Grundformen der Finanzierung

Eine Anwendung des neo-institutionalistischen Ansatzes der Finanzierungstheorie*

Von Reinhard H. Schmidt, Frankfurt a. M.

I. Problemstellung

Die Literatur zur *Finanzierungstheorie* beschreibt Finanzierungen nur anhand weniger Merkmale; sie sieht Finanzierungen als Zahlungsreihen und kennzeichnet unterschiedliche Finanzierungsformen als unterschiedliche Regeln zur Aufteilung von Einzahlungsüberschüssen an Kapitalgeber[1]. Die gegenwärtig vorherrschende neoklassische Finanzierungstheorie, die in ihrem Kern Kapitalmarkttheorie ist, abstrahiert nicht nur von vielen institutionellen Merkmalen realer Finanzierungsformen, sondern sie läßt auch keinen Grund erkennen, warum es vielfältige und komplexe Finanzierungsformen überhaupt geben sollte[2]. Die institutionell ausgerichtete *Finanzierungslehre* dagegen beschreibt Finanzierungsformen zwar anhand komplexer Merkmalbündel — sie nennt außer Zahlungsansprüchen auch Informations- und Gestaltungsrechte —; aber von gelegentlichen Anmerkungen abgesehen[3] bleibt auch in ihr undiskutiert, warum es vielfältige Finanzierungsformen gibt und warum ganz bestimmte Kombinationen institutioneller Merkmale in der Realität anzutreffen sind, während andere Kombinationen nicht oder nur sehr selten vorkommen.

---

* An English version of the paper, which has been presented at the seventh annual meeting of the European Finanze Association in Graz, Austria, is available from the author.

[1] Vgl. z. B. *Dieter Schneider,* Investition und Finanzierung, Opladen 1970, S. 137, wo Finanzierungen analog zu Investitionen durch Finanzierungszahlungsreihen, also unter Sicherheit, gekennzeichnet werden, und *Jack Hirshleifer,* Investment Interest and Capital, Englewood Cliffs, N. J. 1970, S. 216, wo Unsicherheit durch Ergebnisverteilungen erfaßt wird.

[2] Vgl. die amerikanischen Standardlehrbücher *Eugene F. Fama; Merton H. Miller,* Theory of Finance, New York u. a. 1972, und *Jan Mossin,* Theory of Financial Markets, Englewood Cliffs, N. J. 1973.

[3] Vgl. insb. *Eugen Schmalenbach,* Kapital, Kredit und Zins in betriebswirtschaftlicher Beleuchtung, 4. bearb. und erw. Aufl., Köln und Opladen 1961.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die geringe Beachtung, die diese inhaltlich sehr eng zusammenhängenden Fragen in der Literatur erfahren, muß verwundern. Sie weist auf eine Lücke im Aussagensystem der Finanzierungstheorie hin, die auch von praktischer Bedeutung ist, wenn es darum geht, mit wissenschaftlichen Argumenten die schöpferische Gestaltung neuer Finanzierungsformen[4] zu unterstützen und die Finanzierungspolitik von Unternehmungen anzuleiten. Es ist das Hauptziel des vorliegenden Beitrags, eine zusammenhängende Antwort auf die Fragen nach der Funktion verschiedenartiger Finanzierungsformen und nach einem allgemeinen Prinzip ihrer institutionellen Ausgestaltung zur Diskussion zu stellen.

Finanzierungsformen und ihre institutionelle Ausgestaltung lassen sich nicht ohne Rückgriff auf eine finanzierungstheoretische Grundvorstellung erklären; denn einen Daseinsgrund für Finanzierungsformen anzugeben bedeutet, ihre Funktion zu nennen und zu zeigen, daß diese Funktion durch bestimmte institutionelle Arrangements besser erfüllt wird als durch denkbare andere. Die neoklassische Finanzierungstheorie, in deren Mittelpunkt immer noch die These von der Irrelevanz der Unternehmensfinanzierung steht[5], eignet sich als Bezugsrahmen nicht. Es ist ein weiteres Ziel des vorliegenden Beitrags, eine neue finanzierungstheoretische Grundvorstellung darzulegen, die es erlaubt, die Funktionalität vielfältiger und komplexer Finanzierungsformen verstehbar zu machen.

Die im folgenden versuchte funktionale Erklärung von Grundformen der Finanzierung stützt sich auf einen „neo-institutionalistischen Ansatz" der Finanzierungstheorie, den der Verfasser an anderer Stelle vorgestellt hat[6]. Dieser Ansatz geht von der Einschätzung aus, daß in

---

[4] Man denke etwa an die neueren Entwicklungen des Leasing und der Beteiligungsgesellschaften.

[5] Vgl. als Ausgangspunkt der Diskussion *Franco Modigliani; Merton H. Miller,* The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, in: American Economic Review, Vol. 48 (1958), P&P, S. 261 - 297, und als weitestgehende Verallgemeinerungen *Joseph E. Stiglitz,* On the Irrelevance of Corporate Financial Policy, in: American Economic Review, Vol. 64 (1974), S. 851 - 866, sowie *Eugene F. Fama,* The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of its Security Holders, in: American Economic Review, Vol. 68 (1978), S. 272 - 284.

[6] Vgl. *Reinhard H. Schmidt,* Ein „neo-institutionalistischer Ansatz" der Finanzierungstheorie, in: *Rühli / Thommen* (Hrsg.), Unternehmensführung aus finanz- und bankwirtschaftlicher Sicht, Stuttgart 1981, S. 135 - 154. Zu ähnlichen Ansätzen vgl. *Michael C. Jensen; William H. Meckling,* Theory of the Form: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3 (1976), S. 305 - 360; *Steward C. Myers,*

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

der Regel vor Beginn einer Finanzierungsbeziehung sowohl die Informationen über die Ertragsaussichten als auch die Möglichkeiten, den Ablauf und das Ergebnis von Investitionsprozessen zu beeinflussen, zwischen Kapitalgebern und Kapitalnehmern ungleich verteilt sind. Kapitalnehmer, die Kapital zur Nutzung von Investitionsmöglichkeiten beschaffen wollen, sind darauf angewiesen, die Bedenken zu überwinden, die rationale Kapitalgeber aufgrund der Einsicht in ihre schwächere Position haben müßten.

Finanzierungsformen sind, wie die neoklassische Finanzierungstheorie mit Recht betont, durchaus als Regelungen zur Aufteilung unsicherer Zahlungssalden auf verschiedene Kapitalgeber zu deuten[7]. Doch diese Betrachtungsweise ist für eine funktionale Erklärung nicht ausreichend. Andere, in der neoklassischen Finanzierungstheorie als institutionelle Details eingeschätzte und oft übergangene Merkmale von Finanzierungsformen sind notwendig, um die berechtigten Bedenken mißtrauischer Kapitalgeber zu überwinden und Finanzierungsbeziehungen überhaupt erst zustande kommen zu lassen. Wie sehr die Einräumung eines bestimmten Rechtes oder einer bestimmten Handlungsmöglichkeit die Position eines Kapitalgebers stärkt und damit seine Bereitschaft zur Kapitalüberlassung erhöht, hängt ab von der Kombination von Rechten und Möglichkeiten, in der es bzw. sie auftritt. Wie sehr es einen Kapitalnehmer belastet, wenn er einem Kapitalgeber bestimmte Rechte und Handlungsmöglichkeiten einräumt, um ihn zur Kapitalüberlassung zu bewegen, läßt sich auch nicht aus der isolierten Betrachtung des Rechts oder der Handlungsmöglichkeit erkennen, sondern ist davon abhängig, welche anderen Rechte und Möglichkeiten der Kapitalgeber hat und welche Rechte und Möglichkeiten andere Kapitalgeber haben[8].

Determinants of Corporate Borrowing, in: Journal of Financial Economics, Vol. 4 (1977), S. 147 - 175, sowie neuestens *Clifford W. Smith; Jerold B. Warner*, On Financial Contracting; An Analysis of Debt Covenants, in: Journal of Financial Economics, Vol. 7 (1979), S. 117 - 161.

[7] Das wird besonders deutlich bei einer sog. bestandsökonomischen Darstellung. Vgl. dazu *Hans Arnold*, Risikentransformation, Diss. Saarbrücken 1964, *Hans-Jacob Krümmel*, Finanzierungsrisiken und Kreditspielraum, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 36. Jg. (1966), 1. Ergänzungsheft, S. E 134 - E 157, und *Bernd Rudolph*, Die Kreditvergabeentscheidung der Banken, Beiträge zur betriebswirtschaftlichen Forschung, Bd. 40, Opladen 1974.

[8] Ein entschiedenes Plädoyer für eine umfassendere Berücksichtigung von Merkmalen einzelner Finanzierungsmöglichkeiten in der Finanzierungstheorie findet man bei *Hans-Jacob Krümmel*, Zur Theorie der Kapitalkosten, in: *H. Albach* und *H. Simon* (Hrsg.), Investitionstheorie und Investitionspolitik

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Auf dieser im Abschnitt II nur kurz zu entwickelnden Basis soll ausführlich gezeigt werden, daß die wichtigsten institutionellen Grundformen der Finanzierung als sinnvoll konstruierte Bündel von Rechten und Möglichkeiten für Kapitalgeber zu deuten sind. Sinnvoll erscheinen sie insofern, als sich — im Vergleich zu anderen denkbaren Merkmalkombinationen — durch die Art ihres Zusammenwirkens die Vorteile der Kapitalgeber verstärken und die Nachteile der Kapitalnehmer abschwächen.

Die Eigenkapitalfinanzierung einer idealtypischen Personengesellschaft und einer idealtypischen Kapitalgesellschaft sowie die kurzfristige unbesicherte Fremdfinanzierung und die langfristige pfandrechtlich gesicherte Fremdfinanzierung sollen im einzelnen untersucht werden. Dabei ist jeweils zu zeigen, warum Kapitalgeber Anlaß zur Skepsis und Mißtrauen haben, wie diese vermindert werden können und welche Nachteile den Kapitalnehmern entstehen, wenn sie in der für jede Finanzierungsform spezifischen Weise die Bereitschaft der Kapitalgeber zur Kapitalüberlassung erhöhen. Die Untersuchung erfolgt unter der vereinfachenden — aber entsprechend restriktiven — Prämisse, daß der Finanzierungsbedarf nur über *eine* Form der Finanzierung gedeckt wird.

Die Analyse der einzelnen Finanzierungsformen in den Abschnitten III und IV bestätigt nicht nur die Hypothese, daß die Merkmalkombinationen realer Finanzierungsformen einem angebbaren Prinzip folgen, sie zeigt auch, daß es — mindestens — zwei grundlegend verschiedene Wege gibt, die Spannung zwischen den Interessen der Kapitalgeber und denen der Kapitalnehmer zu verringern.

Im abschließenden Abschnitt V wird kurz die Möglichkeit angesprochen, die Überlegungen auf den realistischeren Fall der Mischfinanzierung zu übertragen, und es soll die umfassendere Frage nach der Fruchtbarkeit und den Grenzen des bei der Untersuchung verwendeten „neo-institutionalistischen Ansatzes" der Finanzierungstheorie noch einmal aufgegriffen werden.

---

privater und öffentlicher Unternehmen, Wiesbaden 1976, S. 145 - 166. Mehrfach weist *Krümmel* darauf hin, daß die „Parte", die einem Kapitalgeber angeboten wird, nicht unabhängig davon beurteilt werden kann, „wer in welcher Weise sonst noch partizipiert" (S. 154).

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

II. Der neo-institutionalistische Ansatz

Wenn ein Investor oder Kapitalnehmer sich an andere Personen als externe Kapitalgeber wendet, weil seine eigenen finanziellen Mittel zur Ausnutzung einer ihm vorteilhaft erscheinenden Investitionsmöglichkeit nicht ausreichen[9], entsteht eine elementare Partnerschaft: Kapitalgeber und Kapitalnehmer haben ein gemeinsames Interesse an möglichst hohen Erträgen aus der Investition, aber jeder Partner hat primär ein partikuläres Interesse an dem Teil der Erträge, den er erhält[10]. Sofern nicht ganz genau bekannt ist, welche Verteilung möglicher Investitionserträge in alternativen Umweltzuständen mit dem Investitionsobjekt verbunden ist und wie diese Investitionserträge auf die Partner aufzuteilen sind, kann es zu einem Interessenkonflikt, einem „Verteilungskampf"[11] kommen. Form und Ablauf des „Verteilungskampfes" können Rückwirkungen darauf haben, welche Investitionserträge sich — in alternativen Umweltzuständen — überhaupt realisieren.

Es ist eine sehr strenge Annahme, daß die Wahrscheinlichkeitsverteilung möglicher Investitionserträge etwa in der Form eines — objektiv richtigen — flexiblen Plans genau festliegt und die Regelung ihrer Aufteilung auf die Partner der Finanzierungsbeziehung zweifelsfrei bestimmt ist. Eine schwächere und zugleich realistischere Annahme ist, daß Investitionspläne nicht genau, sondern nur umrißartig festgelegt werden können und daß sich Unbestimmtheiten bezüglich der Aufteilungsregel nur weitgehend, nicht aber vollkommen ausräumen lassen. Vor Beginn einer Finanzierungsbeziehung dürfte in der Regel auf seiten des Kapitalgebers Ungewißheit darüber herrschen, ob die Informationen, die er von dem Kapitalnehmer erhält, auch die Erwartungen zutreffend wiederspiegeln, die der besser informierte Kapitalnehmer selbst hat. Nach Beginn der Finanzierungsbeziehung sind im Zuge der Ausnutzung der Investitionsmöglichkeit Folgeentscheidungen zu treffen, die Einfluß darauf haben, welche Investitionserträge in verschiedenen möglichen Umweltzuständen zu erwarten sind und wie dem-

[9] Außer Mittelknappheit kann auch der Wunsch, sich Diversifikationsmöglichkeiten zu erhalten, für den Finanzierungsbedarf ursächlich sein.

[10] Zur „theory of precarious partnership or... theory of incomplete antagonism", in der besonders die Aspekte der Informationsübertragung und Erwartungsabstimmung thematisiert werden, vgl. ausführlich *Thomas C. Schelling*, The Strategy of Conflict, Cambridge, Mass. 1960, paperback ed. London 1963, S. 15.

[11] So auch *Adolf Moxter*, Bilanzlehre, Wiesbaden 1974, S. 379.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gemäß die Vorteile auf Kapitalgeber und Kapitalnehmer verteilt werden. Das Informationsgefälle vor Beginn der Finanzierungsbeziehung, und die Möglichkeit nach Beginn der Finanzierungsbeziehung, Folgeentscheidungen im eigenen Interesse und zu Lasten des Kapitalgebers zu beeinflussen, geben dem Kapitalnehmer die stärkere Position in dem „Verteilungskampf". Kapitalgeber sind dem Risiko von Vermögensverschiebungen ausgesetzt. Rationale Kapitalgeber wissen, daß dieses Risiko besteht, auch wenn sie häufig nicht in der Lage sind, das Risiko zu quantifizieren[12]. Sie haben Anlaß, skeptisch bezüglich der übermittelten Informationen über die Ertragsaussichten und mißtrauisch bezüglich der zu erwartenden Folgeentscheidungen zu sein. Vernünftige Kapitalgeber versuchen, sich vor dem Vermögensverschiebungsrisiko zu schützen. Die extreme Form des Selbstschutzes besteht darin, daß sie sich auf die Finanzierungsbeziehung, die in einer Welt ohne Informationsprobleme für sie vorteilhaft wäre, überhaupt nicht einlassen[13]. Eine schwächere Form des Selbstschutzes besteht in einer Verzinsungsforderung auf das eingesetzte Kapital, die eine adäquate Risikoprämie für das vermutete Vermögensverschiebungsrisiko enthält[14].

Konsequent im eigenen Interesse handelnde Kapitalnehmer nutzen Möglichkeiten der Vermögensverschiebung zu Lasten von Kapitalgebern durch „Informationspolitik" und durch die Beeinflussung von Folgeentscheidungen, wenn sie solche Möglichkeiten haben. Daraus folgt aber nicht, daß es für Kapitalnehmer vorteilhaft ist, Möglichkeiten zur Vermögensverschiebung zu besitzen. Es wäre nur dann zweifellos vorteilhaft, wenn Kapitalgeber ahnungslos wären. Weil skeptische und mißtrauische Kapitalgeber Selbstschutz betreiben können, liegt es vielmehr im Interesse von Kapitalnehmern, die Befürchtungen von

---

[12] In den o. a. Arbeiten von *Jensen / Meckling, Myers* und *Smith / Warner* (Anm. 6) und *Fama* (Anm. 5) wird die Informationsannahme nur insoweit abgeschwächt, als Kapitalgeber nicht die Einhaltung von Vereinbarungen kontrollieren können. Es wird aber unterstellt, daß sie das Ausmaß ihrer Risiken genau beurteilen können.

[13] Zum Rückzug vom Markt als einer Methode des Selbstschutzes vor informationsbedingten Risiken und zu den Auswirkungen auf das resultierende Marktgleichgewicht vgl. *George A. Akerlof*, The Market for „Lemons": Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 84 (1970), S. 488 - 500.

[14] Zu den Grenzen möglicher Risikoprämien bei Fremdfinanzierung vgl. *Rudolph*, Die Kreditvergabeentscheidung, a.a.O., S. 26. Bei Beteiligungsfinanzierung ist eine Risikoabgeltung durch eine geringere Einlage bei gegebenen Ausschüttungs- oder Entnahmeerwartungen eher möglich.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kapitalgebern und damit ihre Veranlassung zum Selbstschutz zu reduzieren. Zu diesem Zweck können Kapitalnehmer Kapitalgeber zu informieren versuchen. Die Schwierigkeit bei der Informationsübertragung besteht darin, daß dem Informationsempfänger erkennbar sein muß, warum er die Informationen als verläßlich ansehen kann. Kapitalnehmer können Kapitalgeber auch dadurch vor Vermögensverschiebungen sichern, daß sie sich selbst so binden, daß Vermögensverschiebungen entweder unmöglich oder unvorteilhaft werden. Das Problem bei der Selbstbindung besteht darin, daß Selbstbindungsmöglichkeiten nicht leicht zu finden sind und daß die Selbstbindung dem Kapitalgeber auch erkennbar sein muß.

Die Übertragung verläßlicher Informationen und die Schaffung wirksamer und erkennbarer Selbstbindungen sind für Kapitalnehmer vorteilhaft, weil sie die zur Abgeltung des vermuteten Vermögensverschiebungsrisikos geforderte Kompensation reduzieren. Aber sie sind auch teuer. Man kann daher vermuten, daß in der Realität Informations- und Sicherungsaktivitäten in solchen Formen und in solchen Kombinationen anzutreffen sind, daß sich ihre Vorteile für Kapitalgeber gegenseitig verstärken und ihre Nachteile (oder Kosten) für Kapitalnehmer gegenseitig verringern. In einer normativen Verwendung ergibt sich aus dem „neo-institutionalistischen Ansatz" die Empfehlung, Kapitalgeber so durch ein Bündel von Maßnahmen zu informieren und zu sichern, daß die Gesamtheit der bewerteten Nachteile, die aus der ursprünglich ungleichen Informationsverteilung resultieren, ein Minimum erreicht. In einer positiven Verwendung des Ansatzes lassen sich beobachtbare Institutionen häufig als bewährte Mittel deuten, die für alle Beteiligten nachteiligen Folgen von ungleich verteilter Information, von Skepsis und von Mißtrauen in einer für alle Beteiligten zusammen günstigen Weise zu überwinden. Als Beleg für diese Behauptung werden im folgenden die Grundformen der Finanzierung als institutionelle Arrangements funktional erklärt.

III. Beteiligungs- oder Eigenkapitalfinanzierung

1. Die „einfache Gesellschaft" als Vergleichsbasis

Betrachten wir zuerst die Möglichkeit, Kapital zur Durchführung einer Investition durch die Beteiligung eines Kapitalgebers zu beschaffen. Eine Beteiligung sei so beschrieben wie in der neoklassischen Theo-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

rie: Der Kapitalgeber erhält einen proportionalen Anteil an dem, was als Einzahlungsüberschuß aus der Investition verbleibt, wenn alle Forderungen Dritter befriedigt sind. Bei unbeschränkter Haftung kann dieser Einzahlungsüberschuß negativ sein. Wie Verluste dann verteilt werden, hängt von dem Größenverhältnis der Gesellschafter ab. Die zu leistende Einlage richtet sich nach den möglichen zukünftigen Nettoeinzahlungen des Kapitalgebers aus der Beteiligung. Die Aufnahme eines Gesellschafters, der *nur* an möglichen zukünftigen Gewinnen und Verlusten anteilig beteiligt ist, führt zu einer „einfachen Gesellschaft". Damit ist nicht eine BGB-Gesellschaft oder eine stille Gesellschaft gemeint, denn auch bei diesen gibt es zusätzliche Rechte. Eine spezifische informationsbezogene oder informationsbedingte Problematik der „einfachen Gesellschaft" ergibt sich in drei Situationen:

— vor der Bildung der „Gesellschaft"

— während des Bestehens der „Gesellschaft" und

— bei Auflösung der „Gesellschaft".

(1) Ein eintretender „Gesellschafter" oder ein „Gesellschafter", der sich mit einem anderen zusammenschließt, welcher über eine lukrative Investitionsmöglichkeit verfügt, hat weniger Informationen über die Investition, ihre Ertragsaussichten und ihre Beeinflußbarkeit als der andere. Er weiß nur ungenau, welche Vor- und Nachteile er durch seine Beteiligung erwirbt, und er weiß, daß der andere besser informiert ist. Er hat die berechtigte Befürchtung, daß er zuviel für seinen Anteil an der „Gesellschaft" bezahlt. Die Möglichkeit, diesen Informationsnachteil zu überwinden, ist gering, da der andere, der Kapitalnehmer, nur ein Interesse daran hat, ehrlich zu erscheinen, ohne es auch notwendigerweise zu sein; er ist vielmehr daran interessiert, die Investitionsmöglichkeit möglichst günstig erscheinen zu lassen, um seinen Gewinnanteil bzw. die Einlage des Kapitalgebers möglichst groß werden zu lassen. Weil bei der betrachteten „einfachen Gesellschaft" mit der Übermittlung falscher Informationen kein Nachteil für den informierenden Kapitalnehmer verbunden ist, sind seine Informationen für potentielle Kapitalgeber nicht glaubwürdig.

Die Finanzierung durch Verkauf „einfacher" Beteiligungen kann am Problem der Informationsübertragung scheitern. Aber diese Hürde kann unter Umständen überwunden werden, wenn sich der Kapital-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

nehmer mit einer aus seiner Sicht zu geringen Einlage des Kapitalgebers abfindet.

(2) Wenn die „Gesellschaft" gegründet und das Beteiligungsverhältnis zustande gekommen ist, entsteht das weitere Problem, wie sichergestellt werden kann, daß die dann zu treffenden Entscheidungen, die in der „einfachen Gesellschaft" allein der Kapitalnehmer trifft, auch im Interesse des Kapitalgebers getroffen werden. Der Kapitalnehmer wird zwar vor Beginn der Finanzierungsbeziehung versuchen, dem Kapitalgeber gegenüber den Eindruck zu erwecken, Entscheidungen würden im Interesse beider getroffen, aber wenn der Kapitalgeber seine Einlage geleistet hat, verliert sich das originäre Interesse des Kapitalnehmers, die Position des Kapitalgebers gut auszustatten.

Daß Kapitalgeber und Kapitalnehmer gleichermaßen an Gewinnen und Verlusten beteiligt sind, schafft eine tendenzielle Interessenidentität und schützt den Kapitalgeber vor einer Geschäftsführung, die seine Interessen extrem verletzt. Aber Interessenkonflikte bleiben möglich, zumal wenn man nicht von homogenen Erwartungen und ähnlichen Risikoneigungen ausgehen kann[15]. Interessenkonflikte sind auch bei den im Zuge der Geschäftsführung möglichen Entscheidungen denkbar, an denen der Kapitalnehmer als Geschäftsführer ein direktes Interesse hat; Büroausstattung, Dienstreisen und andere „fringe benefits" sind die offensichtlichsten Beispiele[16].

(3) Dieselben Gründe, die einen eintretenden „Gesellschafter" daran hindern können, eine Beteiligung zu erwerben, sind zu überwinden, wenn er aus der „Gesellschaft" ausscheiden will: Potentielle Käufer seines Anteils werden berechtigte Skepsis haben, ob ihre Informationen ausreichen, die Annehmbarkeit der fraglichen Risiko-Chancen-Kombination zu überschauen, und sie werden berechtigtes Mißtrauen gegenüber den Informationen haben, die ihnen übermittelt werden, da der

---

[15] Vgl. *Robert Wilson*, The Theory of Syndicates, in: Econometrica, Vol. 36 (1968), S. 119 - 132, sowie *ders.*, The Structure of Incentives for Decentralisation under Uncertainty, in: La Décision, Colloques Internationaux du Centre Nationale de la Recherche Scientifique, No. 117, Paris 1969, S. 287 - 307. *Wilson* zeigt, welche Bedingungen bezüglich der Nutzenfunktionen erfüllt sein müssen, damit ein Mitglied einer Gruppe dann zugleich im Interesse anderer Gruppenmitglieder handelt, wenn es die im eigenen Interesse optimale Handlungsmöglichkeit wählt. Die Bedingungen sind extrem restriktiv.

[16] Vgl. *Jensen / Meckling*, Theory of the Firm . . . , S. 312 f.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Informant als Verkäufer kein Interesse daran hat, zutreffende Informationen zu übertragen.

Kommt zu der proportionalen Haftung für Verluste der Gesellschaft noch die volle persönliche Haftung hinzu, schwächt sich die unter (2) genannte tendenzielle Interessenidentität noch mehr ab: Riskante Geschäfte, die wegen hoher Gewinnchancen für einen Gesellschafter mit geringem Privatvermögen vorteilhaft sind, können für einen anderen Gesellschafter, der für mögliche Verluste mit seinem größeren Privatvermögen einzustehen hätte, unvorteilhaft sein. Über die Einlage hinausgehende Haftung vergrößert die oben unter (1) bis (3) genannten Schwierigkeiten beträchtlich. Es kann wohl kaum damit gerechnet werden, daß es überhaupt Kapitalgeber gibt, die Beteiligungen erwerben, wie sie hier beschrieben wurden. Wenn sie es doch tun und sich dabei rational verhalten, werden sie eine sehr hohe Kompensation zum Ausgleich der ihrer Einschätzung nach übernommenen Risiken und sonstigen Nachteile fordern.

2. *Die idealtypische Personengesellschaft*

Statt einen Kapitalgeber für alle von ihm vermuteten Nachteile der Kapitalüberlassung zu kompensieren, kann ein Kapitalnehmer die Einschätzung der Nachteile oder die Nachteile selbst zu verändern bzw. zu vermindern versuchen. Eine Konstellation von Rechten und Handlungsmöglichkeiten, die dieses Ziel zu erreichen erlaubt, ist die idealtypische Personengesellschaft. In ihr wird der Informationsstand des Kapitalgebers verbessert und Möglichkeiten, Informationen zu nutzen und Schaden von seiner Beteiligung abzuwenden, werden geschaffen bzw. gestärkt. Ein Gesellschafter einer Personengesellschaft hat typischerweise[17] weitgehende Informationsrechte, das Recht auf Mitwirkung an der Geschäftsführung und Vertretungsmacht und das Recht, die Gesellschaft zu kündigen. Diese Konstellation von Rechten mindert die drei oben genannten Risiken eines Kapitalgebers.

(1) Er braucht weniger zu befürchten, daß er wegen seines Informationsnachteils bei Eintritt in die Gesellschaft zuviel bezahlt: Es ist für den Kapitalnehmer schwerer möglich und weniger vorteilhaft, die

[17] Da das Gesellschaftsrecht weitgehend dispositiv ist, findet man in der Realität Gesellschaften mit vielfältigen Rechtskonstruktionen. Beispielsweise sind in Publikums-Kommanditgesellschaften die Gesellschafterrechte oft stark eingeschränkt.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Erfolgsaussichten der geplanten Gesellschaft zu günstig darzustellen, wenn absehbar ist, daß nach Zustandekommen der Gesellschaft der Kapitalgeber in die Lage kommt, die vorher gegebenen Informationen im Lichte der ihm über die Informationsrechte eines Gesellschafters und im Zuge der Geschäftsführung zufließenden neuen und besseren Informationen kritisch einzuschätzen. Das Kündigungsrecht[18] bietet dem Kapitalgeber die Möglichkeit, rückblickend erkannte Fehlinformationen zu sanktionieren. Auch die absehbare Notwendigkeit, mit dem Kapitalgeber im Rahmen der Geschäftsführung kooperieren zu müssen, dürfte dem Kapitalnehmer einen vernünftigen Anreiz bieten, das Vertrauensverhältnis nicht durch Irreführung von vornherein zu ruinieren und damit die Kosten der Koordination im engsten Wortsinne zu vergrößern. Informationen sind also gerade deshalb glaubhaft, weil die Kapitalhingabe gegen das Versprechen künftiger Zahlungen nicht die einzige Gemeinsamkeit von Kapitalgeber und -nehmer darstellt und weil ihre Beziehung nicht anonym ist. Die höhere Verläßlichkeit der Informationen hebt das informationsbedingte Risiko des Kapitalgebers zu Beginn der Finanzierungsbeziehung wenigstens zum Teil auf.

(2) Das informationsbedingte Risiko des Kapitalgebers, daß während des Bestandes der Gesellschaft Entscheidungen getroffen werden, die seine Interessen verletzten, wird durch die Konstellation von Gesellschafterrechten beträchtlich reduziert. Schon die Art der Ergebnisbeteiligung bewirkt eine implizite Interessenangleichung. Die Beteiligung an der Geschäftsführung erlaubt es dem Kapitalgeber, seine Interessen auch explizit zu erkennen zu geben und zu vertreten. Die Möglichkeit jedes Gesellschafters, durch seine Kündigung die Auflösung der Gesellschaft herbeizuführen, stellt eine zusätzliche Sicherung für den Fall dar, daß die implizite und die explizite Interessenangleichung völlig mißlingen.

Das Geschäftsführungs- und Vertretungsrecht und das Kündigungsrecht stärken die Möglichkeiten zur Interessendurchsetzung auch dadurch, daß sie dem Gesellschafter ein Drohpotential geben: Wer durch die eigenen Maßnahmen als Geschäftsführer nach innen und als Vertreter nach außen auf Maßnahmen des oder der anderen Gesellschafter und Geschäftsführer reagieren kann, veranlaßt die anderen eher, Interessen zu berücksichtigen und Konflikte zu vermeiden, als jemand,

[18] Gegebenenfalls auch ein Rücktrittsrecht wegen Irrtums über die Geschäftsgrundlage oder wegen Täuschung.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

der nicht seinerseits Schwierigkeiten machen kann. Die Kündigung des Gesellschaftsvertrages ist die schärfste Drohung. Ihre Ausführung hat unter Umständen die Folge, daß langfristige Investitionsprojekte abgebrochen werden müssen und daß dadurch auch der Kapitalnehmer Verluste erleidet.

(3) Das Kündigungsrecht eines Gesellschafters ist außerdem, wenn auch mit vielen Vorbehalten, als eine Einrichtung anzusehen, die den mit der Kapitalüberlassung verbundenen Liquiditätsverlust mildern kann. Ein Kapitalgeber, der wegen unerwartet veränderter Umstände oder unerwartet auftauchender Informationen seine Anlageentscheidung revidieren und die Verfügung über das angelegte Kapital zurückbekommen möchte, kann dieses Ziel je nach den spezifischen Bedingungen, unter denen er sein individuelles Kündigungsrecht wahrnimmt, mehr oder weniger erreichen. Durch das Recht, über die Kündigung die Auflösung der Gesellschaft herbeizuführen, mindert sich aber das Risiko eines Kapitalgebers am Ende der Finanzierungsbeziehung: Wird eine Gesellschaft gekündigt und liquidiert, ist er nicht darauf angewiesen, seine Beteiligung Dritten anzubieten, die seinem Angebot mit Recht mißtrauisch begegnen würden.

Die Konstellation von Rechten, die ein Gesellschafter einer idealtypischen Personengesellschaft neben den eigentlichen Vermögensrechten hat, mindert das berechtigte und das unberechtigte Mißtrauen gegenüber dem Kapitalnehmer und steigert den Wert der Kapitalgeberposition. Wenn diese Rechte vor Beginn der Finanzierungsbeziehung vereinbart werden, steigt auch der Betrag, den ein Kapitalgeber im Austausch gegen bestimmte zukünftige Zahlungen und diese Rechte einzulegen bereit ist, bzw. der von ihm geforderte Gewinnanteil nimmt ab. Es läge daher auch immer im Interesse des Kapitalnehmers, Kapitalgeber besserzustellen als in einer „einfachen Gesellschaft", wenn das Informieren und Sichern nicht auch Kosten hätte. Die Kosten hat der Kapitalnehmer zu tragen, sei es weil sie bei ihm anfallen, sei es weil sie beim Kapitalgeber anfallen, jedoch von ihm antizipiert werden und seine Verzinsungsforderung erhöhen. Den drei oben genannten Gesellschafterrechten stehen spezifische Kosten gegenüber:

(a) Die Informationen, die ein Kapitalgeber aufgrund seiner gesellschaftsrechtlichen Informationsrechte und durch die Beteiligung an der Geschäftsführung erhält, schaffen einen Informationsvorsprung vor

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Dritten, der die Abtretbarkeit der Beteiligung mindert. Außerdem ist die Informationsverarbeitung bei den hier angesprochenen differenzierten Informationen sehr aufwendig. Wer sich als Teilhaber so sehr informiert, wie es bei voller persönlicher Haftung notwendig ist, kann das nicht bei vielen Gesellschaften tun. Dadurch wird ein Kapitalgeber zur Konzentration seiner Anlage veranlaßt und das realisierbare Ausmaß der Risikoreduktion durch Diversifikation ist vermindert. Die Verluste an Liquidität und an Diversifikation sind Nachteile des Kapitalgebers, die vorhersehbar und auf den Kapitalnehmer überwälzbar sind.

(b) Die Beteiligung eines Kapitalgebers an der Geschäftsführung und an der Vertretung der Gesellschaft verursacht mannigfaltige Koordinationskosten, zumal wenn der Kapitalgeber weniger sachkundig ist. Diese Koordinationskosten fallen teils beim Kapitalnehmer und teils beim Kapitalgeber an. Soweit sie beim Kapitalgeber anfallen und soweit dieser sie vorhersehen kann, werden sie auf den Kapitalnehmer überwälzt.

(c) Das Kündigungsrecht eines Gesellschafters stellt eine direkte Bedrohung der Gesellschaft bzw. des Kapitalnehmers dar. Die nachteiligen Folgen einer Kündigung der Gesellschaft treten weitgehend unabhängig davon ein, ob die Kündigung aufgrund von Koordinationsschwierigkeiten oder aufgrund von Liquiditätsbedarf erfolgt. Kündigung bedeutet Kapitalentzug. Die Schäden aus einem Kapitalentzug wären zu mildern, wenn Kapitalgeber gegebenenfalls substituiert werden könnten. Aber die hier unterstellte — und wohl auch realistische — Informationsverteilung erschwert die Substitution von Kapitalgebern auch dann, wenn ein Gesellschafter wegen Liquiditätsbedarf kündigt. Dritte können in der Regel nicht beurteilen, ob ein Kapitalgeber sich von einer Beteiligung lösen möchte, weil er unerwartete Liquidität braucht oder weil er mit Kündigung gedroht hat und sich an die Drohung gebunden fühlt oder weil die Ertragsaussichten der Investitionen nicht mehr günstig sind. Sie werden mit Recht mißtrauisch sein[19].

3. *Die idealtypische Kapitalgesellschaft*

Die Rechtskonstruktion der idealtypischen Personengesellschaft stellt, wie gezeigt wurde, einen Ausweg aus den Problemen dar, die eine „einfache Gesellschaft" als Instrument der Finanzierung ungeeignet erschei-

[19] Beteiligungen sind „lemons"; vgl. *Akerlof*, The Market for „Lemons".

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

nen lassen. Der Grundgedanke besteht darin, Kapitalgeber mit Informationen gut zu versorgen und ihre Möglichkeiten, die Informationen zu nutzen, auszubauen. Die Kosten dieser Art, die Skepsis und das Mißtrauen zu mildern, sind aber bei einer größeren Zahl von Kapitalgebern so groß, daß die Konstruktion der Personengesellschaft ungeeignet werden kann[20].

Die Konstellation von Rechten und Handlungsmöglichkeiten, die einer idealtypischen Kapitalgesellschaft, einer Publikums-Aktiengesellschaft, entspricht, sucht die Lösung der informationsbedingten Probleme auf dem umgekehrten Wege: Der Informationsbedarf von Kapitalgebern wird — im Vergleich zur „einfachen Gesellschaft" — reduziert und dadurch dem erreichbaren Informationsstand angenähert.

Drei konstitutive Merkmale kennzeichnen die idealtypische Kapitalgesellschaft. Sie lassen zugleich den Unterschied gegenüber der „einfachen Gesellschaft" und gegenüber der idealtypischen Personengesellschaft deutlich werden.

Jedes der drei Merkmale zeigt, wie ein Nachteil, der bei einer oder beiden Vergleichsalternativen auftritt, zum Vorteil der Beteiligten vermieden werden kann. Aber jede Aufhebung oder Verminderung eines Nachteils ruft ihrerseits neue Nachteile oder Kosten hervor.

(1) Konstruktionsmerkmal der Körperschaft Aktiengesellschaft ist die Beschränkung der Haftung jedes Gesellschafters auf einen festen Betrag, seine Einlage. Die Haftungsbeschränkung begrenzt die Gefahren, denen sich ein Kapitalgeber aussetzt, und sie mindert folglich auch die Notwendigkeit, sich zu informieren und sich durch die Mitwirkung an der Geschäftsführung vor Entwicklungen zu schützen, die seine Interessen verletzen können.

(2) Wenn jeder einzelne Kapitalgeber weniger auf genaue Information und auf eine direkte Beteiligung an der Geschäftsführung angewiesen ist, lassen sich die Informationskosten senken. Die Geschäftsführung kann unabhängig davon gemacht werden, ob sich die Gesellschafter über alle anstehenden Entscheidungsprobleme im Zusammenhang mit der Geschäftsführung einigen können. Bei einer hinreichend großen Zahl von Gesellschaftern ist es offensichtlich, daß die Verselbständi-

[20] Es sei noch einmal betont, daß es a-typische Personengesellschaften geben kann.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gung der Geschäftsführung auch eine beträchtliche Ersparnis an Koordinationskosten bedeutet. Wenn nicht volle persönliche Haftung sehr genaue Information eines Gesellschafters nötig macht, fällt ein wichtiges Argument für Anlagekonzentration fort, und ein Aktionär kann den Vorteil der Risikoreduktion durch Anlagestreuung wahrnehmen.

(3) Anteile an Publikums-Aktiengesellschaften sind relativ liquide, weil es einen organisierten, funktionierenden Sekundärmarkt gibt. Ein Sekundärmarkt, auf dem Anteile relativ schnell und ohne größere Transaktionskosten verkauft werden können, ist ein hervorragendes Instrument, die Wünsche des Kapitalnehmers nach langfristiger Kapitalüberlassung und die Wünsche der Kapitalgeber nach einem geringen Verlust an Verfügungsmöglichkeiten vereinbar zu machen[21]. Das mit einem individuellen Kündigungsrecht verbundene Risiko des Kapitalentzugs für die Gesellschaft entfällt. Daß Sekundärmärkte die Anlage einzelner Gesellschafter liquide machen können, beruht auf der für die Publikums-Aktiengesellschaft typischen Informationsverteilung: Kapitalgeber sind als Aktionäre im Vergleich zu Gesellschaftern einer Personengesellschaft *schlecht* informiert; dadurch haben sie gegenüber Dritten, an die sie ihre Anteile möglicherweise verkaufen wollen, keinen Informationsvorsprung. Sie stoßen nicht auf berechtigtes Mißtrauen und der Markt kann liquide bleiben[22].

Die drei Vorteile, die die idealtypische Kapitalgesellschaft gegenüber der „einfachen Gesellschaft" und gegenüber der idealtypischen Personengesellschaft aufweist, sind keine freien Güter, sondern sie sind mit spezifischen Nachteilen oder Kosten verbunden:

(a) Die Haftungsbeschränkung der Gesellschafter reduziert — ceteris paribus — die Fähigkeit der Kapitalgesellschaft, mit Dritten Verträge zu schließen. Die Gesellschaft kann Dritten keine Gewähr bieten, daß sie Verbindlichkeiten größeren Ausmaßes erfüllt, denn es ist bei beschränkter Haftung nicht immer im Interesse der Gesellschafter, Situationen zu vermeiden, die die Erfüllung von Verbindlichkeiten schwer machen würden. Haftungsbeschränkung erlaubt Risikoabwälzung. Entgehen der Gesellschaft wegen des berechtigten Mißtrauens Dritter Verdienstmöglichkeiten, dann sind diese Opportunitätsverluste den Finan-

[21] Vgl. *Schmalenbach*, Kapital, Kredit und Zins, S. 111 - 131.

[22] Solange „insider trading" auf einem Sekundärmarkt wirksam verhindert wird, ist die Informationsverteilung symmetrisch, und *Akerlofs* „lemon principle" gilt nicht.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

zierungskosten bei Haftungsbeschränkung des Eigenkapitals zuzurechnen[23].

(b) Die Trennung von Eigentum und Geschäftsführung ist für den einzelnen Gesellschafter und Kapitalgeber eine Entlastung und wegen der Haftungsbeschränkung sind die mit dem Ausschluß von der Geschäftsführung verbundenen Risiken geringer als bei einer Personengesellschaft. Aber die Kehrseite ist, daß die Geschäftsführung nicht unmittelbar an den Interessen der Kapitalgeber ausgerichtet ist. Bei der Personengesellschaft sichert die Gleichartigkeit der vollen persönlichen Haftung immerhin eine approximative Interessenidentität zwischen den Gesellschaftern. Bei angestellten Managern ist diese implizite Steuerung nicht wirksam. Autonome Manager handeln so, wie es ihren Zielen und Erwartungen entspricht, und nicht immer so, wie Kapitalgeber handeln würden. Ihr Handlungsspielraum kann durch explizite Vorschriften und durch Kontrollen eingeschränkt werden. Aber trotz Aufsichtsrat und Pflichtprüfung läßt er sich nicht ganz eliminieren, zumal wenn man bedenkt, daß Manager nicht nur Stellvertreter der Aktionäre sind, sondern daß sie vermutlich durch ihre Kenntnisse und Fähigkeiten besser zur Geschäftsführung geeignet sind, als es die Aktionäre selbst wären.

Soweit es wegen der professionellen Kompetenz der Manager nicht vorteilhaft und wegen der Kontrollkosten nicht möglich ist, ihren Autonomiebereich ganz aufzuheben, entstehen bewertbare Nachteile, also Kosten, immer dann, wenn Manager nicht im Interesse der Aktionäre handeln. Soweit ihr Autonomiebereich eingeschränkt werden kann und eingeschränkt wird, entstehen Kontrollkosten.

(c) Voraussetzung dafür, daß Anteile an Kapitalgesellschaften auf Sekundärmärkten gehandelt werden können, ist nicht nur, daß auf diesen Märkten Informationen zwischen Käufern und Verkäufern relativ gleich verteilt sind, sondern auch, daß ein anonymes Publikum potentieller Anteilskäufer nicht ganz uninformiert ist. Ein Kapitalnehmer, der seinen Kapitalgebern den Vorteil der Liquidität bieten will, ist zur Publizität gezwungen. Publizität ist teuer.

---

[23] Je höher das Eigenkapital einer Kapitalgesellschaft ist, um so weniger ist das Mißtrauen Dritter gerechtfertigt. Gesetzliche Vorschriften über das Mindestkapital von Kapitalgesellschaften erscheinen im Lichte dieser Überlegung als gesetzliche Normierung von Verhalten, das ohnehin sinnvoll ist. Es wäre aber vorschnell, daraus allein ableiten zu wollen, daß die gesetzlichen Vorschriften überflüssig wären.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

4. Zusammenfassende Gegenüberstellung

Im Unterabschnitt *1.* ist gezeigt worden, wie Probleme der Informationsverteilung das Zustandekommen einer Finanzierungsbeziehung behindern. Der Unterabschnitt *2.* stellt dar, wie bei einer idealtypischen Personengesellschaft die Nachteile, mit denen Kapitalgeber rechnen (könnten), vermindert werden, indem ihnen Rechte eingeräumt werden, die ihre Risiken verringern und ihnen die Kapitalüberlassung akzeptabel machen (können). Die Spanne zwischen Informationsbedarf und ursprünglichem Informationsstand der Kapitalgeber wird verkleinert, indem sie Informationen und Möglichkeiten zu deren Nutzung erhalten. Die Information und Sicherung der Kapitalgeber führt im Idealfall einer gelungenen Finanzierung zu einer Abstimmung des Verhaltens von Kapitalnehmer(n) und Kapitalgeber(n), die für alle Beteiligten vorteilhaft ist, die mit dem im Zeitablauf sich verbessernden Informationsstand der Kapitalgeber und deren daraus erwachsenden Erwartungen konsistent ist, und die, wie an den inhärenten Gefahren der persönlichen Haftung und der Kündigungsmöglichkeit besonders deutlich wird, zugleich einen tendenziell *hohen* Informationsstand der Kapitalgeber voraussetzt.

Eine genauere Betrachtung der Kosten der Eigenkapitalfinanzierung bei einer idealtypischen Personengesellschaft zeigt, daß zumindest zwei Kostenkomponenten, die Kosten der Information und die der Koordination, sehr stark mit der Zahl der Kapitalgeber ansteigen dürften. Das allein macht deutlich, daß die idealtypische Personengesellschaft eine institutionelle Form zur Koordination weniger Kapitalgeber ist[24].

Wie im Unterabschnitt *3.* gezeigt wurde, werden bei der idealtypischen Kapitalgesellschaft die Nachteile von Kapitalgebern in anderer Weise und mit anderen Kosten gemildert. Statt den Informationsstand zu verbessern, wird der Informationsbedarf gesenkt. Statt individueller Kontroll- und Sanktionsmöglichkeiten, die einzelne Kapitalgeber wegen ihres Informationsstandes ohnehin nicht sinnvoll wahrnehmen könnten, gibt es ein institutionalisiertes Kontrollsystem[25]. Bei einer ge-

[24] Bei einer großen Zahl von Kapitalgebern wären auch die Sicherungen, die der einzelne als typischer Gesellschafter hat, nicht wirksam. Beispielsweise verliert das Kündigungsrecht jedes einzelnen Gesellschafters seine Bedeutung als Drohpotential und als Instrument zur Steuerung des Kapitalnehmerverhaltens und damit zur Minderung des berechtigten Mißtrauens, wenn die Zahl der Kapitalgeber steigt und der Anteil des Kapitals des einzelnen Kapitalgebers sinkt.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

lungenen Finanzierung ergibt sich eine Abstimmung von Erwartungen und Verhalten aller Beteiligten, das die Aufbringung großer Kapitalbeträge bei einem verhältnismäßig *niedrigen* Informationsstand der Kapitalgeber erlaubt.

Eine genauere Betrachtung der Kosten der Eigenkapitalfinanzierung bei einer idealtypischen Kapitalgesellschaft zeigt, daß die wichtigsten Kostenkomponenten, die Kosten der Publizität und die eines Kontrollsystems für die verselbständigte Geschäftsführung, Fixkosten in bezug auf die Zahl der zu informierenden und zu schützenden Kapitalgeber sind. Daß der hier betrachtete Teil der Finanzierungskosten bei der idealtypischen Personengesellschaft mit der Zahl der Gesellschafter ansteigt, während sie bei der idealtypischen Kapitalgesellschaft Fixkosten sind[26], gibt eine einfache Erklärung für den Umstand, daß große Unternehmungen eher als Kapitalgesellschaften und kleine eher als Personengesellschaften geführt werden.

Die vorangegangene modellhafte Rekonstruktion der idealtypischen Personengesellschaft und der idealtypischen Kapitalgesellschaft hat ergeben, daß jede der beiden institutionellen Grundformen der Eigenkapitalbeschaffung ein in sich geschlossenes Konstrukt darstellt. Das verbindende Element ist jeweils, wie der Informationsproblematik Rechnung getragen wird. Die herausgestellten Vorteile der institutionellen Ausgestaltung der Finanzierungsformen basieren auf der jeweils gleichen Annahme über die Informationsverteilung und die Informationsannahme rechtfertigt sich selbst, wenn eine Finanzierung in den beschriebenen institutionellen Formen erfolgt. Es ist daher auch nicht möglich, einen der drei Vorteile im Sinne eines Baukasten- oder Modulsystems auszuwechseln.

Beispielsweise wäre ein individuelles Kündigungsrecht der Gesellschafter in einer idealtypischen Kapitalgesellschaft weder nötig noch funktionsgerecht. Das Bedürfnis nach Liquidierbarkeit der Kapitalanlage läßt sich dadurch befriedigen, daß Anteile auf einem Sekundärmarkt gehandelt werden. Zur Verhaltenssteuerung wäre ein individuelles Kündigungsrecht auch ungeeignet: Um es als Drohmittel zur Disziplinierung der Kapitalnehmer und Geschäftsführer nutzen zu kön-

[25] Das Kontrollsystem umfaßt außer dem Aufsichtsrat auch den Wirtschaftsprüfer, die Rechnungslegung, die Hauptversammlung u. a.

[26] Einzelne Kostenkomponenten können sogar regressiv sein, weil z. B. die Liquidität jedes einzelnen Anteils um so größer sein dürfte, je mehr Kapitalgeber es gibt.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

nen, hat jeder typische Aktionär zuwenig Information und, wenn er vernünftigerweise die bei Haftungsbeschränkung sich anbietenden Möglichkeiten zur Diversifikation nutzt, einen zu kleinen Kapitalanteil.

Bei der idealtypischen Personengesellschaft ist ein Kündigungsrecht hingegen nötig und funktionsgerecht. Nötig ist es, weil die Chancen, Anteile auf einem Sekundärmarkt verkaufen und damit Verfügungsmöglichkeiten über das investierte Kapital zurückgewinnen zu können, nicht hoch sind. Das hat zwei inhaltlich eng zusammenhängende Gründe: Ein Gesellschafter einer Personengesellschaft muß wegen der persönlichen Haftung gut informiert sein; der Informationsvorsprung gegenüber Dritten behindert die Abtretbarkeit beträchtlich. Zudem ist es für Kapitalgeber und Kapitalnehmer teuer, die bei persönlicher Haftung nötigen Informationen zu übermitteln und zu verarbeiten, so daß eine Anlagekonzentration für beide Seiten vorteilhaft ist. Allein wegen der Größe der Kapitalanlage ist nicht damit zu rechnen, daß die Gesellschaftsanteile leicht übertragbar sind.

Das Kündigungsrecht hat bei einer Personengesellschaft eine verhaltenskoordinierende Funktion; es kann sie nur haben, wenn ein Gesellschafter einen beträchtlichen Kapitalanteil hält. Aus Informationsgründen ist, wie gezeigt, diese Bedingung bei Personengesellschaften wohl erfüllt. Daß die Verhaltenskoordination über das Drohpotential des Kündigungsrechts nicht mißlingt, setzt voraus, daß Kapitalgeber gut informiert sind. Das müssen sie wegen der persönlichen Haftung ohnehin sein, und wenn es — unter anderem wegen der Koordinationskosten — nur wenige Kapitalgeber gibt, ist es auch eher möglich und billiger, sie verläßlich und genau zu informieren.

IV. Darlehens- oder Fremdfinanzierung

1. Die „einfache Kreditbeziehung" als Vergleichsbasis

In der Literatur wird Fremdfinanzierung übereinstimmend dadurch gekennzeichnet, daß Fremdkapitalgeber einen festen Anspruch auf Zahlungen haben und damit an Unternehmenserträgen asymmetrisch partizipieren: Sie sind nicht über die vereinbarte Verzinsung hinaus an Gewinnen beteiligt, aber sie tragen Verluste mit, wenn das haftende Eigenkapital aufgezehrt ist und die vereinbarten Zahlungen ganz oder teilweise nicht geleistet werden (können).

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Als Ausgangspunkt für die nachfolgenden Betrachtungen sei eine einfache Kreditbeziehung beschrieben. Einfach nenne ich eine Kreditbeziehung, wenn ein Kapitalgeber als Gegenleistung für die Kapitalüberlassung *nur* das Versprechen erhält, daß ihm aus den Einzahlungsüberschüssen des Investitionsobjekts eine festgelegte Reihe von (Zins- und Tilgungs-)Zahlungen zufließt. Aus der Zahlungsreihe ergibt sich, welcher Zinssatz vereinbart ist. In der an der neoklassischen Kapitaltheorie orientierten Beschreibung ist Unsicherheit dadurch implizit berücksichtigt, daß der maximal an Fremdkapitalgeber abführbare Betrag eine unsichere Größe ist. Der Beschreibungsmodus erzwingt nicht, die Ursache der Unsicherheit für die Kapitalgeber nur in der Mehrwertigkeit der möglichen Einzahlungsüberschüsse aus einem durch eine festgelegte Strategie von Folgeentscheidungen genau beschriebenen Investitionsobjekt[27] zu sehen, aber er legt die Beschränkung auf die sog. technologische Ungewißheit nahe[28]. Eine umfassendere und explizite Beschreibung der Risiken eines Fremdkapitalgebers zeigt drei Komponenten:

(1) Die Einzahlungsüberschüsse aus dem Investitionsobjekt reichen nicht aus, um die vereinbarten Zahlungen zu leisten, auch wenn die Folgeentscheidungen so getroffen werden, wie es der Kapitalgeber erwartet hat, und wenn seine — sachgemäß mehrwertigen — Erwartungen zutreffend waren. Das ist das technologische Risiko.

(2) Die Erwartungen waren nicht zutreffend, so daß möglicherweise geringere Zahlungen aus dem Investitionsobjekt fließen und weitergeleitet werden können, auch wenn der Kapitalnehmer Folgeentscheidungen so trifft, wie es der Kapitalgeber erwartet hat. Das ist das Informationsrisiko. Es ist zu beachten, daß ein Kapitalnehmer kein originäres Interesse daran hat, einen Kapitalgeber aufzuklären, wenn er merkt, daß dieser die Ertragsaussichten des Investitionsobjekts zu günstig einschätzt.

---

[27] Der Begriff des Investitionsobjekts kann ggfs. so weit gebraucht werden, daß er das ganze Unternehmen umfaßt.

[28] Technologische Ungewißheit ist diejenige, die aus der Mehrwertigkeit zukünftiger Investitionserträge entsteht; Ungewißheit, die aus der Interaktionsbeziehung zusätzlich entsteht, ist damit nicht erfaßt. Zur Abgrenzung verschiedener Arten von „uncertainty" vgl. *Jack Hirshleifer*, Where are We in the Theory of Information, in: American Economic Review, Vol. 63 (1973), P&P, S. 31 - 39.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

(3) Der Kapitalnehmer trifft Folgeentscheidungen so, daß sich für den Kapitalgeber die Wahrscheinlichkeit, die vereinbarten Zahlungen nicht zu erhalten, größer wird. Das ist das „moralische Risiko". Unter „moral hazard" versteht man allgemein[29] eine Risikoerhöhung, die aus der Anreizwirkung abgeschlossener Verträge resultiert, wenn *nach* Vertragsabschluß ein Vertragspartner eine *dann* für ihn günstigere Handlungsmöglichkeit wählt, wenn diese Wahl die Position des anderen Vertragspartners verschlechtert und wenn es nicht möglich ist, die Handlungsweise des ersten zu kontrollieren. Die asymmetrische Aufteilung der Investitionserträge schafft Anreize für den Kapitalnehmer, nach Beginn der Finanzierungsbeziehung Vermögensverschiebungen zu Lasten des Fremdkapitalgebers vorzunehmen. Das kann auf zwei Weisen erfolgen, nämlich

— mit der Wahl einer riskanteren Investitionspolitik, bei der der Eigenkapitalgeber von den möglichen höheren Gewinnen und der Fremdkapitalgeber von den möglichen höheren Verlusten betroffen wird[30], und

— mit einer Erhöhung des Verschuldungsgrades durch die Aufnahme zusätzlichen Fremdkapitals von anderen Kapitalgebern[31].

Ein kluger Kreditgeber dürfte sich dieser Risiken bewußt sein und sich bemühen, sie bei seinen Entscheidungen zu berücksichtigen. Wenn ein Fremdkapitalgeber sich rational verhält, wird er skeptisch und mißtrauisch sein und sich sein Mißtrauen abkaufen, kompensieren lassen. Für kapitalsuchende Investoren ergibt sich daraus die korrespondierende Schwierigkeit, daß sie auf skeptische und mißtrauische (Fremd-)Kapitalgeber treffen, die entweder die Risiken als nicht akzeptabel ansehen oder durch die hohe Risikoprämie in der geforderten Verzinsung die zu finanzierende Investition unvorteilhaft werden lassen.

Es hat also gute Gründe, warum Fremdfinanzierung in der Form, wie sie oft in der Investitionstheorie vereinfachend dargestellt wird, in der

---

[29] Vgl. dazu *Kenneth J. Arrow,* Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care, in: American Economic Review, Vol. 53 (1963), S. 941 - 973, sowie *Marc V. Pauly,* The Economics of Moral Hazard, in: American Review, Vol. 58 (1968), S. 531 - 537.

[30] Vgl. dazu besonders *Myers,* The Determinants . . . , und *Smith / Warner,* On Financial Contracting.

[31] Vgl. dazu außer *Smith / Warner,* On Financial Contracting, auch *Fama,* The Effects.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Wirklichkeit nicht oder nur extrem selten anzutreffen ist. Die „einfache Kreditbeziehung" stellt keine gute Lösung für die aus der Informationsverteilung resultierenden Probleme dar.

Fremdkapitalgeber haben in der Realität andere und weitergehende Rechte als das auf bestimmte Zahlungen zu bestimmten Zeitpunkten. Im folgenden wird für zwei Konstellationen von Rechten gezeigt, wie sich die bei der „einfachen Kreditbeziehung" nicht beachteten Informationsprobleme mildern lassen, bzw. in der Umkehrung der Überlegung wird nachgewiesen, warum kurzfristig ungesicherte und langfristig gesicherte Fremdfinanzierung zweckmäßige institutionelle Formen darstellen.

2. *Die idealtypische kurzfristige Fremdfinanzierung*

Als idealtypische kurzfristige Finanzierung wird hier eine solche bezeichnet, bei der die Zahlungen an den oder die Kapitalgeber früher fällig sind, als die Rückflüsse aus der getätigten Investition erwartet werden. Kurzfristige Fremdfinanzierung längerfristiger Investitionen setzt voraus, daß eine Prolongation oder Substitution im Zeitpunkt der ursprünglich vereinbarten Fälligkeit möglich sein wird.

Von der Möglichkeit der Substitution sei in einem ersten Schritt der Argumentation abgesehen. Betrachten wir die Situation eines Kapitalgebers, der in der Lage und bereit wäre, Fremdkapital langfristig zur Verfügung zu stellen, wenn er so gut informiert wäre wie der Kapitalnehmer. Dieser Kapitalgeber sei aber skeptisch bezüglich der Informationen, die er vom Kapitalnehmer und evtl. aus anderen Quellen über das geplante Investitionsvorhaben hat, und er halte es auch für möglich, daß der Kapitalnehmer ihn durch Folgeentscheidungen schädigen könnte. Eine vertragliche Informationsgarantie und vertragliche Festlegungen, welche Folgeentscheidungen unter welchen Bedingungen getroffen werden, sind wegen der dabei zu erwartenden Informationsprobleme nicht erreichbar[32].

Der Kapitalgeber kann in dieser Situation sein Kapital formell kurzfristig hingeben, wobei er und der Kapitalnehmer aber mit einer Prolongation rechnen. Das Recht, in kurzen Intervallen zu prüfen, ob eine Prolongation vorteilhaft und damit ein Festhalten an dem ursprüng-

[32] Nur extreme Fälle von Fehlinformation können sanktioniert werden, und nur extreme Abweichungen von bisherigen Plänen lassen sich vertraglich ausschließen, wie es in der Realität auch sehr häufig geschieht.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

lichen Plan einer materiell langfristigen Kapitalüberlassung sinnvoll sind, erlaubt es dem Kapitalgeber, die ihm im Laufe der Zeit zufließenden Informationen regelmäßig zu verwerten. Der Kapitalgeber kann auf eine Prolongation verzichten, wenn er lernt, daß die Investition riskanter ist, als er vorher gedacht hatte, oder wenn der Kapitalnehmer sie riskanter gemacht hat, als er vorher angeblich geplant hatte. Die schnelle Reaktionsmöglichkeit schützt den Kapitalgeber vor gegebenen Risiken, darunter auch vor solchen, die er vorher nicht gesehen hatte.

Der Vorteil des Kapitalgebers bei der formell kurzfristigen Fremdfinanzierung beruht nicht nur darauf, daß er zufließende Informationen schnell in Entscheidungen umsetzen kann. Vielmehr hat die Tatsache, daß Fremdkapitalgeber auf die Prolongation verzichten können, Auswirkungen darauf, welche Investitionspläne verfolgt werden und welche Informationen Kapitalgeber darüber erhalten. Kapitalnehmer werden die Möglichkeit der Nicht-Prolongation erkennen und sich rationalerweise so verhalten, daß sie Kapitalgebern Anlaß geben, Kredite zu prolongieren. Wenn sie das tun, verändern sie das, worauf es den Kapitalgebern ankommt, nämlich die Wahrscheinlichkeitsverteilung der möglichen zukünftigen Zahlungen. Sie werden z. B. im eigenen Interesse Folgeentscheidungen vorsichtiger treffen als sie es tun würden, wenn es nicht darauf ankäme, wie Kapitalgeber auf zufließende Informationen reagieren. Diese Verhaltensänderung liegt im Interesse der Kapitalgeber, denn sie reduziert ihr Risiko.

Die Möglichkeit eines Fremdkapitalgebers, einen formell kurzfristigen Kredit nicht zu prolongieren, entspricht funktional den Gesellschafterrechten eines Eigenkapitalgebers in einer idealtypischen Personengesellschaft. Kurzfristige Fremdfinanzierung mit der Erwartung und der Notwendigkeit der Prolongation gibt Kapitalgebern ein Druckmittel in die Hand, mit dem sie Kapitalnehmer zum Wohlverhalten zwingen. Unterbleibt die Prolongation, können Liquiditätsprobleme zum Abbruch von Investitionsprozessen und evtl. sogar zum Unternehmenszusammenbruch führen. Der Schaden, der Kapitalnehmern daraus erwachsen würde, wäre in der Regel größer als der, vor dem sich Kapitalgeber schützen wollen, und er ist oft auch größer als der Vorteil, den Kapitalnehmer sich durch solche Maßnahmen zu verschaffen versuchen könnten, die die Reaktionen der Kapitalgeber auslösen würden[33]. Eine solche Situation erlaubt die Koordination von Verhal-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ten und Erwartungen durch ein „Abschreckungsgleichgewicht". Ist dieser Zusammenhang von wechselseitigen Schädigungsmöglichkeiten, Erwartungen und Interessen überschaubar, ist das berechtigte Mißtrauen der kurzfristigen Fremdkapitalgeber geringer. Das senkt die von ihnen geforderte Verzinsung und nützt damit den Kapitalnehmern. Diese dürften daher ein Interesse daran haben, Kapitalgebern das Drohpotential des Kapitalentzugs einzuräumen und ihnen sogar mitzuteilen, daß sie eine Nicht-Prolongation sehr fürchten. Wie bei der Personengesellschaft setzt die hier beschriebene Koordinationsform einen intensiven Informationsaustausch voraus und rechtfertigt diese Voraussetzung zugleich. Im Lichte dieser Überlegung ist es leicht verständlich zu machen, warum gerade bei kurzfristiger Finanzierung „Hausbanken" eine große Rolle spielen.

Der Nachteil der für formal kurzfristige Fremdfinanzierung rekonstruierten Methode, Kapitalgeber zu sichern, indem man ihnen die Möglichkeit gibt, Liquiditätsprobleme des Kapitalnehmers zu schaffen und ihn dadurch zu disziplinieren, besteht darin, daß Liquiditätsprobleme mit ihren unerwünschten Folgen von Kapitalgebern aus Gründen herbeigeführt werden können, die nichts mit dem Kapitalnehmer, seinen Investitionsplänen und seiner Informationspolitik zu tun haben.

Es erfordert einige Ergänzungen der bisherigen Überlegungen, wenn kurzfristige Finanzierung statt über die Prolongation eines Kreditgebers auch über die Substitution von Kreditgebern erfolgen kann.

Der erste Vorteil der kurzfristigen Fremdfinanzierung, daß im Zeitablauf zugehende Informationen schnell genutzt werden können, bleibt auch im Falle der Kapitalgebersubstitution erhalten. Es sind dann eben nur wechselnde Kapitalgeber, die sich gegebenenfalls durch Verweigerung des Geldanschlusses vor erkennbar werdenden Risiken schützen

[33] Eine schärfere Formulierung dieser Aussage wäre möglich, wenn es eine Marktbewertungstheorie für die zur Diskussion stehenden verschiedenen Vermögenspositionen gäbe. Dies würde seinerseits voraussetzen, daß die Theorie des Kapitalmarktgleichgewichts in einer ihrer verschiedenen Formen gilt. Die Kapitalmarkttheorie enthält zwar eine Marktbewertungstheorie, aber aus ihr ergibt sich immer auch die These von der Irrelevanz der Finanzierung. Bei Geltung der Irrelevanzhypothese könnte es die in der vorliegenden Arbeit diskutierten Probleme nicht geben. Die Irrelevanztheorie ist also nicht akzeptabel, somit kann auch keine Marktbewertungstheorie für Vermögenspositionen herangezogen werden. Die Vagheit der Aussage im Text ist unvermeidlich. In gleichem Sinne — und mit einem kritischen Hinweis auf die o. a. Arbeit von *Myers* — auch *Smith / Warner,* On Financial Contracting, hier Anm. 3 auf S. 118 f.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

können. Gegenüber dem Fall der Prolongation, in dem nur ein Kapitalgeber zu entscheiden hat, ergibt sich allerdings im Detail der Unterschied, daß wechselnde Kapitalgeber nicht im Verlauf der Finanzierungsbeziehung Hintergrundwissen ansammeln konnten, das es ihnen erlauben würde, zugehende Informationen schnell und treffend auszuwerten. Der Informationsnachteil der Kapitalgeber wird daher bei Substitutionen weniger gemildert als bei Prolongation.

Der andere Vorteil, daß die Notwendigkeit des Geldanschlusses das Verhalten des Kapitalnehmers beeinflußt und das Risiko von Kapitalgebern vermindert, bleibt im Prinzip auch erhalten, wenn die Möglichkeit der Substitution mitbedacht wird. Ein Kapitalnehmer muß sich so verhalten, daß der Geldanschluß gelingt. Potentielle neue Kapitalgeber werden ihre Erwartungen unter anderem an beobachtbarem Verhalten des Kapitalnehmers gegenüber früheren Kapitalgebern ausrichten. Daß der Kapitalnehmer auf einen guten Ruf angewiesen ist, sichert seine Kapitalgeber. Allerdings ist auch hier eine Einschränkung geboten: Neue Kapitalgeber haben kein originäres Interesse, vergangene Fehlinformationen und Vermögensverschiebungen zu ahnden. Sie beurteilen Anlagemöglichkeiten im eigenen Interesse nur zukunftsorientiert und nur im Lichte der ihnen zugänglichen Informationen. Kapitalnehmer können wissen, daß der Zusammenhang zwischen Schädigungen von Kapitalgebern und verschlechterten Möglichkeiten der Anschlußfinanzierung weniger eng ist als bei ausschließlicher Prolongation. Versuche der Schädigung sind vorteilhafter und eher zu erwarten; ein Fremdkapitalgeber, der nur ein Glied in der Kette wechselnder Financiers bildet, ist darum einem größeren Risiko ausgesetzt als ein prolongierender Kapitalgeber.

Eine prinzipielle Modifikation der Überlegungen ergibt sich nur hinsichtlich der Nachteile der kurzfristigen Finanzierung: Wenn Substitution möglich ist, ist die Gefahr für die Liquidität eines Unternehmens in den Fällen geringer, in denen ein Kapitalgeber aus Gründen nicht prolongiert, die nur in ihm und seinem sonstigen Entscheidungsfeld zu suchen sind.

3. Die idealtypische langfristige Fremdfinanzierung

Unter langfristiger Fremdfinanzierung wird hier eine solche verstanden, bei der die Einzahlungsüberschüsse aus der Investition zeitlich vor den vereinbarten Zahlungen an den (oder die) Kapitalgeber anfallen.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Typischerweise sind langfristige Kredite durch Pfandrechte, insbesondere Grundpfandrechte, gesichert. Außerdem herrscht bei der langfristigen Fremdfinanzierung eine ausgeprägte Orientierung der Kapitalgeber an dem aus der Sicht des Kapitalgebers ungünstigsten Fall vor, daß Kredite nicht, wie vereinbart, verzinst und getilgt werden können. Kapitalgeber geben daher in der Realität auch langfristige Kredite nur in dem Maße, in dem sie durch Pfandrechte abgesichert werden. Der „ungünstigste Fall" ist der, daß das Pfandrecht genutzt werden muß. Außerdem läßt sich bei langfristiger Fremdfinanzierung in der Realität die Verwendung vielfältiger Vertragsklauseln beobachten, durch die die Investitionspolitik und die Finanzierungspolitik — einschließlich der Ausschüttungs- bzw. Entnahmepolitik — des Kreditnehmers direkt oder indirekt Beschränkungen unterworfen werden[34].

In der Literatur werden die gängige Praxis, langfristige Fremdfinanzierung so zu beschränken, daß das Ausfallrisiko sehr gering ist[35], und der Gebrauch von Pfandrechten[36] konsistent mit Rückgriff auf Präferenzen bzw. Präferenzunterschiede von Kapitalgebern erklärt. Diese beiden Phänomene lassen sich aber auch als Reaktionen auf die Informationsverteilung zwischen Kapitalgebern und Kapitalnehmern und auf unterschiedliche Möglichkeiten, durch Folgeentscheidungen die Wahrscheinlichkeitsverteilung der Investitionserträge zu beeinflussen, in konsistenter Weise erklären. Die nicht auf Präferenzen, sondern auf Informationsprobleme aufbauende Erklärung läßt zudem verstehbar werden, warum die oben genannten Beschränkungen in Kreditverträgen zu finden sind und warum einzelne Kreditgeber — oder gemeinsam auftretende Gruppen von Kreditgebern — Pfandrechte verlangen und erhalten, auch wenn es keine anderen Kreditgeber des Kapitalnehmers gibt.

Wird langfristiges Fremdkapital nur so weit gegeben, daß sich selbst im „ungünstigsten Fall" Verluste durch das Pfandrecht weitgehend vermeiden lassen, reduziert sich der Informationsbedarf des Kapitalgebers beträchtlich. Er braucht nicht genau zu wissen, welche möglichen Erträge die finanzierte Investition erbringt, sondern er muß nur den Wert des Pfandes kennen. Der Informationsbedarf ist bei der idealtypischen

---

[34] Vgl. dazu die ausführliche funktionale Analyse bei *Smith / Warner*. Vom methodischen Ansatz und vom Ergebnis her ist die Arbeit dieser Autoren mit der vorliegenden Untersuchung weitgehend vereinbar.

[35] Vgl. *Krümmel*, Finanzierungsrisiken und Kreditspielraum, hier S. 213 - 219.

[36] Vgl. *Rudolph*, Die Kreditvergabeentscheidung . . . , S. 70 - 77.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

langfristigen Fremdfinanzierung also auf solche Informationen gerichtet, die der Kapitalgeber in etwa so gut gewinnen und verarbeiten kann wie der Kapitalnehmer. Ein Kapitalgeber, der nur den Wert seines Pfandes zu kennen braucht, hat auch entsprechend geringen Anlaß, Informationen des Kapitalnehmers gegenüber mißtrauisch zu sein. Für Kapitalnehmer ist es vorteilhaft, wenn Kapitalgeber keinen Anlaß zum Mißtrauen haben, denn das mindert jedenfalls in den Fällen die geforderte Kompensation, in denen das Mißtrauen unberechtigt wäre.

Die Begrenzung und pfandrechtliche Sicherung langfristigen Fremdkapitals hat außerdem die Wirkung, den Handlungsspielraum des Kapitalnehmers effektiv einzuengen. Die Möglichkeiten, über ein Pfandgut zu verfügen, sind — jedenfalls bei Grundpfandrechten — stark eingeschränkt. Handlungsmöglichkeiten, die ein Kapitalnehmer sonst nur wählen würde, weil er tief verschuldet ist und weil Kreditgeber asymmetrisch am Investitionsertrag beteiligt sind, werden unmöglich oder weniger vorteilhaft. So nimmt beispielsweise eine ausreichende hypothekarische Sicherung dem Kapitalnehmer die Chance, nach Abschluß des Kreditvertrages die Position des Gläubigers durch eine Erhöhung der Verlustrisiken zu verschlechtern und von der entsprechenden Erhöhung der Gewinnchancen zu profitieren. Diese Wirkung von Pfandrechten, das „moralische Risiko" von Kapitalgebern zu reduzieren, ist unabhängig davon, ob es einen oder mehrere Kapitalgeber gibt. Vereinbarungen in Kreditverträgen, die den Kapitalnehmer an grundlegenden Änderungen der Investitionspolitik hindern oder Kapitalgebern für solche Fälle ein Kündigungsrecht einräumen, sind entsprechend zu erklären: Sie verringern die Möglichkeit zu Vermögensverschiebungen und damit auch die Anreize für Kapitalnehmer und das Risiko für Kapitalgeber.

Pfandrechte stellen „Me-First Rules"[37] dar: Sie sichern Fremdkapitalgeber auch vor einer „Verwässerung" ihrer Ansprüche. Ohne pfandrechtliche Sicherung wäre es nämlich für den Kapitalnehmer möglich und vorteilhaft, seine alten Fremdkapitalgeber durch die Substitution von Eigenkapital durch neues Fremdkapital zu schädigen[38]. Das neue Fremdkapital müßte im Falle eines Konkurses gleichrangig mit dem

[37] Vgl. *Fama / Miller,* Theory of Finance, S. 152 f. und *Fama,* The Effects ...

[38] Dabei muß vorausgesetzt werden, daß Fremdkapital risikobehaftet ist, d. h., daß die Erträge aus der Investition *nicht* in jedem Falle größer als die Ansprüche der Fremdkapitalgeber sind.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

alten Femdkapital befriedigt werden, während der Anspruch des substituierten Eigenkapitals im Konkurs nachrangig wäre. Die Befriedigungsansprüche pfandrechtlich gesicherter Gläubiger im Konkurs können — im Prinzip — durch spätere Finanzierungsmaßnahmen nicht geschmälert werden. Auch diese Schutzwirkung von Pfandrechten ist unabhängig von der Zahl der Kreditgeber, die durch sie gesichert werden. Vereinbarungen in Kreditverträgen, durch die Ausschüttungen bzw. Entnahmen und Neuverschuldungen von Kreditnehmern eingeschränkt werden sollen, sind wieder entsprechend zu erklären.

Pfandrechte schaffen Gebundenheit, sie verringern das „moralische Risiko", die berechtigten Befürchtungen und, soweit der Zusammenhang überschaubar ist, auch die von Fremdkapitalgebern geforderte Verzinsung. Es liegt daher im Interesse des Kapitalnehmers, sich der erkennbaren Gebundenheit des Pfandrechtes zu unterwerfen. Ein besonderer Vorteil der Selbstbindung durch die Einräumung von Pfandrechten dürfte darin zu sehen sein, daß es, zumal über einen längeren Zeitraum, einfacher und billiger ist, das Vorhandensein und den Wert des Pfandes zu beobachten, als die Investitions- und Finanzierungspolitik des Kapitalnehmers zu kontrollieren. Soweit Kapitalnehmer ihre Gebundenheit in anderer Weise schaffen und erkennbar machen können, wird die hier diskutierte zweite Funktion des Pfandrechts weniger wichtig.

Kreditbegrenzung und Sicherung als Mittel zur Überwindung informationsbedingter Finanzierungsprobleme haben auch Nachteile für Kapitalnehmer. Der wichtigste besteht darin, daß die freiwillige Aufgabe von Handlungsspielräumen durch die Unterwerfung unter die Bindung des Pfandrechts oder unter sonstige Bindungen auch solche Ausnutzungen von Handlungsspielräumen verhindern kann, die im Interesse des Kapitalnehmers wären, ohne Kapitalgeberinteressen zu verletzen. Schließlich können auch die Besicherungsmöglichkeiten eines Kapitalnehmers so knapp sein, daß es nicht gelingt, den Finanzierungsbedarf durch idealtypische langfristige Fremdfinanzierung zu decken.

4. Zusammenfassende Gegenüberstellung

In den vorangegangenen Überlegungen wurde in Analogie zu den Ausführungen über die institutionellen Formen der Eigenkapitalfinanzierung gezeigt, wie sich bei der Fremdkapitalfinanzierung die aus der asymmetrischen Verteilung von Informationen und Handlungsmöglich-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

keiten resultierenden Schwierigkeiten beherrschbar machen lassen. Die Analogie ist außer in der Problembeschreibung darin zu sehen, in welcher Weise die Informationsasymmetrie gemildert wird. Bei einer institutionellen Grundform der Fremdfinanzierung, der kurzfristigen Fremdfinanzierung, wird der Wert der Informationen von Kapitalgebern erhöht, indem diesen Handlungsmöglichkeiten eingeräumt werden. Das ist vom Prinzip her derselbe Lösungsweg wie bei der idealtypischen Personengesellschaft. Bei der anderen institutionellen Grundform, der langfristigen Fremdfinanzierung, wird wie bei der idealtypischen Kapitalgesellschaft der Informationsbedarf reduziert und dadurch an den erreichbaren Informationsstand angenähert. Bei der für langfristige Fremdfinanzierung typischen Form der Sicherung werden zugleich den Kapitalnehmern Handlungsmöglichkeiten genommen.

Das elementare entscheidungstheoretische Modell der Informationsbewertung[39] lehrt, daß Informationswert nicht aus Informationen allein resultiert, sondern daß zusätzlich vorausgesetzt werden muß, daß Handlungsmöglichkeiten bestehen, auf deren Auswahl die Information Einfluß haben. Die Verbesserung des Informationsstandes von Kapitalgebern in Verbindung mit der Erweiterung ihrer Handlungsmöglichkeiten bei kurzfristiger Fremdfinanzierung und die Verringerung von Handlungsmöglichkeiten der Kapitalnehmer bei langfristiger Fremdfinanzierung sind im Lichte des entscheidungstheoretischen Modells als Mittel zu einer wertmäßigen Informationsangleichung zwischen Kapitalgebern und Kapitalnehmern anzusehen. Diese grundlegende Gegenüberstellung von zwei Wegen zur Überwindung der aus der Informationsverteilung resultierenden Finanzierungsprobleme darf aber nicht im Sinne einer strengen Alternative gesehen werden. Auch bei der idealtypischen kurzfristigen Fremdfinanzierung — und ähnlich bei der idealtypischen Personengesellschaft[40] — gibt es einen Effekt, der sich als eine Minderung des Wertes des Informationsvorteils von Kapitalnehmern deuten läßt: Kapitalnehmern werden zwar nicht Handlungsmöglichkeiten genommen, die Kapitalgeber schädigen könnten, aber die Einbindung jeder einzelnen Maßnahme in eine Dauerbeziehung reduziert die möglichen Vorteile für den Kapitalnehmer. Irreführungen und Vermögensverschiebungen sind möglich, aber Kapitalgeber brauchen sie

[39] Vgl. z. B. *Jochen Drukarczyk*, Zum Problem der Bestimmung des Wertes von Informationen, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 44. Jg. (1974), S. 1 - 18.

[40] Siehe oben S. 196.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

weniger zu fürchten, wenn sie wissen, daß Kapitalnehmer gegebenenfalls mit Sanktionen rechnen müßten. Dauerbeziehungen verändern die Anreizstruktur und geben berechtigten Anlaß zu Vertrauen.

Eine idealtypische Darstellung ist unvollständig und überzeichnet zugleich das, was herausgestellt werden soll. Ergänzungen hin zu einem „realistischen" Bild sind immer möglich. Zwei sind besonders zu nennen:

(1) In der Realität ist kurzfristiges Fremdkapital auch oft durch Pfandrechte und andere Formen der Kreditsicherung geschützt. Aber typischerweise sind die Sicherungsrechte im weiteren Sinne, die kurzfristigen Fremdkapitalgebern eingeräumt werden, nicht beständig. Eigentumsvorbehalte, Sicherungsübereignungen und Sicherungsabtretungen geben Gläubigern zwar eine Vorzugsstellung im Konkurs; aber sie binden Kapitalgeber weniger langfristig und erleichtern die Koordinierung von Erwartungen weniger als Immobiliarsicherheiten und Faustpfänder.

(2) Auch bei langfristiger Finanzierung sind in der Realität Kapitalgeber in aller Regel durch eine institutionelle Vorkehrung gesichert, die oben als charakteristisch für die idealtypische kurzfristige Fremdfinanzierung herausgestellt worden ist: Sehr häufig wird bei langfristiger Fremdfinanzierung vereinbart, daß der Kapitalnehmer regelmäßig Zinszahlungen und oft auch partielle Rückzahlungen an Kapitalgeber zu leisten hat. Diese Zahlungsverpflichtungen werden nicht — wie bei der oben entwickelten idealtypischen langfristigen Fremdfinanzierung — daran ausgerichtet, welche Zahlungen aus dem Investitionsobjekt fließen. Werden die Zahlungen nicht geleistet, haben Kreditgeber meist das Recht, den Kredit sofort zu kündigen. Bei langfristiger Fremdfinanzierung ist also eine zusätzliche Finanzierung zur Überbrückung unter Umständen nötig, und es können dabei Schwierigkeiten für die Liquidität des Schuldners entstehen. Für den langfristigen Gläubiger ist es eine wertvolle Information, wenn der Schuldner in Liquiditätsschwierigkeiten gerät, denn das signalisiert ihm, daß andere Kapitalgeber den Kapitalnehmer nicht für kreditwürdig halten[41]. Genau in dieser Situation ist das bedingte Kündigungsrecht wichtig[42]. Die Verpflichtung zu

[41] Vgl. dazu auch die Rechtfertigung für den Konkursgrund Illiquidität in *Reinhard H. Schmidt*, Ökonomische Analyse des Insolvenzrechts, Wiesbaden 1980, S. 114.

[42] Die insolvenzrechtliche Vorschrift des § 65 Abs. 1 Konkursordnung, daß Forderungen bei Eröffnung eines Insolvenzverfahrens fällig werden, auch

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

regelmäßigen Zahlungen gibt also der Gesamtheit potentieller Kapitalgeber eine Gelegenheit zu einer Prüfung und dem einzelnen Kapitalgeber die Möglichkeit, in extremen Fällen auf die im Zeitablauf anfallenden Informationen hin zu handeln. Dieser Sicherungsmechanismus ist im Prinzip dem bei kurzfristiger Fremdfinanzierung ähnlich, aber er räumt Kapitalgebern weniger Handlungsmöglichkeiten ein und bringt daher auch eine geringere Gefährdung der Liquidität durch Kapitalentzug mit sich.

V. Ergänzungen und Ausblick

Die bisherige Analyse institutioneller Grundformen der Finanzierung ging von der Fiktion aus, daß nur eine Form der Finanzierung von dem Kapitalnehmer genutzt wird. Es wurde untersucht, welche möglichen Nachteile die Finanzierung — und spezifischer: die Asymmetrie der Informationen und Handlungsmöglichkeiten der durch die Finanzierung in einer Interaktionsbeziehung tretenden Parteien — direkt und indirekt für den Kapitalnehmer hat. Indirekte Nachteile sind solche, die aus der Notwendigkeit einer Kompensation der Kapitalgeber für die ihnen zugemuteten oder auch nur von ihnen vermuteten Nachteile resultieren; darin steckt eine weitgehende Überwälzungsannahme. Direkte Nachteile sind diejenigen, die dem Kapitalnehmer aus dem Versuch erwachsen, die Nachteile der Kapitalgeber und damit die von ihnen geforderte Kompensation zu vermindern.

Es wurde festgestellt, daß es für den Kapitalnehmer vorteilhaft ist, die Stellung von Kapitalgebern so weit zu verbessern, wie der indirekte Vorteil geringerer geforderter Kompensation die direkten Nachteile überwiegt, die die Verbesserung der Kapitalgeberstellung für den Kapitalnehmer mit sich bringt. Die Vermutung ließ sich stützen, daß es, vom Standpunkt des Kapitalnehmers aus gesehen, situationsabhängige bessere und schlechtere Kombinationen von Rechten der Kapitalgeber gibt. Reale Finanzierungsformen wurden als implizite Versuche gedeutet, optimale oder wenigstens recht gute Kombinationen von Kapitalgeberrechten zu bilden.

In den Ausführungen zu den einzelnen Grundformen der Finanzierung wurde weitestgehend so argumentiert, als würde Kapital in einem

---

wenn sie sonst noch nicht fällig wären, hat u. a. die Funktion, dem Kreditgeber ein bedingtes Kündigungsrecht für sehr extreme Sonderfälle per Gesetz einzuräumen.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Zeitpunkt außer von dem Kapitalnehmer selbst nur von einem Financier gegeben. Wo es sachlich geboten war, wie z. B. bei der idealtypischen Kapitalgesellschaft, wurden aber auch Kapitalgebermehrheiten und ihre Bedeutung für die Konstruktionstypen von Finanzierungsbeziehungen angesprochen. Bei Kapitalgebermehrheiten gibt es generell Interdependenzen zwischen den Vor- und Nachteilen, die aus den Rechten und Handlungsmöglichkeiten verschiedener Kapitalgeber erwachsen. Sie treten auf, wenn mehrere Kapitalgeber Kapital in einer Form bereitstellen und wenn sie Kapital in verschiedenen Formen geben. Auf diese Interdependenzen soll im folgenden ergänzend hingewiesen werden.

Informationen haben oft externe Effekte. In der Regel ist es für einen Kapitalgeber oder für eine Gruppe von Kapitalgebern vorteilhaft, wenn es andere Kapitalgeber gibt, die wegen der Art ihrer finanziellen Engagements andere und eventuell bessere Informationen brauchen und erhalten: Die besser Informierten schützen oft auch die schlechter Informierten, wenn sie den Kapitalnehmer kontrollieren und zu Wohlverhalten — etwa zu einer weniger aufwendigen Geschäftsführung oder zu einer weniger riskanten Geschäftspolitik — zwingen können[43]. Außerdem ist es unter Umständen für die schlechter Informierten möglich, vom Verhalten der besser Informierten auf deren Informationen zu schließen[44].

Entsprechende Überlegungen gelten für den Gebrauch, den andere Kapitalgeber von den ihnen eingeräumten Droh- und Sanktionsmöglichkeiten machen können. Beispielsweise ist es im Interesse von Fremdkapitalgebern mit langfristigen Forderungen, wenn ein Kapitalnehmer gezwungen ist, sich durch eine vorsichtige Geschäftspolitik vor prolongierenden oder substituierenden Fremdkapitalgebern mit ungesicherten kurzfristigen Forderungen laufend zu „bewähren". Nachteile aus der Existenz anderer Kapitalgeber hat ein Kapitalgeber oder eine Gruppe von Kapitalgebern dann, wenn er bzw. sie von einer Störung des recht subtilen Gleichgewichts von Informationen, auf Verhalten gerichteten Erwartungen und auf Erwartungen gegründetem Verhalten zwischen dem Kapitalnehmer und den anderen Kapitalgebern tangiert wird. So

[43] Dabei ist aber zu bedenken, daß das „Wohlverhalten", das sich Kapitalgeber wünschen, für Kapitalgeber mit unterschiedlicher Ergebnisbeteiligung auch verschieden sein kann.

[44] Den Extremfall bildet unter bestimmten Umständen der Börsenkurs als Informationsträger; vgl. *Sanford Grossman*, On the Efficiency of Competitive Stock Markets Where Traders have Diverse Information, in: Journal of Finance, Vol. 31 (1976), S. 573 - 585.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

dürfte es in der Regel eine Bedrohung für die Geber langfristigen Kapitals darstellen, wenn aus der gleichzeitig erfolgenden kurzfristigen Fremdfinanzierung Liquiditätsprobleme entstehen können. Außerdem ist natürlich zu beachten, daß Kapitalgeber sich in dem Bemühen um eigene Vorteile auch gegenseitig Nachteile zufügen.

Soweit Kapitalgeber erkennen, welche Vor- und Nachteile es für sie hat, daß andere Kapitalgeber mit gleichartigen oder mit verschiedenen Rechten und Möglichkeiten ausgestattet sind, wird sich dieser Umstand auf die Bereitschaft zur Kapitalüberlassung und auf die geforderte Kapitalverzinsung auswirken. Rationale Kapitalnehmer sollten versuchen, die Interdependenzen zwischen den oben für einzelne Finanzierungsformen isoliert herausgearbeiteten Konstruktionselementen zu nutzen. Es steht zu vermuten, daß Kapitalnehmer in der Realität solche Versuche machen. Unterschiedliche Finanzierungsstile, auf die *Krümmel* im Zusammenhang mit ähnlichen Überlegungen als beobachtbare und erklärungsbedürftige Phänomene hingewiesen hat[45], könnten sich als Versuche einer gezielten Ausnutzung der Interdependenzen zwischen den Konstruktionselementen verschiedener Grundformen der Finanzierung verstehbar machen lassen.

Die mit Hilfe des „neo-institutionalistischen Ansatzes" erreichbaren Aussagen über die Wirkungen institutioneller Merkmale einzelner Grundformen der Finanzierung gelten nur idealtypisch[46]. Eine Spezifikation und Quantifizierung der einzelnen Wirkungen dürfte nur bei genauer Kenntnis der besonderen Situation möglich sein, in der sich ein Kapitalnehmer und seine aktuellen und potentiellen Kapitalgeber befinden. Es wäre daher wohl auch verfehlt, wollte man die obige Analyse der Konstruktionsmerkmale von Finanzierungsbeziehungen und ihrer Interdependenzen unmittelbar in allgemeine Aussagen über ein „optimal financial policy mix" überführen. Eine vorerst nur mittelbar

---

[45] Vgl. *Hans-Jacob Krümmel*, Art. „Finanzpolitik, betriebliche", in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Bd. 1, 4. Aufl., hrsg. v. *E. Grochla* und *W. Wittmann*, Stuttgart 1974, Sp. 1493 - 1495, hier Sp. 1493 f.

[46] Ein Grund für die bedauerliche Unbestimmtheit der Aussagen, zu denen der „neo-institutionalistische Ansatz" führt, liegt in der Sache selbst: Der theoretische Ansatz setzt bei den untersuchten Wirtschaftssubjekten eine qualitativ schwächere Form von Wissen voraus als die marktorientierte neoklassische Finanzierungstheorie. Damit hängt auch die Annahme über die handlungsbestimmende Rolle von Wettbewerb auf Märkten zusammen: Märkte setzen zwar einen Rahmen für Handlungsspielräume, aber innerhalb dessen bleiben Freiheitsgrade für das Verhalten von Individuen und für die Struktur und Wirkungsweise von Institutionen.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

praktische Verwertung der dargestellten Überlegungen scheint erfolgversprechender: Die Komplexität realer Finanzierungsprobleme muß begrifflich erfaßbar gemacht werden, und unterschiedliche „Finanzierungsstile" sind als typische Lösungen zu studieren. Von dem auf diesem Umweg zu gewinnenden Verständnis ausgehend müßten sich dann auch praktische Folgerungen ableiten lassen. Einen Beitrag zu der dafür notwendigen Vorarbeit sollte die vorliegende Untersuchung leisten.

Zusammenfassung

Grundformen der Finanzierung

Eine Anwendung des neo-institutionalistischen Ansatzes der Finanzierungstheorie

Der Aufsatz versucht zu erklären, warum es überhaupt verschiedene Formen oder Instrumente der Finanzierung gibt und warum die einzelnen Finanzierungsformen ganz bestimmte institutionelle Merkmale aufweisen.

Finanzierung ist Partenteilung; die einzelnen Finanzierungsinstrumente legen in ihrer Gesamtheit fest, in welcher Weise die unsicheren zukünftigen Erträge der finanzierten Investitionen auf die Kapitalgeber einer Unternehmung aufgeteilt werden. Damit ist die Funktion von Finanzierungsinstrumenten aber nicht ausreichend erklärt. Jedes Finanzierungsinstrument stellt auch eine spezifische Kombination von Rechten und Handlungsmöglichkeiten der Kapitalgeber dar, die dazu dient, die unerwünschten Folgen der ursprünglich asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer (Unternehmer) zu überwinden. Vier Kombinationen solcher Rechte und Handlungsmöglichkeiten werden analysiert. Es läßt sich zeigen, daß sie die folgende Eigenschaft besitzen: Jedes Recht und jede Handlungsmöglichkeit nützt Kapitalgebern. Ihre Einräumung oder Schaffung erhöht folglich ihre Bereitschaft zur Kapitalüberlassung, und dadurch nützen sie auch dem Kapitalnehmer.

Die Bedeutung der einzelnen Rechte oder Handlungsmöglichkeiten darf nicht isoliert beurteilt werden. Die Vorteile, die Kapitalgebern aus der Einräumung der einzelnen Rechte oder Handlungsmöglichkeiten erwachsen, verstärken sich vielmehr gegenseitig, während die Kosten oder Nachteile, die für den Kapitalnehmer damit verbunden sind, daß er Kapitalgeber mit einzelnen Rechten und Handlungsmöglichkeiten ausstatten muß, sich gegenseitig abschwächen.

Die vier Kombinationen von Rechten und Handlungsmöglichkeiten, die in dem Aufsatz konstruiert und diskutiert werden, sind die vier wichtigsten Finanzierungsformen der Realität: Beteiligungsfinanzierung in einer Personengesellschaft und in einer Publikumsaktiengesellschaft sowie kurzfristige Fremdfinanzierung ohne pfandrechtliche Sicherheiten und langfristige pfandrechtlich gesicherte Fremdfinanzierung.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Summary

Basic Forms of Financing

An application of the neo-institutionalist approach to financing theory

The article sets out to explain why there are various forms or instruments of financing and why those forms have quite specific institutional characteristics.

Financing is subdivision of participation; the various financing instruments as a whole lay down the manner in which the uncertain future returns on the financed investments will be distributed among those who provide a firm with capital. But that is not an adequate explanation of the function of financing instruments. Each financing instrument constitutes a specific combination of rights and possible actions of the capital investors, the object of which is to overcome undesired consequences of the originally assymmetrical distribution of information among investors and capital-seekers (firms). Four combinations of such rights and possible courses of action are analysed. It can be shown that they have the following qualities: Each right and each possible action benefits investors. The granting or creating of them thus increases their willingness to provide capital, which in turn benefits the receiver.

The importance of the various rights or possible actions must not be assessed in isolation. The advantages accruing to investors from the granting of the individual rights or lines of action mutually reinforce each other, while the costs or disadvantages involved for the receiver because he has to grant individual rights and freedoms of action mutually diminish each other.

The four combinations of rights and possible actions construed and discussed in the article are the four most important forms of financing in reality: participation in a partnership and in a public company, short-term borrowing without liens and long-term borrowing secured by liens.

Résumé

Formes fondamentales du financement

Une application de la base néo-institutionnaliste de la théorie du financement

L'article tente d'expliquer pourquoi il existe différentes formes ou différents instruments de financement et pourquoi chacune de ces formes présente des caractéristiques institutionnelles très précises.

Le financement est une répartition; les instruments de financement définissent dans leur totalité le mode de répartition du produit futur aléatoire de l'investissement financé entre les bailleurs de fonds d'une entreprise. Mais

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ceci ne suffit pas à expliciter la fonction des instruments de financement. Chaque instrument de financement développe également une combinaison spécifique de droits et de possibilités commerciales du bailleur de fonds qui vise à écarter les conséquences indésirables de la répartition initialement asymétrique des informations entre le bailleur de fonds et l'utilisateur (l'entrepreneur). Quatre combinaisons de ces droits et possibilités d'action sont analysées dans l'article. L'on constate ainsi qu'elles possèdent les propriétés suivantes: tout droit et tout moyen d'action sont utiles aux bailleurs de fonds. Leur admission ou leur établissement accroît par conséquent leur propension à céder des capitaux, ce qui profite également aux preneurs de capitaux.

L'importance des différents droits et moyens d'action ne peut se juger isolément. Les avantages que se procurent les bailleurs de fonds par l'obtention de ces droits et moyens d'action se confortent plutôt réciproquement, tandis que les coûts ou les inconvénients qui sont pour les preneurs de capitaux liés à la concession de ces droits et moyens d'action s'édulcorent mutuellement.

Les quatre combinaisons de droits et de moyens d'action construits et discutés dans l'article sont les quatre formes les plus importantes de financement dans le réalité: participations dans une société de personnes et dans une société par actions, ainsi que financement externe à court terme sans sûreté et financement externe à long terme avec constitution de sûreté.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.14.2.186 | Generated on 2025-07-25 02:22:30
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/