeit der Transaktionen, der vollkommenen Voraussicht und vollständigen Rationalität ist das Modell ein Sonderfall, der auf viele Fragen der Mikro- und Makroökonomik keine überzeugenden Antworten liefern kann.

Die Neue Institutionenökonomik beruht nun auf der grundlegenden Erkenntnis, dass die Schaffung von Institutionen und Organisationen und deren tägliche Benutzung den Einsatz realer Ressourcen erfordert. Mit anderen Worten: es wird die Existenz von **Transaktionskosten**⁴⁵, ungewissen Erwartungen und eingeschränkter Rationalität zur Kenntnis genommen.

Transaktionskosten sind sämtliche Kosten, die im Zusammenhang mit einem Geschäftsabschluss anfallen. Es sind vor allem Such- und Informationskosten sowie Kosten der Entscheidungsfindung. Transaktionskosten sind also Kosten, die nicht bei der Gütererstellung, sondern bei der Übertragung von Gütern von einem Wirtschaftssubjekt zum anderen entstehen. Zunächst entstehen bei der Übertragung Informationskosten bei der Suche nach Transaktionspartnern, der Anbahnung von Transaktionen (zum Beispiel Vertragsabschlusskosten, Versicherungsprämien) und der Transaktion selbst (zum Beispiel Transportkosten).

Die Höhe von Transaktionskosten kann das Zustandekommen von Transaktionen verhindern, wenn etwa die anfänglichen Informationskosten für einen potenziellen Käufer so hoch geraten, dass die Transaktion prohibitiv verteuert wird. Auch verhindert die Existenz von Transaktionskosten, dass Käufer oder Verkäufer das für sie günstigste Angebot finden, da die mit der Suche steigenden Transaktionskosten eventuelle Vorteile von weiteren Angeboten wieder aufwiegen (Lehre vom abnehmendem Grenzertrag).

Von null verschiedene Transaktionskosten bedeuten ihrerseits, dass Ressourcen auf verschiedenen Ebenen relevant sind. Ressourcen werden eingesetzt für Transaktionszwecke in Produktions- und Verteilungsprozessen, für das Treffen von Entscheidungen, für die Anpassung des institutionellen Rahmens an unvorhergesehene Ereignisse, für die Reparatur von Fehlentscheidungen, sowie zur Einrichtung und Aufrechterhaltung des institutionellen Umfeldes, in dem die gesamte Wirtschaftstätigkeit stattfindet. Schließlich hat die Zuweisung und Gestaltung individueller Verfügungsrechte an Ressourcen unmittelbar Einfluss auf die wirtschaftliche Leistung einer Gesellschaft.

In der modernen Gesellschaft agieren die Menschen in einem Geflecht rechtlich verbindlicher und rechtlich unverbindlicher Schuldverhältnisse. Verträge, im Rechtssinne des Wortes oder nicht, werden für den Ökonomen dann zum Problem, wenn man sich vom vollständig kontingenten Vertragsmodell wegbewegt. Schließlich werden die Abfassung eines Vertrages und dessen Erfüllung im weiteren Zeitablauf beeinflusst durch positive Transaktionskosten und den Zusammenhang dieser Kosten mit asymmetrischer Information zwischen den Parteien und dem Bedarf an transaktions-spezifischen Investitionen. Im Ergebnis bewirken Transaktionskosten eine Mischung aus Informations- und Durchsetzungsproblemen.⁴⁶

Transaktionskosten können deshalb als Betriebskosten des Wirtschaftssystems bezeichnet werden. Wesentlich für die Höhe der Transaktionskosten ist auch der soziale Zusammenhang, in den Transaktionen eingebettet werden (Sitten, Gebräuche, Gewohnheiten und so weiter). Ohne Vertrauen würden wirtschaftliche Beziehungen aufgrund prohibitiv hoher Transaktionskosten gelähmt.

1.4 Bewertung von Schulden: Ratingagenturen und Finanzmarkt⁴⁷

Da die Zahlungen des Schuldners in der Zukunft liegen, sind sie aus Sicht des Gläubigers mit Unsicherheit behaftet. Es ergibt sich für ihn also die Notwendigkeit, die Schulden zu bewerten. Diese Schuldenbewertung wird durch eine Kreditanalyse vorgenommen. Grundsätzlich ist dafür jeder Gläubiger selbst verantwortlich, aber nicht jeder Gläubiger ist fachlich dazu in der Lage und/ oder hat die dafür notwendigen Ressourcen. Insbesondere Kleinsparer haben hier einen strukturellen Nachteil gegenüber institutionellen Investoren wie Banken, Versicherungen oder Investmentfonds. Sie müssten ihre Mittel ohne Bonitätsprüfung zur Verfügung stellen (wozu sie in der Regel nicht bereit sein werden) oder eine aufwendige Bonitätsprüfung selbst vornehmen. Insbesondere für kleinere Gläubiger, die vielleicht nur geringe Beträge investieren wollen, wäre eine solche Bonitätsprüfung entweder nicht zu leisten oder die Kosten dafür ständen in keinem vertretbarem Verhältnis zu den angebotenen Zinserträgen. Deshalb ist eine professionelle Kreditanalyse durch Ratingagenturen eine sinnvolle Lösung, insbesondere wenn die Ergebnisse für alle aktuellen wie potenziellen Gläubiger öffentlich gemacht werden.

Die Ratingnoten der Ratingagenturen sind seit der Finanzmarktkrise stark kritisiert worden. Dabei liegt das Problem teilweise bei den Ratingagenturen, die insbesondere Bonitätsverschlechterungen nicht rechtzeitig in ihren Ratingnoten abgebildet haben. Teilweise liegt das Problem aber auch in der Informationsverkürzung von Seiten der Nutzer dieser Informationen. Unbestritten ist jedoch,

dass ein organisierter Kapitalmarkt dringend Institutionen benötigt, die die Bonität von Schuldnern analysieren und die Ergebnisse den potenziellen Gläubigern zugänglich machen.

Die Ratingagenturen

Anders als in der öffentlichen Wahrnehmung suggeriert, gibt es eine Fülle von Ratingagenturen. So hat beispielsweise die deutsche Creditreform eine starke Stellung bei der Beurteilung von deutschen Mittelstandsanleihen. International anerkannt und deshalb besonders bekannt sind aber vor allem die großen angelsächsischen Ratingagenturen Moody's, Fitch und Standard & Poor's.

Moody's Investors Service gehört zu der an der New York Stock Exchange gelisteten Moody's Corporation und ist eine von der US-amerikanischen Finanzaufsicht SEC seit 1975 anerkannte Ratingagentur. Die Agentur wurde 1909 von John Moody gegründet. Damals lieferte die Agentur Ratings zu Eisenbahn-Anleihen gegen Bezahlung an Investoren. 1914 wurde die Moody's Investor Services gegründet. Seit 1970 verlangt Moody's die Gebühren nicht mehr von den Investoren, sondern von den Emittenten. Bis März 2009 besaß Warren Buffett 48 Millionen Aktien von Moody's, danach verkaufte er sie bis auf acht Millionen. Damit liegt sein Anteil am Unternehmen nun bei 17 Prozent.

Fitch Ratings ist eine Ratingagentur mit Firmensitzen in New York und London. Die Gründung des Unternehmens unter dem Firmennamen Fitch Publishing Company erfolgte am 24. Dezember 1913 durch John Knowles Fitch. 1997 fusionierte Fitch mit der in London befindlichen IBCA Limited. Das Unternehmen ist eine der sechs in Deutschland für die bankaufsichtliche Risikogewichtung anerkannten Agenturen. Fitch Ratings ist eine Tochtergesellschaft der Fimalac-Holding, die wiederum mehrheitlich dem französischen Geschäftsmann Marc Ladreit de Lacharrière gehört.

Standard and Poor's Corporation (S&P) ist eine Tochtergesellschaft von McGraw-Hill mit Sitz in New York. Die Gründung erfolgte 1941.

Die **Ratings von Moody's, Fitch Ratings und Standard & Poor's** differenzieren zwischen Anlagen höchster Bonität schrittweise bis auf niedrige Bonitäten und Zahlungsverzug oder Insolvenz. Sie sind in einer Übersicht im Anhang 1 dargestellt.

Die Ratingverfahren

Ratingverfahren sind ein Hilfsmittel zur Bonitätseinschätzung von Krediten von Unternehmen und Staaten, die – entgegen landläufig gepflegten Vorurteilen – kein maschinell exaktes Ergebnis aus Zahlenfriedhöfen der Jahresabschlussanalyse von Unternehmen oder Budget- und Handelsbilanzzahlen von Staaten herausdestillieren, sondern neben dem Finanzrating mit einem hohen Gewicht qualitative Faktoren bewerten.

Die qualitativen Faktoren nehmen einen bedeutenden Platz im Aufbau aller Ratingverfahren ein, und dies hat gute Gründe:

- Qualitative Merkmale sind viel stärker in die Zukunft gerichtet als quantitative Merkmale.

- Qualitative Merkmale liefern einen hohen Erklärungsgehalt, wenn es darum geht, sich als erfolgreiches Unternehmen oder Staat am Markt zu behaupten.
- Gerade im qualitativen Bereich werden erfahrungsgemäß eingeleitete Verbesserungsmaßnahmen (soweit sie sich als notwendig erweisen) am frühesten erkennbar und damit bewertbar.

Generell werden in das Rating alle Aspekte aufgenommen, die neben einer betriebswirtschaftlichen Relevanz einen signifikanten, das heißt statistisch messbaren, Einfluss auf das Ausfallrisiko beziehungsweise Insolvenzrisiko haben.

Die Risikokomponente bei Unternehmens- und Staatsanleihen

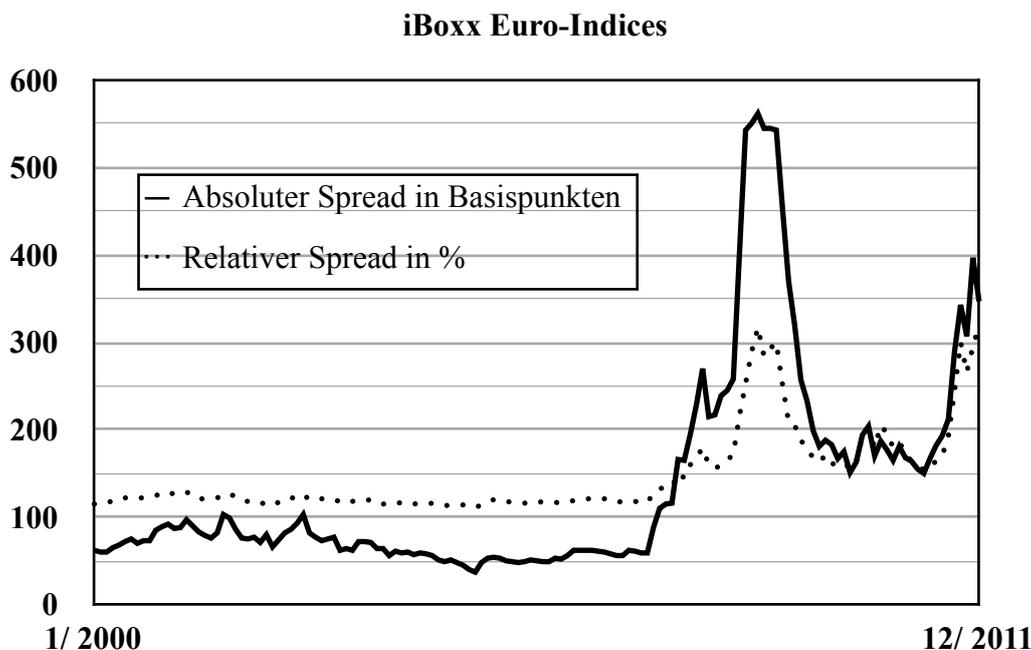
Der Zins einer Anleihe besteht aus dem Marktzins und einem Risikoaufschlag für die individuelle Anleihe. Der Risikoaufschlag setzt sich aus zwei Komponenten zusammen: dem Ausmaß des Risikos und dem Preis des Risikos.

Das *Ausmaß des Risikos* kann anhand verschiedener Kriterien bewertet werden und ist eine Funktion von Bonität, Laufzeit, Besicherung und Schuldner spezifischer Faktoren.

- Je nach der durch das Rating ausgedrückten Bonität des Schuldners ist ein Zinsaufschlag oder auch Credit Spread vom Emittenten (=Kreditnehmer) zu bezahlen. Rating und Credit Spread sind dabei nicht linear verbunden. Das zeigt sich besonders bei Unternehmensanleihen mit einem Rating von BBB- und niedriger, bei denen exponentiell steigende Credit Spreads zu beobachten sind. Dies liegt daran, dass in den Ratings Ausfallwahrscheinlichkeiten abgebildet werden und diese exponentiell ansteigen.
- Vernünftigerweise steigt das Risiko und damit der Credit Spread mit zunehmender Laufzeit an.
- Je geringer die Besicherung des Bonds um so höher ist damit das Risiko und dementsprechend der Credit Spread.
- Darüber hinaus spielen auch noch Schuldner spezifische Faktoren eine Rolle für die Bestimmung des Risikos und damit des Credit Spreads.

Neben dem Ausmaß des Risikos ist der *Preis des Risikos* für die Höhe des Credit Spreads entscheidend. Dieser schwankt im Zeitablauf und hängt von verschiedenen Faktoren ab: dem „Risikoappetit“ der Investoren, dem Wirtschaftswachstum, eventuellen geopolitischen Unsicherheiten, dem Zinsniveau, der Situation des Banksystems (Kreditklemme) und so weiter.

Eine Vorstellung, wie stark der Preis des Risikos schwanken kann, vermittelt die folgende Abbildung:



Quelle: Barclays Capital, eigene Berechnungen

Abbildung 1: Absolute und relative Credit Spreads von Euro-Unternehmensanleihen (seit 2000)

In der Abbildung 1 ist die Entwicklung der Rendite-Differenz von 7-10-jährigen A gerateten Unternehmensanleihen auf deutsche Staatsanleihen der entsprechenden Laufzeit dargestellt. Dabei wurden zwei verschiedene Darstellungsarten gewählt: Zum Einen wurde der Credit Spread als Differenz der Renditen von Unternehmensanleihen und Staatsanleihen dargestellt, zum Anderen wurden die Renditen der Unternehmensanleihen durch die Renditen der Staatsanleihen dividiert. Durch diese Darstellungsart kann man den Credit Spread auf die Rendite der Staatsanleihen normieren und damit um den Einfluss des Renditeniveaus bereinigen.

Wie sich zeigt, ist der Credit Spread in der normierten Darstellung deutlich stabiler als in der Differenzendarstellung. Daraus lässt sich ableiten, dass auch die absolute Höhe der Renditen einen Einfluss auf die Höhe der Credit Spreads hat. Mit anderen Worten: Bei einer Rendite von acht Prozent ist ein Credit Spread von zwei Prozent etwas anderes als bei einer Rendite von nur drei Prozent.

Nutzung der Ratinginformationen

Natürlich können Ratingnoten keine Gewähr für ein bestimmtes Zukunftsszenario bieten, aber sie halten doch einige wichtige Anhaltspunkte zur Entscheidungsunterstützung bereit. So können sie beispielsweise aus der Vergangenheit abgeleitete Informationen über die voraussichtliche Dauer bis zu einem Kreditereignis oder Default (Anhang 2), die Ausfallwahrscheinlichkeit der Kredite (Anhang 3) oder die Wahrscheinlichkeit einer Ratingveränderung beziehungsweise einer Ratingmigration (Anhänge 4 und 5) bieten. Diese Informationen kann der Entscheidungsträger als wichtige **Ergänzungen zu seinen Investmententscheidungen** heranziehen.

Ein Kreditereignis oder auch Default (englisch: Nichterfüllung) wird von den Ratingagenturen bei der ersten Zahlungsstörung auf irgendeine finanzielle Verpflichtung angenommen.⁴⁸ Dabei bedeutet

ein Default noch nicht einen vollständigen Zahlungsausfall, da unternehmerische Sanierungssituationen entweder erfolgreich restrukturiert werden können oder aber bei der Verwertung des Unternehmensvermögens Gelder eingesammelt werden, die als Insolvenzquote an die Gläubiger ausgekehrt werden (so genannte Recovery Rate). Wenn Staaten, wie jüngst Griechenland, sich entscheiden nur einen Teil ihrer Anleihen zurückzuzahlen (so genannter Haircut), dann entspricht der Teil, auf den die Gläubiger nicht verzichten müssen, der Recovery Rate bei Unternehmensanleihen. Der Anhang 2 bestätigt die intuitive Vermutung, dass es um so länger bis zu einem Default dauert, je besser die Schuldnerbonität ist.

Der Anhang 3 zeigt die kumulativen Ausfallwahrscheinlichkeiten für Unternehmensanleihen. Die Vergangenheitsdaten geben einen Anhaltspunkt dafür, wie die Ausfallwahrscheinlichkeiten auch in der Zukunft sein könnten, wenn keine größeren Marktverwerfungen eintreten. Es wird deutlich, dass die Ausfallwahrscheinlichkeiten sowohl mit einer verschlechternder Bonität als auch mit einer längeren Laufzeit steigen. Auch hier wird also die Intuition bestätigt.

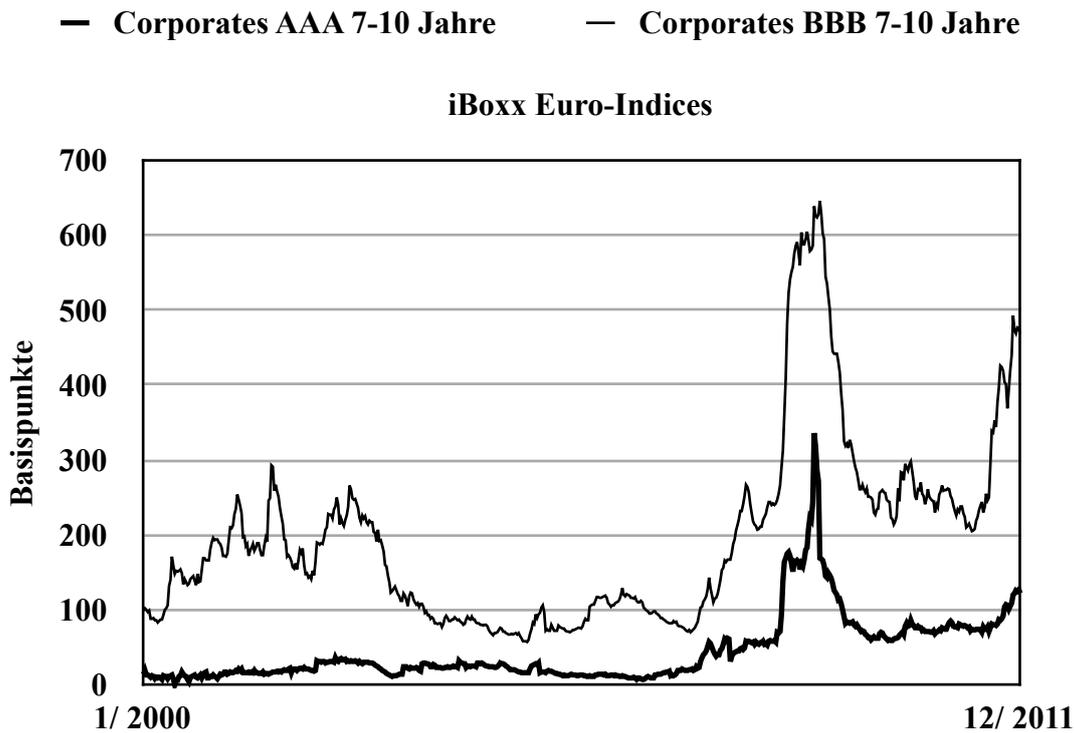
In den Jahren 2008 und 2009 sind die Lehman Brothers Holdings Inc. mit Forderungen in Höhe von 144 Milliarden US-\$ und Ford Motor Co. mit 71 Milliarden US-\$ die größten Defaults gewesen.⁴⁹ Diese Unternehmen sind jedoch nicht plötzlich in den Default beziehungsweise in die Pleite gerutscht, sondern sie sind das Ergebnis einer in der Regel längeren Entwicklung. Der Anhang 4 zeigt eine solche Ratingmigration für den Zeitraum eines Jahres.

Es wird deutlich, dass die meisten Schuldner auf Sicht eines Jahres in ihrer Ratingklasse bleiben. Dabei rutschen einige gute Schuldner in schlechtere Ratings ab, während einige schlechte Schuldner auch besser werden können. Diese relative Stabilität löst sich jedoch im Zeitablauf auf, was beispielhaft im Anhang 5 deutlich wird.

Die Analyse der **Credit Spreads** zwischen den Zinsen für Bank- oder marktbasierete Kredite und den Zinssätzen für „risikofreie“ Anlagen gibt in der Regel Aufschluss über die Kreditrisikoprämie, die ein Schuldner für die Beschaffung von Fremdkapital zahlen muss. Credit Spreads liefern nicht nur Erkenntnisse darüber, wie der Markt die Wahrscheinlichkeit von Verlusten durch den Ausfall eines Schuldners einschätzt, sondern sie hängen auch von Liquiditäts- und Steuererwägungen sowie – im Fall von Bankkrediten – von einer gegebenenfalls bereits bestehenden Geschäftsbeziehung zwischen der Bank und dem Kreditnehmer ab.

Die Entwicklung der Credit Spreads verschiedener Unternehmensanleihen im Euro-Gebiet seit 2000 zeigt, dass sich die Rendite bei Anleihen mit BBB-Rating zwischen den Jahren 2000 und 2002 deutlich erhöht hat. Dies war auf eine Vielzahl von Faktoren zurückzuführen, darunter auch die Terroranschläge vom September 2001 in den USA und mehrere Bilanzskandale im Jahr 2002, die überwiegend in den USA, aber auch in Europa aufgedeckt wurden. Im Jahr 2003 brachten das zunehmende Vertrauen der Märkte und die schwindende Unsicherheit allerdings eine rasche Korrektur der Credit Spreads von Anleihen mit sich, und im Laufe des Jahres 2007 erreichten die Credit Spreads für Unternehmensanleihen ihr niedrigstes Niveau seit der Einführung des Euro. Seit der Finanzmarktkrise ab 2007 haben die Credit Spreads allerdings sehr schnell ungeahnte Höhen er-

kommen, und zwar bei den etwas bonitätsschwächeren BBB-Anleihen sehr viel mehr als bei den bonitätsstarken AAA-Anleihen. Dies wird aus der folgenden Abbildung deutlich:



Quelle: Barclays Capital (weekly swap spreads)

Abbildung 2: Credit Spread-Entwicklung bei Unternehmensanleihen (seit 2000)

Die Ratingagenturen haben also jahrzehntelange Erfahrung mit der Beurteilung von Kreditrisiken bei Unternehmen und Banken. Ihre starke Position bei Investoren haben sie nicht aufgrund einer angelsächsischen Verschwörung, wie gelegentlich in europäischen Medien suggeriert wird, sondern, weil sie sehr häufig mit ihrer Krediteinschätzung richtig lagen. Damit haben sie bei institutionellen Investoren wie Banken, Versicherungen und Investmentfonds, aber auch bei Einzelinvestoren und Sparern Vertrauen in ihre Kreditanalysen aufbauen können.

Eine Analyse von Kreditausfallrisiken bei Staaten schien aus europäischer Sicht in den letzten 60 Jahren bis zu der diesjährigen Umschuldung bei Griechenlandanleihen entbehrlich; die Staaten der Europäischen Union schienen ausfallsicher. Dieser europäische Blick verkennt aber, dass es auch in der jüngeren Vergangenheit Ausfälle bei Staaten gegeben hat, und zwar in Lateinamerika, Asien, Russland etc.⁵⁰ Insofern besteht ein Bedarf, auch die Ausfallrisiken bei europäischen Staaten zu ermitteln und transparent zu machen. Hier fühlen sich aber Regierungen und Politiker immer dann schlecht behandelt, wenn die Ratingagenturen ihre Bonitätseinstufung von Staaten reduzieren. Mit einem gelegentlich geforderten Verbot von Staatenratings wird aber eine Bonitätsveränderung nicht verhindert, sie würde lediglich nicht offenkundig.

In diesem Zusammenhang muss erwähnt werden, dass große, institutionelle Investoren sich nicht nur auf die Ratingagenturen verlassen: Sie erstellen eigene Bonitätsanalysen und beobachten zudem

den Markt für Kreditausfallversicherungen. Diese Instrumente müssen deshalb kurz erläutert werden:

Kreditderivate als Absicherungsinstrumente⁵¹

Im Bereich der traditionellen Marktrisiken von Preisen, Zinsen und Währungen bestehen **betriebswirtschaftliche Absicherungs- und Steuerungsmethoden** in Form von Derivaten seit langem. Wenn die Zahlungsströme der Derivate anstatt von traditionellen Marktbewegungen von der Entwicklung der Kreditwürdigkeit eines Marktteilnehmers oder eines Schuldners beziehungsweise von der Entwicklung von Credit Spreads bestimmt werden, handelt es sich um Kreditderivate. Als Basiswert eignen sich sowohl Anleihen oder Kredite als auch synthetische Kreditrisikopositionen. Die Auszahlung kann an unterschiedliche Kreditrisikomessgrößen gekoppelt sein.

Kreditderivate sind Finanzinstrumente, die es ermöglichen, Kreditrisiken (Adressenausfallrisiken) von Darlehen, Anleihen und anderen Kreditpositionen zu bewerten und separat zu handeln. Durch die Kreditderivate wird die Bewertung und der Handel von Kreditrisiken möglich ohne das originäre Produkt abtreten oder liquidieren zu müssen. Der Sicherungsnehmer transferiert das in einer bestimmten Weise definierte Kreditrisiko eines Referenzschuldners beziehungsweise Referenzaktivums für eine bestimmte Laufzeit auf einen Sicherungsgeber. Die Risikoübernahme erfolgt üblicherweise gegen Zahlung von Prämien.

Mit Kreditderivaten lassen sich Positionen beziehungsweise Portfolios je nach Bedarf reduzieren, diversifizieren oder ausweiten. Damit kann eine bestimmte Markteinschätzung in eine Anlagestrategie umgesetzt werden. So kann zum Beispiel ein Marktteilnehmer, der bestimmte Kreditrisiken als überbewertet erachtet, auf dem CDS-Markt als Sicherungsgeber auftreten und die entsprechende – aus seiner Sicht hohe – CDS-Prämie vereinnahmen ohne Kapital für den Anleihekauf zu binden. Die Grundstruktur eines Kreditderivates ist in der folgenden Abbildung schematisch dargestellt.

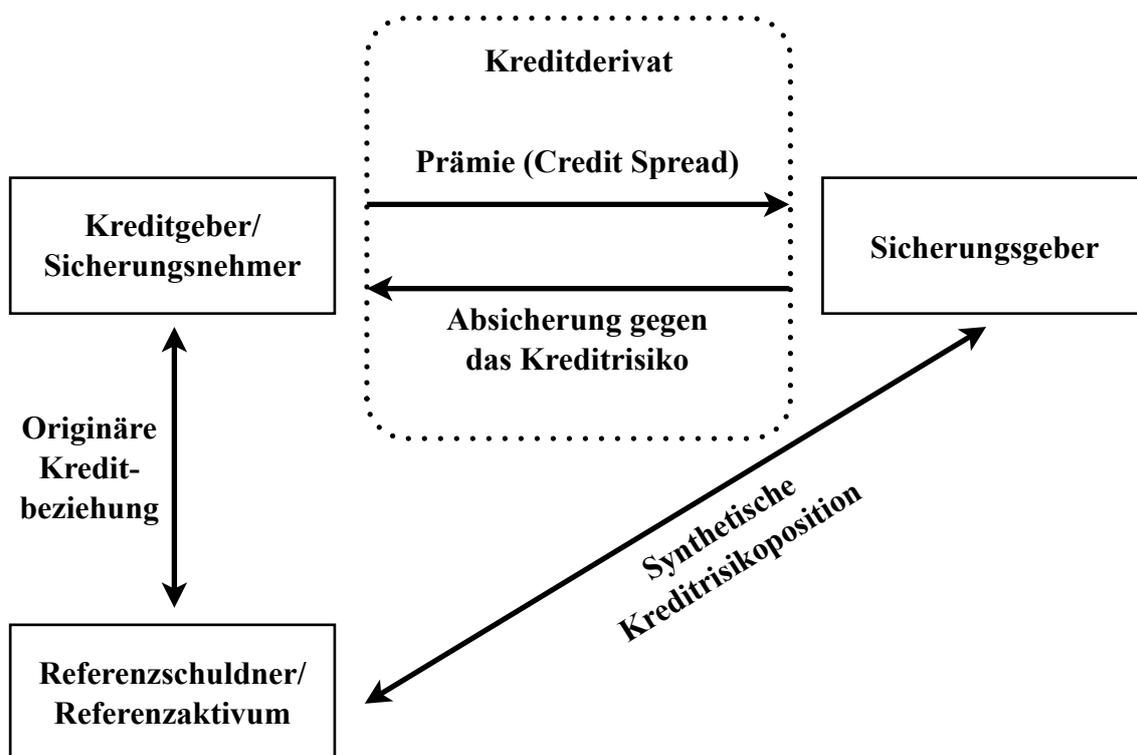


Abbildung 3: Grundstruktur eines Kreditderivates

Kreditderivate stellen ökonomisch keine neuartigen Konzepte dar. Kredit- oder Anleiheversicherungen, Bürgschaften, Garantien und Akkreditive bieten einem Gläubiger eine ähnliche Absicherung gegen eine Bonitätsverschlechterung des Schuldners. Neu ist die Möglichkeit der außerbilanziellen Abspaltung des Kreditrisikos von dem zugrunde liegenden Schultitel. Somit ermöglichen Kreditderivate im Gegensatz zu Direktanlagen die Identifikation, Trennung, Modifikation, Bewertung und Übertragung von einzelnen Risiken. Dies schafft die Voraussetzung für die Bewertung dieser Risiken durch die Prämie und dessen zielgerichtetes Management im Sinne der optimalen Gestaltung des Risiko-Ertrags-Profiles eines Portfolios. Der weitere Unterschied zu den herkömmlichen Sicherungssystemen ist, dass die Inanspruchnahme des Sicherungsgebers aus dem Kreditderivat nicht unmittelbar eine Forderung gegenüber dem Schuldner des Basiswertes begründet.

Durch die individuelle Vertragsgestaltung ist es möglich, das Kreditrisiko auf die Bedürfnisse beider Seiten zuzuschneiden. Eine Partei kann dann im Zuge der Absicherung von Marktpreisrisiken mit geeigneten Instrumenten aus anderen Bereichen (Hedging) ein unerwünschtes Kreditrisiko auf einen Sicherungsgeber übertragen, der aus Spekulations- oder Diversifizierungsgründen zu dessen Übernahme bereit ist. Durch die Kreditderivate bekommen Investoren eine zusätzliche Möglichkeit, ihre Kreditrisiken abzusichern und zu steuern beziehungsweise in neue Risiken zu investieren ohne eine Kreditbeziehung eingehen zu müssen.

Das **Kreditrisiko** besteht in der Gefahr, dass ein Kreditnehmer seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen kann oder will. Ein Verlust kann dabei durch einen konkreten Ausfall oder durch einen Wertverlust der Position entstehen, der dadurch bewirkt wird, dass sich die Wahrscheinlichkeit oder das Ausmaß eines möglichen Ausfalls erhöht haben. Hierin werden die beiden verschiedenen Komponenten des Kreditrisikos sichtbar.

Die **Credit Events** sind die bestimmenden Faktoren eines Kreditderivatgeschäftes, weil durch diese festgelegt wird, ob der Käufer eines Kreditderivates (Sicherungsnehmer) sein Recht auf die Ausgleichszahlung geltend machen darf, und ob der Sicherungsgeber seine abgegebene Verpflichtung erfüllen muss. Alle Credit Events können Bestandteil eines Geschäfts sein, häufig werden aber nur einzelne ausgewählt. Die Bedeutung des Kreditderivatgeschäftes hängt damit ab von der Auswahl der Kreditereignisse, die eine Ausgleichszahlung auslösen. Entsprechend den International Swap and Derivatives Association werden folgende mögliche Credit Events in einen Kreditderivate-Vertrag einbezogen:

- **Insolvenz (Bankruptcy)**: die Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung des Referenzschuldners.
- **Zahlungsausfall nach einer Frist (Failure to pay)**: Nichtleistung wesentlicher Zins- oder Tilgungszahlungen für eine oder mehrere Verbindlichkeiten, durch den Referenzschuldner, nach Ablauf einer Frist. Die fälligen, aber nicht erbrachten Zahlungsverpflichtungen müssen hierbei einen vereinbarten Schwellenbetrag überschreiten.
- **Nichtanerkennung/ Zahlungseinstellung (Repudiation/ Moratorium)**: der Referenzschuldner lehnt die Verpflichtungen zur Zahlung von bestimmten Verpflichtungen ganz oder teilweise ab, erkennt diese nicht an oder weist sie zurück.
- **Vorzeitige Fälligkeit (Obligation Acceleration/ Cross Default)**: vorzeitige Fälligkeitstellung von Verbindlichkeiten des Referenzschuldners aufgrund eines Credit Events bei anderen Verpflichtungen.
- **Restrukturierung (Restructuring)**: bei einer oder mehreren Verpflichtungen des Referenzschuldners werden die zu leistenden Zahlungen reduziert; die geplante Rückzahlung wird reduziert; Zins- oder Tilgungszahlungen werden zeitlich verzögert oder der Rang der Verpflichtung wird verringert. Sofern von den Parteien nicht ausdrücklich vereinbart, muss es für die betroffenen Verbindlichkeiten mindestens drei verschiedene Gläubiger geben und diese müssen mit Zwei Drittel-Mehrheit der Restrukturierung zugestimmt haben.

Innerhalb des Marktes für Kreditderivate stellen **Credit Default Swaps (CDS)** das am weitesten verbreitete und quantitativ bedeutendste Instrument dar. Ein Credit Default Swap ist eine vertragliche zeitlich befristete Vereinbarung zwischen dem Sicherungsnehmer (Protection Buyer) und dem Sicherungsgeber (Protection Seller). Der Sicherungsnehmer bezahlt an den Sicherungsgeber eine periodische Gebühr (den so genannten Credit Spread), typischerweise ausgedrückt in Basispunkten (das ist $\frac{1}{100}$ von einem Prozentpunkt, das heißt $\frac{1}{10.000}$), berechnet auf den Nominalbetrag des abzusichernden Risikos. Die Höhe dieser Prämie spiegelt den Preis der Absicherung wider. Im Gegenzug leistet der Sicherungsgeber eine Zahlung an den Sicherungsnehmer im Falle des Eintritts eines Kreditereignisses (Credit Event) beim Schuldner der Basisforderung (Referenzaktivum). In der Regel orientiert sich die Höhe der Ausgleichszahlung an der Differenz zwischen dem Restwert und dem Nominalpreis des Referenzaktivums. Die Struktur folgt dabei der oben dargestellten Grundstruktur für Kreditderivate.

Beim Abschluss eines CDS-Vertrages ist die exakte Spezifizierung des Referenzaktivums von Bedeutung, da der Eintritt des Kreditereignisses neutral gemessen werden muss. Der Vorteil eines CDS besteht in der Möglichkeit, das Ausfallrisiko aus dem Referenzaktivum komplett an den Kontrahenten zu übertragen, wengleich eine Vermischung mit dem Marktrisiko des Referenzaktivums unvermeidlich ist.

Allerdings tritt das Ausfallrisiko beim Sicherungsnehmer ein, wenn sowohl der Schuldner der Basisforderung als auch der Sicherungsgeber ausfallen. In einem solchen Fall wird die Ausfallwahrscheinlichkeit des Referenzaktivums durch die des Sicherungsgebers ersetzt, wobei die Wahrscheinlichkeit, dass beide Parteien ausfallen und der Sicherungsnehmer einen Verlust erleidet, geringer ist als die Ausfallwahrscheinlichkeit des Sicherungsgebers. Folglich trägt der Sicherungsnehmer ein Kontrahentenrisiko in Höhe des positiven Marktwertes des Credit Default Swaps (Wiedereindeckungsrisiko). Dementsprechend trägt der Sicherungsgeber während der Vertragslaufzeit ein Kontrahentenrisiko in Höhe der noch ausstehenden Prämienzahlungen. Das Risiko erlischt im Falle der Vorabzahlung der Risikoprämie. Als Form der Erstattung wird üblicherweise das Cash Settlement vereinbart. Im Falle der Vereinbarung des Basisausgleichs wird lediglich der ermittelte Betrag vergütet. Das erfolgt in der Regel innerhalb von 30 Handelstagen.

Der **Nutzen** aus Sicht des Sicherungsnehmers besteht in dem Risikotransfer, das heißt in der Isolierung und gezielten Weitergabe des Risikos ohne Eingriffe in die Geschäftsbeziehung mit einzelnen Kunden und in den Effizienzvorteilen gegenüber anderen Sicherungsinstrumenten. Der Nutzen des Sicherungsgebers besteht in einer Renditeverbesserung und in einem Erschließen neuer Anlagemärkte, zum Beispiel neuer Regionen und neuer Branchen. Die **Risiken** eines CDS liegen aus Sicht des Sicherungsnehmers in dem Kontrahentenrisiko, in Roll over-Risiken, rechtlichen Risiken und darin, dass das Kursänderungsrisiko beim Sicherungsnehmer bleibt, solange kein Credit Event eintritt.

Es ist nun möglich, die Marktinformationen von gehandelten Credit Default Swaps bei bestimmten Staatsanleihen mit der jahrzehntelangen Ratinghistorie von Unternehmensanleihen zu verbinden. Wenn nämlich die Marktteilnehmer bereit sind, sich gegen Zahlung von zum Beispiel einem Basispunkt oder 0,01 % des Nominalwertes einer Staatsanleihe gegen den Ausfall einer Anleihe der Bundesrepublik Deutschland auf Sicht eines Jahres zu versichern, dann impliziert dies zunächst, dass sie mit einer Ausfallwahrscheinlichkeit von größer Null rechnen. Für den Fall eines Ausfalls ist aber in der Regel nicht das gesamte eingesetzte Kapital verloren. Wenn beispielsweise der geforderte Verzicht nur (!) 50 % der Anleihen beträgt, dann errechnet sich der erwartete Verlust (eL = expected Loss) aus Ausfallwahrscheinlichkeit (PD = Probability of Default) · Verlust bei Ausfall (LgD = Loss given Default) beziehungsweise

$$(3) \quad \text{PD} \cdot \text{LgD} = \text{eL}$$

$$\Rightarrow \quad \text{PD} \cdot 50 \% = 0,01 \%$$

$$\Rightarrow \quad \text{PD} = 0,02 \%$$

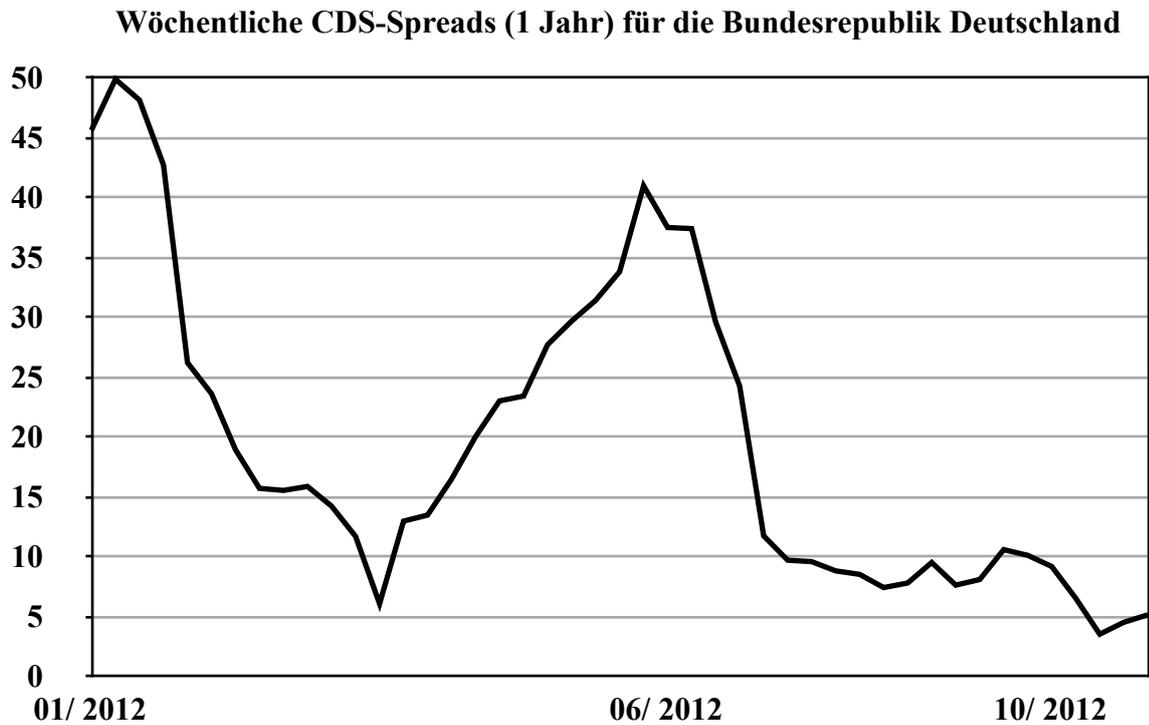


Abbildung 4: Entwicklung der Credit Spreads von deutschen Staatsanleihen (seit Anfang 2012)

Auf der Basis der Informationen der Abbildung 4 kann man im Anhang 3 nun nachlesen, dass der CDS-Markt für bundesdeutsche Staatsanleihen implizit annimmt, dass selbst nach der Beruhigung der Finanzmärkte im zweiten Halbjahr 2012 ein Rating von maximal A für den deutschen Staat angemessen wäre. Die Aufregung im Spätsommer 2012 um eine mögliche Ratingverschlechterung war also von wenig Sachkenntnis geprägt, denn der CDS-Markt hat ein solches Ergebnis bereits vorweg genommen.

Fazit

Josef Joffe formulierte im Juli 2011 im Handelsblatt:

„Wie würden wir jemanden nennen, der sein Thermometer zertrümmert, weil er sich über den Frosteinbruch ärgert – oder seinen Rauchmelder abhängt, weil ihn das Piepsen nervt? ‚Irrational‘ – und ihm raten, zur Pelzmütze zu greifen oder das anbrennende Schnitzel vom Herd zu nehmen. So irrational verhalten sich die Wutpolitiker gegenüber den Ratingagenturen Moody’s, Standard & Poor’s und Fitch.“

Das Verhalten der Politiker kann man nur verstehen, wenn man weiß, dass die Schuldabwälzung zum Geschäftsmodell der Politik gehört. Ein organisierter Kapitalmarkt benötigt aber dringend Institutionen, die die Bonität von Schuldnerunternehmen und Staaten analysieren und diese Ergebnisse den potenziellen Gläubigern zugänglich machen. Die Alternative läge nur darin, dass entweder die Gläubiger ihre Mittel ohne Bonitätsprüfung zur Verfügung stellen würden (wozu sie in der Regel nicht bereit sein werden) oder in einer aufwendigen Bonitätsprüfung durch jeden einzelnen Gläubiger.

Private Selbstverantwortung und Haftung sind auch bei Kreditgeschäften das effektivere Tandem als eine staatliche Bevormundung. Die Noten der Ratingagenturen müssten wie Gütesiegel der Verbraucherschutzorganisationen oder andere Prüfzertifikate behandelt werden. Man kann sie beachten, man darf aber nicht gezwungen werden sie zu beachten. Ihre Urteile sollten also nur noch zu einer Meinungsäußerung unter mehreren werden, auf die hören mag, wer hören will.

Letztlich gilt aber immer (auf neugriechisch): Don't kill the messenger!

Tatsächlich würde ein theoretisches Zurückdrehen der Wirtschaft auf eine Welt ohne Ratingagenturen dazu führen, dass der Kapitalmarkt weniger effizient wäre, in dem Sinne, dass die Gläubiger/Sparer aufgrund mangelnder oder mangelhafter Kreditanalyse höhere Kreditausfälle zu beklagen hätten. Diese Kreditausfälle sind das sichtbare Zeichen eines höheren Kreditrisikos und dieses höhere Kreditrisiko wird von den Gläubigern natürlich über eine höhere Kreditrisikoprämie von allen solventen Schuldern gefordert werden müssen, wenn nicht nach jedem Kreditausfall die Pleite des Gläubigers (zum Beispiel der Bank) folgen soll. Höhere Kreditrisikoprämien führen unmittelbar zu höheren Kreditzinsen und diese führen dazu, dass die Zinskosten von potenziellen Investitionen steigen und damit zumindest ein Teil der anvisierten Investitionen in der Wirtschaft unrentabel und deshalb nicht realisiert werden. Weniger Investitionsprojekte führen zu weniger Beschäftigung und damit zu höherer Arbeitslosigkeit. Damit wird einsichtig, dass der Ruf nach Abschaffung oder Gängelung von Ratingagenturen zum Rohrkrepierer werden könnte.

1.5 Chancen und Risiken von Schulden

Es drängt sich die Frage auf, welche Vorteile es haben könnte, mit Fremdkapital = Schulden statt ausschließlich mit eigenen Mitteln zu arbeiten. Die Betriebswirtschaftslehre kennt hierzu den **Leverage-Effekt**:

Der Leverage-Effekt (englisch leverage = Hebel) kommt aus der Begriffswelt der Kapitalstrukturregeln. Diese Regeln befassen sich mit der idealen Zusammensetzung von Eigenkapital und Fremdkapital. Der Leverage bezeichnet die Abhängigkeit der Rentabilität des Eigenkapitals vom Anteil der Fremdfinanzierung. Ein positiver Leverage-Effekt tritt ein, wenn die Rentabilität des Gesamtkapitals größer ist als der Fremdkapitalzins. Mit Hilfe des Leverage erhöht sich die Eigenkapitalrendite bei steigender Verschuldung. In einer dynamischen Welt weiß man allerdings, dass Erträge wechselhaft sein können. Deshalb führt eine steigende Verschuldung das Unternehmen in einer wirtschaftlichen Krise näher in die Richtung einer Insolvenz. Und so kann eine zu starke Nutzung des Leverage-Effekts dazu führen, dass das Engagement der Eigentümer mit einem Verlust des eingesetzten Eigenkapitals endet.

Der Effekt wird nur unter der Bedingung wirksam, dass zwischen der Gesamtkapitalrentabilität und dem Fremdkapitalzins eine positive Differenz besteht. Die Höhe dieser Differenz und das Ausmaß des Verschuldungsgrades stehen in positiver Korrelation zur Wirkung des Leverage-Effektes.

Aus folgenden Gründen wird der Leverage-Effekt nur begrenzt genutzt:

1. Er kann sich auch umkehren (negativer Leverage-Effekt), die Eigenkapitalrentabilität negativ beeinflussen und in letzter Konsequenz die Unternehmensexistenz bedrohen. Dieses Ergebnis tritt dann ein, wenn die Differenz zwischen Gesamtkapitalrentabilität und Fremdkapitalzins so groß wird, dass die entstehenden Verluste nicht mehr aufgefangen werden können. Die Ursache kann leistungswirtschaftlicher Art sein (zum Beispiel ungünstige Entwicklungen an den Absatz- und Beschaffungsmärkten von Unternehmen) und/ oder finanzwirtschaftlicher Art (zum Beispiel steigende Zinssätze bei notwendigen Anschlussfinanzierungen: so genanntes Zinsänderungsrisiko). Die ungünstige Eigenkapital-/ Fremdkapitalstruktur verstärkt die Wirkung.
2. Mit steigendem Verschuldungsgrad werden die Fremdkapitalgeber zusätzliche Mittel nur noch zu steigenden Zinssätzen herauslegen, wodurch sich der Leverage-Effekt stark abschwächt.
3. Fremdkapital kann nur bis zu einem bestimmten Umfang Eigenkapital ersetzen, da die Kreditgeber aus Risikogesichtspunkten die Einhaltung bestimmter Finanzkennzahlen verlangen.

Der Leverage-Effekt beschreibt also die Hebelwirkung des Fremdkapitals, der Kapitalstruktur beziehungsweise des Verschuldungsgrades. Ausgehend von der Formel:

$$(4) \quad \text{ROE} = \text{ROI} + (\text{ROI} - i_c) \cdot \frac{\text{FK}}{\text{EK}}$$

mit

ROI:	Gesamtkapitalrendite
ROE:	Eigenkapitalrendite
i_c :	Fremdkapitalzins
$\frac{\text{FK}}{\text{EK}}$:	Verschuldungsgrad

können drei grundlegende Effekte beschrieben werden. Im Falle von ($\text{ROI} > i_c$) steigt, auch im Falle einer Abhängigkeit des Fremdkapitalzinses vom Verschuldungsgrad, die Eigenkapitalrendite durch die Aufnahme von Fremdkapital zum Zinssatz i_c und Reinvestition zum Zinssatz ROI linear mit dem Verschuldungsgrad an (positiver Leverage-Effekt). Unter diesen Voraussetzungen bedingt ein höherer Verschuldungsgrad eine höhere ROE (ohne Beschränkung!). Gilt allerdings ($\text{ROI} < i_c$), so sinkt unter sonst gleichen Voraussetzungen der ROE mit zunehmender Verschuldung (negativer Leverage-Effekt). Der Fall ($\text{ROI} = i_c$) ist nur von untergeordneter Bedeutung.

Beispiel:

(1) Ein Unternehmen hat ein Eigenkapital von 500 GE sowie ein Fremdkapital von ebenfalls 500 GE, damit ein Gesamtkapital von 1.000 GE. Der ROI beträgt 8 % oder 80 GE. Nach Abzug der Fremdfinanzierungskosten i_c von 5 % p.a. oder Fremdkapitalzinsen von 25 GE bleiben 55 GE für die Verzinsung des Eigenkapitals oder ein ROE von 11 %.

(2) Das Management will den Leverage-Effekt nutzen und nimmt zusätzliches Fremdkapital von 400 GE auf, um damit entsprechendes Eigenkapital zurückzuzahlen. Damit verfügt das Unternehmen

noch über ein Eigenkapital von 100 GE und ein erhöhtes Fremdkapital von 900 GE. An der operativen Ertragskraft des Unternehmens hat sich nichts geändert: es werden weiterhin 80 GE oder ein ROI von 8 % erwirtschaftet. Nach Abzug der Fremdfinanzierungskosten i_c von 5 % p.a. oder Fremdkapitalzinsen von jetzt 45 GE bleiben noch 35 GE für die Verzinsung des reduzierten Eigenkapitals oder ein stark gesteigener ROE von 35 %.

(3) In der Folge schwächt sich die Konjunktur ab, und der ROI sinkt auf 4 % oder 40 GE. Da die Fremdkapitalzinsen unverändert 45 GE betragen, beträgt der ROE nur noch -5 % oder ein Verlust von 5 GE.

(4) Nachdem sich der Abschwung weiter verstärkt hat, wird nur noch ein ROI von 0 % erzielt. Damit werden immerhin noch alle operativen Kosten gedeckt, was in Abschwungphasen nicht selbstverständlich ist. Nun stellt sich nach Abzug der weiter unveränderten Fremdkapitalzinsen von 45 GE der ROE auf -45 % oder einen Verlust von 45 GE. Man erkennt, dass das Unternehmen dies bei dem reduzierten Eigenkapital von nur 100 GE nur kurze Zeit durchhalten wird und eine Insolvenz droht.

Vor diesem Hintergrund ist die alte Praktikererfahrung „eine hohe Eigenkapitalrendite ist nur ein Indiz für ein zu geringes Eigenkapital“ sofort einsichtig. Welche Gefahren mit einem exzessiven *leveraging* verbunden sind, zeigt das Beispiel in Abbildung 5:

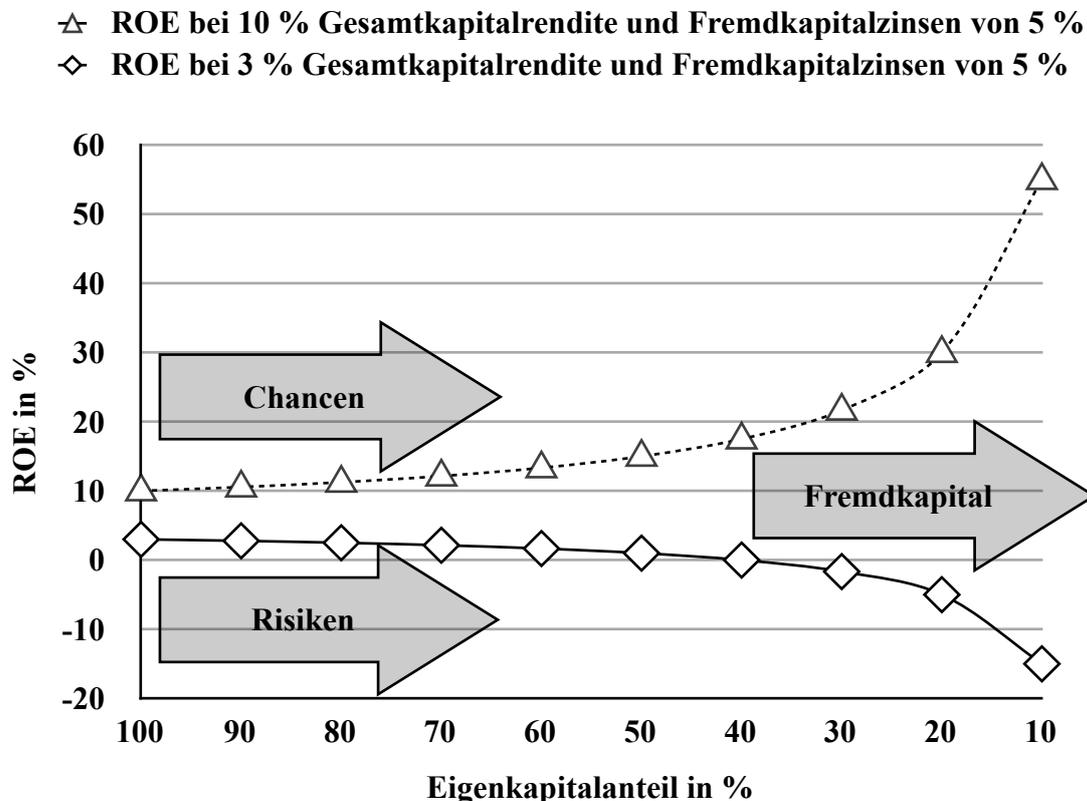


Abbildung 5: Gefahren einer zu starken Nutzung des Leveraging-Effektes

Die äußersten Punkte ganz links zeigen, dass ohne Fremdkapital – also mit 100 % Eigenkapital – die erwirtschaftete Gesamtkapitalrendite exklusiv den Eigenkapitalgebern zur Verfügung steht. In dem besseren (oberen) Fall beträgt dann die Eigenkapitalrendite (ROE) 10 % und in dem schlechteren (unteren) Fall nur 3 %. Wenn jetzt 50 % Fremdkapital eingesetzt wird und demzufolge der Eigenkapitalanteil auf ebenfalls 50 % rutscht, dann ist die Gesamtkapitalrendite auf Fremd- und Eigenkapital aufzuteilen, und zwar in der Weise, dass zunächst der Zinsanspruch der Fremdkapitalgeber in Höhe von 5 % auf 50 % Fremdkapital, das sind 2,5 %, bedient werden muss. Für das Eigenkapital bleiben dann noch in dem besseren Fall $10\% - 2,5\% = 7,5\%$ und in dem schlechteren Fall $3\% - 2,5\% = 0,5\%$. Wenn man diese Beträge auf das Eigenkapital von 50 % bezieht, dann errechnet sich im besseren Fall eine Eigenkapitalrendite von 15 % und in dem schlechteren Fall nur von 1 %. Folgt man den Kurven noch weiter nach rechts, mit anderen Worten: das Fremdkapital wird noch weiter gesteigert und demzufolge das Eigenkapital entsprechend reduziert, dann sieht man, dass im besseren Fall die Eigenkapitalrendite schnell exponentiell steigt und in dem schlechteren Fall die Rendite schnell fällt und sogar negativ wird.

Die Erfahrungen mit dem Leverage-Effekt in der Unternehmenssphäre können auf die Kreditverhältnisse von Staaten übertragen werden. Auch bei Staaten können die (Steuer-) Einnahmen je nach Entwicklung der Konjunktur schwanken (leistungswirtschaftliches Risiko). Da die europäischen Staaten in den vergangenen Jahrzehnten ihre Kredite nicht zurückgezahlt haben, entsteht regelmäßig ein Bedarf an Anschlussfinanzierungen. Steigenden Zinsen bei Anschlussfinanzierungen führen dann zum finanzwirtschaftlichen Risiko. Beide Risiken führen zu Sparzwängen im Staatshaushalt (oft zur Unzeit) oder zu der Notwendigkeit einer erhöhten Kreditaufnahme in einer Phase verminderter Leistungskraft des Staates. Deshalb ist es unerlässlich, dass Regierungen und Parlamente schon in normalen Zeiten das Risiko einer zu hohen Verschuldung mitbedenken. Die Tatsache, dass sie an dieser Aufgabe regelmäßig gescheitert sind, zeigt nur das Versagen der Politik und nicht das Versagen der Finanzmärkte.

1.6 Fazit

Das Vertrauen der Menschen in die Verlässlichkeit der Rahmenbedingungen ist in der Finanzpolitik essentiell. Wenn das Vertrauen der Sparer in die Zukunftssicherung durch den Staat untergraben wird, dann wird auch hier ein wesentlicher Pfeiler einer erfolgreichen Wirtschaft und Gesellschaft unterminiert. Schließlich ist das Geldwesen das vielleicht bedeutendsten Schmiermittel der Marktwirtschaft.

Ein Sozialstaat, der die stärkeren Schultern belastet um den ärmeren zu geben, der hat alle Legitimation. Wenn aber der westeuropäische Wohlfahrtsstaat spätestens seit 1970 die Wohlfahrt nur noch dadurch bezahlen kann, indem er die Schwächsten belastet, nämlich die Kinder und die noch Ungeborenen, dann hat er in meinen Augen seine Legitimität verloren. Er ist dann ein Unsozialstaat. Blicken wir auf die Lösungsmöglichkeiten des aktuellen Problems⁵² in Deutschland:

Der Staat könnte aus den Schulden herauswachsen durch Wachstum der Wirtschaft. Die Hoffnung darauf scheint mir in unserer durch Wachstumsskepsis geprägten Gesellschaft mit einer absehbar schrumpfenden und alternden Bevölkerung zumindest leicht illusionär.

Der Staat könnte schlanker werden, indem er Aufgaben in Frage stellt und Leistungen kürzt. Das wäre eine gute Idee, an deren Realisierung aber die vergangenen Politikergenerationen ausnahmslos gescheitert sind.

Der Staat könnte seine Ausgaben kürzen, indem sein Zuschuss zu den Sozialausgaben durch ein für alle verlängertes Arbeitsleben und dadurch geringere Rentenzahlungen obsolet wird. Dies ist aus meiner Sicht der Königsweg, für den aber der gesellschaftliche Konsens noch zu fehlen scheint.

Der Staat könnte seine Schulden durch Inflation real reduzieren. Hierfür ist durch die aktuelle Politik der Europäischen Zentralbank ein Anfang gemacht. Wenn aber die Schuldner profitieren, und der Staat als größter Einzelschuldner vorneweg, dann werden die Sparer belastet. Sozialpolitik bedeutet dann, dass vor allem die vielen Kleinsparer real enteignet werden.

Der Staat könnte seine Einnahmen erhöhen, indem er die Steuern nach oben anpasst. Hierfür scheint es mir aus praktischer Sicht Grenzen zu geben, zumal der Staat immer weiter steigende Ausgaben erfinden wird, die dann durch nur noch weiter steigende Steuern zu finanzieren sind.

Der Staat könnte seine Einnahmen erhöhen, indem er eine Vermögensabgabe von den Vermögenden nimmt.⁵³ Dies ist eine Lösung, die in einem absoluten Ausnahmefall, wie nach einem verlorenen Krieg, legitim sein könnte. Ob aber der von der Politik verlorenen Krieg gegen immer neue Ausgaben eine ausreichende Begründung ist, scheint mir zweifelhaft. Sicher ist allerdings, dass eine solche Abgabe nur dann eine Einnahmewirkung entfalten wird, wenn nicht nur die großen Vermögen belastet werden, sondern auch die große Masse des Mittelstands.

Der Staat könnte seine Einnahmen erhöhen, indem er Teile seines Staatsvermögens verkauft. Dies ist in engen Grenzen sicher möglich, aber große Teile des Staatsvermögens sind wahrscheinlich illiquide und nur auf dem Papier Vermögensteile.⁵⁴

Wenn alle bislang aufgeführten Lösungen scheitern, dann bleibt am Ende als Ausweg nur noch der Staatsbankrott⁵⁵, der in der Geschichte häufig durch verlorene Feldzüge der Herrscher und übermäßige Hofhaltung unausweichlich wurde. Es wäre traurig, wenn unsere Politiker den Staat und damit uns alle durch eine nachhaltig unverantwortliche Ausgabenpolitik in eine solche ausweglose Situation manövrieren würden. Dass sie immer noch von der Bevölkerung in Wahlen bestätigt werden macht die Sache nicht besser.

Es wird Zeit, dass wir unseren Politikern deutlich machen, dass sie uns keinen Gefallen tun, wenn sie immer neue Aufgaben und damit immer neue Ausgaben erfinden!

-
- ¹ Tucholsky, Kurt (1953): Kurzer Abriss der Nationalökonomie, in Mary Gerold-Tucholsky, ed.: *Und überhaupt... - Eine neue Auswahl* (Rowohlt Verlag, Hamburg), Seite 181-184, Seite 182.
- ² Vergleiche Paul, Hermann, Helmut Henne, Heidrun Kämper und Georg Objartel (2002): *Deutsches Wörterbuch : Bedeutungsgeschichte und Aufbau unseres Wortschatzes* (Max Niemeyer Verlag, Tübingen), Seite 880.
- ³ ohne Verfasser *Die Bibel oder die ganze Heilige Schrift des Alten und Neuen Testaments nach der deutschen Übersetzung Dr. Martin Luthers* (Privileg. Württ. Bibelanstalt, Stuttgart), Das 2. Buch Mose, Kapitel 22, Nummer 24.
- ⁴ Vergleiche Duwendag, Dieter, Karl-Heinz Ketterer, Wim Kösters, Rüdiger Pohl und Diethard B. Simmert (1977): *Geldtheorie und Geldpolitik : Eine problemorientierte Einführung mit einem Kompendium bankstatistischer Fachbegriffe* (Bund-Verlag, Köln), Seite 62.
- ⁵ Siehe die Übersicht bei Yehoue, Etienne B. (2012): *On Price Stability and Welfare* (International Monetary Fund, Washington D.C.), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12189.pdf> Zugriff am 8. August 2012, Seite 8.
- ⁶ Keynes, John Maynard (1971): *The economic consequences of the peace* (Harper & Row, New York.), Seite 235f.
- ⁷ Siehe auch Bhagwati, Jagdish N. (2004): *In defense of globalization* (Oxford University Press, New York)
- ⁸ Siehe hierzu auch Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut und Berenberg Bank, eds. (2007): *Wissen - Strategie 2030: Vermögen und Leben in der nächsten Generation* (Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut, Berenberg Bank, Hamburg) sowie Oelsnitz, Dietrich von der und Martin Hahmann (2003): *Wissensmanagement : Strategie und Lernen in wissensbasierten Unternehmen* (Kohlhammer, Stuttgart), Drucker, Peter F. (1993): *Die postkapitalistische Gesellschaft* (ECON-Verlag, Düsseldorf [u.a.]).
- ⁹ Vergleiche Staroßom, Heiko (2012): Bildung und Wissen, in Wolfgang-Ritter-Stiftung, Universität Bremen und u-nifreunde e.V., eds.: *Wieviel Wissen brauchen wir? Und welches Wissen wollen wir? - Verständigung über Bildung zwischen Wissenschaft, Wirtschaft und Politik* (Universitätsverlag Isensee, Oldenburg), Seite 75-84, Seite 77f.
- ¹⁰ Weber, Max (2011): *Die protestantische Ethik und der Geist des Kapitalismus (Reprint des Originals von 1934)* (Salzwasser Verlag, Paderborn), Seite 59. Richard Sennett verweist darauf, dass auch noch die Besucher der Pariser Weltausstellung von 1900 einen gemeinsamen Feind hatten: „den aufstrebenden Kapitalismus ihrer Zeit, dessen Ungleichheit und Unterdrückung.“ Sennett, Richard (2012): *Zusammenarbeit : Was unsere Gesellschaft zusammenhält* (Hanser Berlin, München), Seite 56.
- ¹¹ Vergleiche Weber, Max (2011): *Die protestantische Ethik und der Geist des Kapitalismus (Reprint des Originals von 1934)* (Salzwasser Verlag, Paderborn), Seite 60.
- ¹² Fukuyama, Francis (1992): *Das Ende der Geschichte: Wo stehen wir?* (Kindler Verlag, München), Seite 16. Siehe hierzu auch Meyer, Martin (1993): *Ende der Geschichte?* (Carl Hanser, München [etc.]).
- ¹³ Smith, Adam (2004): *Theorie der ethischen Gefühle* (Meiner, Hamburg) Seite 371.
- ¹⁴ Siehe hierzu Smith, Adam und Horst Claus Recktenwald (1999): *Der Wohlstand der Nationen : eine Untersuchung seiner Natur und seine Ursachen* (Dt. Taschenbuch Verl., München) Seite 17. Siehe weiterhin Lal, Deepak (2006a): *Reviving the invisible hand : the case for classical liberalism in the twenty-first century* (Princeton University Press, Princeton, N.J.) Pawlas, Andreas (2009): Diskussionsbeitrag zur betriebswirtschaftlichen Ethik - Adam Smith, Ethik und Marktwirtschaft, *ZfB Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Seite 663-680
- ¹⁵ Siehe hierzu Hirschman, Albert O. (1987): *Leidenschaften und Interessen: Politische Begründungen des Kapitalismus vor seinem Sieg* (Suhrkamp, Frankfurt am Main).
- ¹⁶ Vergleiche Ibid., Seite 97.
- ¹⁷ Montesquieu, Charles de Secondat (2011): *Vom Geist der Gesetze* (Philipp Reclam jun., Stuttgart), Seite 326.
- ¹⁸ Ibid., Seite 147.

- ¹⁹ Colander, David, Hans Follmer, Armin Haas, Michael D. Goldberg, Katarina Juselius, Alan Kirman, Thomas Lux und Birgitte Sloth (2009): *The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics* (<http://www.informaworld.com/smpp/content~db=all~content=a913109829~frm=titlelink>), Zugriff am 5. Juni 2011, Rajan, Raghuram (2010): *Fault lines : how hidden fractures still threaten the world economy* (Princeton University Press, Princeton), Seite 116-119.
- ²⁰ Graeber, David (2012): *Schulden : Die ersten 5000 Jahre* (Klett-Cotta, Stuttgart), Seite 9.
- ²¹ Hudson, Michael (1993): *The Lost Tradition of Biblical Debt Cancellations*, <http://michael-hudson.com/1992/03/the-lost-tradition-of-biblical-debt-cancellations/>, Zugriff am 2. August 2012, Seite 20, Übersetzung nach Graeber, David (2012): *Schulden : Die ersten 5000 Jahre* (Klett-Cotta, Stuttgart), Seite 229.
- ²² Vergleiche Etzioni, Amitai (1994): *Jenseits des Egoismus-Prinzips: Ein neues Bild von Wirtschaft, Politik und Gesellschaft* (Schäffer-Poeschel, Stuttgart), Seite 85.
- ²³ Zum Folgenden siehe auch Beckert, Jens (1997): *Grenzen des Marktes : die sozialen Grundlagen wirtschaftlicher Effizienz* (Campus-Verl., Frankfurt {[u.a.]}, Seite 35- 60.
- ²⁴ Vergleiche zum folgenden Rieck, Christian (2009): *Spieltheorie : Eine Einführung* (Christian Rieck Verlag, Eschborn), Seite 46-55.
- ²⁵ Vergleiche Luhmann, Niklas (1968): *Vertrauen: Ein Mechanismus der Reduktion sozialer Komplexität* (Enke, Stuttgart), Seite 1.
- ²⁶ Vergleiche hierzu Giddens, Anthony (1995): *Konsequenzen der Moderne* (Suhrkamp, Frankfurt am Main), Seite 127-134.
- ²⁷ Vergleiche Taylor, Charles (2009): *Ein säkulares Zeitalter* (Suhrkamp, Frankfurt am Main), Seite 15; siehe hierzu auch Taylor, Charles (1994): *Quellen des Selbst: Die Entstehung der neuzeitlichen Identität* (Suhrkamp, Frankfurt am Main) sowie Taylor, Charles (2009): *Ein säkulares Zeitalter* (Suhrkamp, Frankfurt am Main).
- ²⁸ Vergleiche Arrow, Kenneth Joseph (1974): *The limits of organization* (Norton, New York {[u.a.]}, Seite 26.
- ²⁹ Vergleiche Luhmann, Niklas (1968): *Vertrauen: Ein Mechanismus der Reduktion sozialer Komplexität* (Enke, Stuttgart), Seite 17f.
- ³⁰ Vergleiche Ibid., Seite 29.
- ³¹ Siehe hierzu Ibid., Seite 57.
- ³² Keynes, John Maynard (1974): *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes* (Duncker & Humblot, Berlin), Seite 125.
- ³³ Vergleiche Etzioni, Amitai (1994): *Jenseits des Egoismus-Prinzips: Ein neues Bild von Wirtschaft, Politik und Gesellschaft* (Schäffer-Poeschel, Stuttgart), Seite 30.
- ³⁴ Siehe hierzu unten 2.5 Chancen und Risiken von Schulden
- ³⁵ Siehe hierzu Beckert, Jens (1997): *Grenzen des Marktes : die sozialen Grundlagen wirtschaftlicher Effizienz* (Campus-Verl., Frankfurt {[u.a.]}, Seite 48.
- ³⁶ Siehe hierzu Hobbes, Thomas und Hermann Klenner (1996): *Leviathan* (Meiner, Hamburg), Rawls, John, Samuel Freeman und Joachim Schulte (2008): *Geschichte der politischen Philosophie* (Suhrkamp, Frankfurt am Main), Seite 55-162.
- ³⁷ Durkheim, Emile, Niklas Luhmann, Hans-Peter Müller und Michael Schmid (1992): *Über soziale Arbeitsteilung : Studie über die Organisation höherer Gesellschaften* (Suhrkamp, Frankfurt am Main), Seite 285.
- ³⁸ Parsons, Talcott (1964): *Beiträge zur soziologischen Theorie* (Luchterhand, Darmstadt {[u.a.]}, Seite 144.
- ³⁹ Vergleiche Ibid., Seite 145.
- ⁴⁰ Vergleiche Durkheim, Emile, Niklas Luhmann, Hans-Peter Müller und Michael Schmid (1992): *Über soziale Arbeitsteilung : Studie über die Organisation höherer Gesellschaften* (Suhrkamp, Frankfurt am Main), Seite 435.

- ⁴¹ Siehe Böckenförde, Ernst-Wolfgang (1976): *Staat, Gesellschaft, Freiheit - Studien zur Staatstheorie und zum Verfassungsrecht* (Frankfurt a. M. Suhrkamp) Seite 60.
- ⁴² Siehe hierzu beispielhaft Etzioni, Amitai (1995): *Die Entdeckung des Gemeinwesens: Ansprüche, Verantwortlichkeiten und das Programm des Kommunitarismus* (Schäffer-Poeschel, Stuttgart), Walzer, Michael (1992): *Zivile Gesellschaft und amerikanische Demokratie* (Rotbuch-Verl., Berlin) und Walzer, Michael (1993): *Kritik und Gemeinsinn: Drei Wege der Gesellschaftskritik* (Fischer-Taschenbuch-Verl., Frankfurt am Main).
- ⁴³ Smith, Adam (1999): *Der Wohlstand der Nationen: Eine Untersuchung seiner Natur und seine Ursachen* (Dt. Taschenbuch Verlag, München), Seite 17. Siehe hierzu auch Lal, Deepak (2006b): *Reviving the invisible hand: The case for classical liberalism in the twenty-first century* (Princeton University Press, Princeton).
- ⁴⁴ Vergleiche Arrow, zitiert bei Etzioni, Amitai (1994): *Jenseits des Egoismus-Prinzips: Ein neues Bild von Wirtschaft, Politik und Gesellschaft* (Schäffer-Poeschel, Stuttgart), Seite 114.
- ⁴⁵ Siehe hierzu Williamson, Oliver E. (1990): *Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus: Unternehmen, Märkte, Kooperationen* (Mohr, Tübingen), insbesondere Seite 17-48.
- ⁴⁶ Vergleiche Staroßom, Heiko (2013a): *Corporate Finance Teil 1 : Grundlagen, Zins- und Währungsmanagement* (Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler, Wiesbaden), Seite 97-114.
- ⁴⁷ Siehe auch Staroßom, Heiko (2013b): *Corporate Finance Teil 2 : Finanzierung in den Lebensphasen einer Unternehmung* (Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler, Wiesbaden), Seite 496-504.
- ⁴⁸ Siehe Standard & Poor's (2010): *Default, Transition, and Recovery: 2009 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions* (Standard & Poor's, New York), Zugriff am 26. August 2010 Appendix 1:
„A default is recorded on the first occurrence of a payment default on any financial obligation, rated or unrated, other than a financial obligation subject to a bona fide commercial dispute; an exception occurs when an interest payment missed on the due date is made within the grace period. Preferred stock is not considered a financial obligation; thus, a missed preferred stock dividend is not normally equated with default. Distressed exchanges, on the other hand, are considered defaults whenever the debt holders are coerced into accepting substitute instruments with lower coupons, longer maturities, or any other diminished financial terms.
Issue ratings are usually revised to 'D' following a company's default on the corresponding obligation.“
- ⁴⁹ Siehe Ibid. Table 5
- ⁵⁰ Siehe hierzu Reinhart, Carmen M. und Kenneth S. Rogoff (2010): *Dieses Mal ist alles anders: Acht Jahrhunderte Finanzkrisen* (FinanzBuch-Verlag, München), insbesondere Tabellen 6.3 und 6.4 auf Seite 162-165.
- ⁵¹ Siehe hierzu Staroßom, Heiko (2013b): *Corporate Finance Teil 2 : Finanzierung in den Lebensphasen einer Unternehmung* (Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler, Wiesbaden), Seite 510-529.
- ⁵² Das Problem wird nicht von allen Ökonomen als solches erkannt. So plädiert beispielsweise der durch einen Wirtschaftsnobelpreis geadelte Paul Krugman dafür, dass der Staat die aktuelle Krise durch zusätzliche Ausgaben und Schulden löst. Krugman verkennt dabei aber, dass erstens unsere Politiker den Keynesianismus lediglich in dem Teil verstanden haben, in dem sie in der Krise höhere Ausgaben tätigen sollen; den Schuldenabbau im Aufschwung haben sie regelmäßig versäumt. Zweitens mag seine Empfehlung für die USA mit ihrer bei weitem besseren Demographie noch einen Fetzen von Vernunft haben, für das wachstumsarme Deutschland wäre sie mit Sicherheit fatal. Insofern kann man unsere aktuelle Politik mit einer Armee vergleichen, die jetzt mit dem Ernstfall konfrontiert ist und dabei feststellt, dass sie in guten Zeiten all ihre Munition schon auf Kirmesfesten als Feuerwerk abgefackelt hat. Siehe hierzu Krugman, Paul (2012): *Vergesst die Krise!: Warum wir jetzt Geld ausgeben müssen!* (Campus, Frankfurt am Main [u.a.]).
- ⁵³ Siehe hierzu Kirchhof, Paul (2012): *Deutschland im Schuldensog: Der Weg vom Bürgen zurück zum Bürger* (Beck, München), Seite 179-190.
- ⁵⁴ Siehe hierzu Hansmann, Marc (2012): *Vor dem dritten Staatsbankrott? : Der deutsche Schuldenstaat in historischer und internationaler Perspektive* (Oldenbourg, München), Seite 91-97.
- ⁵⁵ Siehe hierzu Reinhart, Carmen M. und Kenneth S. Rogoff (2010): *Dieses Mal ist alles anders: Acht Jahrhunderte Finanzkrisen* (FinanzBuch-Verlag, München).

Anhang 1: Ratings von Moody's, Fitch Ratings und Standard & Poor's

Moody's	Fitch Ratings	Standard & Poor's	Definition
Investmentklassen (Investment Grade)			
Aaa	AAA	AAA	Beste Qualität, geringstes Ausfallrisiko, außergewöhnlich gute Bonität
Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA-	AA+ AA AA-	Hohe Qualität, sehr gute Bonität, aber etwas größeres Risiko als die Spitzen-gruppe
A1 A2 A3	A+ A A-	A+ A A-	Gute Bonität, aber etwas anfälliger für negative Auswirkungen aufgrund von Veränderungen im Umfeld
Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB-	BBB+ BBB BBB-	Mittlere Qualität, aber mangelnder Schutz gegen die Einflüsse sich verändernder Wirtschaftsentwicklung

Spekulationsklassen (Non-Investment Grade)			
Ba1 Ba2 Ba3	BB+ BB BB-	BB+ BB BB-	Spekulative Anlage, nur mäßige Deckung für Zins- und Tilgungsleistung
B1 B2 B3	B+ B B-	B+ B B-	Sehr spekulativ, geringe Bonität, hohes Risiko eines Zahlungsausfalls
Caa1 Caa2 Caa3 Ca C	CCC	CCC+ CCC CCC- CC C	Niedrigste Qualität, geringster Anlegerschutz, in Zahlungsverzug oder in direkter Gefahr des Verzugs
	DDD DD D	D	Der Schuldner ist bereits in Zahlungsverzug oder hat Insolvenz angemeldet

Anhang 2: Zeit vom ursprünglichen Rating bis zum Kreditereignis, für weltweite Unternehmenspleiten (1981-2009)

Ursprüngliches Rating	Kreditereignisse (Defaults)	Durchschnittliche Zahl an Jahren vom ursprünglichen Rating* bis zum Kreditereignis
AAA	7	16,4
AA	25	15,1
A	84	12,4
BBB	176	7,9
BB	486	6,3
B	1.048	4,7
CCC-C	107	2,7
Summe	1.933	5,8

* oder der 31. Dezember 1980; es zählt, was später ist

Quelle: Standard & Poor's (2010), Table 10

Anhang 3: Weltweite durchschnittliche kumulative Ausfallwahrscheinlichkeiten von Unternehmensanleihen (1981-2009)

Rating	Zeithorizont (in Jahren)			
	1	5	10	15
AAA	0,00	0,39	0,82	1,14
AA	0,02	0,33	0,74	1,02
A	0,08	0,72	1,97	2,99
BBB	0,26	2,53	5,60	8,36
BB	0,97	9,51	17,45	21,57
B	4,93	22,30	30,82	35,74
CCC-C	27,98	48,05	53,41	57,28
Investment Grade	0,13	1,24	2,80	4,04
Speculative Grade	4,44	17,90	25,96	30,45
Alle	1,63	6,90	10,45	12,60

Quelle: Standard & Poor's (2010), Table 24

Anhang 4: Durchschnittliche Ein-Jahres-Ratingmigrationsmatrix für weltweite Unternehmensanleihen(1981-2009)

	Migrationsmatrix für ein Jahr								
von/ zu	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC-C	D	nicht ge-rated
AAA	88,21	7,73	0,52	0,06	0,08	0,03	0,06	0,00	3,31
AA	0,56	86,60	8,10	0,55	0,06	0,09	0,02	0,02	4,00
A	0,04	1,95	87,05	5,47	0,40	0,16	0,02	0,08	4,83
BBB	0,01	0,14	3,76	84,16	4,13	0,70	0,16	0,26	6,68
BB	0,02	0,05	0,18	5,17	75,52	7,48	0,79	0,97	9,82
B	0,00	0,04	0,15	0,24	5,43	72,73	4,65	4,93	11,83
CCC-C	0,00	0,00	0,21	0,31	0,88	11,28	44,98	27,90	14,37

Quelle: Standard & Poor's (2010), Table 34

Anhang 5: Durchschnittliche Zehn-Jahres-Ratingmigrationsmatrix für weltweite Unternehmensanleihen (1981-2009)

	Migrationsmatrix für zehn Jahre								
von/ zu	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC-C	D	nicht gerated
AAA	29,88	26,74	10,28	3,51	0,15	0,00	0,04	0,66	28,75
AA	1,55	29,04	27,83	7,44	1,14	0,37	0,02	0,81	31,80
A	0,17	5,81	33,98	16,91	3,30	1,10	0,11	1,98	36,65
BBB	0,04	1,30	10,67	28,55	7,24	2,75	0,27	5,76	43,42
BB	0,03	0,10	2,17	11,32	12,31	6,79	0,66	19,16	47,47
B	0,00	0,03	0,76	2,80	6,20	6,81	0,96	33,57	48,86
CCC-C	0,00	0,00	0,27	0,68	4,07	2,30	0,41	54,07	38,21

Quelle: Standard & Poor's (2010), Table 39

Literaturverzeichnis

- Arrow, Kenneth Joseph (1974): *The limits of organization* (Norton, New York {[u.a.]})
- Beckert, Jens (1997): *Grenzen des Marktes : die sozialen Grundlagen wirtschaftlicher Effizienz* (Campus-Verl., Frankfurt {[u.a.]})
- Bhagwati, Jagdish N. (2004): *In defense of globalization* (Oxford University Press, New York)
- Böckenförde, Ernst-Wolfgang (1976): *Staat, Gesellschaft, Freiheit - Studien zur Staatstheorie und zum Verfassungsrecht* (Frankfurt a. M. Suhrkamp)
- Colander, David, Hans Follmer, Armin Haas, Michael D. Goldberg, Katarina Juselius, Alan Kirman, Thomas Lux und Birgitte Sloth (2009): *The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics* (<http://www.informaworld.com/smpp/content~db=all~content=a913109829~frm=titlelink>), Zugriff am 5. Juni 2011
- Durkheim, Emile, Niklas Luhmann, Hans-Peter Müller und Michael Schmid (1992): *Über soziale Arbeitsteilung : Studie über die Organisation höherer Gesellschaften* (Suhrkamp, Frankfurt am Main)
- Duwendag, Dieter, Karl-Heinz Ketterer, Wim Kösters, Rüdiger Pohl und Diethard B. Simmert (1977): *Geldtheorie und Geldpolitik : Eine problemorientierte Einführung mit einem Compendium bankstatistischer Fachbegriffe* (Bund-Verlag, Köln)
- Etzioni, Amitai (1994): *Jenseits des Egoismus-Prinzips: Ein neues Bild von Wirtschaft, Politik und Gesellschaft* (Schäffer-Poeschel, Stuttgart)
- Etzioni, Amitai (1995): *Die Entdeckung des Gemeinwesens: Ansprüche, Verantwortlichkeiten und das Programm des Kommunitarismus* (Schäffer-Poeschel, Stuttgart)
- Fukuyama, Francis (1992): *Das Ende der Geschichte: Wo stehen wir?* (Kindler Verlag, München)
- Giddens, Anthony (1995): *Konsequenzen der Moderne* (Suhrkamp, Frankfurt am Main)
- Graeber, David (2012): *Schulden : Die ersten 5000 Jahre* (Klett-Cotta, Stuttgart)
- Hansmann, Marc (2012): *Vor dem dritten Staatsbankrott? : Der deutsche Schuldenstaat in historischer und internationaler Perspektive* (Oldenbourg, München)
- Hirschman, Albert O. (1987): *Leidenschaften und Interessen: Politische Begründungen des Kapitalismus vor seinem Sieg* (Suhrkamp, Frankfurt am Main)
- Hobbes, Thomas und Hermann Klenner (1996): *Leviathan* (Meiner, Hamburg)
- Hudson, Michael (1993): *The Lost Tradition of Biblical Debt Cancellations*, <http://michael-hudson.com/1992/03/the-lost-tradition-of-biblical-debt-cancellations/>, Zugriff am 2. August 2012
- Keynes, John Maynard (1971): *The economic consequences of the peace* (Harper & Row, New York,)
- Keynes, John Maynard (1974): *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes* (Duncker & Humblot, Berlin)

- Kirchhof, Paul (2012): *Deutschland im Schuldensog: Der Weg vom Bürgen zurück zum Bürger* (Beck, München)
- Krugman, Paul (2012): *Vergesst die Krise!: Warum wir jetzt Geld ausgeben müssen!* (Campus, Frankfurt am Main [u.a.]
- Lal, Deepak (2006a): *Reviving the invisible hand : the case for classical liberalism in the twenty-first century* (Princeton University Press, Princeton, N.J.)
- Lal, Deepak (2006b): *Reviving the invisible hand: The case for classical liberalism in the twenty-first century* (Princeton University Press, Princeton)
- Luhmann, Niklas (1968): *Vertrauen: Ein Mechanismus der Reduktion sozialer Komplexität* (Enke, Stuttgart)
- Meyer, Martin (1993): *Ende der Geschichte?* (Carl Hanser, München [etc.])
- Montesquieu, Charles de Secondat (2011): *Vom Geist der Gesetze* (Philipp Reclam jun., Stuttgart)
- ohne Verfasser *Die Bibel oder die ganze Heilige Schrift des Alten und Neuen Testaments nach der deutschen Übersetzung Dr. Martin Luthers* (Privileg. Württ. Bibelanstalt, Stuttgart)
- Parsons, Talcott (1964): *Beiträge zur soziologischen Theorie* (Luchterhand, Darmstadt {[u.a.]
- Paul, Hermann, Helmut Henne, Heidrun Kämper und Georg Objartel (2002): *Deutsches Wörterbuch : Bedeutungsgeschichte und Aufbau unseres Wortschatzes* (Max Niemeyer Verlag, Tübingen)
- Pawlas, Andreas (2009): Diskussionsbeitrag zur betriebswirtschaftlichen Ethik - Adam Smith, Ethik und Marktwirtschaft, *ZfB Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Seite 663-680
- Rajan, Raghuram (2010): *Fault lines : how hidden fractures still threaten the world economy* (Princeton University Press, Princeton)
- Rawls, John, Samuel Freeman und Joachim Schulte (2008): *Geschichte der politischen Philosophie* (Suhrkamp, Frankfurt am Main)
- Reinhart, Carmen M. und Kenneth S. Rogoff (2010): *Dieses Mal ist alles anders: Acht Jahrhunderte Finanzkrisen* (FinanzBuch-Verlag, München)
- Rieck, Christian (2009): *Spieltheorie : Eine Einführung* (Christian Rieck Verlag, Eschborn)
- Sennett, Richard (2012): *Zusammenarbeit : Was unsere Gesellschaft zusammenhält* (Hanser Berlin, München)
- Smith, Adam (1999): *Der Wohlstand der Nationen: Eine Untersuchung seiner Natur und seine Ursachen* (Dt. Taschenbuch Verlag, München)
- Smith, Adam (2004): *Theorie der ethischen Gefühle* (Meiner, Hamburg)
- Smith, Adam und Horst Claus Recktenwald (1999): *Der Wohlstand der Nationen : eine Untersuchung seiner Natur und seine Ursachen* (Dt. Taschenbuch Verl., München)
- Standard & Poor's (2010): *Default, Transition, and Recovery: 2009 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions* (Standard & Poor's, New York), Zugriff am 26. August 2010

- Staroßom, Heiko (2012): Bildung und Wissen, in Wolfgang-Ritter-Stiftung, Universität Bremen und unifreunde e.V., eds.: *Wieviel Wissen brauchen wir? Und welches Wissen wollen wir? - Verständigung über Bildung zwischen Wissenschaft, Wirtschaft und Politik* (Universitätsverlag Isensee, Oldenburg), Seite 75-84
- Staroßom, Heiko (2013a): *Corporate Finance Teil 1 : Grundlagen, Zins- und Währungsmanagement* (Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler, Wiesbaden)
- Staroßom, Heiko (2013b): *Corporate Finance Teil 2 : Finanzierung in den Lebensphasen einer Unternehmung* (Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler, Wiesbaden)
- Taylor, Charles (1994): *Quellen des Selbst: Die Entstehung der neuzeitlichen Identität* (Suhrkamp, Frankfurt am Main)
- Taylor, Charles (2009): *Ein säkulares Zeitalter* (Suhrkamp, Frankfurt am Main)
- Tucholsky, Kurt (1953): Kurzer Abriss der Nationalökonomie, in Mary Gerold-Tucholsky, ed.: *Und überhaupt... - Eine neue Auswahl* (Rowohlt Verlag, Hamburg), Seite 181-184
- Walzer, Michael (1992): *Zivile Gesellschaft und amerikanische Demokratie* (Rotbuch-Verl., Berlin)
- Walzer, Michael (1993): *Kritik und Gemeinsinn: Drei Wege der Gesellschaftskritik* (Fischer-Taschenbuch-Verl., Frankfurt am Main)
- Weber, Max (2011): *Die protestantische Ethik und der Geist des Kapitalismus (Reprint des Originals von 1934)* (Salzwasser Verlag, Paderborn)
- Williamson, Oliver E. (1990): *Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus: Unternehmen, Märkte, Kooperationen* (Mohr, Tübingen)
- Yehoue, Etienne B. (2012): On Price Stability and Welfare (International Monetary Fund, Washington D.C.), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12189.pdf> Zugriff am 8. August 2012