

Manfred Jäger

# Finanzmarktstrukturen im Wandel

# Analysen

Forschungsberichte  
aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Manfred Jäger

## Finanzmarktstrukturen im Wandel

**Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek**

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

ISBN 3-602-14743-6

978-3-602-14743-4

Herausgegeben vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln

© 2006 Deutscher Instituts-Verlag GmbH  
Gustav-Heinemann-Ufer 84–88, 50968 Köln  
Postfach 51 06 70, 50942 Köln  
Telefon 0221 4981-452  
Telefax 0221 4981-445  
Internet: [www.divkoeln.de](http://www.divkoeln.de)  
E-Mail: [div@iwkoeln.de](mailto:div@iwkoeln.de)

Druck: Hundt Druck GmbH, Köln

# Inhalt

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	4
<b>2</b>	<b>Die Funktion des Finanzmarktes</b>	12
2.1	Grundlagen	12
2.2	Investitionen und Wachstum	14
2.3	Verschiebungen im Finanzierungstableau Deutschlands	17
2.4	Die neoklassische Finanzmarkttheorie und die These der Dichotomie	22
2.5	Intermediäre und Informationsökonomik	27
2.6	Vollständigkeit des Finanzsystems	36
2.7	Zwischenfazit	39
<b>3</b>	<b>Banken</b>	40
3.1	Der Wandel des Bankgeschäfts	40
3.2	Der Hebel des Bankkredits	48
3.3	Relationship-Banking	50
<b>4</b>	<b>Verbriefungen</b>	54
4.1	Grundlagen des Verbriefungsmarktes	54
4.2	Konstruktion von Verbriefungen	56
4.3	Unterschiede zu Pfandbriefen und Anleihen	60
4.4	Vorteile der Verbriefung	61
4.5	Risiken der Verbriefung	65
<b>5</b>	<b>Private Equity</b>	66
5.1	Der Markt für Unternehmensbeteiligungen	66
5.2	Die Technik der Private-Equity-Branche	68
5.3	Die Gefahren des Private-Equity-Geschäfts	70
<b>6</b>	<b>Fazit</b>	72
	<b>Literatur</b>	76
	<b>Kurzdarstellung</b>	82
	<b>Der Autor</b>	83

# 1

## Einleitung

Das deutsche Finanzsystem befindet sich im Wandel. Mehrere Entwicklungstendenzen wirken gleichzeitig und haben sich in letzter Zeit beschleunigt. Alle zusammen führen zu einer stärkeren Betonung von Märkten und von marktgemäßen Bewertungen. Angeblich verdrängt diese stärkere Marktorientierung die bisher eher beziehungsbasierte Form der Unternehmensfinanzierung, die in Deutschland noch dominiert. Es lässt sich durchaus eine Erodierung traditioneller Geschäftsbeziehungen und Finanzierungsvorgänge beobachten, während im Gegenzug innovative Finanzinstrumente und Finanzmarktinstitutionen zulegen. Diese vergleichsweise neuen Instrumente und Akteure stehen weithin unter Verdacht, relativ riskant und anonym zu sein. Es wird kolportiert, dass anonyme Finanzinvestoren („heartless asset strippers“, Economist, 16. Februar 2006) mit einem Fokus auf den schnellen Gewinn die geduldrigen, langfristig orientierten Gläubiger früherer Tage verdrängen. Da das deutsche Finanzsystem als bankenorientiertes Finanzsystem charakterisiert wird, stehen auch die Banken unter Beobachtung. Die strategische Ausrichtung der Banken scheint sich geändert zu haben: Banken betonen zunehmend das Investmentbanking und ihre Off-balance-sheet-Aktivitäten. Sie verschieben Forderungen und Risiken aus ihren Bilanzen auf den Markt, indem sie Kredite verbriefen oder Kreditderivate einsetzen. Das wäre dann mutmaßlich ebenfalls eine Stärkung anonymer Finanzmarkttransaktionen zuungunsten eines beziehungsorientierten Bankings. Wir wollen in dieser Analyse diesen Trend untersuchen, wirtschaftstheoretisch einordnen und interpretieren.

Welche Ursachen hat diese Entwicklung? Die üblichen Verdächtigen sind die zunehmende Integration der internationalen Finanzmärkte mit einer Intensivierung des Wettbewerbs, die Integration der europäischen Geldwirtschaft mit einer Expansion der relevanten Marktvolumina (Skaleneffekte) und der technologische Fortschritt (insbesondere der Informationstechnologie, da Information die ausschlaggebende Ressource am Finanzmarkt ist). Zu diesen Ursachen kommt die wirtschaftliche Stagnation in Deutschland. Die wirtschaftliche Schwächeperiode hat die deutschen Banken unter Druck gesetzt und insgesamt das Bewusstsein dafür geschärft, dass das deutsche Finanzsystem im internationalen Vergleich Schwächen hat (vgl. zum Beispiel Heise/Kater, 2004, 214). Überdies beobachten wir seit langem die Veränderung der Struktur des Geldvermögens der privaten Haushalte. Die privaten Haushalte halten ihr Geldvermögen immer weniger in

Form von mittel- und langfristigen Bankeinlagen, sondern in Versicherungen und Fonds. Da sich Versicherungen und Fonds nicht oder nur wenig im Kreditgeschäft engagieren, sondern handelbare Aktiva bevorzugen, ist die Kreditfinanzierung von Unternehmen mittelbar unter Druck – zumindest in dem Fall, dass es den Banken nicht gelingt, andere günstige Refinanzierungen für die Kreditgewährung zu finden oder aber mit dem gleichen Refinanzierungsvolumen mehr Kredite zu schaffen. Da auch Banken von ihnen geschaffene Forderungen auf den Markt verschieben, steigt der Anteil der handelbaren Forderungen relativ zu illiquiden Forderungen.

Eine weitere Entwicklung, die viel Aufmerksamkeit auch unter Politikern und in der Wirtschaftspresse erlangt hat, ist die Expansion des Beteiligungskapitals. Private-Equity-Gesellschaften – „the repairshop of capitalism“ (Baker/Smith, 1998, 204) – engagieren sich mittelfristig in einem Unternehmen und verlangen typischerweise eine massive Umstrukturierung und unter Umständen eine Neuorientierung des Unternehmens. Nach der Umstrukturierungsphase steigen sie aus, indem sie ihre Anteile verkaufen, zum Beispiel über einen Börsengang. Zusammengefasst wird ihre Strategie als „Buy, Fix, Sell“.

Beteiligungskapital ist nicht anonym, jedenfalls nicht für den Finanzierten. Zwischen den Verwaltungsorganen des Unternehmens und dem Beteiligungskapitalgeber entsteht eine intensive Beziehung. Geldgeber engagieren sich auch nicht kurzfristig. So scheint die Expansion dieses Finanzierungsmodells zunächst nicht zu den oben beschriebenen Trends zu passen. In der Tat nehmen Private-Equity-Gesellschaften vormals gelistete Unternehmen vom Markt; diese Risiken werden vorübergehend illiquide. Doch es gibt einen Zusammenhang zwischen der Flexibilität, mit der Private-Equity-Gesellschaften agieren können, und der Liquidität der Finanzmärkte. Private-Equity-Gesellschaften nutzen und benötigen liquide Finanzmärkte: Für den Kauf der Zielgesellschaft wird oft viel Fremdkapital eingesetzt. Auch ist der Verkauf (der sogenannte Exit) nach der Restrukturierung beziehungsweise der Aufbauphase natürlich auf einen Absatzmarkt für Unternehmensanteile angewiesen. Allerdings refinanzieren sich Beteiligungsgesellschaften nicht zwingend lokal, sodass ihre Expansion nicht auf die stärkere Betonung der handelbaren Produkte in Deutschland angewiesen wäre. Die Zielfunktion der Beteiligungsgesellschaften ist der Firmenwert, denn für diesen Preis können sie die Unternehmen beim Ausstieg verkaufen. Es ist daher unsinnig, den Beteiligungsgesellschaften eine kurzfristige und substanzerstörende Orientierung vorzuwerfen. Wenn sie eine Strategie verfolgen würden, die den Firmenwert gefährdet, dann würden sie sich selbst schädigen – denn ein erfolgreicher Ausstieg wäre so unmöglich. Eine spezielle Form, in der sich Beteiligungskapitalgesell-

schaften engagieren, ist die Bereitstellung von Risikokapital. Hiermit finanzieren Beteiligungsgesellschaften Neugründungen und junge Unternehmen mit Wachstumschancen. Dieses Engagement ist ebenfalls beziehungsbasiert: Der Risikokapitalgeber wird jedenfalls regelmäßig mit dem Kapitalnehmer kooperieren oder sich mit ihm auseinandersetzen. Beispielsweise sind eine hohe Frequenz der Berichterstattung an den Risikokapitalgeber und eine stufenweise Finanzierung üblich. Bei einer Stufenfinanzierung werden nach einer bestimmten Periode Kriterien (Milestones) geprüft. Die Weiterfinanzierung beziehungsweise die Konditionen der Weiterfinanzierung hängen von der Erfüllung dieser Kriterien ab (vgl. Gompers/Lerner, 2004; Tirole, 2006, 90 f.). Der Vertrag, der zwischen den Risikokapitalgebern und dem Unternehmen abgeschlossen wird, ist komplex. Die Prüf- und Anreizwirkungen, die von solchen Verträgen ausgehen sollen, sind deutlich zu erkennen. Es handelt sich also nicht um eine Arm's-length-Transaktion, das heißt um eine Transaktion, bei der sich die Kontrahenten handelseinig werden und den Vertrag anschließend passiv ohne weitere intensive Interaktionen vollziehen.

Die Ansichten darüber, ob sich der Wandel im deutschen Finanzsystem mit revolutionärer Geschwindigkeit oder mit rheinländischer Gelassenheit vollzieht, gehen auseinander. Es stimmt, dass die Wachstumsraten einiger Segmente erstaunlich groß sind (Kreditderivate, Unternehmensanleihen und Private Equity). Allerdings war die Ausgangsbasis jeweils niedrig. Es herrscht außerdem Verunsicherung darüber, ob diese Entwicklungen zu begrüßen oder als Gefahr zu bewerten sind. Zur Beurteilung der Entwicklung ist eine umfassende Analyse nötig, die einerseits die makroökonomische Gesamtperspektive nicht aus den Augen verliert und andererseits die mikroökonomischen Spezifika des Finanzierungsvorgangs beachtet. Dieser Beitrag wird sich umfassend mit der Funktionsweise des Finanzmarktes beschäftigen und eine Interpretation der einzelnen Tendenzen erlauben.

Der Wandel des Finanzmarktes und die Besorgnis über die Konsequenzen sind keineswegs ein deutsches Phänomen. Alle oben genannten Trends sind aus den USA bekannt.<sup>1</sup> Gleichfalls bekannt sind den amerikanischen Finanzmarktakteuren die Skepsis gegenüber dem Finanzmarkt und die schlechten Kenntnisse breiter Bevölkerungsgruppen über dessen Funktionsweise. Als ein Beispiel kann auch für die USA die hitzige Debatte um Beteiligungskapital (Private Equity) herangezogen werden, die in den achtziger Jahren des letzten Jahrhunderts tobte.

---

<sup>1</sup> Der Rückgang des „traditionellen“ Bankgeschäfts wird beispielsweise in Mishkin/Eakins (2006, 466 ff.) besprochen. Vgl. auch Boyd/Gertler (1994) und Edwards/Mishkin (1995). 1996 schrieb Rajan: „According to some, the commercial bank – an institution that conducts the twin activities of accepting deposits payable on demand and originating loans – is anachronistic and in the state of terminal decline.“

Diese aggressive Diskussion, die sich hauptsächlich mit Leveraged-Buy-outs<sup>2</sup>, Management-Buy-outs und öffentlichen Übernahmeangeboten (feindlichen Übernahmen) beschäftigte, lieferte die Grundlage für einen Hollywood-Film („Barbarians at the Gate“, mit James Garner) und den gleichnamigen Bestseller von Burrough/Helyar (1990). Noch immer ist die Übernahme von RJR Nabisco eine hervorragende Fallstudie, welche die vermeintlich große Offenheit der amerikanischen Öffentlichkeit gegenüber den Finanzmärkten als Mythos oder Wunschvorstellung entlarvt. Auch in den USA geraten Finanzmarktakteure regelmäßig ins Kreuzfeuer. So betonen Jensen/Chew (1995), dass ihnen kein Bereich der Wirtschaftswissenschaften bekannt sei, bei dem eine derart starke Diskrepanz zwischen der negativen öffentlichen Meinung und der positiven wissenschaftlichen Evidenz existiere, wie dies bei Übernahmetransaktionen der Fall sei. Die Verachtung gegenüber LBO-Unternehmen ist durchaus vergleichbar mit derjenigen, die hierzulande während der Heuschreckendebatte zu beobachten war. Auch in den USA sind sich dagegen die FinanzmarktökonomInnen weitestgehend einig, dass von den Beteiligungsgesellschaften gesamtwirtschaftlich günstige Wirkungen ausgehen (zum Beispiel Kaplan, 1997; Jensen/Chew, 1995).

Die Entwicklungen am Finanzmarkt werden auch deshalb mit großer Skepsis behandelt, weil die Kenntnisse über die Funktionsweise des Finanzmarktes bei dem überwiegenden Teil der Bevölkerung mangelhaft sind. Auf der wichtigsten Konferenz für FinanzmarktökonomInnen – der Tagung der American Finance Association – hat der Vorsitzende John Campbell eine Key Note Lecture zu diesem Aspekt vorgetragen und empirische Belege vorgelegt, dass private Haushalte systematische Fehlentscheidungen treffen (gemeint sind nicht Irrtümer, die bei Finanzmarkttransaktionen unvermeidlich sind). Die Unkenntnisse über Finanzmarktzusammenhänge sind Besorgnis erregend, da zunehmend finanzielle Entscheidungen dem Bürger selbst überlassen werden und seine Eigeninitiative gefordert wird (insbesondere bei der Finanzierung des Alterskonsums).<sup>3</sup> Zwar werden viele Broschüren zum Thema Eigenvorsorge veröffentlicht. Oft liegt jedoch der Fokus auf dem staatlichen „Förderzoo“, der geschaffen wurde, um die Bürger zur Eigenvorsorge anzuhalten. Die Bürger werden über Zulagen und

---

<sup>2</sup> Unter einem Leveraged-Buy-out (LBO) versteht man einen Unternehmenskauf, bei dem ein erheblicher Anteil der Finanzierung durch Fremdkapital geleistet wird, das heißt es wird ein hoher Hebel (Leverage) angesetzt. Bei einem Management-Buy-out (MBO) wird der Unternehmenskauf durch die Manager des Zielunternehmens initiiert. Für eine genauere Beschreibung vgl. Brealey et al. (2006, Kapitel 33).

<sup>3</sup> The Economist, 12. Januar 2006: „How much do people due to take on these new responsibilities know about basic financial concepts? The answer seems to be: not much, and less than they think they do. Studies show that many people overestimate their knowledge of everything from inflation to risk diversification and compound interest. One survey in Australia found that 37 percent of people who owned investments did not know that they could fluctuate in value.“