

Finanzierungs- und Governance-Strukturen im Wandel: Arbeitsteilung zwischen Banken und Private Equity Fonds*

von Doris Neuberger

Zusammenfassung: Die Strukturen der Unternehmensfinanzierung und -kontrolle haben sich weltweit grundlegend verändert, gekennzeichnet durch neue Kapitalmarktinstrumente, verstärktes Auftreten von Nichtbank-Finanzintermediären sowie zunehmende Arbeitsteilung zwischen den Marktteilnehmern. Der vorliegende Beitrag beschäftigt sich mit der Frage, ob dadurch Beziehungsfinanzierung durch Transaktionsfinanzierung ersetzt wird und welche Rolle Private Equity Fonds (insbesondere Buyout und Venture Capital Fonds) im Vergleich zu Banken bei der Bereitstellung enger Finanzierungsbeziehungen übernehmen. Mithilfe der Governance-Struktur-Theorie der Transaktionskostenökonomik wird gezeigt, dass Relationship Banking (Private Debt) und Relationship Investing (Private Equity) hybride Organisationsformen zwischen Markt und Hierarchie darstellen, wobei Private Equity hierarchischer ist als Private Debt. Beide Formen der Beziehungsfinanzierung ergänzen sich zur Finanzierung von Investitionsprojekten unterschiedlicher Spezifität. Die zunehmende Arbeitsteilung zwischen ihnen ist produktiv, beinhaltet aber zunehmende Risiken für die Stabilität des Finanzsystems, die in der aktuellen Krise zutage getreten sind.

Summary: The structures of entrepreneurial finance and control have changed profoundly worldwide, given by new capital market instruments, a growing role of nonbank financial intermediaries, and an increasing division of labor among market participants. The present paper discusses whether this implies a substitution of relationship finance by transaction finance and which role private equity funds (especially buyout and venture capital funds) take in the provision of close financing relationships compared to banks. Using the governance structure theory of transaction cost economics, we show that relationship banking (private debt) and relationship investing (private equity) are hybrid governance forms between market and hierarchy, with private equity being more hierarchical than private debt. Both kinds of relationship finance are complements to finance investment projects with different asset specificity. The growing division of labor between them is productive, but involves growing risks for the stability of the financial system, which became evident in the actual financial crisis.

1 Einleitung

In den Jahren vor Ausbruch der aktuellen Finanzkrise hatte sich das internationale Finanzsystem grundlegend verändert. Durch Liberalisierung, Deregulierung und technischen Fortschritt hatten sich neue Finanzierungsinstrumente und -intermediäre herausgebildet, wobei die Unterschiede zwischen bank- und kapitalmarktbasierten Finanzsystemen klei-

JEL Classifications: G21, G24, G32, D23, L14

Keywords: Corporate governance, corporate finance, financial intermediation, relationship banking, private equity

* Für hilfreiche Kommentare danke ich Lucinda Trigo Gamarra und Dorothea Schäfer.

ner geworden waren und das Weltfinanzsystem deutlich schneller gewachsen war als die Weltwirtschaft. Die Entwicklung der Finanzsysteme in den Industrieländern war durch stärkere Handelbarkeit von Krediten und Kreditrisiken, starkes Wachstum von Derivaten und strukturierten Finanzprodukten sowie zunehmende Bedeutung international tätiger Finanzkonglomerate, Hedgefonds und Private Equity Fonds geprägt. Die Stellung der Banken im Finanzsystem blieb dabei stark und nahm sogar leicht zu (Deutsche Bundesbank 2008). Durch Kreditexpansion und -verbriefung wurde eine Finanzmarktblase erzeugt, die mittlerweile geplatzt ist. Dies hat die Möglichkeiten der Kreditvergabe durch Banken und Leveraged Buyouts durch Private Equity Fonds stark eingeschränkt. Davon sind Auswirkungen auf die Investitionen zu erwarten, für die Bankkredite oder Private Equity benötigt werden.

Die Forschung über die Auswirkungen der neuen Finanzierungsformen konzentriert sich auf deren Einfluss auf die Effizienz und Stabilität der Finanzmärkte. Die realen Effekte auf den Unternehmenssektor durch eine Veränderung der Finanzierungsbeziehungen wurden dagegen bisher wenig untersucht. Der vorliegende Beitrag beschäftigt sich mit folgenden Fragen: Wird durch die neuen Finanzinstrumente und -intermediäre die traditionelle Beziehungsfinanzierung über Banken (Relationship Banking) durch Transaktionsfinanzierung über den Kapitalmarkt ersetzt? Welche Finanzierungs- und Governance-Strukturen stellen Private Equity Fonds im Vergleich zu Bankkrediten (Private Debt) bereit und wo liegen ihre komparativen Vorteile? Während zu beiden Finanzierungsformen eine umfangreiche theoretische und empirische Literatur vorliegt, fehlt bisher ein integrativer Ansatz für eine vergleichende Analyse. Dazu eignet sich die Governance-Struktur-Theorie der Transaktionskostenökonomik (Williamson 1985), mithilfe derer sich verschiedene Organisationsformen zwischen Markt und Hierarchie einordnen lassen. Durch Erweiterung der Annahmen über die Art der Investitionsspezifität wird im Folgenden gezeigt, dass sich Private Equity und Private Debt bei der Finanzierung von Unternehmen mit unterschiedlichen Eigenschaften ergänzen. Die zunehmende Arbeitsteilung zwischen ihnen ist produktiv, beinhaltet aber höhere Risiken für die Stabilität des Finanzsystems, die in der aktuellen Krise zutage getreten sind.

Im Folgenden wird zunächst ein Überblick über die Formen der Unternehmensfinanzierung gegeben (Kapitel 2), um diese sodann mithilfe der Governance-Struktur-Theorie zu erklären (Kapitel 3). Relationship Banking und Private Equity werden als Governance-Strukturen gegenübergestellt (Kapitel 4 und 5), um darauf aufbauend die Arbeitsteilung zwischen ihnen zu diskutieren (Kapitel 6) und Schlussfolgerungen zu ziehen (Kapitel 7).

2 Formen der Unternehmensfinanzierung

Die wichtigste Funktion von Finanzmärkten und -intermediären ist die Allokationsfunktion mit dem Ziel einer höchst möglichen Kapitalproduktivität durch Informationsbeschaffung und -bereitstellung, Finanzierung und Kontrolle der Kapitalverwendung. Bei der Unternehmensfinanzierung können diese Funktionen durch eine Vielzahl von Vertrags- und Organisationsformen erfüllt werden, die sich in zwei Dimensionen einordnen lassen:

- (1) Eigenkapital- versus Fremdkapitalfinanzierung,
- (2) Transaktions- versus Beziehungsfinanzierung.

Der grundlegende Unterschied zwischen Eigen- und Fremdkapital besteht in der Beteiligung an Ertrag und Risiko: Eigenkapitalgeber sind an den Gewinnen des Unternehmens beteiligt, tragen aber das residuale Vermögensrisiko (Fama und Jensen 1983). Fremdkapitalgeber sind durch feste Auszahlungsansprüche dagegen nur an den möglichen Verlusten beteiligt. Eigenkapitalgeber haben damit den Anreiz, auf Kosten der Fremdkapitalgeber höhere Risiken einzugehen und ihre Rendite durch die Hebelwirkung des Fremdkapitals zu steigern.

Eigen- und Fremdkapital können transaktions- oder beziehungsorientiert sein. Transaktionsfinanzierung (oder „Arm's Length“-Finanzierung) ist definiert als Bereitstellung von Kapital, die auf einer einzigen Transaktion ohne wiederholte Interaktionen mit dem Kapitalnehmer und auf ausschließlich öffentlich verfügbaren Informationen beruht. Beziehungsfinanzierung ist dagegen Bereitstellung von Kapital durch einen Investor, der die Profitabilität dieser Investition auf der Grundlage mehrerer Interaktionen mit dem gleichen Kapitalnehmer über die Zeit hinweg beurteilt und dabei in kundenspezifische, private Informationen investiert (Boot 2000: 10).

Transaktionsfinanzierung kann durch individuelle Investoren am Kapitalmarkt geschehen. Da jedoch ihre Anlagebeträge typischerweise zu gering sind, um das Risiko durch Informationssuche oder Diversifikation zu senken, profitieren sie von einer Delegation der Informationssuche und des Anlagemanagements an Finanzintermediäre. Diese lassen sich in Banken und Nichtbank-Finanzintermediäre einteilen. Unter dem Begriff Banken werden hier nur Kreditinstitute verstanden, die sich durch Einlagen finanzieren, während der Begriff Nichtbank-Finanzintermediäre institutionelle Investoren wie Private Equity Fonds, andere Kapitalanlagegesellschaften, Versicherungen und Pensionsfonds umfasst. Der wesentliche Unterschied zwischen beiden Gruppen besteht in den Eigenschaften ihrer Verbindlichkeiten: Bankeinlagen üben im Gegensatz zu Anlagen bei Nichtbank-Intermediären Geldfunktionen aus und sind diskretionär, das heißt die Mittelzuflüsse und -abflüsse sind nicht vertraglich geregelt (Casu et al. 2006: 22 ff.). Wegen der Kurzfristigkeit und staatlichen Einlagensicherung von Bankverbindlichkeiten sind Eigenkapitalinvestitionen für Banken ungeeignet (Greenbaum und Thakor 2007: 62). Die einzelnen Typen von Finanzintermediären lassen sich zudem danach unterscheiden, in welchem Ausmaß sie Transformationsdienstleistungen erbringen. Die Grenzen zwischen Banken und Nichtbank-Finanzintermediären haben sich dabei unter anderem durch die zunehmende Kreditverbriefung immer mehr verwischt. Eine deutliche Abgrenzung besteht zwischen Banken und Private Equity Fonds darin, dass erstere typischerweise Fremdkapital ohne Management-Fachwissen und letztere Eigenkapital mit Management-Fachwissen bereitstellen (Greenbaum und Thakor 2007: 50 ff.). Die wichtigsten Formen von Private Equity sind Venture Capital (Wagniskapital) und Buyout Capital (Kapital zur Finanzierung von Unternehmensübernahmen).

Die indirekte Finanzierung kann aus einer Intermediationskette bestehen, wenn zum Beispiel Lebensversicherungen oder Pensionsfonds die ihnen von privaten Haushalten langfristig anvertrauten Mittel in Private Equity Fonds investieren. Die Finanzierung über Finanzintermediäre kann transaktions- oder beziehungsorientiert erfolgen. Erfolgt die Beziehungsfinanzierung mit Fremdkapital, so sprechen wir von „relationship banking“, erfolgt sie mit Eigenkapital, sprechen wir von „relationship investing“.

„Relationship banking“ (oder „relationship lending“) wird üblicherweise zur Beschreibung von Hausbankbeziehungen oder langfristigen Kreditbeziehungen verwendet (Boot 2000, Ongena und Smith 2000). Da die durch Kreditwürdigkeitsprüfungen und Überwachung der Kreditverwendung gesammelten Informationen der Bank spezifisches Wissen darstellen, handelt es sich dabei um „private debt“.

„Relationship investing“ umfasst die außerbörsliche Bereitstellung von Eigenkapital durch Private Equity Fonds. Diese erwerben firmenspezifisches Wissen und übernehmen Kontroll- und Managementfunktionen in verschiedenen Phasen des Lebenszyklus einer Firma (Greenbaum und Thakor 2007: 63). Damit stellen sie „informiertes Kapital“ bereit (Schäfer und Schilder 2006). Der Begriff „relationship investing“ wird auch zur Beschreibung von Aktionärsaktivismus institutioneller Investoren in börsennotierten Unternehmen verwendet, worauf im Folgenden nicht näher eingegangen wird.

3 Finanzierungsformen als Governance-Strukturen

Innerhalb der Transaktionskostenökonomik lassen sich alternative Organisationsformen und deren Governance- (Überwachungs- und Durchsetzungs-)Strukturen durch die Eigenschaften der zugrundeliegenden Transaktionen erklären (Williamson 1985). Wichtige Eigenschaften von Transaktionen sind Spezifität, Unsicherheit und Häufigkeit. Mit zunehmender Spezifität von Investitionen (oder transaktionsspezifischen versunkenen Investitionen; Richter und Furubotn 2003: 405) steigt die bilaterale Abhängigkeit der Vertragspartner, mit zunehmender Unsicherheit und Häufigkeit von Transaktionen wächst der Anpassungsbedarf der Beziehungen. Es wird davon ausgegangen, dass sich die Organisationsform durchsetzt, welche die Transaktionskosten minimiert. Eine Governance-Struktur ist durch die Merkmale Anreizintensität, administrative Kontrolle und vertragliche Regeln definiert. Gegenüber marktlicher Governance ist hierarchische Governance durch geringere Anreizintensität, häufigere, diskretionäre administrative Kontrolle und interne Schlichtung anstelle von gerichtlichen Verfügungen gekennzeichnet (Williamson 2002: 180). Da die Notwendigkeit koordinierter Anpassungen mit zunehmender Investitionsspezifität steigt, steigen die Transaktionskosten einer Marktlösung relativ zu den Kosten einer hierarchischen Lösung mit zunehmender Spezifität stärker an. Bei mittleren Werten der Investitionsspezifität entstehen hybride Organisationsformen als

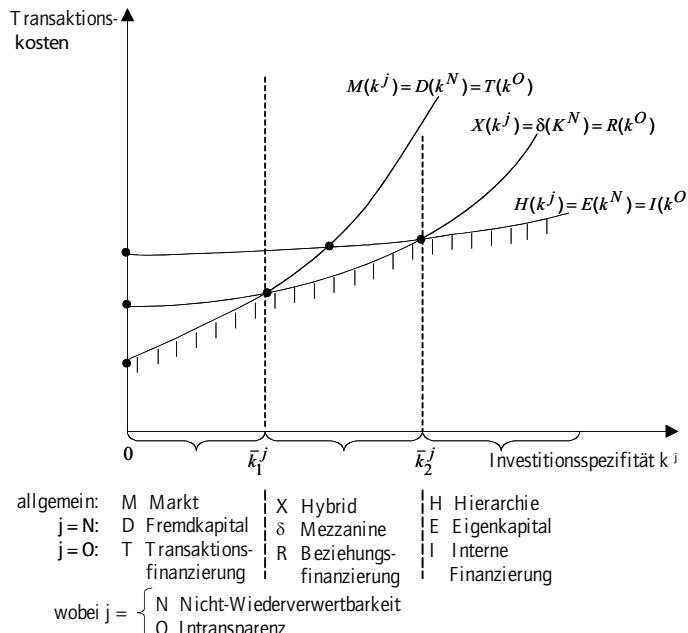
„market-preserving credible contracting modes that possess adaptive attributes located between classical markets and hierarchies“ (Williamson 2002: 181).

Angewandt auf die Unternehmensfinanzierung lassen sich mit diesem Modell Eigen- und Fremdkapital als unterschiedliche Governance-Strukturen zur Finanzierung von Investitionsprojekten unterschiedlicher Spezifität erklären (Williamson 1988, 2002). Dabei wird davon ausgegangen, dass die Spezifität mit abnehmender Wiederverwertbarkeit („redeployability“) von Vermögensgegenständen steigt. Im Folgenden sei eine zweite Art von Spezifität, die Intransparenz des zu finanzierenden Projekts, betrachtet. Je größer die Intransparenz durch Informationsasymmetrie, desto spezifischer (versunkener) sind die Investitionen in Informationssuche.

Abbildung 1 zeigt die komparativen Governance-Kosten für die beiden Arten von Spezifität.

Abbildung 1

Komparative Governance-Kosten für zwei Arten von Investmentspezifität



Sei k^j ein Index der Spezifität, der angibt, dass Investitionen mit zunehmender Nichtwiederverwertbarkeit („non-redeployability“ k^N) oder Intransparenz („information opacity“ k^O) spezifischer werden.¹ Für beide Fälle beschreiben die Linien $M(k^j)$, $H(k^j)$ und $X(k^j)$ jeweils die Transaktionskostenfunktionen von Märkten (M), Hierarchien (H) und Hybriden (X). Die Transaktionskosten werden somit bei geringen Werten von k^j durch Märkte, bei hohen Werten durch Hierarchien und bei mittleren Werten durch Hybride (entlang der gestrichelten Linie) minimiert.

Für den Fall der Investitionsspezifität gemessen durch Nichtwiederverwertbarkeit ($j = N$) stellt Fremdkapital eine marktliche und Eigenkapital eine hierarchische Organisationsform dar. Fremdkapital ist eine Governance-Struktur, die fast ausschließlich auf Regeln beruht: der Gläubiger hat Anspruch auf feste Zins- und Tilgungszahlungen solange das Unternehmen solvent ist, und auf den Liquidationswert des finanzierten Projekts, falls die vereinbarten Zahlungen nicht geleistet werden können. Eigenkapital ist dagegen eine komplexere Governance-Form mit weniger Anreizintensität und größerer Entscheidungsfreiheit. Deshalb sind die Einrichtungskosten von Fremdkapital $D(0)$ geringer als die von Eigenkapital $E(0)$. Da der Wert einer Fremdkapitalforderung von der Wiederverwertbarkeit des finanzierten Vermögensgegenstandes im Insolvenzfall abhängt, verschlechtern sich die Konditionen der Kreditfinanzierung mit zunehmender Spezifität. Die Zunahme

¹ Wir nehmen an, dass beide Ausprägungen der Vermögensspezifität voneinander unabhängig sind. So können zum Beispiel tangible Investitionen in physisches Kapital transparent sein, wenn öffentliche Informationen verfügbar sind, oder intransparent, wenn die Eigenschaften des Investitionsprojekts nur dem Unternehmer bekannt sind.

der Kapitalkosten kann durch Eigenkapital reduziert werden, das innerbetriebliche vertragliche Sicherungsvorkehrungen bei schwer wiederverwertbarem Vermögen bereitstellt, wie zum Beispiel den Board of Directors oder Aufsichtsrat mit seinen Kontrollfunktionen. Während der Anpassungsbedarf mit zunehmender Spezifität k^N steigt, nehmen die Kosten des anpassungsfähigeren Eigenkapitals weniger schnell zu, so dass $D'(k^N) > E'(k^N)$ in Abbildung 1. Deshalb ist es optimal, leicht wiederverwertbare Sachgüter mit Fremdkapital und schwer wiederverwertbare Sachgüter mit Eigenkapital zu finanzieren. Bei mittleren Werten der Wiederverwertbarkeit könnten die Transaktionskosten durch ein hybrides oder mezzanines Finanzierungsinstrument „dequity“ minimiert werden, das eine Kombination von Regeln und Entscheidungsfreiheit enthält (Williamson 1988: 581). Die entsprechende Transaktionskostenfunktion ist $\delta(k^N)$ in Abbildung 1.

Betrachten wir nun den Fall, dass sich die Investitionsprojekte durch den Grad der Intransparenz ($j = O$) unterscheiden. Liegt vollkommene Transparenz durch öffentliche Informationen vor, so kann das Projekt am Kapitalmarkt finanziert werden (Transaktionsfinanzierung $T(k^O)$). Ist im anderen Extremfall die Informationsasymmetrie zwischen Unternehmer und potenziellem Kapitalgeber zu hoch, um eine externe Finanzierung zu ermöglichen, muss das Projekt intern, das heißt durch hierarchische Governance innerhalb des Unternehmens finanziert werden (interne Finanzierung $I(k^O)$). Bei mittleren Werten der Intransparenz zwischen \bar{k}_1^O und \bar{k}_2^O ist Beziehungsfiananzierung durch einen Finanzintermediär $R(k^O)$ der Transaktionsfinanzierung durch den Markt $T(k^O)$ und der internen Finanzierung $I(k^O)$ überlegen. Sie stellt damit eine hybride Organisationsform zwischen Markt und Hierarchie dar. Aufgrund der zusätzlichen Bürokratie- und Delegationskosten gilt $R(O) > T(O)$, jedoch nimmt der Kostenunterschied zwischen Beziehungs- und Transaktionsfinanzierung mit steigender Intransparenz und dem dadurch bedingten zunehmenden Bedarf der kooperativen Anpassung ab. Die Kosten der Transaktionsfinanzierung nehmen mit zunehmendem k^O schneller zu, so dass $T'(k^O) > R'(k^O)$, da die Risiken aus asymmetrischer Information auf effizienten Kapitalmärkten eingepreist, bei Beziehungsfiananzierung aber durch spezielle Sicherungsvorkehrungen abgebaut werden. Dazu zählen Maßnahmen der Informationssuche, Überwachung und Verifikation, Bestrafung (zum Beispiel durch Liquidation, Ausstieg) sowie Schlichtung (zum Beispiel durch Wiederverhandlung, Reorganisation), die in Private Debt und Private Equity in unterschiedlichen Ausprägungen enthalten sind.

4 Relationship Banking (Private Debt) als Governance-Struktur

Relationship Banking als Beziehungsfiananzierung mit Fremdkapital (Private Debt) ist nach obigem Modell eine hybride Governance-Struktur zur Finanzierung leicht wiederverwertbarer (tangibler) und intransparenter Vermögensgegenstände. Sie ist komplexer und anpassungsfähiger als Transaktionsfinanzierung mit Fremdkapital, da sie mehr Entscheidungsfreiheit durch intertemporale Vertragsgestaltung und die Möglichkeit der Wiederverhandlung beinhaltet. Durch Erwerb firmenspezifischen Wissens erlangt die Hausbank einen Informationsvorsprung gegenüber anderen potenziellen Kapitalgebern, der zu einer langfristigen Bindung des Kreditnehmers an die Bank führt. Dies ermöglicht eine zum Vorteil des Kunden intertemporale Vertragsgestaltung, wobei die Bank Gewinne und Verluste über die Zeit hinweg ausgleicht (Greenbaum et al. 1989, Petersen und Rajan 1995, Elsas 2001: 56 ff.). Damit wird die Finanzierung langfristiger Investitionsprojekte ermöglicht, die bei kurzfristiger Transaktionsfinanzierung nicht profitabel wären (Boot

2000, Ongena und Smith 2000). Eine langfristige Kreditbeziehung stellt damit einen unvollständigen impliziten Kontrakt dar, mit welchem die Hausbank dem Kreditnehmer Marktisiken abnimmt und im Gegenzug allokative Entscheidungsrechte erhält.² Dabei verhandelt die Bank mit dem Kreditnehmer über die Aufteilung der Erträge aus der spezifischen Investition. Die Ansprüche der Bank bei Solvenz des Unternehmens sind folglich nicht mehr zustandsunabhängig wie im Fall des auf festen Regeln beruhenden Standard-Fremdkapitals.

Die Möglichkeit der Wiederverhandlung dient in einer Hausbankbeziehung als Anreizinstrument, um zum gegenseitigen Vorteil zu handeln. Sie führt zu effizienteren Entscheidungen über Liquidation oder Fortführung von Unternehmen in finanziellen Schwierigkeiten (Rajan 1992). Bei intensiver Überwachung des Kreditnehmers dient sie der Bank dazu, Reputation aufzubauen (Chemanur und Fulghieri 1994). Langfristig können damit die Vorteile aus dem Aufbau einer Kredithistorie die Kosten der anfänglichen Kreditaufnahme übersteigen, sodass ein Bankkredit der internen Finanzierung überlegen ist (Bester und Scheepens 1996: 571).

Formale Sicherungsvorkehrungen des Fremdkapitals gegen opportunistisches Verhalten sind vertragliche Beschränkungen und Sicherheiten. Gewerbliche Bankkredite enthalten im Allgemeinen strengere vertragliche Beschränkungen als privat plazierte Kredite und Staatsanleihen, was auf den komparativen Vorteil der Banken bei der Wiederverhandlung und selektiven Aufhebung der Beschränkungen hindeutet (Berger und Udell 1998, Berlin und Mester 1993). Dient innerbetriebliches Vermögen als Kreditsicherheit, so steigen die Vorrangigkeit des Bankkredits und damit der Anreiz für die Hausbank, den Kreditnehmer in Zuständen der Insolvenz effizient zu überwachen:

„[...] and it is in such states that the true value of relationship lending comes to light“
(Longhofer und Santos 1998: 2).

Dabei sind Hausbanken als vorrangige Anspruchsberechtigte geeignet, da sie durch Vorhaltung von Rechtsabteilungen und Reorganisationskapazitäten komparative Vorteile gegenüber Anleihegläubbern oder außenstehenden Banken bei der Insolvenzverwaltung haben (Elsas 2001: 191, Schäfer 2002). Die Einrichtungskosten bei Relationship Banking sind deshalb höher als bei Transaktions-Fremdkapital ($R(k^0 = 0) > T(k^0 = 0)$ in Abbildung 1), die Transaktionskosten nehmen aber bei Relationship Banking aufgrund der Informations- und Überwachungsleistungen mit zunehmender Intransparenz weniger schnell zu ($R'(k^0) < T'(k^0)$).

Relationship Banking verursacht jedoch Kosten durch Hold-up und eine weiche Budgetbeschränkung. Hold-up entsteht durch das Informationsmonopol der Hausbank, das eine Ausübung von Marktmacht bei der Kreditvergabe in späteren Perioden ermöglicht (Sharpe 1990) oder durch Kreditsicherheiten (Parlour und Rajan 2001). Wegen dieses grundlegenden Konflikts zwischen Bindung und Wettbewerb (Mayer 1988: 1179) ist der Informationsvorteil der Hausbank ein zweischneidiges Schwert (Rajan 1992: 1369). Eine weiche Budgetbeschränkung entsteht aus der potenziell fehlenden Härte der Hausbank bei der Durchsetzung von Kreditverträgen (Boot 2000). Die Hausbank kann sich nicht dazu

² Zur Definition eines impliziten Kontrakts siehe Azariadis (1990).

verpflichten, ex post keine unprofitablen Projekte zu finanzieren, wenn sich der Kreditnehmer in finanziellen Schwierigkeiten befindet.

5 **Relationship Investing (Private Equity) als Governance-Struktur**

Private Equity als Beziehungsfinanzierung mit Eigenkapital ist nach obigem Modell eine hybride Governance-Struktur zur Finanzierung intransparenter und schwer wiederverwertbarer (intangibler) Vermögensgegenstände. Sie stellt damit eine stärker hierarchische Organisationsform dar als Relationship Banking. Die wichtigsten Formen von Private Equity sind Venture Capital und Buyout Capital. Venture-Capital-Firmen erwerben firmenspezifisches Wissen während der Gründungs- und Wachstumsphase eines Unternehmens durch Screening, Zertifikation, Finanzierung und Überwachung und bringen Management-Fachwissen ein (Greenbaum und Thakor 2007: 63). Auch Buyout-Investitionen zur Übernahme reiferer Unternehmen beinhalten aktive Informationssuche, Kontrolle und Management.

Private Equity beinhaltet aus Sicht des Kapitalgebers mehr Entscheidungsfreiheit und weitreichendere Sicherungsvorkehrungen gegen opportunistisches Verhalten und Unsicherheit als Private Debt. Spezielle Sicherungsvorkehrungen von Venture-Capital-Gesellschaften sind Phasenfinanzierung, Rechnungslegungsvorschriften, Vertretung im Board of Directors, umtauschbare Wertpapiere, Ablösung des Managements und Syndizierung.³ Durch Phasenfinanzierung wird Kapital sukzessive nur solange zur Verfügung gestellt, bis das Unternehmen die nächste Entwicklungsphase erreicht hat. Die damit bestehende Option des Kapitalgebers, die Finanzierungsbeziehung zu beenden, stärkt den Anreiz für den Unternehmer, sich in den frühen Phasen anzustrengen. Da eine effiziente Phasenfinanzierung eine regelmäßige Kontrolle erfordert, profitieren davon besonders aktive Investoren mit engen Beziehungen zum Unternehmen, was dort zu entsprechend kürzeren Finanzierungsrunden führt (Schwienbacher 2008: 198). Umtauschbare Wertpapiere (Wandelanleihen, umtauschbare Vorzugsaktien) sichern den Kapitalgeber gegen das Risiko der Wertminde rung durch Vorrangigkeit gegenüber reinem Eigenkapital ab und ermöglichen eine größere Ex-post-Flexibilität bei der (Re-)Allokation von Kontrollrechten. Damit trägt der Unternehmer einen größeren Teil des Risikos als bei reiner Eigenkapitalfinanzierung und hat einen größeren Anreiz, sich anzustrengen. Der Einsatz umtauschbarer Wertpapiere ist vor allem für aktive Venture Capital-Geber von Vorteil, die sich durch die Möglichkeit des Ausstiegs vor Hold-up schützen können (Berglöf 1994). Venture-Capital-Geber, die enge Finanzierungsbeziehungen eingehen, profitieren zudem besonders stark von der Option, das Management abzulösen. Dadurch wird ihr Anreiz gestärkt, professionale Manager zu finden, was den Unternehmenswert erhöht. Syndizierung von Venture Capital kann unter anderem dazu dienen, Risiken besser zu teilen oder Reputation zu erreichen (Schwienbacher 2008: 200).

Im Gegensatz zu Hausbanken gehen somit Venture Capital Fonds nur für eine begrenzte Zeit enge Beziehungen mit Unternehmen ein. Sie führen nur solche Projekte fort, die hohe Gewinne versprechen, und steigen aus erfolglosen Projekten schnell aus. Eine Entlohnung erhalten sie erst dann, wenn sie das Unternehmen nach erfolgreichem Wachstum an die Börse bringen. Dazu sind ein verlässliches System der Publizität und ein liquider Kapi-

³ Zum Überblick über die Literatur vergleiche Schwienbacher (2008).

talmarkt notwendig. Wegen der vertraglichen zeitlichen Begrenzung, des beschränkten Investitionsvolumens und der Verfügbarkeit eines liquiden Marktes zum Ausstieg aus der Beziehung besteht kein Hold up-Risiko wie im Fall des Relationship Banking (Rajan und Zingales 2003: 22, 28). Ähnliches gilt für Buyout-Firmen, die jedoch in späteren Phasen des Lebenszyklus einer Firma größere Investments tätigen. Die Aufnahme von Fremdkapital dient dabei als Hebel, um die Rendite zu steigern (Leveraged Buyouts).

6 Arbeitsteilung zwischen Banken und Private Equity Funds

Zusammenfassend ergibt sich aus der Kombination beider Formen von Investitionsspezifität die Matrix in Abbildung 2. Die Pfeile veranschaulichen, dass die Notwendigkeit koordinierter Anpassungen mit zunehmender Spezifität, Transaktionshäufigkeit und Unsicherheit steigt. Dabei sind nur die vier Hauptformen externer Finanzierung dargestellt. Transaktionsfinanzierung durch Anleihen, Arm's Length Debt oder verbrieftete Kredite (Feld 1) ist die marktmäßigste Governance-Form. Sie eignet sich am besten zur Finanzierung wiederverwertbarer Vermögensgegenstände bei öffentlicher Information und stabiler Umwelt. Dies trifft auf tangible Investitionen in größeren Unternehmen auf reifen Märkten zu. Der komparative Vorteil der Transaktionsfinanzierung durch Aktien liegt dagegen in der Finanzierung großer Kapitalgesellschaften mit intangiblen Vermögensgegenständen bei höherer Unsicherheit (Feld 2).⁴ Die am stärksten hierarchische Form externer Finanzierung ist Private Equity (Feld 4), besonders in der Form von Venture Capital an junge, innovative Unternehmen, die eine hohe Intransparenz und intangible Investitionen in unsicheren Märkten aufweisen. Zur Finanzierung intransparenter KMU (kleiner und mittelständischer Unternehmen) mit leicht wiederverwertbarem Vermögen in traditionellen Branchen ist Relationship Banking die effizienteste Finanzierungsform (Feld 3).⁵ Nicht dargestellt sind mögliche Mischformen (zum Beispiel Mezzanine Finanzierung zwischen 1 und 2, Relationship Investing durch aktive Großaktionäre zwischen 2 und 4) oder Kombinationen einzelner Finanzierungsformen.⁶

Da Banken und Private Equity Funds somit komplementäre Institutionen zur Finanzierung verschiedenartiger Investitionen darstellen, ist eine zunehmende Arbeitsteilung zwischen ihnen produktiv. Der dahin gehende weltweite Wandel in den Jahren vor Ausbruch der aktuellen Finanzkrise ist auf technischen, institutionellen und regulatorischen Wandel zurückzuführen (Rajan 2005). Durch gesunkene Informations- und Kommunikationskosten und neue Techniken wie Verbriefung und Credit Scoring hat sich einerseits die Transparenz und Handelbarkeit von Finanzierungsinstrumenten erhöht. Dadurch entstand ein Trend in Richtung Transaktionsfinanzierung im Kreditgeschäft (von 3 zu 1 in Abbildung 2). Sinkende Markteintrittsbarrieren und Weiterentwicklung der rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen haben andererseits neue Nichtbank-Finanzintermediäre wie Private Equity Fonds und damit einen Trend in Richtung Beziehungsfinanzierung mit Eigenkapital hervorgerufen (von 2 zu 4 in Abbildung 2). Buyouts Fonds senken die

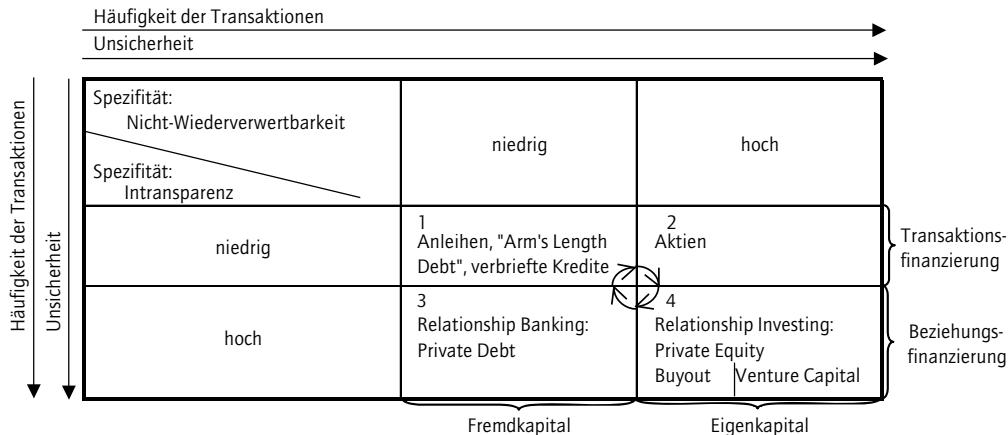
4 So hat zum Beispiel in Europa das Vereinigte Königreich den größten Anteil an Großunternehmen und die am weitesten entwickelte Kapitalmarktfinanzierung (Rajan und Zingales 2003: 20).

5 Zu empirischer Evidenz über den Einfluss von Hausbankbeziehungen auf die Finanzierung von KMU in Deutschland siehe Elsas und Krahen (1998), Harhoff und Körtting (1998) und Lehmann und Neuberger (2001).

6 So kann zum Beispiel eine Kombination von Relationship Banking und „Arm's Length Debt“ durch mehrere Kreditgeber (1 und 3) optimal sein, um die Risiken aus Hold-up und fehlender Gläubigerkoordinierung auszubalancieren, insbesondere bei abnehmender Wiederverwertbarkeit der Vermögensgüter (Elsas et al. 2004).

Abbildung 2

Optimale Finanzierungsformen bei zwei Formen von Investitionsspezifität



Agency-Kosten, die in reifen Kapitalgesellschaften mit atomistischer Anteilseignerstruktur bestehen. Venture Capital Fonds finanzieren Unternehmensgründungen und technologieintensive Wachstumsbranchen durch intensive Beratungs-, Überwachungs- und Managementleistungen, wobei sie geduldiger sind als alternative Finanzierungsformen (Puri und Zarutskie 2008). Auch im bankzentrierten deutschen Finanzsystem übernehmen Private Equity Fonds höhere finanzielle Risiken als Banken, die Arbeitsteilung bei der Übernahme leistungswirtschaftlicher Risiken scheint aber noch unterentwickelt zu sein (Schäfer et al. 2005). Unabhängige Private Equity Fonds gehen nachweislich engere Beziehungen mit Unternehmen ein als von Banken abhängige Fonds (Schäfer und Schilder 2006, Tyková 2006). Die Zuführung von Beteiligungskapital verbessert schließlich die Eigenkapitalquote eines Unternehmens, womit dessen Kreditrisiko sinkt und der Zugang zu Bankkrediten erleichtert wird. Die wachsende Arbeitsteilung zwischen Banken und Private Equity Fonds führt damit zu einer effizienteren Kapitalallokation und ermöglicht ein höheres Wirtschaftswachstum. Ein Finanzsystem bestehend aus einer Mischung aus Märkten, Hybriden und Hierarchien ist produktiver als ein bank- oder marktdominiertes Finanzsystem.

Die wachsende Arbeitsteilung birgt aber höhere Risiken: Leveraged Buyouts werden zu einem großen Teil mit Fremdkapital finanziert, um durch den Hebeleffekt eine höhere Eigenkapitalrendite zu erzielen. Banken können dieses Fremdkapital immer leichter bereitstellen, indem sie bereits ausgereichte Kredite verbrieften und verkaufen. Es entsteht ein Kreislauf (siehe Abbildung 2) mit immer höheren Finanzvolumina, mit denen sich der Finanzsektor von der Realwirtschaft entfernt. Damit sind folgende Risiken verbunden: (1) Die Möglichkeit der Kreditveräußerung kann die Sorgfalt der Banken bei der Kreditwürdigkeitsprüfung und -überwachung beeinträchtigen, so dass die Qualität der finanzierten Projekte sinkt.⁷ (2) Die neuen Finanzierungformen (verbrieft Kredite, Private Equity)

⁷ Wird dies vermieden, indem die Banken die riskanteste Tranche der verbrieften und strukturierten Kredite bei sich behalten, tragen sie die Spitze des Eisbergs der von ihnen geschaffenen Risiken (Rajan 2005: 3).

setzen die Möglichkeit des Ausstiegs auf liquiden Märkten voraus. Damit steigt die Bedeutung des Illiquiditätsrisikos. (3) Die zunehmende Transaktionsfinanzierung setzt eine verlässliche Verarbeitung öffentlicher Informationen voraus. Diese kann durch Fehlanreize, Vertrauen auf leicht verfügbare Informationen und Herdenverhalten der Investoren beeinträchtigt sein (Rajan 2005: 17). (4) Durch den höheren Verschuldungsgrad steigt das Insolvenzrisiko der Unternehmen, aus denen die Private Equity Fonds nach erfolgreichem Wachstum aussteigen können. Insolvenzen wiederum verursachen realwirtschaftliche Kosten. (5) Zinssenkungen durch die Notenbank verstärken den Kreislauf: sie erhöhen den Anreiz, die Rendite des Eigenkapitals durch höhere Verschuldung oder riskantere Investitionen zu steigern. Die dadurch entstandene Finanzmarktblase kann platzen, wenn die Notenbank den Zins wieder anhebt (Rajan 2005). Insgesamt steigt damit das Systemrisiko, das heißt die Wahrscheinlichkeit, dass der Finanzsektor zusammenbricht, obwohl die Risikoteilung innerhalb des Finanzsystems zugenommen hat.

Die derzeitige weltweite Finanzkrise stellt einen derartigen Zusammenbruch dar. Die bei den Banken konzentrierten Verluste aus Investitionen in Wertpapiere, die auf verbrieften Krediten aufbauen, können zu einer Kreditklemme führen, die besonders KMU in traditionellen Branchen, aber auch Private Equity Fonds trifft. Leverage Buyout-Transaktionen wurden bereits stark eingeschränkt. Buyout Fonds investieren ihr überschüssiges Eigenkapital nun vermehrt in den Finanzsektor, indem sie den Banken notleidende Kredite abkaufen oder sich direkt an ihnen beteiligen (zum Beispiel Lonestar an IKB). Um dabei ihre Kernaufgabe eines aktiven Managements durch Mehrheitsbeteiligungen ausüben zu können, benötigen sie aber eine Banklizenz (Economist 2008)⁸.

7 Schlussfolgerungen

Der Wandel der Unternehmensfinanzierung von Bankkrediten zu außerbörslicher Beteiligungsfinanzierung bedeutet keine Entwicklung zu einem marktorientierten Finanzsystem mit „Arm's Length“-Finanzierung. Buyout Fonds und Venture Capital Fonds stellen Formen der Beziehungsfinanzierung bereit, indem sie aktiv in firmenspezifisches Wissen investieren und Managementleistungen einbringen. Sie spezialisieren sich auf intransparente Unternehmen in intangiblen und unsicheren Märkten. Relationship Banking besteht aus unvollständigen Verträgen, die einen langfristigen intertemporalen Risikoausgleich ermöglichen. Relationship Investing mit Private Equity ist dagegen von vorneherein zeitlich begrenzt, wobei die Ausstiegsoption einen Anreizmechanismus zur Erhöhung der Produktivität darstellt. Private Equity mit wertvernichtenden „Heuschrecken“ gleichzusetzen ist deshalb irreführend.

Eine wachsende Arbeitsteilung zwischen Banken und Private Equity Fonds ist produktiv, erhöht aber das Systemrisiko des Finanzsystems. Für die Wirtschaftspolitik ergeben sich folgende Schlussfolgerungen: Bei der Gestaltung des Banken- und Finanzsystems ist auf eine Mischung von Finanzintermediären und -märkten zu achten, wobei Regionalbanken zur Bereitstellung von Relationship Banking ebenso gebraucht werden wie Venture Capital Fonds, Buyout Fonds und liquide Kapitalmärkte zur Bereitstellung von Beteili-

8 Die US-Notenbank hat diese Begrenzung inzwischen gelockert: Private Equity Firmen dürfen zukünftig einen größeren Aktienanteil (bis zu 33 Prozent), einen größeren Stimmrechtsanteil (bis zu 15 Prozent) und mehr Mitglieder im Aufsichtsrat (bis zu zwei) bei Banken halten, ohne dabei unter die rigiden Bestimmungen des Bank Holding Acts zu fallen (FTD 2008).

gungskapital. Das Volumen der Bankkredite und anderer monetärer Größen sind keine verlässlichen Indikatoren mehr für die gesamtwirtschaftliche Liquidität und Finanzmarktstabilität. Wegen der größeren Anfälligkeit des Finanzsektors gegenüber Liquiditäts- und Solvenzproblemen müssen Notenbanken wachsamer sein, um eine Liquiditätsknappheit zu verhindern. Da große, abrupte Änderungen der Geldpolitik prozyklisches Verhalten mit hohen Anpassungskosten hervorrufen, sollten Notenbanken eine stetige Geldpolitik betreiben. Nicht antizipierte, andauernd niedrige Zinssätze können erhebliche Verzerrungen im Finanzsektor durch Kreditexpansion und Vermögenspreisblasen hervorrufen. Auch Nichtbank-Finanzintermediäre wie Private Equity Fonds müssen einer präventiven Finanzmarktaufsicht unterworfen werden, um ein übermäßig riskantes Verhalten zu verhindern (Rajan 2005).

Literaturverzeichnis

- Azariadis, C. (1990): Implicit Contracts. In: J. Eatwell et al. (Hrsg.): *Allocation, Information and Markets*. The New Palgrave. London, Basingstoke, Macmillan Press, 132–140.
- Berger, A.N. und G.F. Udell (1998): The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22, 613–673.
- Berglöf, E. (1994): A Control Theory of Venture Capital Finance. *Journal of Law, Economics, and Organization* 10, 247–267.
- Berlin, M. und L.J. Mester (1993): Debt Covenants and Renegotiation. *Journal of Financial Intermediation*, 2, 95–133.
- Bester, H. und J.P.J. Scheepens (1996): Internal Finance versus Bank Debt: The Gains from Establishing a Debt History. *Kredit und Kapital*, 4, 565–591.
- Boot, A.W.A. (2000): Relationship Banking: What do we Know? *Journal of Financial Intermediation*, 9, 7–25.
- Casu, B., C. Girardone und P. Molyneux (2006): *Introduction to Banking*. Prentice Hall, Harlow et al.
- Chemanur, T.J. und P. Fulghieri (1994): Reputation, Renegotiation, and the Choice Between Bank Loans and Publicly Traded Debt. *Review of Financial Studies*, 7, 475–506.
- Deutsche Bundesbank (2008): *Neuere Entwicklungen im internationalen Finanzsystem*. Monatsbericht Juli 2008, 15–31.
- Economist (2008): Loan Rangers, Briefing Private Equity and Banks. *The Economist*, 30. August 2008, 69–70.
- Elsas, R. (2001): *Die Bedeutung der Hausbank. Eine ökonomische Analyse*. Wiesbaden, Gabler.
- Elsas, R., F. Heinemann und M.Tyrell (2004): *Multiple but Asymmetric Bank Financing: The Case of Relationship Lending*. CESifo Working Paper No. 1251. München.
- Elsas, R. und J.P. Krahen (1998): Is Relationship Lending Special? Evidence from Credit-File Data in Germany. *Journal of Banking and Finance*, 22, 1283–1316.
- Fama, E.F. und M.C. Jensen (1983): Agency Problems and Residual Claims, *Journal of Law and Economics*, 26, 327–349.
- FTD (2008): US-Notenbank lockt Heuschrecken. *Financial Times Deutschland* vom 23. September 2008. Download unter: www.ftd.de (Stand: 23.09.2008).
- Greenbaum, S.I., G. Kanatas und I. Venezia (1989): Equilibrium Loan Price under the Bank-Client Relationship. *Journal of Banking and Finance*, 13, 221–235.

- Greenbaum, S.I. und A.V. Thakor (2007): *Contemporary Financial Intermediation*. 2. Auflage, Amsterdam et al., Elsevier.
- Harhoff, D. und T. Körting (1998): Lending Relationships in Germany. Empirical Evidence from Survey Data. *Journal of Banking and Finance*, 22, 1317–1353.
- Lehmann, E. und D. Neuberger (2001): Do Lending Relationships Matter? Evidence from Bank Survey Data in Germany. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 45, 339–359.
- Longhofer, S.D. und J.A. Santos (2000): The Importance of Bank Seniority for Relationship Lending. *Journal of Financial Intermediation*, 9, 57–89.
- Mayer, C. (1988): New Issues in Corporate Finance. *European Economic Review*, 32, 1167–1189.
- Ongena S. und D.C. Smith (2000): Bank Relationships: a Survey. In: P. Harker und S.A. Zenios (Hrsg.): *The Performance of Financial Institutions*. Cambridge, Cambridge University Press.
- Parlour C.A. und U. Rajan (2001): Competition in Loan Contracts. *American Economic Review*, 90, 1311–1328.
- Petersen, M.A. und R.G. Rajan (1995): The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships. *Quarterly Journal of Economics*, 110, 403–444.
- Puri, M. und R. Zarutskie (2008): On the Lifecycle Dynamics of Venture-Capital- and Non-Venture-Capital-Financed Firms. NBER Working Paper No. W14250. Cambridge, MA.
- Rajan, R.G. (1992): Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's Length Debt. *Journal of Finance*, 47, 1367–1400.
- Rajan, R.G. (2005): Has Financial Development Made the World Riskier? NBER Working Paper 11728. Cambridge, MA.
- Rajan, R.G. und L. Zingales (2003): Banks and Markets: The Changing Character of European Finance. CEPR Discussion Papers 3865. London.
- Richter, R. und E. Furubotn (2003): Neue Institutionenökonomik. 3. Aufl., Tübingen, Mohr.
- Schäfer, D. (2002): Restructuring Know How and Collateral. *Kredit und Kapital*, 35, 572–594.
- Schäfer, S. und D. Schilder (2006): Informed Capital in a Hostile Environment: The Case of Relational Investors in Germany. DIW Discussion Paper No. 549.
- Schäfer, D., A. Werwatz und V. Zimmermann (2005): Kredit- und Beteilugungsfinanzierung in jungen innovativen kleinen und mittleren Unternehmen in Deutschland. Wochenbericht des DIW Berlin 40/2005, 577–583.
- Schwienbacher, A. (2008): Venture Capital Investment Practices in Europe and the United States. *Financial Markets and Portfolio Management*, 22, 195–217.
- Sharpe, S.A. (1990): Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: a Stylized Model of Customer Relationships. *Journal of Finance*, 45, 1069–1087.
- Tykrová, T. (2006): How Do Investment Patterns of Independent and Captive Private Equity Funds Differ? Evidence from Germany. *Financial Markets and Portfolio Management*, 20, 399–418.
- Williamson, O.E. (1985): *The Economic Institutions of Capitalism*. New York, Free Press.
- Williamson, O.E. (1988): Corporate Finance and Corporate Governance. *Journal of Finance*, 43, 567–591.
- Williamson, O.E. (2002): The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract. *Journal of Economic Perspectives*, 16, 171–195.