

Das Investmentbanking feiert allen Unkenrufen zum Trotz fröhliche Urständ. Erfolgsrezept: Staatsgelder, aufgeweichte Bilanzregeln und schwindende Konkurrenz im Markt.

Text: Hannes Breustedt

Für die einen ist es die größte Auferstehung seit Lazarus, für die anderen der größte Bluff der jüngeren Finanzgeschichte: Ausgerechnet das Investmentbanking liefert im bisherigen Jahresverlauf ein fulminantes Comeback. Eben jenes Geschäftsfeld, dessen Auswüchse als Inbegriff des Kasino-Kapitalismus gelten und dem die öffentliche Wahrnehmung in Verbindung mit deregulierten Finanzmärkten, verbrieften Krediten, Rating-Agenturen und Niedrigzinspolitik die Hauptschuld für die gravierendste Wirtschaftskrise der Nachkriegszeit zuschreibt.

Zurück zum Business as usual

Eine Sparte, zu deren Protagonisten Bear Stearns, Merrill Lynch und nicht zuletzt auch Lehman Brothers zählten – Akteure, die in die Wirtschaftsannalen eingingen, weil sie mit ihren riskanten Geschäften die Finanzwelt an den Abgrund brachten. Die Pleite des letztgenannten Brokerhauses im September 2008 markiert den größten Insolvenzfall in der Historie der USA. Sie läutete die Eiszeit im Interbankenmarkt ein und hob die Finanzkrise so auf ein neues Level.

Mittlerweile kategorisieren Politiker, Banker und Aufseher die Wirtschaftsgeschichte bereits in Pre- und Post-Lehman-Ära. Der Niedergang des Unternehmens soll ihrer Auffassung nach verantwortlich dafür sein, dass andere Institute wie zum Beispiel die Münchner Immobilienbank Hypo Real Estate in Existenznot gerieten. Darüber, dass der Lehman-Bankrott die Sollbruchstellen der globalen Verbriefungsmärkte und den daraus folgenden Kreditpyramiden in bislang ungeahnter Dimension offengelegt hat, herrscht weitgehend Einigkeit.

Hat sich ein knappes Jahr danach etwas am Status quo geändert? Es deutet wenig darauf hin – die Verbliebenen im Haifischbecken haben ihre Marktanteile durch die Übernahme- und Pleitewelle ausgebaut, ihre Margen entsprechend gesteigert. So ist beispielsweise die Konkurrenz bei Anleihe-Emissionen deutlich geringer geworden. Dabei handelt es sich um ein klassisches Geschäftsfeld der Investmentbanken, die



Es wird wieder am Rad gedreht

gegen Gebühr als Arrangeure für Unternehmen und Staaten auftreten. Aufgrund der krisenbedingt zögerlichen Kreditvergabe der Geschäftsbanken nutzen Firmen dieses Instrument verstärkt, um Geld aufzunehmen.

Dem US-Branchenanalysten Dealogic zufolge hat das Emissionsvolumen von Corporate Bonds mit 1.103 Milliarden Dollar im laufenden Jahr bereits ein neues Allzeithoch erreicht. Auch Staaten platzieren in großem Stil Anleihen am Markt. Sie finanzieren damit ihre gestiegene Schuldenlast – die nicht zuletzt aus den Rettungspaketen für den Finanzsektor resultiert. Besonders dem französischen Geldhaus BNP Paribas, der Deutschen Bank sowie den britischen Schwergewichten HSBC und Barclays bescherte der Anleihe-Boom zuletzt satte Erträge.

Sogar die im Zuge der Subprime-Krise schwer in die Kritik geratene Praxis der Verbriefung wird wieder salonfähig. Einige Häuser, wie US-Branchenprimus Goldman Sachs und Barclays, reichen bereits wieder gebündelte Kredite weiter, um ihre Bilanzen zu entlasten. Doch auch der klassische Eigenhandel mit festverzinslichen Wertpapieren, Aktien, Devisen und Rohstoffen floriert angesichts steigender Kurse. So kratzte Goldman ein gutes halbes Jahr, nach-

dem Regierungen und Notenbanker weltweit die Kernschmelze im Bankensektor verhinderten, wieder an den magischen 25 Prozent Eigenkapitalrendite.

Die langjährige Nummer eins im globalen Investmentbanking hat im zweiten Quartal einen Nettogewinn von 3,4 Milliarden Dollar erzielt. Auch US-Wettbewerber JP Morgan verdreifachte seinen Überschuss gegenüber dem Vorjahr auf 2,7 Milliarden Dollar. Netto 1,5 Milliarden Dollar steuerte das Investmentbanking bei. Für beide Unternehmen zahlte sich ihre Risikobereitschaft aus: Der Value at Risk, das durchschnittliche Verlustrisiko pro Tag, lag bei 267 beziehungsweise 245 Millionen Dollar. Konkurrent Morgan Stanley riskierte lediglich 113 Millionen Dollar täglich und landete in der Verlustzone.

Goldman steuert Boni-Rekord an

Dass die Branche offensichtlich auf dem besten Weg zurück zum Business as usual ist, wird von Außenstehenden kritisch beäugt. Erscheinen bereits die Milliardengewinne suspekt, sorgen die Boni erst recht für Empörung. Goldman stellte dafür zwischen Anfang April und Ende Juni 6,6 Milliarden Dollar zurück – fast 50 Prozent des Quartalsumsatzes.

Sollte das Geldhaus diesen Kurs in diesem Jahr beibehalten, würde es am

Ende mehr als 22 Milliarden Dollar auszahlen und einen neuen Rekord aufstellen. In Anbetracht dieser Zahlen rügte selbst US-Präsident **Barack Obama**, dass einige Institute aus der Krise nichts gelernt hätten. Vielleicht hat er – der im Wahlkampf mit Millionenpenden von den Wallstreet-Bankern unterstützt wurde und ein dichtes Netzwerk von Goldmännern um sich schart – verdrängt, dass es an seiner Regierung gewesen wäre, die Weichen so zu stellen, dass ein Déjà-vu ausbleibt.

Um zu verstehen, warum Unternehmen einer Branche, die noch vor Kurzem durch staatliche Nothilfen vor dem Zusammenbruch bewahrt wurde, Milliardengewinne ausweisen und wieder in alte Verhaltensschemata zurückfallen können, muss auch ein Blick auf die Rechnungslegungsstandards geworfen werden. Denn sie sind ein wichtiger Faktor der jüngsten Erfolgsstory.

„Aufgeweichte Bilanzregeln und selektive staatliche Eingriffe sorgen dafür, dass viele Zahlen momentan nicht wirklich vergleichbar sind“, erklärt Professor Dr. **Peter Leibfried** vom Institut für Accounting, Controlling und Auditing in St. Gallen. Aufgrund des hohen Abschreibungsbedarfs im Finanzsektor nach dem Platzen der Kreditblase passte man die internationalen Normen an.

Vor allem die strikte Grenze zwischen Handels- und Anlagebestand wurde verwässert. In den einen Bilanztopf wandern für gewöhnlich Papiere, mit denen auf kurzfristige Handelsgewinne spekuliert wird, in den anderen langfristige Anlagen. Entscheidend ist, dass der Handelsbestand stets zu aktuellen Marktpreisen bewertet werden muss – es gilt das Fair-Value-Prinzip. Im Anlagebestand befinden sich dagegen häufig illiquide Werte, für die sich eine laufende Preisermittlung schwierig gestaltet. Für diese Positionen dürfen daher Anschaffungs- oder selbst ermittelte Modellwerte zugrunde gelegt werden.

Nach Erwerb eines Titels müssen die Banken entscheiden, in welchen Topf er gesteckt wird. Denn der Deckel bleibt bis zur Wiederveräußerung oder zum Laufzeitende zu. Im Normalfall. Inzwischen können Anlagen rückwirkend umgewidmet, also verschoben werden. Das bewahrt Banken vor allem bei sogenannten Level 3 Assets – das ist fachchinesisch für Papiere, für die es keine Nachfrage, also keinen Markt gibt – davor, sie abzuschreiben. Darunter fallen viele der mit Krediten hinterlegten strukturierten Vehikel, die in der Subprime-Krise von sich reden machten.

Dirk Müller-Tronnier, Partner beim Wirtschaftsprüfer Ernst & Young, betont indes, dass Banken nun nicht einfach nach Gutdünken ihre Bilanzen neu ordnen können: „Die Wahrscheinlichkeit, dass die Assets ihren ursprünglichen Wert wieder erreichen, muss gegeben sein, um diese Option zu ziehen.“

Aufschieben statt abschreiben

Derzeit kann jedoch keiner richtig abschätzen, in welchem Ausmaß Risiken in die Zukunft verschoben wurden. Nur wenn die Märkte sich weiter stabilisieren, können die noch vorhandenen Probleme abgebaut und weitere Abschreibungswellen vermieden werden.

Der Casus knacksus liegt in der Grundidee des Fair Value. Nicht erst seit der Finanzkrise ist der Ansatz umstritten. Doch in diesem Kontext wird die Methode zu einer besonders delikaten Angelegenheit. Immerhin hat die Zeitwert-Bilanzierung Bankern in den fetten Jahren satte Buchgewinne beschert. Solange die Kurse durch die Decke schossen, wurden Werte hochgeschrieben und Boni verteilt. Erst als sie in den Keller fielen, wollte die Branche von den Marktwerten loskommen.

Die prozyklische Wirkung des weitgehend auf Fair-Value-Grundsätzen basierenden internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS belegt eine Studie von Professor Dr. **Bernhard Pellens**, der den Lehrstuhl für internationale

Unternehmensrechnung an der Uni Bochum besetzt. Fazit: „Im Aufschwung hatte die Anwendung zur Folge, dass insbesondere Finanzinstrumente und Immobilien unabhängig von einer Realisierung höher bewertet wurden und zu erheblichen Gewinn- und Eigenkapitalsteigerungen geführt haben.“

Faire Werte oder fauler Zauber?

Nach Auffassung von Professor Dr. **Karlheinz Küting**, Direktor des Instituts für Wirtschaftsprüfung an der Universität des Saarlands, ist das nichts als Schönwetterbilanzierung und Etikettenschwindel. Küting, der auch als Sachverständiger versucht hat, Einfluss auf das ab 2010 in Deutschland geltende Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG) zu nehmen, betreibt mit einer Gruppe von Hochschulprofessoren eine Initiative gegen den Fair Value. In der Krise ist das Prinzip laut Küting ein Brandbeschleuniger gewesen. Aber auch unter normalen Bedingungen funktioniert es nicht: „Für 95 Prozent aller Bilanzwerte können keine eindeutigen Marktpreise ermittelt werden.“

Die Resultate seien lediglich „Als-ob-“, also reine Buchgewinne, die noch nicht realisiert wurden und unter Umständen niemals realisiert würden. Sie dienten einzig dem Zweck, die kurzfristigen Interessen von Investoren zu befriedigen. Dass der IFRS-Ansatz im BilMoG für Bankbilanzen stärker betont wurde, ist laut Küting in großem Umfang der Großbanken-Lobby zu verdanken: „Die wollen weiterzocken und haben aus den Erfahrungen nicht gelernt“. Im Finanzsektor führt das Fair-Value-Modell in der Tat zu abstrusen Bilanzeffekten. So nutzen einige Geldhäuser den IFRS-Standard IAS 39, um die eigene Passivseite hochzuschreiben. Praktisch bedeutet das, dass ein Unternehmen durch marktgerechte Bewertung von seiner eigenen wirtschaftlichen Schieflage profitiert.

„Großbanken wollen weiter zocken“

Professor Dr. **Karlheinz Küting**, Bilanzexperte

Sinkt die Bonität eines Hauses, fallen auch die Kurse seiner Anleihen, die am Markt gehandelt werden. Fällt beispielsweise der Wert einer eigenen Schuldverschreibung, die zum Laufzeitende mit 120 Euro getilgt werden muss, auf 50 Euro, kann das emittierende Unternehmen dieses als positiven Effekt in Höhe von 70 Euro buchen. Ein Kunstgriff, der unterstellt, dass sich ausreichend Gläubiger finden, die bereit ►

sind, ihre Anleihen unter Nennwert abzugeben. Die Citigroup machte im ersten Quartal einen Marktwertgewinn von netto 2,7 Milliarden Dollar durch diesen bilanzkosmetischen Kniff.

Die Tage der Regel sind allerdings gezählt. **David Tweedie**, der Vorsitzende des IASB, dem IFRS-Rechnungslegungs-Gremium der USA, erklärte kürzlich: „Wenn Sie meinen, IAS 39 zu verstehen, dann haben Sie es nicht richtig gelesen.“ Er will die Standards deshalb noch in diesem Jahr überarbeiten.

Fest steht: Kreative Bilanzierung ist ein Spiel auf Zeit, bei dem in erster Li-

nie auf das Prinzip Hoffnung gesetzt wird. „Offensichtlich will der Markt belogen werden und hören, alles sei gut. Die Realität ändert sich aber nicht, bloß weil man in einen anderen Spiegel schaut“, sagt Bilanzexperte Leibfried.

Goldman bewertet seine Level 3 Assets mit 54 Milliarden Dollar. Die Deutsche-Bank-Bilanz wies Ende Juni 64 Milliarden Euro an Level-3-Papieren aus – bei einem Eigenkapital von 35,4 Milliarden Euro. Ähnlich sieht es bei Crédit Agricole oder Credit Suisse aus.

Was die Renaissance des Investmentbankings betrifft, bleibt ein fader Bei-

geschmack. Einige Häuser haben ihre Staatshilfen zwar zügig zurückgezahlt, im letzten Jahr hätte aber kaum eines – nicht mal Goldman – ohne staatliche Eingriffe eine Zukunft gehabt.

Die jüngste Erfolgswelle der Branche ist ein temporäres Phänomen, das vor allem auf dem Zusammenwirken ungewöhnlicher Umstände basiert. Dass wieder die großen Räder gedreht werden, zeigt, dass an der Wallstreet und in der City offenbar vor allem eine Nachricht angekommen ist: Das Risiko kann wieder hochgefahren werden, im Notfall springt die öffentliche Hand ein. ■