

<b>Kapitel 1 Finanzmanagement und Finanzinstitutionen .....</b>	<b>2</b>
1.1. <i>Begriff und Funktionen des Finanzmanagements</i> .....	2
1.2. <i>Aufrechterhaltung des Liquiditätsgleichgewichts</i> .....	4
1.3. <i>Bestimmung des Kapitalbedarfs</i> .....	8
1.4. <i>Finanzintermediäre und Marktsystem</i> .....	12
<b>1.4.1. Finanzintermediäre: Begriff und Funktionen</b> .....	<b>12</b>
<b>1.4.2. Systematisierung von Finanzintermediären</b> .....	<b>15</b>
<b>1.4.3. Entstehung von Finanzintermediären</b> .....	<b>19</b>
<b>1.4.4. Marktfinanzierung über Börsen</b> .....	<b>22</b>
Effiziente, "theoretisch optimale" Märkte .....	23
Börsenkonfiguration .....	25
Börsengeschäfte .....	28
Börsensegmente .....	29
Derivate und Deutsche Terminbörse/Eurex .....	30

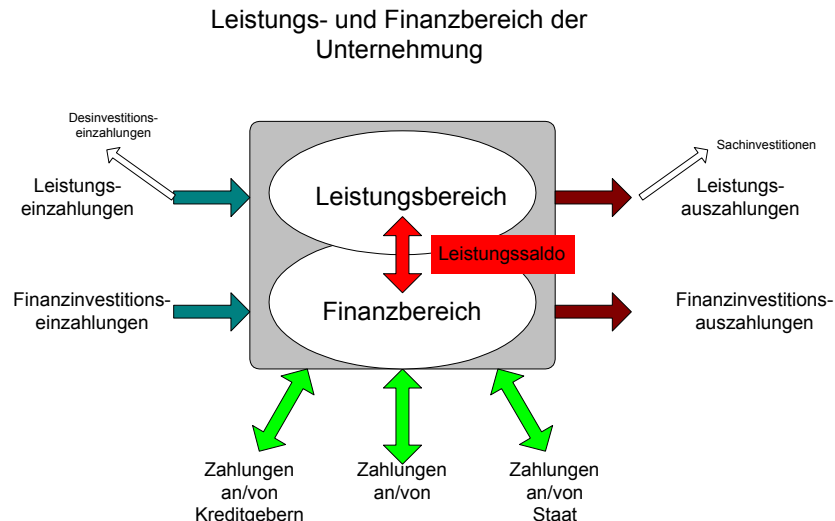
## Kapitel 1 Finanzmanagement und Finanzinstitutionen

### 1.1. Begriff und Funktionen des Finanzmanagements

An der Spitze des unternehmerischen Zielsystems steht die *langfristige Zukunftssicherung*, die durch eine erfolgreiche Unternehmensentwicklung zu gewährleisten ist. Vom unternehmerischen Oberziel ausgehend werden weitere Zielsetzungen benötigt, die dieses Oberziel operationalisieren. Aus dem Ziel der langfristigen Existenzsicherung wird die höchstmögliche *Erfolgserzielung* unter der Beachtung von Risiken abgeleitet, die von der strengen Nebenbedingung nach jederzeitiger *Liquiditätserhaltung* begleitet werden muss.

Reale Güterprozesse einer Unternehmung schlagen sich gleichsam spiegelbildlich in einem Finanzprozess nieder. Zum einen werden infolge finanzieller Verknüpfungen mit den Beschaffungs- und Absatzmärkten Ausgaben zur Bezahlung eingesetzter Produktionsfaktoren notwendig, andererseits fließen der Unternehmung durch den Absatz ihrer Leistungen wiederum Zahlungsmittel zu. Darüber hinaus sind Zahlungsströme zu unterscheiden, die kein unmittelbares güterwirtschaftliches Äquivalent (Kreditbeziehungen, Steuer- und Subventionsbeziehungen) aufweisen und damit den Finanzprozess über den reinen Leistungsprozess hinaus erweitern.

Innerhalb der Unternehmung lässt sich also der *Leistungsbereich* (Beschaffung – Produktion – Absatz – Verwaltung) vom *Finanzbereich* trennen (s. Abb.). Der Finanzbereich hat dafür zu sorgen, dass ein Zahlungssaldo innerhalb des Leistungsbereichs, der durch eine Diskrepanz zwischen Ein- und Auszahlungen gekennzeichnet ist, zielführend ausgeglichen wird.

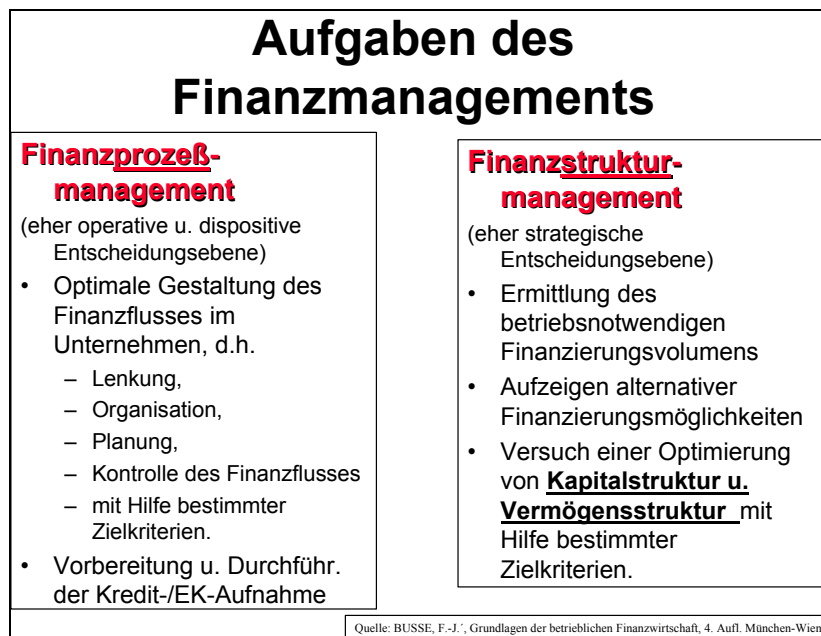


Die Komplexität der finanziellen Ströme werden anhand des im Unterricht ausgehändigten Bildes recht deutlich.

Für arbeitsteilig organisierte Volkswirtschaften ist charakteristisch, dass **Geldnehmer** (i.d.R. die Gruppe der öffentlichen Haushalte und die der Industrie-/Handelsunternehmen) in einzelnen Perioden beabsichtigen, für bestimmte Zwecke (seien sie privater oder betrieblicher Natur) mehr Auszahlungen zu leisten, als ihnen aus ihren Einkommensquellen an Einzahlungen zufließen. Zur Deckung dieses Finanz-/Kapitalbedarfs sind sie auf **Geldgeber** (i.d.R. die Gruppe der privaten Haushalte) angewiesen, die bereit sind, ihnen entsprechende Überschüsse im Wege gesonderter Finanztransaktionen zu überlassen. Auf die Probleme, die sich hierbei ergeben, werden wir etwas später in diesem Kapitel ausführlich eingehen.

Die **Aufgabe des Finanzmanagements** besteht darin, die Gestaltung des gesamten Entscheidungsrahmens (Entscheidungsvorbereitung, -durchführung, -kontrolle), der sich auf alle betrieblichen Organisationsstufen, also auf die *Planung, Beschaffung, Verwaltung u. Disposition von Finanzmitteln* bezieht, vorzunehmen.

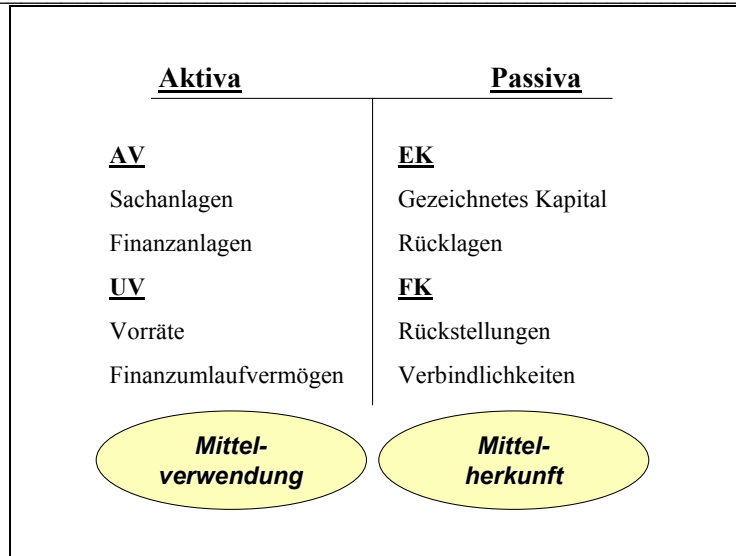
Man unterscheidet – s. Abb. - das **Finanzprozessmanagement vom Finanzstrukturmanagement**. Im *Finanzprozessmanagement* wird die optimale Gestaltung des Finanzflusses im Unternehmen, d.h. die Lenkung, Organisation, Planung und Kontrolle des Finanzflusses mit Hilfe bestimmter Zielkriterien bezweckt. Darüber hinaus wird dort die Kredit- bzw. Eigenkapitalaufnahme vorbereitet und durchgeführt. Aufgaben des *Finanzstrukturmanagements* ist die Ermittlung des betriebsnotwendigen Finanzierungsvolumens, das Anzeigen alternativer Finanzierungsmöglichkeiten und der Versuch einer Optimierung von Kapital- und Vermögensstruktur mit Hilfe bestimmter Zielkriterien.



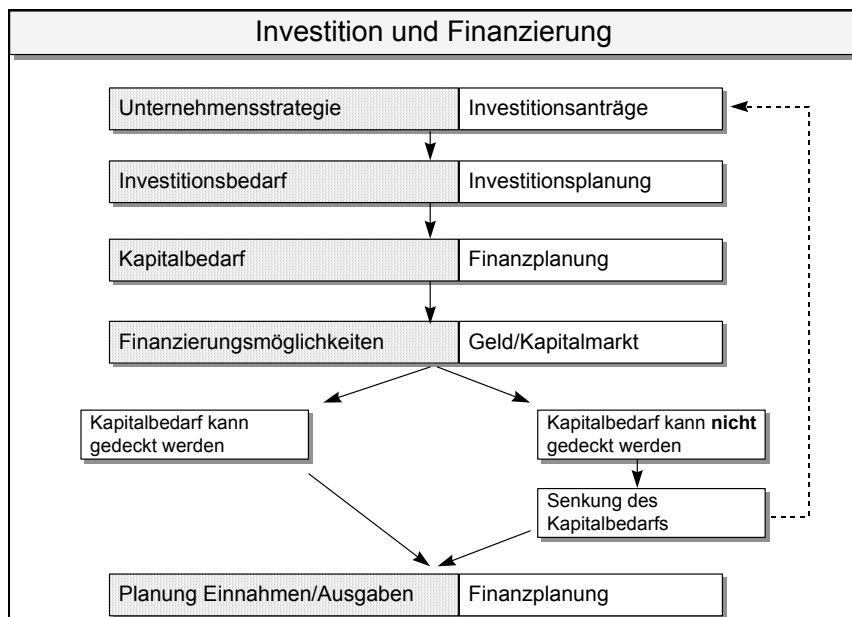
Hinsichtlich der *Entscheidungsebenen* lassen strategische, operative und dispositive Ebene unterscheiden. Im Rahmen des *Strategischen Finanzmanagements* steht die Frage der *strukturellen Liquidität* im Mittelpunkt, d.h. es wird die Beziehung zwischen der langfristigen Mittelverwendung (→ Investitionsstrategien, Portfolioplanung) und der langfristigen Mittelherkunft (Kapitalstruktur) unter Risikogesichtspunkten betrachtet. Da die *Reputation* in diesem Zusammenhang eine sehr große Bedeutung hat, sind auch die *Informationspolitik* (Investor Relations) ebenso wie die *Bilanzpolitik* Schlüsselinstrumente eines strategischen Finanzmanagements.

Im Rahmen des *operativen Finanzmanagements* werden die *Finanzbudgets* festgelegt, d.h. es stehen die konkreten Maßnahmen bzw. Aktionen und deren konkrete finanzielle Auswirkungen im Blickpunkt. Die Aufgabe des *Liquiditätsmanagements* liegt in der Sicherung und Steuerung der aktuellen Liquidität, so dass deren wichtigstes Instrument in der kurzfristigen Finanz-/Liquiditätsplanung liegt.

Insbesondere die Beziehungen zwischen der *Investition* einerseits und der *Finanzierung* andererseits und deren Analyse und Gestaltung sind Gegenstand des Finanzmanagements. Um die Begriffe „Investition“ und „Finanzierung“ näher zu verdeutlichen, kann auf die Bilanz zurückgegriffen werden. Die Bilanzseiten lassen sich als **Mittelherkunft** (Passivseite/Finanzierung) und **Mittelverwendung** (Aktivseite/Investition) interpretieren :



Den Prozess von der Unternehmensstrategie über die Ermittlung des Investitionsbedarfs, des daraus sich ergebenden Kapitalbedarfs bis hin zur Finanzplanung, zeigt das folgende Schaubild:



In diesem Semester wollen wir uns mit der Frage des **Investitionsbedarfs und den Entscheidungsprozessen im Rahmen von Kapitalverwendungen** auseinandersetzen. Des Weiteren wollen wir uns mit der Bestimmung des Kapitalbedarfs und damit der **Finanzplanung** beschäftigen. Nicht zuletzt stehen die Fragen der möglichst optimalen Nutzung der verschiedenen **Finanzierungsarten** (Außenfinanzierung, Innenfinanzierung jeweils mit Fremdkapital, Eigenkapital oder gemischten Kapital) im Vordergrund. Wir werden im Laufe des Semesters auf verschiedene Finanzierungsarten näher eingehen.

## 1.2. Aufrechterhaltung des Liquiditätsgleichgewichts

Unternehmen haben die strenge Nebenbedingung ihres Zielsystems, welches als oberstes Ziel in aller Regel – und wie oben schon angedeutet - die von den Eigentümern geforderte *Rentabilität* ihres zur Verfügung gestellten Kapitals hat, zu beachten, nämlich die Aufrechterhaltung ihres *Liquiditätsgleichgewichts*.

Der Begriff „Liquidität“ wird verschieden verwendet. Die Definitionsebenen sind aus dem folgenden Chart ersichtlich:

## "Liquidität"

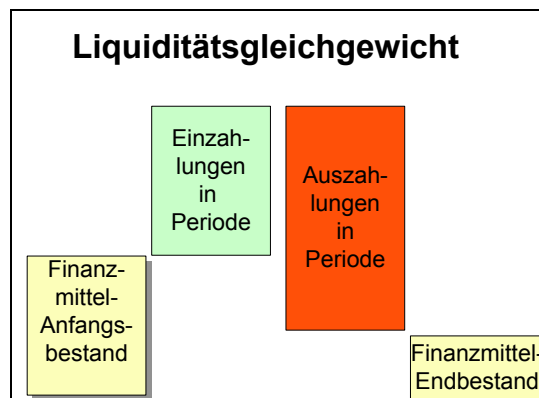
- **Zusammensetzung aus drei Definitionsebenen:**
  - L. = Eigenschaft von im Unternehmen gebundenen Vermögensgütern hinsichtlich ihrer schnellen Rücküberführbarkeit in Geldgrößen.
  - L. = Terminbezogene Deckungsrelation von Vermögensteilen u. Verbindlichkeiten (z.B. in Form von Liquiditätsgraden).
  - L. = Fähigkeit von Wirtschaftssubjekten, ihren aktuellen Zahlungsverpflichtungen termingerecht nachkommen zu können.

**>>> Fähigkeit der Unternehmung, jederzeit die zwingend fälligen Verbindlichkeiten uneingeschränkt erfüllen zu können.**

Quelle: DRUKARCZYK, J., Finanzierung, 5. Aufl., Stuttgart 1991, S. 21ff.

Das **Liquiditätsgleichgewicht** ist aufrecht erhalten, wenn zu jedem Zeitpunkt der Finanzmittelbestand **größer oder gleich Null** ist:

$$\text{Zahlungsmittelbestand (zum Zeitpunkt } t) + \text{Einzahlungen (in } t) - \text{Auszahlungen (in } t) \geq 0 !$$



Ein Unternehmen ist in einem bestimmten Zeitpunkt liquide, wenn es in der Lage ist, allen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, die in dem betreffenden Zeitpunkt fällig werden. Hält es zu viele Zahlungsmittel (Buchgeld + Bargeld), wird es an Rentabilität einbüßen (Überliquidität), im umgekehrten Fall droht **die Insolvenz**.

Die Konkursgründe laut Insolvenzordnung (InsO) – auf die wir an dieser Stelle nicht weiter eingehen wollen - sind die Folgenden:

## Konkursgründe gem. InsO

- **Zahlungsunfähigkeit** (natürlicher u. juristischer Personen):
  - liegt vor, wenn der Schuldner wegen des voraussichtlich dauernden Mangels an Zahlungsmitteln außerstande ist, seine fälligen oder ernsthaft eingeforderten Geldschulden im Wesentlichen zu erfüllen.
- **Drohende Zahlungsunfähigkeit** (natürlicher u. juristischer Personen): antragsberechtigt ist hier nur der Schuldner
- **Überschuldung** (juristischer Personen): Vermögen reicht nicht aus, die Schulden zu decken, maßgeblich ist nicht die Handelsbilanz, sondern ein Überschuldungsstatus auf Basis von Zeitwerten.

Zur Aufrechterhaltung des finanziellen Gleichgewichts benötigt man also einen **finanziellen Puffer**. Dieser kann bestehen aus:

- Kassenbeständen
- Nicht ausgeschöpften Kreditzusagen u. Kreditlinien für Kontokorrentkredite bei Banken
- Nicht ausgenutzte Zahlungsziele bei Lieferanten
- Bankguthaben mit kurzen Kündigungsfristen (Termingelder)
- Wechseln etc.

Die optimale Höhe und Struktur der Liquiditätsreserven ist nur *situativ* zu bestimmen und von der *Risikoneigung* des Managements abhängig. Einflussfaktoren sind das *Zinsniveau* und die *Zinsstruktur*. Auf jeden Fall ist zur Wahrung des Liquiditätsgleichgewichts eine **dauernde Überwachung** der Liquidität mit Hilfe der Finanz- und Liquiditätsplanung erforderlich, was wir später noch eingehend erörtern wollen.

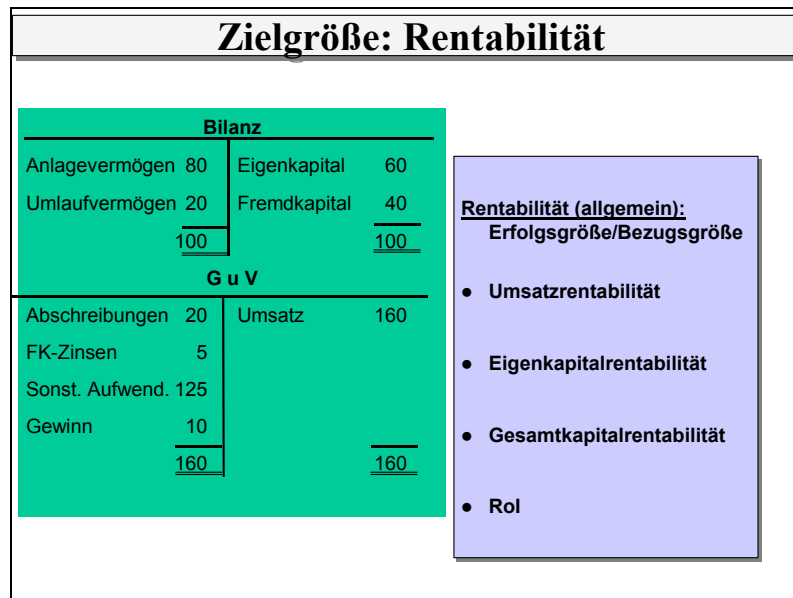
Allerdings ist die Liquiditätssicherung nicht das oberste Ziel einer Unternehmung, wenn es auch als *strikte Existenzbedingung immer einzuhalten* ist. Die Liquiditätssicherung wird nämlich durch das Gewinn- oder Rentabilitätsstreben – das für die Unternehmensleiter bzw. Eigentümer in „normalen“ Phasen klar im Vordergrund steht - ständig „infragegestellt“ :

## Oberziel: Rentabilität

**Liquiditätsbedingung** nicht allein maßgebliches Ziel.

- Beschränkung auf Kassenhaltung der Kapitaleinzahlungen und deren Verwaltung auf Konten würde Liquiditätsvorschrift mit Sicherheit wahren. Regelmäßig aber werden Unternehmen von ihren EK-Gebern oder Gründern mit der Absicht der Erzielung eines gewissen **Rückflusses** errichtet, sie erwarten eine **laufende Rendite** oder einen „Return“ auf ihr **Investment (RoI)**.

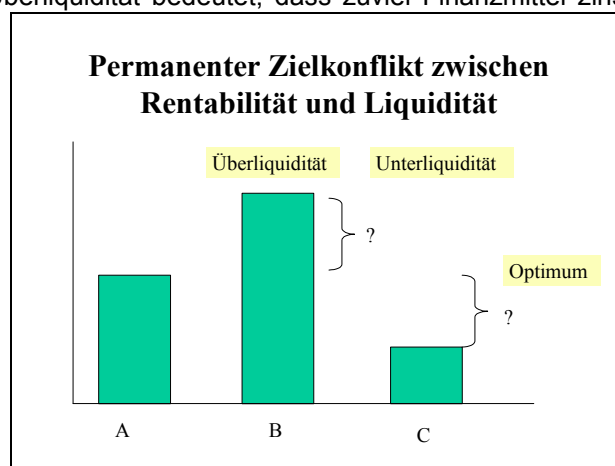
Im folgenden Chart wird die Zielgröße „Rentabilität“ etwas näher charakterisiert. Dabei ist zu beachten, dass Rentabilität allgemein definiert ist durch den Quotienten bestehend aus einer Erfolgsgröße und einer Bezugsgröße. Beide Größen können sehr unterschiedlich definiert werden, was in der Praxis oft zu Missverständnissen führt. Für die Anteilseigner einer Unternehmung spielt die **Eigenkapitalrentabilität** die Hauptrolle, denn sie gibt den Return auf das von ihnen eingesetzte Kapital wieder. Für andere Zwecke können Rentabilitätsgrößen wie Return on Investment (RoI), Gesamtkapital-, Umsatz- oder Fremdkapitalrentabilität von Bedeutung sein.



**Aufgabe:**

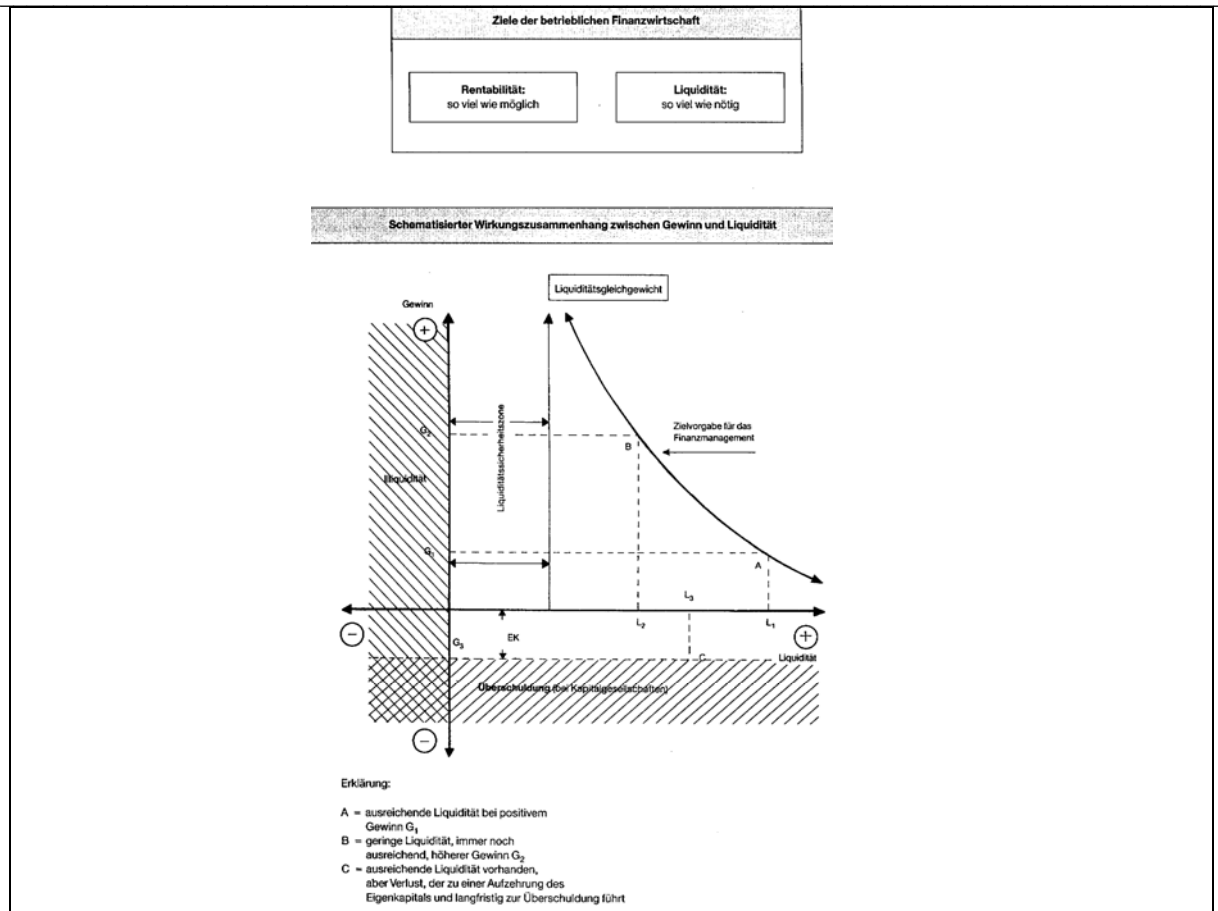
Bestimmen Sie die rechts im Chart stehenden Rentabilitätskennzahlen aus den Daten des daneben stehenden Jahresabschlusses !

Zwischen den beiden Zielgrößen „Liquidität“ und „Rentabilität“ besteht ein andauernder Konflikt. Im **Fall A** – des nächsten Bildes - besteht ein fiktives Optimum, während **Fall B** durch Überliquidität, **Fall C** durch Unterliquidität gekennzeichnet ist. Überliquidität bedeutet, dass zuviel Finanzmittel zinslos „in der Kasse



liegen“.

Die folgende Abbildung stellt das „Spielfeld“ der Unternehmung in diesem Spannungsfeld noch einmal anschaulich dar:

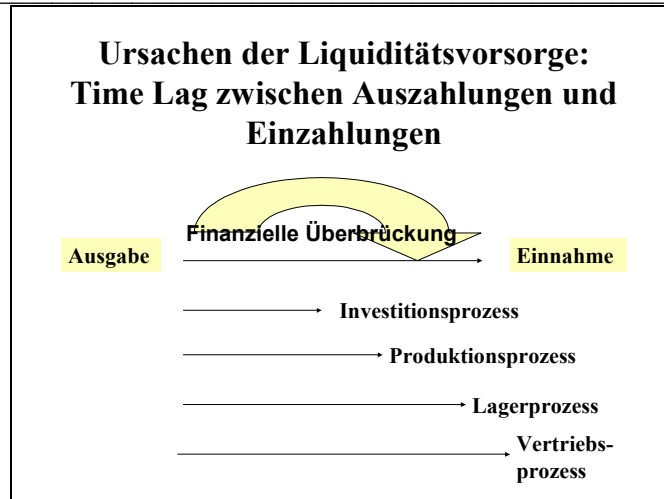


### 1.3. Bestimmung des Kapitalbedarfs

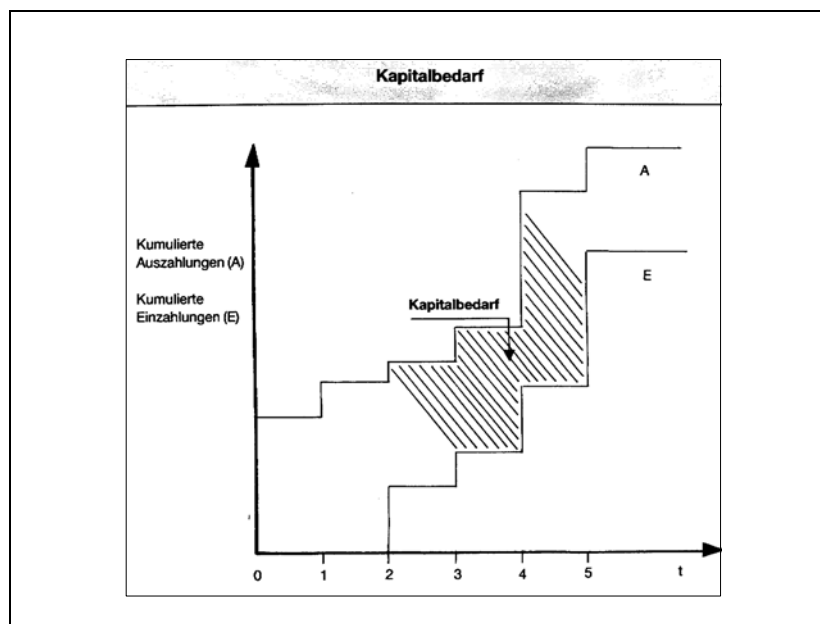
Um mögliche finanzielle Ungleichgewichte frühzeitig zu erkennen, wird eine *Finanzplanung* durchgeführt, in der die Fragen nach der Höhe des künftigen *Kapitalbedarfs* und dessen *Deckung* beantwortet werden müssen.

Im Rahmen einer Finanzplanung wird mit reinen *Zahlungsgrößen* (Ein- und Auszahlungen) operiert. Sie geben den Zu- bzw. Abgang von Kassenbeständen und jederzeit verfügbaren Bankguthaben an. Erweitert man die Planung um Kreditvorgänge (Forderungs- und Schuldengänge), so spricht man von *Einnahmen- / Ausgaben-Planungsrechnung*.

Grundlage der Finanzplanung ist die Ermittlung des Kapitalbedarfs. Ein *Kapitalbedarf* entsteht dadurch, dass Ein- und Auszahlungsströme im Zeitablauf nicht deckungsgleich sind.

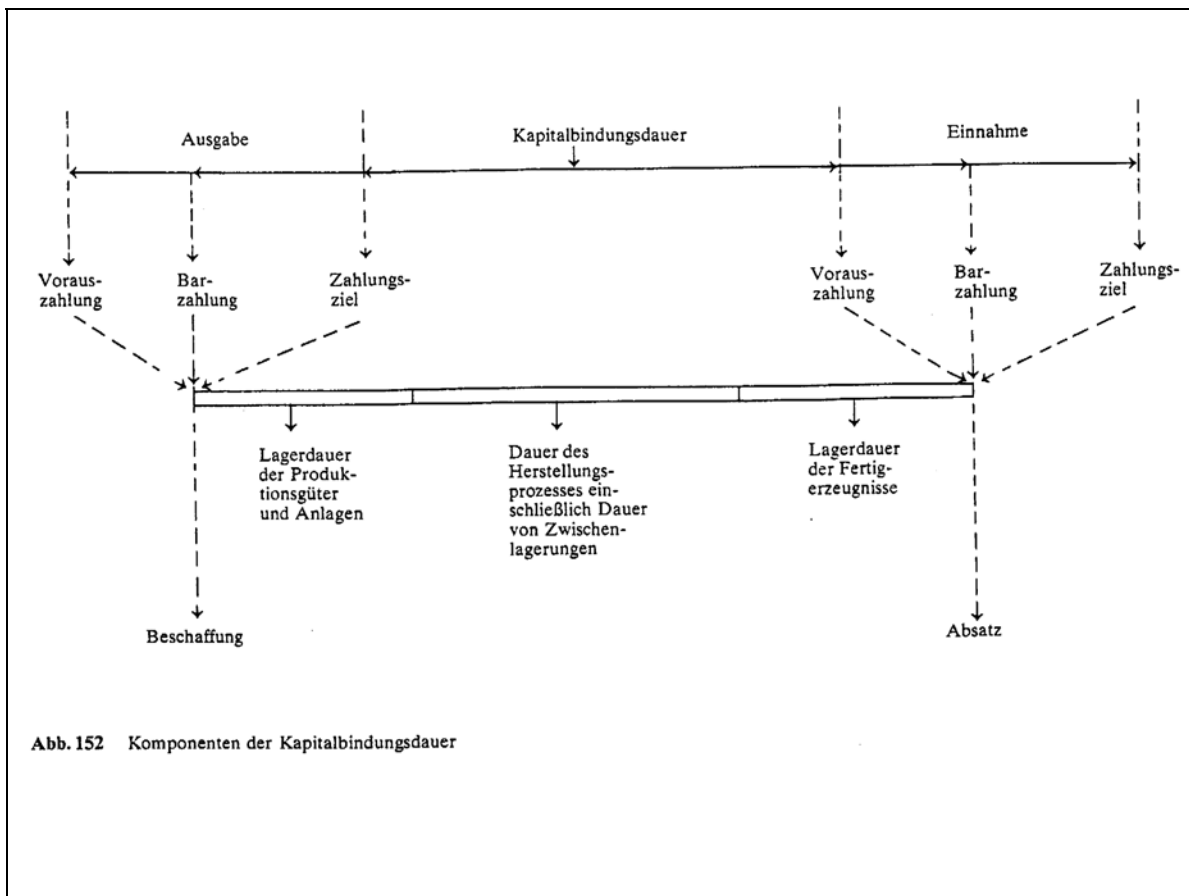


Der Kapitalbedarf zum Zeitpunkt  $t$  ist die Differenz zwischen den *kumulierten Auszahlungen* und den *kumulierten Einnahmen*, die zwischen den Zeitpunkten 0 und  $t$  anfallen (Abb.). Ist im Zeitpunkt 0 ein Geldbestand vorhanden, so wird dieser zur Ermittlung des Kapitalbedarfs von den kumulierten Auszahlungen abgezogen (also wie eine Einzahlung behandelt).



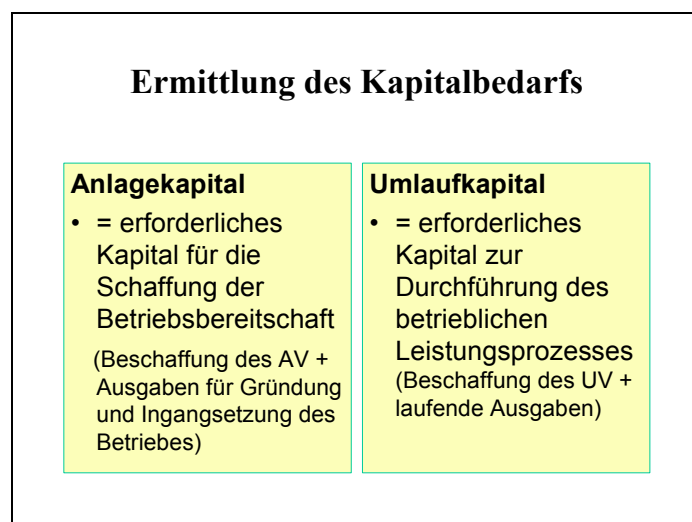
Wesentliche Komponenten, aus denen sich Kapitalbedarf ergibt, sind die Beschaffung von Produktionsfaktoren (Maschinen, Waren, Lohnzahlungen, Mieten), Investitionen in immaterielle Wirtschaftsgüter, die laufende Bedienung von Krediten (Zinsen/Tilgung) und Eigenkapital (Gewinnausschüttungen), Bezahlung von Steuern und anderen Abgaben.

Die **Kapitalbindungsdauer** stellt für das Finanzmanagement eine zentrale Größe dar. Sie ergibt sich aus der *Diskrepanz zwischen Einnahmen und Auszahlungen*. Die folgende Graphik zeigt, dass die Kapitalbindungsdauer nicht nur durch die Dauer des Herstellungsprozesses, sondern auch durch die Lagerdauer bei Produktionsgütern und Fertigerzeugnissen sowie durch die Zahlungsgewohnheiten der Kunden und gegenüber den Lieferanten beeinflusst wird. Durch Kreditoren- und Debitorenmanagement und vor allem durch Lagermanagement kann die Kapitalbindungsdauer gravierend verändert werden. Die Entwicklung hin zur Just-in-Time-Produktion in der Autoindustrie zeigt die enorme Wirkung einer solchen Politik.



Der Kapitalbedarf einer Unternehmung schwankt i.d.R. im Zeitablauf. So wird sich der Kapitalbedarf im Laufe eines Monats verändern, je nachdem wann die Lohnzahlungen erfolgen, wann Zinsen und Tilgungen zu zahlen sind, wann die Umsätze anfallen und bezahlt werden u.s.w. Ein *Sockelbedarf* ist dabei stets langfristig zu finanzieren, da er während des gesamten Planungszeitraums bestehen bleibt. Ein *Spitzenbedarf* ist hingegen kurzfristig zu finanzieren.

In Bezug auf die Ermittlung des Kapitalbedarfs ist zwischen **Anlage- und Umlaufkapitalbedarf** zu unterscheiden:



Zum Abschluss dieses Abschnitts wollen wir uns ein Zahlenbeispiel zur Kapitalbedarfsrechnung anschauen:

## Beispiel zur Kapitalbedarfsberechnung

Eine Firma hat folgende geschätzten monatlichen Ein- und Auszahlungen:

Monate	Jan	Feb	Mär	Apr	mai	Jun	Jul	Aug
Einz.	2	7	19	22	30	32	400	60
Ausz.	30	10	21	23	45	18	500	52
Diff.	-28	-3	-2	-1	-15	14	-100	8
Kum.	-28	-31	-33	-34	-49	-35	-135	-127

Im Beispiel sind die Einzahlungen und die Auszahlungen für jeden Monat geplant worden. Die Differenz zwischen den Ein- und Auszahlungen werden kumuliert. Die **kumulierten Werte** zeigen den Kapitalbedarf an. Die Unternehmung hat in allen Monaten ein Zahlungsdefizit aufzuweisen; im Juli wird dann ein Spitzenbedarf an Kapital in Höhe von 135 GE benötigt.

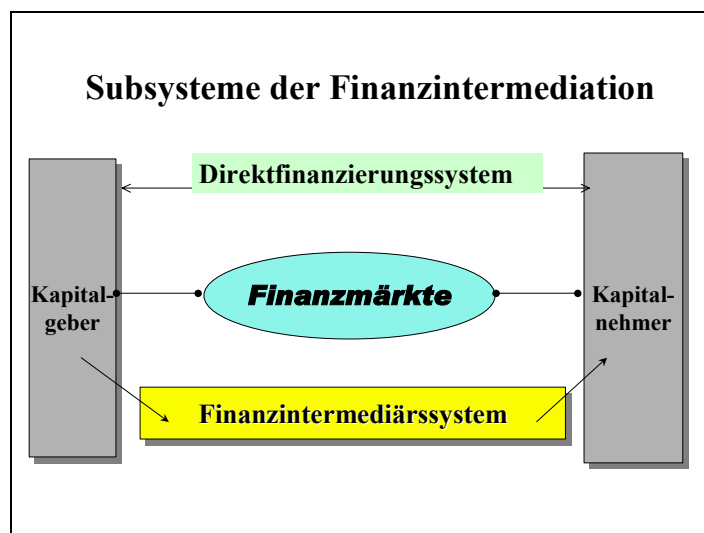
Bevor wir zu den Fragen des Finanzmanagements im Einzelnen kommen, also zu den Problemkreisen Kapitalverwendung/Investitionsmanagement, Finanzplanung und Finanzierung, wollen wir uns mit den verschiedenen **Institutionen eines Finanzmarktes** beschäftigen.

## 1.4. Finanzintermediäre und Marktsystem

### 1.4.1. Finanzintermediäre: Begriff und Funktionen

Für arbeitsteilig organisierte Volkswirtschaften ist es typisch, dass **Geldnehmer** (i.d.R. die Gruppe der öffentlichen Haushalte und die der Industrie-/Handelsunternehmen) in einzelnen Perioden beabsichtigen, für bestimmte Zwecke (seien sie privater oder betrieblicher Natur) mehr Auszahlungen zu leisten, als ihnen aus ihren Einkommensquellen an Einzahlungen zufließen. Zur Deckung dieses Finanzbedarfs sind sie auf **Geldgeber** (i.d.R. die Gruppe der privaten Haushalte) angewiesen, die bereit sind, ihnen entsprechende Überschüsse im Wege gesonderter Finanztransaktionen zu überlassen.

Unternehmen des nicht-finanziellen Sektors decken ihren Außenfinanzierungsbedarf durch Geldaufnahme bei anderen Wirtschaftssubjekten. Dabei werden sie sich in aller Regel sog. **Finanzintermediären** bedienen.



Der Ausgleich zwischen Kapitalbeschaffung und Kapitalanlage wird entweder über organisierte oder nicht-organisierte Märkte ohne oder unter Einschaltung von Finanzintermediären hergestellt.

Die **direkte** Beziehung zwischen Geldgeber und -nehmer weist oft sehr große Hindernisse auf.

Die Leistungen der Finanzinstitutionen werden vor dem Hintergrund des Denkmodells eines nicht-organisierten Finanzmarktes deutlich. In einem solchen Markt, der ohne Finanzintermediäre, festgelegte Treffpunkte und Reglementierungen arbeitet, ergäbe sich eine sehr niedrige Abschlusswahrscheinlichkeit.

Zu den Grundproblemen von Finanzmärkten **ohne** Finanzintermediäre zählen insbesondere:

- Informationsprobleme
- Losgrößenprobleme
- Fristenprobleme
- Risikoprobleme.

Potenzielle Geldgeber und Geldnehmer müssen zunächst einmal voneinander Kenntnis gewinnen. Dies kann auf nicht-organisierten Märkten über Inserate oder über „Hörensagen“ geschehen (**Informationsproblem**). Anlage- und Finanzbedarf von zwei miteinander in Verbindung getretenen Marktpartnern müssen dem Betrage nach nicht übereinstimmen. Ein Kontrakt kommt nur dann zustande,

wenn einer seine Ziele anpasst oder wenn weitere Marktpartner zur Abdeckung des noch offenen Anlage- oder Finanzbedarfs gefunden werden (**Losgrößenproblem**).

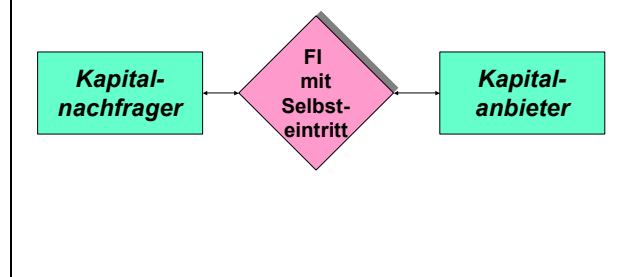
Selbst bei betragsmäßiger Übereinstimmung von Anlage- und Finanzbedarf wird es wahrscheinlich sein, dass die Vorstellungen der beiden Parteien über die Dauer des beabsichtigten Finanzkontraktes divergieren (**Fristenproblem**). Ob der Geldgeber die bei Vertragsschluss vereinbarten Rückzahlungen später auch wirklich erhält, hängt von der Rückzahlungsfähigkeit und -willigkeit des Geldnehmers ab, die jedoch bei Vertragsabschluss noch ungewiss sind. Ein Vertrag kommt nur dann zustande, wenn der Geldgeber bereit ist, die daraus resultierenden Risiken in bestimmtem Umfang mitzutragen (**Risikoproblem**). Der Geldgeber muss in die Zuverlässigkeit des Schuldners überwachen, wodurch wiederum Informationsprobleme entstehen.

### Private potenzielle Kapitalsuchende und private potenzielle Kapitalgeber ...

- ... finden nur in den seltensten Fälle zueinander, weil sie
- sich nicht kennen oder
- sie unterschiedliche Fristenvorstellungen haben oder
- sie unterschiedliche Betragsvorstellungen haben oder
- das Risiko für die Geberseite vor und nach der Vereinbarung kaum kalkulierbar ist.

Durch das Einschalten von **Finanzintermediären** und deren Übernahme von **Transformationsfunktionen** können die vorgenannten Probleme reduziert werden.<sup>1</sup>

### Indirekte Kapitalüberlassung über Finanzintermediäre



<sup>1</sup> Aus den Transformationsfunktion entspringen für die Finanzintermediäre verschiedene **Risiken**, die sie mit Hilfe von **Risikomanagementmethoden** in den Griff zu bekommen trachten. Aus der Fristentransformationsfunktion erwächst bspw. das **Liquiditäts- sowie das Zinsänderungsrisiko**. Banken gehen darüber hinaus gezwungenermaßen **Bonitätsrisiken** ein, die verschiedentlich Ursachen für Krisen im Bankensektor sind. Ein Ausfall eines Kreditnehmers führt bei dem Kreditinstitut nicht nur zu einem Zinsausfall (→ Zinsspannenverringerung) sondern weit unerfreulicher zu Wertberichtigungen in Höhe des ausfallbedrohten Betrages. Der Erfolg kann dadurch stark geschmälert werden, insbesondere wenn es sich um einen großen Debitor handelt. Den Banken muss es gelingen, die ausfallbedrohten Kredite im Rahmen der Kalkulation ihrer Zinsmarge so zu verarbeiten und auf die Kreditnehmer umzulegen, dass sie durch die Überwälzung dieser Versicherungsprämie auf die Kreditnehmer den Erfolg aufrechterhalten können. An dieser Stelle setzt die neue Regelung der Baseler Bankenaufsicht („Basel II“) an, indem sie in Zukunft von den Banken eine kreditnehmerindividuelle, aus einem Rating abgeleitete Unterlegung der Kreditrisiken mit haftenden eigenen Mittel fordert. Wir gehen hierauf im Kapitel „Rating“ näher ein.

Finanzintermediäre, die mit einer Vielzahl von Geldgebern und Geldnehmern Geschäfte abschließen oder solche vermitteln, ersparen durch ihre Leistungen im Rahmen der **Informationsbedarfstransformation** beiden Seiten die individuelle Suche nach geeigneten Marktpartnern. Die Kenntnis des geeigneten Finanzintermediärs ist ausreichend. Da Finanzintermediäre die Bonitätsprüfung der Kreditnehmer vornehmen, reduziert sich der primäre Informationsbedarf auf die Bonitätsabschätzung des Finanzintermediärs selbst.

Die **Losgrößentransformationsfunktion** stellt die Bündelungsfunktion des Finanzintermediärssektor dar. Dabei werden häufig aus einer Vielzahl von Einlagen entsprechend große Beträge für die unterschiedlichen Kredite zusammengestellt. Umgekehrt kommt es aber auch vor, dass viele kleine Kreditbeträge durch wenige große Einlagen finanziert werden. Indem sich bestimmte Finanzintermediäre bereit halten, innerhalb bestimmter Grenzen beliebige Zahlungsmittelbeträge entgegenzunehmen oder bereitzustellen, nehmen sie den Geldnehmern/-gebern zumindest einen bedeutenden Teil der Losgrößenprobleme ab. Über den Geldmarkt erhöht sich die Transformationseffizienz, indem er verbleibende „Spitzen“ bei einzelnen Finanzintermediären ausgleicht.

Insoweit sich Finanzintermediäre bereit halten, Beträge von den Geldgebern für andere Fristen entgegenzunehmen, als sie diese ihren Geldnehmern überlassen, tragen sie zum Abbau der Fristenprobleme bei (**Fristentransformationsfunktion**). Fristentransformation bedeutet die Umwandlung von formell kurzfristig angebotenen Geldern in langfristig nachgefragten Krediten oder umgekehrt. (Anleger haben oft Interesse an Liquidität, d.h. Verfügbarkeit ohne Verlust bei Eigenbedarf; Nachfrager wollen hingegen häufig langfristig disponieren und Kapital deshalb langfristig unkündbar zur Verfügung gestellt bekommen). Fristentransformation kommt aufgrund von sog. Bodensätzen, Substitution und Prolongation zustande. Vorfällige Abtretung, z.B. Verkauf oder Verleihung von Wertpapieren oder aktive Geldaufnahme am Geldmarkt, runden die Möglichkeiten zur Transformation von Fristen ab.

Unterschiedliche Risikovorstellungen der Marktteilnehmer werden durch die Zwischenschaltung von Finanzintermediären ausgeglichen. Das Kreditrisiko aus der Weiterleitung ihrer Gelder an die Kreditnehmer übernimmt der Finanzintermediär. (**Risikotransformationsfunktion**). Dass durch den Eintritt eines Finanzintermediärs zwischen Geldgeber und -nehmer das Ausfallrisiko, dem die Geldgeber hinsichtlich der vorgesehenen Rückzahlungsbeträge ausgesetzt sind, verändert wird, hängt mit **drei Effekten** zusammen:

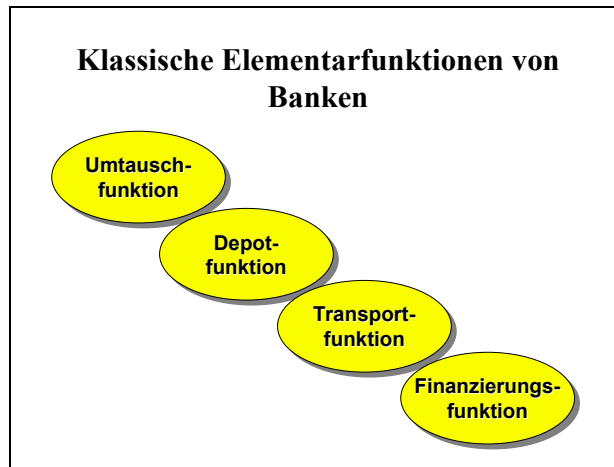
#### Drei Teilaspekte der Risikotransformation

- Risikodiversifikation des Finanzintermediärs
- Risikoselektion durch den Finanzintermediär
- Intermediärhaftung durch Haftungsvermögen bzw. Einlagensicherung

*Die Diversifikation des Kreditportefeuilles sowie die Haftungsfunktion des Eigenkapitals, die Einlagensicherungsfonds und Risikobegrenzungsnormen des Kreditwesengesetzes (Grundsatz I) sowie das besondere Know how der Bankmitarbeiter bei der Kreditprüfung (Kreditselektion) tragen zu einer erheblichen Risikoreduzierung der Anleger bei.*

Wird die Risikotransformation von den Kunden nicht gewünscht, tritt die **Verbriefung** an die Stelle der Kredite. Das Unternehmen begibt dann selbst eine sog. Anleihe (ein Wertpapier), die der Kunde meistens über eine Bank kaufen kann. Damit ist bei einem Zahlungsausfall der Kunde auch direkt betroffen. Die Bank übernimmt entsprechend nur noch die **Vermittlerfunktion**, die auch Beratung und andere Dienstleistungen umfassen kann. Insbesondere im *Investmentbanking* wird diese Umorientierung von der Transformations- zur Vermittlerfunktion realisiert.

Über diese Transformationsfunktionen hinaus – teilweise überschneidend - übernehmen vor allem Banken sog. **Elementarfunktionen**. Hierbei können insbesondere genannt werden:



Die **Depotfunktion** ist der Ausgangspunkt des Bankgewerbes. Reiche Kaufleute suchten vor vielen hundert Jahren jemanden, der bereit war, ein Teil ihres Geldes sicher für sie aufzubewahren. Der Bankier bot für ein Entgelt die sichere Verwahrung von Wertsachen an. Neben der Depotfunktion trat die **Transportfunktion** immer mehr in den Vordergrund. Die Lösung hierfür lag in der Entwicklung des unbaren Zahlungsverkehrs, der mit Kreditbriefen begann und heute weitgehend elektronisch durch Überweisungen stattfindet. Hinzu kam die **Umtauschfunktion**, denn die Kleinstaaten hatten lange Zeit unterschiedliche Währungen. Bis heute hat sich diese Funktion im Devisenmarkt erhalten. Die Idee des Geldverleihens entstand aus dem Depotgeschäft. Denn die Einleger wollten nicht unbedingt dieselben Münzen zurück bekommen, sondern nur einen entsprechenden Gegenwert. Darüber hinaus stellten die Banker fest, dass meist ein gewisser Anteil von Einlagen als Bodensatz trotz ständiger Bewegungen immer zur Verfügung stand. Die **Finanzierungsfunktion**, d.h. das Verleihen fremder Gelder, trat immer stärker in den Mittelpunkt.

### 1.4.2. Systematisierung von Finanzintermediären

Die Beziehung zwischen dem originären Geldgeber, der Anlagebedarf hat, und dem originären Geldnehmer, der einen Finanzierungsbedarf aufweist, kann mit Hilfe von **Finanzintermediären** auf – wie anschließend noch gezeigt wird – eine *transaktionskostengünstigere Plattform* gestellt werden. In den meisten Fällen werden Finanzintermediäre (i.e.S.) Anlage- und Finanzierungsleistungen übernehmen. In der heutigen Wirtschaft agiert neben diesen Finanzintermediären i.e.S. (also insbesondere die diversen Banken des Banksektors) ein System untereinander vielfältig verflochtener Intermediäre. So richten sich einige FI an originäre Geldgeber (Unternehmen oder Staat), während sie sich bei anderen Finanzintermediären refinanzieren (bspw. die Kapitalbeteiligungsgesellschaften, Leasing- oder Factoringgesellschaften). Andere haben als Adressaten vorwiegend originäre Geldgeber und intermediäre Geldnehmer (z.B. Kapitalanlagegesellschaften, Wertpapiermakler, Börsen, Ratingagenturen und Börsendienste).

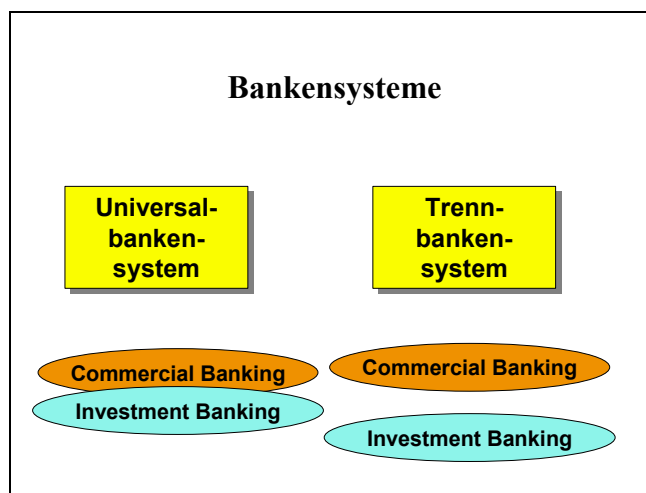
**Universalbanken, Realkreditinstitute, Bausparkassen und Versicherungen**<sup>2</sup> nehmen - mit unterschiedlicher Ausprägung - i.d.R. alle vier Arten von Transformationsleistungen wahr.

<sup>2</sup> Während Einleger und Kreditnehmer bei einer Bank grundsätzlich unterschiedliche Personen sind, gehören bei **Versicherungen** die Prämienzahler und die eventuellen Leistungsempfänger zum gleichen Personenkreis. Die Idee einer Versicherung liegt also darin, die Wahrscheinlichkeit einer Leistung zu berechnen. Die Versicherung deckt individuelle Risiken ab, indem sie die Last auf eine große Zahl von Personen verteilt. Die Tätigkeit der Versicherungsunternehmen ist in aller Regel dadurch gekennzeichnet, dass sie einerseits Zahlungsmittel gegen die bedingte Verpflichtung zukünftiger Zahlungen entgegennehmen und andererseits Zahlungsmittel gegen den Erwerb unbedingter Rückzahlungsversprechen an andere Geldnehmer weiterleiten.

Nach § 1 I KWG sind **Kreditinstitute** Unternehmen, die gewerbsmäßig **Bankgeschäfte** betreiben. Diese sind explizit:

- Einlagengeschäft
- Kreditgeschäft
- Diskontgeschäft
- Finanzkommissionsgeschäft
- Depotgeschäft
- Investmentgeschäft
- Darlehenserwerbsgeschäft
- Girogeschäft
- Garantiegeschäft
- Geldkartengeschäft
- Emissionsgeschäft und
- Netzgeldgeschäft.

Hinsichtlich der Bankensysteme wird man die Unterteilung in **Universalbankensystem** einerseits (charakterisierend für kontinentaleuropäische Bankensysteme) und **Spezialbankensystem** (in anglo-amerikanischen Ländern überwiegend vorzufinden) andererseits antreffen.



Während im **Commercial-Banking** hauptsächlich Einlagen in Kredite umgewandelt werden, helfen **Investmentbanken** ihren Kunden bei der Erzeugung von Finanzkontrakten und bei deren Platzierung. Zu diesem Geschäftsfeld gehört auch der Handel von Kontrakten für Kunden und auf eigene Rechnung.

Die Tätigkeit der Investmentbanken umfasst im wesentlichen Folgendes:

- Emission oder öffentliches Angebot von Effekten (underwriting)
- Privatplatzierung von Wertpapieren
- Handel als Makler oder Dealer im Sekundärmarkt
- Unterstützung bei Fusionen von Unternehmen (M&A)
- Beteiligung an Unternehmen (merchant banking)
- Erzeugung und Handel mit derivativen Instrumenten
- Fondsverwaltung

Im **Corporate Finance** werden Regierungen und Unternehmen beraten. Investmentbanken werben in diesem Segment darum, Staatsbetriebe zu privatisieren (→ Telekom), Großprojekte zu finanzieren (→ Projektfinanzierung), Börseneinführungen vorzubereiten oder Firmenübernahmen und Fusionen durchzuführen (M&A). Im **Capital Markets-Segment** werden Aktien und Anleihen emittiert. Um FK oder EK zu beschaffen, analysieren Wertpapierspezialisten für ihre Kunden die internationalen Märkte, ermitteln optimale Konditionen, bestimmen den besten Zeitpunkt und die richtige Höhe der Emission. Im **Research** werden Branchen, Unternehmen und Länder analysiert. Das Research liefert Daten und Argumente für Kauf- und

Verkaufsempfehlungen sowie M&A. Auf diese Weise dokumentiert die Bank Marktkenntnis. Im **Vertrieb** ist ein enger Kontakt zu institutionellen Anlegern wie Fonds, Banken und Versicherungen sowie Zugang zu vermögenden Privatkunden nötig. Die Güte des Vertriebs bestimmt die Platzierungskraft. Als Gradmesser gilt, wie hoch eine Emission überzeichnet ist. Der Kauf und Verkauf von Aktien, Anleihen und Derivaten ist Gegenstand des **Handels**. Dies geschieht entweder im Kundenauftrag oder auf eigene Rechnung. Die Ergebnisse aus dem Eigenhandel sind eine wichtige Einnahmequelle.

Neben den Finanzintermediären i.e.S. ist es zweckmäßig, auch solche Institutionen im weiteren Sinne zu den Finanzintermediären zu rechnen, deren Geschäftstätigkeit auf den unmittelbaren Abschluss von Finanzkontrakten zwischen originären und/oder intermediären Geldgebern und -nehmern gerichtet ist. Im Rahmen von **Vermittlungs-, Informations- oder Risikoübernahmeleistungen** zielen diese Institutionen darauf ab, den Abschluss einfacher und kostengünstiger herbeizuführen bzw. überhaupt erst zu ermöglichen, ohne jedoch selbst als Partner eines solchen Vertrages aufzutreten. Z.B.:

- **Vermittlungsleistungen:** Wertpapiermakler oder -börsen; Finanzmakler, Kreditvermittler bzw. Banken im Rahmen z.B. des Emissionsgeschäftes.
- **Informationsleistungen:** z.B. Börsendienste, Rating-Agenturen, Evidenzzentralen (z.B. SCHUFA).
- **Risikoübernahme:** z.B. Kreditversicherer, Bürgschaftsbanken/ Kreditgarantiegemeinschaften.

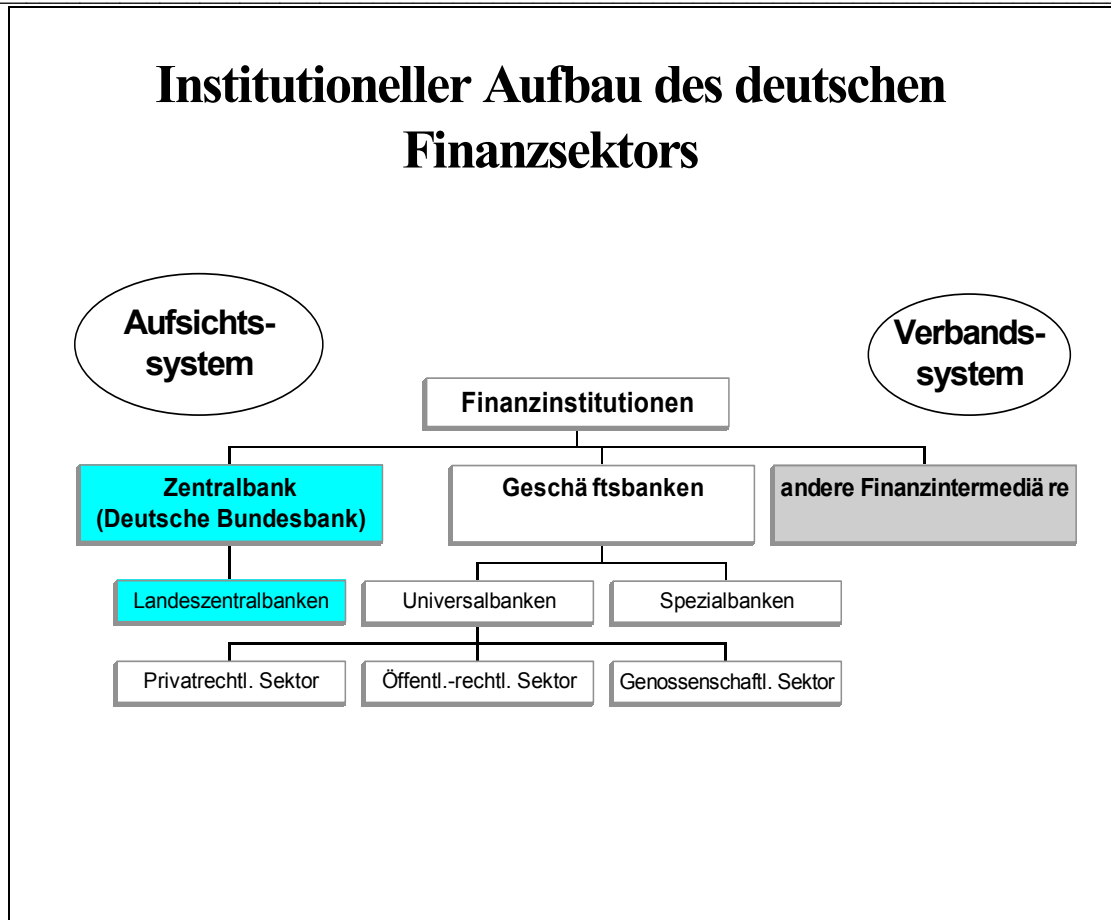
Nach dem KWG zählen solche Institute zu den Finanzdienstleistungsinstituten (§ 1 Abs. 1a) bzw. zu den Finanzinstituten. **Finanzdienstleistungsinstitute** sind Unternehmen, die folgende Finanzdienstleistungen erbringen:

- **Anlagevermittlung**
- **Abschlussvermittlung**
- **Finanzportfolioverwaltung**
- **Eigenhandel (für Dritte)**
- **Drittstaateneinlagenvermittlung**
- **Finanztransfersgeschäft**
- **Sortengeschäft.**

Zu den Haupttätigkeiten von **Finanzinstituten** - einer weiteren Kategorie von Unternehmen im KWG (§ 1 III KWG) - gehören:

- **Erwerb von Beteiligungen**
- **Entgeltlicher Erwerb von Geldforderungen**
- **Abschluss von Leasingverträgen**
- **Verwaltung von Kreditkarten**
- **Handel mit Finanzinstrumenten**
- **Beratung im Corporate Finance-Geschäft**
- **Verwaltung von Schließfächern**
- **Vergabe von Handelsauskünften**
- **Anlageberatung**
- **Geldmaklergeschäft.**

Der institutionelle Aufbau des deutschen Finanzsektors stellt sich in seinen Grundzügen wie folgt dar:



Die **privaten Geschäftsbanken** setzen sich aus den Großbanken, den knapp 200 Regionalbanken und sonstigen Kreditbanken, vielen Zweigstellen ausländischer Banken und rd. 80 Privatbankiers, die in der Rechtsform des Einzelkaufmanns oder der Personengesellschaft firmieren. Die Kapitalgesellschaften überwiegen insgesamt im privaten Bankensektor. Der **Sparkassensektor** besteht aus ca. 750 Sparkassen, elf Landesbanken-Girozentralen, die in bestimmten Regionen als Spitzeninstitut des dortigen Sparkassenbereichs fungieren und der Deutschen Girozentrale/D. Kommunalbank als Zentralinstitut des gesamten Sparkassensektors. Der **Genossenschaftssektor** umfasst knapp 3000 fast ausschließlich lokal tätige, in der Rechtsform der eG geführte Kreditgenossenschaften („Volksbanken“ oder „Raiffeisenbanken“), die WGZ-Bank und die DZ-Bank als Spitzeninstitut des Genossenschaftsbereichs.

**Spezialbanken** lassen sich systematisieren in solche mit **spezialisiertem Leistungsangebot** (Real-KI, Bausparkassen, Wertpapiersammelbanken, Bürgschaftsbanken<sup>3</sup>) und solche mit **Sonderaufgaben** und zwar

- *privatrechtlicher Rechtsform:*
  - AKA Ausfuhrkredit-GmbH;
  - IKB Deutsche Industriebank AG
  - Liquiditäts-Konsortialbank GmbH
  - Privatdiskont AG
  - Deutsche Ausgleichsbank AG
  - Deutsche Bau- und Bodenbank AG,
- *öffentlicher Rechtsform*
  - Kreditanstalt für Wiederaufbau
  - Deutsche Ausgleichsbank
  - Landwirtschaftliche Rentenbank.

<sup>3</sup> **Bürgschaftsbanken** leisten (Teil-)Kreditgarantien vor allem für Unternehmen, deren Ertragskraft zwar die Kreditgewährung rechtfertigt, die aber über keine ausreichenden Sicherheiten verfügen.

Zu den anderen Finanzintermediären zählen u.a. :

- ⇒ **Kapitalanlagegesellschaften** sind Kreditinstitute nach dem KWG. Sie nehmen Einlagen herein und legen diese in eigenem Namen, aber für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger in Wertpapiere, Grundstücke oder Erbbaurechte an. Für den Anleger wird dadurch eine Risikostreuung erreicht, die er selbst nicht realisieren könnte. Zu unterscheiden sind u.a. Immobilienfonds, Wertpapierfonds, die wiederum in Spezial- und Publikumsfonds zu trennen sind. Schwerpunktmäßig übernehmen Kapitalanlagegesellschaften die Risikotransformation, die Losgrößen- und die Informationsbedarfstransformation.
- ⇒ **Kapitalbeteiligungsgesellschaften** erwerben Anteilsrechte an anderen Gesellschaften (nicht börsengängige AGs) und stellen damit voll haftendes EK zur Verfügung. Die Risikotransformation steht im Mittelpunkt ihres Wirkens.

### 1.4.3. Entstehung von Finanzintermediären

Die Entstehung von Finanzintermediären kann generell auf Kostenvorteile bei gegebener Leistung zurückgeführt werden. Da in der realen Welt Finanzintermediäre zu beobachten sind, *müssen* sie **Kostenvorteile** (in welcher Form auch immer) besitzen.

Potenziell anfallende Kosten aus wirtschaftlicher Tätigkeit zur Erstellung einer Leistung lassen sich in

- Produktionskosten und
- Transaktionskosten unterscheiden.

**Produktionskosten** sind solche (*innerhalb* einer produzierenden Einheit), die für die Produktion einer gegebenen Outputmenge als Werteverzehr durch die eingesetzten Produktionsfaktoren anfallen.

**Transaktionskosten** sind dagegen jene Kosten, die *beim Austausch* von Leistungen zwischen Akteuren anfallen. Der Leistungsaustausch muss dabei über eine eindeutig identifizierbare Schnittstelle vollzogen werden.<sup>4</sup>

Im **Übertragungsmedium** zwischen den Kapitalgebern und den Kapitalnehmern entstehen diverse Kosten bzw. Verluste. Hierzu zählen insbesondere:

- **Informationskosten** (Suchkosten, Maklerkosten, Zeitaufwand)
- **Transaktionskosten i.e.S.** (z.B. Bank-, Börsen-, Konsortialgebühren)
- **Steuern**
- **Opportunitätskosten** (durch eingeschränkte künftige Handlungsmöglichkeiten).

Der Umfang dieser Kosten (=Transaktionskosten i.w.S.) entscheidet über die relative Vorteilhaftigkeit eines Übertragungsmediums.

Im Hinblick auf die anfallenden *Transaktionskosten* - unter denen man alle „Opfer“ und Nachteile (monetär erfassbare Größen, Mühe und Zeit) versteht, die von den Marktpartnern zur Verwirklichung des Leistungsaustausches zu tragen sind - ist eine solch enge Beziehung zwischen Bank und Unternehmen in vielen Fällen als effizient zu beurteilen.

Im Zusammenhang mit einer Kreditbeziehung können **Transaktionskosten** z.B. sein:

<sup>4</sup> Ein vollkommener Markt kennt keine Transaktionskosten, da keinerlei „Reibungsflächen“ in Form von Friktionen und Informationsproblemen bestehen, die Transaktionskosten auslösen könnten.

### Arten von Transaktionskosten

- »Anbahnungskosten
- »Vereinbarungskosten
- »Abwicklungskosten
- »Kontrollkosten
- »Anpassungskosten

Diese fünf Transaktionskostenarten lassen sich wie folgt näher charakterisieren:<sup>5</sup>

- **Anbahnungskosten:** Hierzu werden alle Kostenelemente gezählt, die mit der Suche nach Marktpartnern sowie der Beurteilung potenzieller Partner im Zusammenhang stehen (z.B. Prüfungs-, Kommunikations-, Reise-, Beratungskosten).
- **Vereinbarungskosten:** Ist erst einmal ein Marktpartner gefunden, gilt es einen Kontrakt auszuhandeln und abzuschließen (z.B. Verhandlungs-, Rechtsberatungs-, Abstimmungskosten).
- **Abwicklungskosten:** Ein unterschriebener Finanzierungsvertrag muss abgewickelt werden, im wesentlichen Transfer der Finanzierungsmittel vom Kapitalgeber zum Kapitalnehmer, anschließend über die Kontraktdauer hinweg die Anwicklung der vereinbarten Zahlungen und schließlich die Schlussabwicklung nach Beendigung der Kontraktdauer (z.B. Steuerung des Tauschprozesses, Managementkosten der Koordination u. Führung).
- **Kontrollkosten:** Während der Laufzeit des Kontraktes muss seitens des Kapitalgebers die Einhaltung der Kontraktbedingungen überwacht werden. Zusätzlich ist die Bonität des Schuldners laufend oder periodisch zu überwachen (z.B. Bonitäts-, Qualitäts- und Terminüberwachung).
- **Anpassungskosten:** Werden wesentliche Veränderungen der kontraktbestimmenden Rahmenbedingungen festgestellt, müssen allenfalls Vertragsmodifikationen vorgenommen werden. Dies kann mit erneuten Vereinbarungs- und Abwicklungskosten verbunden sein (z.B. Zusatzkosten aufgrund nachträglicher qualitativer, mengen-/ preismäßiger oder terminlicher Änderungen).

Diese Kostenarten fallen grundsätzlich sowohl beim Kapitalgeber wie beim Kapitalnehmer an. Anbieter- wie nachfragerseitige Kosten fließen in die vom Schuldner zu tragenden Finanzierungskosten ein. Fokussiert man auf die **Klein- und mittelständischen Unternehmen** (KMU), so lassen sich folgende Transaktionskosten identifizieren:

<sup>5</sup> Vgl. BERNET, B. / DENK, C., *Finanzierungsmodelle für KMU*, Bern u.a. 2000, S. 44f.

## Transaktionskosten der Intermediärsfinanzierung von KMU

- **Anbahnungskosten** : Relativ hoch auf Seiten des Finanzintermediärs; oft auch für das Unternehmen, da umfangreiche quantitative und qualitative Informationen bereitgestellt werden müssen.
- **Vereinbarungskosten**: Relativ gering, da weitgehend standardisiert
- **Abwicklungskosten**: Relativ gering, da weitgehend standardisiert.
- **Kontrollkosten** : Relativ hoch (analog Anbahnungsk.)
- **Anpassungskosten**: Abhängig von der Ausgestaltung des Kontraktes u. der Bonitätsentwicklung des Kapitalnehmers.

Im Folgenden werden **drei Formen von Transaktionskosten** skizziert, die die Grundlage der Theorie der Finanzintermediation bilden.<sup>6</sup>

### ➤ **Fixe Transaktionskosten**

Der Anfall fixer Kosten stellt ein Standardargument zur Rechtfertigung von Finanzintermediären dar. Fixe Kosten können häufig auf Unteilbarkeiten zurückgeführt werden. Sie fallen an als *fixe Vorbereitungskosten*, welche in die Lage versetzen, überhaupt Transaktionen durchzuführen, und zum anderen *fixe Ausführungskosten pro Transaktion*. Beide Kostenarten führen zu *Economies of Scale*. Die Vorbereitungskosten verteilen sich mit steigender Transaktionsanzahl auf immer mehr Transaktionen, die durchschnittlichen Ausführungskosten sinken mit einem steigenden Transaktionsvolumen. Economies of Scale führen c.p. dazu, dass eine Tendenz zur Spezialisierung einsetzt, um die Fixkosten-Duplizierung zu vermeiden. Durch Ausnutzen von Skaleneffekten können Finanzintermediäre Transaktionskosten effizient reduzieren.

### ➤ **Informationskosten**

Eine wichtige Funktion von Finanzintermediären ist die Sammlung und Weitergabe von Informationen. Aufgrund von Spezialisierungsvorteilen dürften Finanzintermediäre geringere laufende Kosten der originären Informationsproduktion sowie Kosten der Einebnung von Informationsasymmetrien haben als sonstige Wirtschaftsteilnehmer, die die potenziell gleiche Leistung erbringen können. Insbesondere Banken besitzen darüber hinaus einen komparativen Kostenvorteil, da sie aus laufenden Geschäftsbeziehungen heraus über eine breite, kostengünstige Informationsbasis verfügen, die sie effizient zum *Cross Selling*<sup>7</sup> (und das mehrfach oder über einen längeren Zeitraum) verwenden können.

**Monitoring costs** (Überwachungskosten) – als eine bestimmte Klasse von Informationskosten – werden deutlich verringert, wenn die Überwachung der Unternehmen nicht von vielen Kreditgebern je für sich, sondern zentral vorgenommen wird.

### ➤ **Partizipationskosten**

Für rational handelnde Wirtschaftssubjekte mit einem geringen Einkommensanteil aus Finanzkapital am Gesamtkapital besteht bei fixen Partizipationskosten (z.B. Aus- und Weiterbildungsmaßnahmen, Opportunitätskosten) kaum ein Anreiz, die Funktionsweise der Finanzmärkte und deren Instrumente selbst professionell zu erlernen. Der Aufbau von Humankapital wäre nicht effizient, weil die Opportunitätskosten typischerweise viel zu hoch sind. Die Delegation dieser Aufgabe an spezialisierte Finanzintermediäre ist die logische Konsequenz.

<sup>6</sup> Vgl. BANK, M. (1998) S. 43ff.

<sup>7</sup> Cross Selling = Verkauf von anderen Produkten, der aber durch den Verkauf der Basisleistung initiiert wurde.

Finanzintermediäre und vor allem Banken erbringen – zusammenfassend - finanzielle und somit *erklärungsbedürftige* und *vertrauensempfindliche Dienstleistungen*. Sie vollziehen verschiedene Transformationen und ermöglichen so den - mangelhaft informierten - Teilnehmern am Finanzmarkt eine *Transaktionskostenreduktion* [→ *Spezialisierung; besondere Organisationsform; Erfahrung; interne Risikodiversifikation*] bei der Inanspruchnahme finanzieller Leistungen. Banken haben im Laufe der Zeit (Erfahrungskosten !) gutes Risikobeurteilungs- und Risikomanagement-Know-how aufgebaut, das bei gewöhnlichen Risiken und „normaler“ Eigenkapitalausstattung einen gut funktionierenden Kreditmarkt ermöglicht.

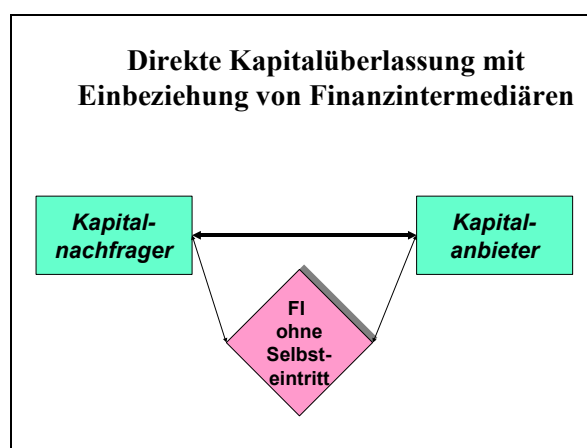
Vertiefende Literatur:

- HARTMANN-WENDELS, T. / PFINGSTEN, A. / WEBER, M., Bankbetriebslehre, Heidelberg 1998, S. 114ff.
- BANK, M., Gestaltung von Finanzierungsbeziehungen, Wiesbaden 1998, S. 52ff.
- NEUBERGER, D., Kreditvergabe durch Banken, Tübingen 1994, S. 31ff.

#### 1.4.4. Marktfinanzierung über Börsen<sup>8</sup>

Unternehmen können sich auch **direkt über den Finanzmarkt** (sei es mit Eigen- oder mit Fremdkapital) finanzieren. Hier treffen Anbieter von und Nachfrager nach Kapital direkt zusammen, wobei die Kapitalvermittlung durch einen Kontrakt in der Form eines Wertpapiers stattfindet. Trotz der direkten Finanzierungsbeziehung zwischen Kapitalgeber und Kapitalnachfrager weiß der letztere nicht unbedingt, wer ihm das Geld zur Verfügung gestellt hat. Der Kapitalgeber dagegen weiß immer, in welcher Unternehmung sein Kapital angelegt ist.

Das zentrale Instrument der Marktfinanzierung ist **das Wertpapier**. Es poolt die Kapitalnachfrager und –anbieter aufgrund einiger wertpapierspezifischer Kriterien (wie etwa Laufzeit, Zinssatz etc.). Die Emission dieser Wertpapiere kann entweder direkt durch die Kapitalnachfrager oder durch Vermittlung eines Intermediärs (Bank, Treuhänder) geschehen. Auf das Emissionsgeschäft gehen wir später im Semester noch kurz ein.



Im Marktsystem müssen die Kapitalgeber selbst die risikorelevanten Parameter der Finanzierungstransaktionen bewerten. Da sie dies i.d.R. nicht in ausreichendem Maße können bzw. diese Bewertung für den einzelnen Kapitalgeber mit zu hohen Kosten verbunden ist, wird diese Funktion einem Dritten, z.B. einer Ratingagentur, übertragen. Wo keine solche Instanz vorhanden ist, die diese

<sup>8</sup> Vgl. BERNER, B. / DENK, C., *Finanzierungsmodelle für KMU*, Bern u.a. 2000, S. 59.

Bewertungen zu Kosten vornehmen kann, welche mit denjenigen im Intermediärssystem vergleichbar sind, kann sich die Marktfinanzierung gegenüber anderen Systemen kaum durchsetzen.

**Börsen** sind Orte, an denen innerhalb bestimmter Zeiten ein regelmäßiger, staatlich genehmigter, öffentlicher Handel zum Abschluss von Geschäften in vertretbaren, fungiblen Wertpapieren (Effekten) [§ 91 BGB] zwischen Kaufleuten zu standardisierten Vertragsbedingungen stattfindet. Nach der Art der gehandelten Güter sind *Waren-, Devisen- und Effektenbörsen* zu unterscheiden. Tendenzen zur Ausweitung der Börsenhandelszeiten sowie des Vordringens von elektronischen Wertpapierhandels- und Kursinformationssystemen führen in jüngerer Zeit zu mehr *Zeit- und Standortunabhängigkeit*.

Am **Primärmarkt** werden Beteiligungs- und Forderungspapiere erstmalig begeben (und dies liegt noch weitgehend außerhalb der Börsen!), während die im Umlauf befindlichen Papiere am **Sekundärmarkt** gehandelt werden. Ein effizienter Sekundärmarkt ist besonders wichtig, weil die Inhaber daran interessiert sind, sich von ihren Effekten reibungslos zu lösen. Die Anleger sollen ihrerseits mit möglichst geringen Transaktionskosten (i.w.S.) Effekten unabhängig von der Emissionstätigkeit erwerben können. Börsen sollen die finanziellen Ressourcen in diejenigen realen Verwendungen lenken, die hohe Erträge versprechen.

Eine Reihe von Elementen organisatorischer Gestaltung sind maßgeblich für den Organisationsgrad eines Beteiligungskapitalmarktes und sind u.a. mitbestimmend für seine Effizienz:

- **Standardisierung der Titel (Homogenität; Fungibilität)**
- **Beschränkung der Haftung**
- **Standardverträge bei Börsengeschäften**
- **Einfachheit der Eigentumsübertragung**
- **zeitliche u. örtliche Konzentration des Handels**
- **Strenge Regelung des Preisermittlungsverfahrens**
- **Publizierung des Marktgeschehens u.**
- **Publizität des Emittenten.**

In der neoklassischen ökonomischen Theorie wird unter einem Markt der Ort verstanden, an dem Gütertausch stattfindet; der Ort also, wo sich Nachfrager und Anbieter eines Guts treffen. Die Marktteilnehmer werden in ihren Entscheidungen für ein Gut durch dessen Preis gelenkt. Preise übernehmen durch ihre Anreizfunktion die Koordination zwischen Anbietern und Nachfragern. Indem sich die Preise ohne weiteres Zutun, gleichsam der "invisible hand" Adams Smiths, der Nachfrage und dem Angebot eines Marktes anpassen, wird in einem *vollkommenen Markt* eine optimale Allokation (Verteilung) der Güter erreicht.

Eine optimale Allokation der Güter eines Marktes ist dann erreicht, wenn sie gemäß der Präferenzordnungen ("Vorlieben") der Marktteilnehmer verteilt sind. Ihre persönlichen Präferenzordnungen drücken die Nachfrager und Anbieter mittels Preisen für ein Gut aus. Dabei entsteht ein Gleichgewichtspreis, bei dem sich Nachfrager und Anbieter handelseinig werden. Preise sind in einem Marktsystem also Planungs-, Anreiz- und Kontrollvariablen und bestimmen Menge und Qualität bei der Verteilung wirtschaftlicher Güter.

Die konkrete Ausgestaltung des Marktmechanismus, des Ablaufs also, wie ein Preis auf einem Markt gefunden wird, kann unterschiedlich erfolgen. Grundsätzlich handelt es sich immer um (Preis-) Verhandlungen zwischen Nachfragern und Anbietern.

## Effiziente, "theoretisch optimale" Märkte

Ein Markt wird als theoretisch "vollkommen", "ideal" oder "effizient" bezeichnet, wenn jedem Marktteilnehmer vollständige Informationen über Angebot und Nachfrage zugänglich sind ("Markttransparenz") und wenn keine Transaktionskosten zur Teilnahme am Markt anfallen. Ein theoretisch optimaler Markt ist deshalb *ubiquitär*, d.h. von jedem Ort aus jederzeit verfügbar und zugänglich. Die auf dem gleichen Markt gehandelten Güter müssen zudem vollständig homogen sein, damit ein Vergleich möglich ist.

Weiter wird gefordert, dass es keine individuellen Präferenzen hinsichtlich bestimmter Marktpartner gibt. Transaktionen werden also ausschließlich aufgrund der besten Preise für nicht unterscheidbare, homogene Güter abgeschlossen. Wären diese Voraussetzungen in der Praxis erfüllt, so entspräche der Markt einem transparenten, informationseffizienten, orts- und zeitlosen Koordinationsmechanismus.

Koordination auf einem Markt findet über *Markttransaktionen* statt. Eine Markttransaktion entspricht einer endlichen Summe von Interaktionsprozessen zwischen Teilnehmern in unterschiedlichen Rollen, die in einem zeitlich begrenzten Rahmen die Erwartungen und Interessen der beteiligten Marktpartner aufeinander abstimmen, also koordinieren.

Ziel der Markttransaktion ist eine (vertragliche) Vereinbarung über den beabsichtigten Gütertausch. Die an einer Markttransaktion beteiligten Interaktionsprozesse werden zu Klassen zusammengefasst, die im folgenden als Marktphasen bezeichnet werden sollen. Unterschieden werden drei Marktphasen:

- Informationsphase (incl. Marktinformation, Partnersuche, Partnerinformationsbeschaffung),
- Vereinbarungsphase und
- Transaktionsabwicklungsphase.

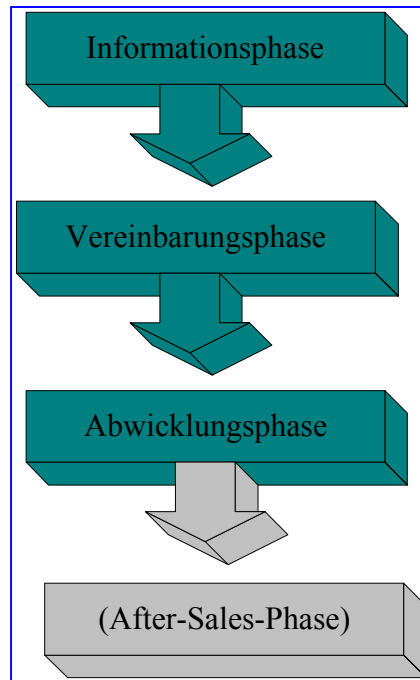
Die Marktphasen zeichnen sich durch folgende Merkmale aus:

- Informationsphase: In der ersten Phase einer Markttransaktion findet ein Informationsaustausch zwischen Nachfragern und Anbietern statt. Neben Informationen zum gewünschten Produkt werden dabei auch Hintergrundinformationen über die Anbieter, über Lieferbedingungen sowie über die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und die Branche gesammelt. Der Nachfrager verschafft sich in dieser Phase einen Marktüberblick, der als Grundlage für die Entscheidung dient, bei welchem Anbieter welches Gut gekauft werden soll. Ebenfalls in die Informationssuche gehört der Suchprozess, mit dem die gewünschten Güter und Partner gesucht werden. Die Informationsphase ist für die Marktteilnehmer beendet, sobald ein Gebot für den Kauf bzw. Verkauf eines Gutes vorliegt.
- Vereinbarungsphase: In der zweiten Phase einer Markttransaktion wird mit dem betreffenden Marktteilnehmer (Anbieter bzw. Nachfrager) Kontakt aufgenommen und über die genauen Konditionen (Preis, Menge, Qualität etc.) für das Gut verhandelt. Ein Vertragsabschluss, bei dem sich beide Parteien mit den ausgehandelten Konditionen einverstanden erklären, bildet den möglichen Abschluss der Vereinbarung. Wird nach Kontaktnahme mit dem ersten Marktpartner keine Einigung erzielt, so können entweder Verhandlungen mit neuen Marktpartnern stattfinden oder die Markttransaktion kehrt zur Ausweitung der Marktinformation in die Informationsphase zurück.
- Abwicklungsphase: Der Abwicklungsphase liegt der in der vorhergegangenen Vereinbarungphase ausgehandelte Vertragsabschluss zugrunde. In dieser Phase wird die eigentliche Transaktion durchgeführt, d.h. der Austausch der vereinbarten Leistungen oder Güter findet statt. Dies bedeutet für physische Güter beispielsweise das Verpacken, Versenden, Versichern und Verzollen. Komplementär finden die dazu notwendigen Finanztransaktionen sowie evtl. weitere im Zusammenhang mit der Übertragung des Gutes stehende Handlungen statt.

Häufig beschränken sich die Darstellungen von Markttransaktionen auf die Phasen 1 bis 3. Der Bereich der Kundenbetreuung bleibt daher unberücksichtigt. In der aktuellen Literatur wird versucht, diesen Bereich mit einzubeziehen. Daher existieren Ansätze, bei denen eine vierte Phase mit der Bezeichnung After-Sales-Phase integriert wird. Diese Phase wird am Ende des Prozesses platziert, da die Zeit nach dem Geschäftsprozess gleichzeitig die Zeit vor dem nächsten Geschäftsprozess ist.

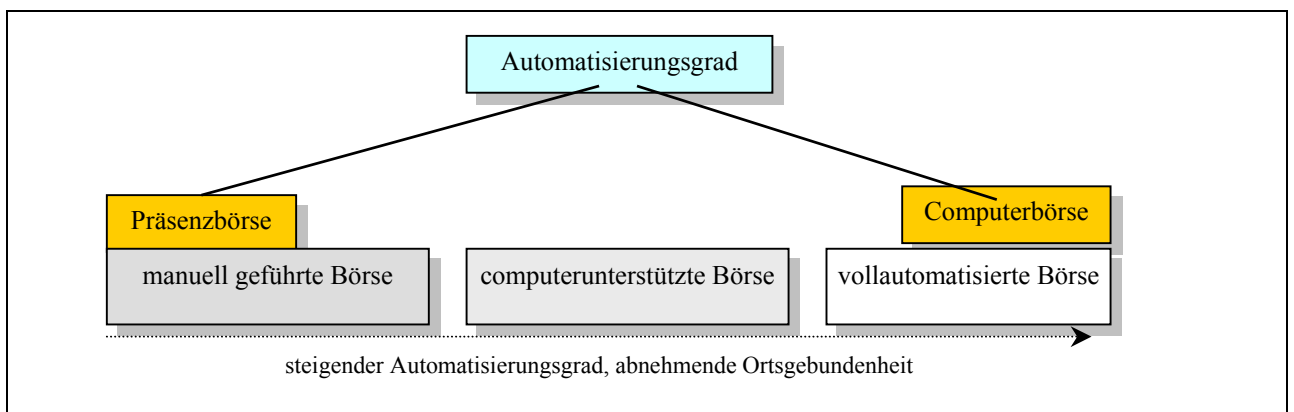
Die folgende Graphik soll die einfache Gliederung des Phasenablaufes verdeutlichen:

Abb.: Phasen einer Markttransaktion



## Börsenkonfiguration

Für die **Börsenkonfiguration** dient der Automatisierungsgrad als Unterscheidungsmerkmal. Es wird gelegentlich die Ortsgebundenheit<sup>9</sup> als Abgrenzungskriterium verwendet.



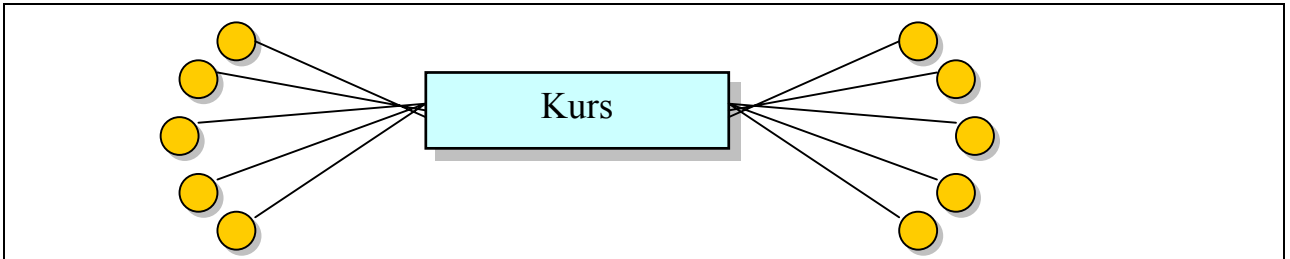
## Unterscheidung von Börsen durch ihren Automatisierungsgrad

Die Präsenzbörse ist zentral organisiert. Die Kommunikation zwischen den Börsenteilnehmern findet an einem Ort (Börsensaal) statt. Geschäftsabschlüsse können durch einfachen Zuruf (open outcry) zustande kommen. Hierbei ist zu beachten, dass auch Präsenzbörsen nicht mehr rein manuell geführt werden. Sie werden durch entsprechende Technik unterstützt, so dass sich viele Zwischenstufen herausgebildet haben. In diesem Zusammenhang wird von computerunterstützten Börsen gesprochen.

<sup>9</sup> Vgl. HÄUSER/ROSENSTOCK (1997) S. 140 ff.

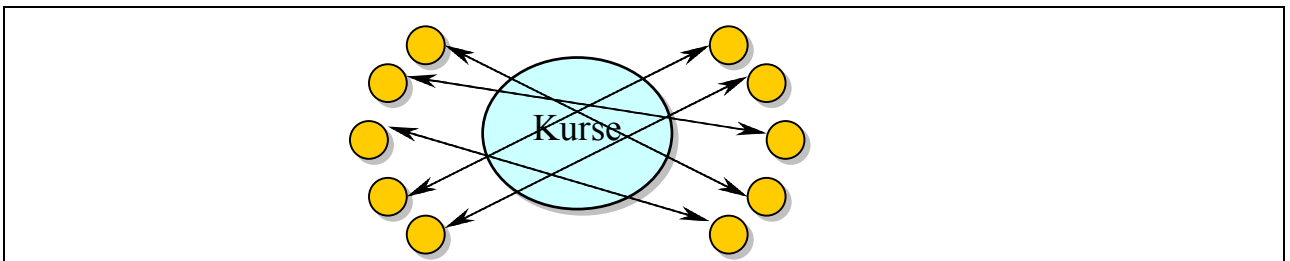
An der dezentralen Computerbörse tritt der Bildschirm an die Stelle des Börsenparketts. Die Kommunikation findet indirekt über Terminals statt. Verkauf- und Kaufgebote werden über ein Netzwerk allen Börsenteilnehmern zugänglich gemacht. Geschäftsabschlüsse werden über einen Zentralrechner abgewickelt und dort dokumentiert.

Äquivalent für die Börsenorganisation wird der Begriff Börsensystem gebraucht. Die Unterscheidung erfolgt nach dem Kursfindungsprinzip. Beim Auktionsprinzip (order driven market) werden alle Kauf- und Verkaufaufträge in einem zentralen Orderbuch (Skontro) gesammelt und an einem bestimmten Ort zu einer vereinbarten Zeit ausgerufen. Es wird ein Einheitskurs (Kassakurs) nach dem Höchstumsatzprinzip ermittelt.



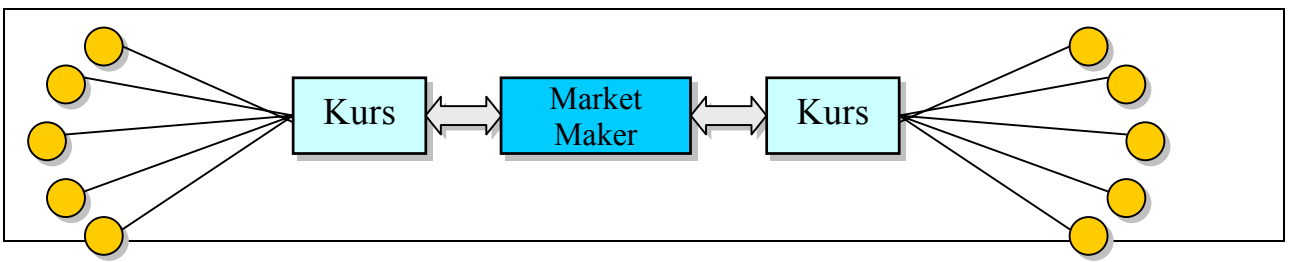
### Einheitskursverfahren

Für Wertpapiere mit größeren Umsätzen wurde die variable (auch fortlaufende) Notierung eingeführt. Sobald Kauf- und Verkaufaufträge zu einem Geschäft zusammengeführt werden können, wird ein Kurs notiert. Während des Börsenverlaufs ergibt sich so eine Reihe unterschiedlicher Notizen, die eine Tagestendenz widerspiegeln.



### Fortlaufende Notierung

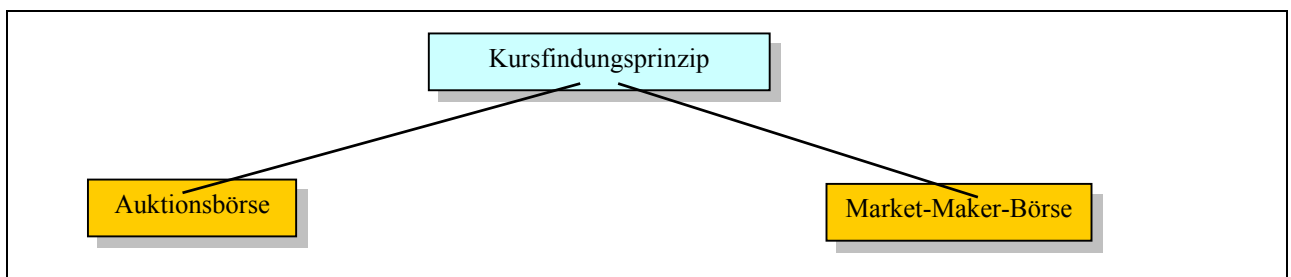
Charakteristisch für einen order driven Markt ist die Tatsache, dass bei einem Mangel an Orders zu marktgerechten Preisen oder bei Vorliegen von Orders nur einer Marktseite eine Preisfeststellung und somit ein Handel unmöglich ist.



## Preisfindung in quote driven Märkten

Auf Market-Maker-Börsen (quote driven market) steht der sogenannte **Market Maker** als eine Art Betreuer für Wertpapiere im Mittelpunkt. Dieser hat die Verpflichtung übernommen, während der Börsenzeit ständig **Geld- und Briefkurse**<sup>10</sup> mit einer zugelassenen Höchstspanne verbindlich zu stellen. Ist die Vermittlung eines Auftrages nicht möglich, so ist der Market Maker zum Abschluss auf eigene Rechnung verpflichtet. Auf diese Weise wird die Liquidität des Marktes sichergestellt. Für ein Papier werden meist mehrere Market Maker zugelassen, so dass der Wettbewerb um Umsatzanteile eine schnelle Kursanpassung an neue Situationen gewährleistet.

Zusammenfassend: Der Handel auf Finanzmärkten kann unterschiedlich organisiert sein. Auf sog. **Auktionsbörsen** treffen Angebot und Nachfrage gesammelt in einem Zeitpunkt aufeinander und ein neutraler Makler ermittelt den Kurs, der beide zum Ausgleich bringt. Demgegenüber sind sog. **Händlerbörsen** nach dem **Market-Maker-Prinzip** organisiert. Der Market Maker übernimmt die Rolle eines potenziellen Handelspartners. Er verpflichtet sich, jederzeit verbindliche Kurse zu nennen, zu denen er Finanztitel zu kaufen oder zu verkaufen gedenkt.<sup>11</sup>



### Unterscheidung von Börsen durch das verwendete Kursfindungsprinzip

Auch auf diesem Gebiet bilden sich stellenweise Mischformen heraus, insbesondere in Verbindung mit Computerbörsen.

Auktionsbörse vs. Market-Maker-System	
<b>Auktionsbörse</b>	<b>Market-Maker-System</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>• Es konkurrieren die Aufträge der Marktteilnehmer direkt miteinander. Auf Basis der vorliegenden Kauf- u. Verkaufsaufträge Ermittlung markträumender Preise.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Es stellen spezielle als market maker zugelassene Banken o. Wertpapierhäuser fortlaufend für bestimmte Mindestmengen von ihnen betreuter Titel verbindliche Geld- u. Briefkurse.</li></ul>

<sup>10</sup> Der Ankaufskurs des Market Maker wird als Bid (Geldkurs), der Verkaufskurs als Ask (Briefkurs). Die Spanne zwischen Geld- und Briefkurs wird Spread genannt.

<sup>11</sup> Abgesehen von Informationseffekten schwankt der Kurs im Market Maker-System i. a. stärker als im Auktionssystem, weil der Market Maker seine Geld-Brief-Spanne theoretisch nach jeder einzelnen Transaktion ändert. Dies hängt damit zusammen, dass der Market Maker kontinuierlich Kurse stellt, während in Auktionen zunächst innerhalb bestimmter Zeiträume Aufträge gesammelt werden und anschließend die Kurse bestimmt. Auf der anderen Seite müssen die Marktteilnehmer im Auktionssystem auf die Ausführung ihrer Aufträge warten, bis diese gesammelt sind und der Kurs festgestellt wird. Dabei kennen sie vorab nicht den Kurs, bzw. sie wissen bei limitierten Aufträgen nicht, ob der Auftrag überhaupt ausgeführt wird. Mit dem Warten auf die Kursfeststellung werden neue Informationen, die sich im Kurs niederschlagen, erst später bekannt.

Weiterführende Literatur:

- HIRTH, H., Market Maker, in: WiSt 8/1995, S. 421ff.
- BORTENLÄNGER, C., Börsenautomatisierung, Wiesbaden 1996.
- HÄUSER / ROSENSTOCK, Börse und Kapitalmarkt, Frankfurt/M. 1997.
- PICOT/BORTENLÄNGER/RÖHRL, Börsen im Wandel, Frankfurt/M. 1996.

## Börsengeschäfte

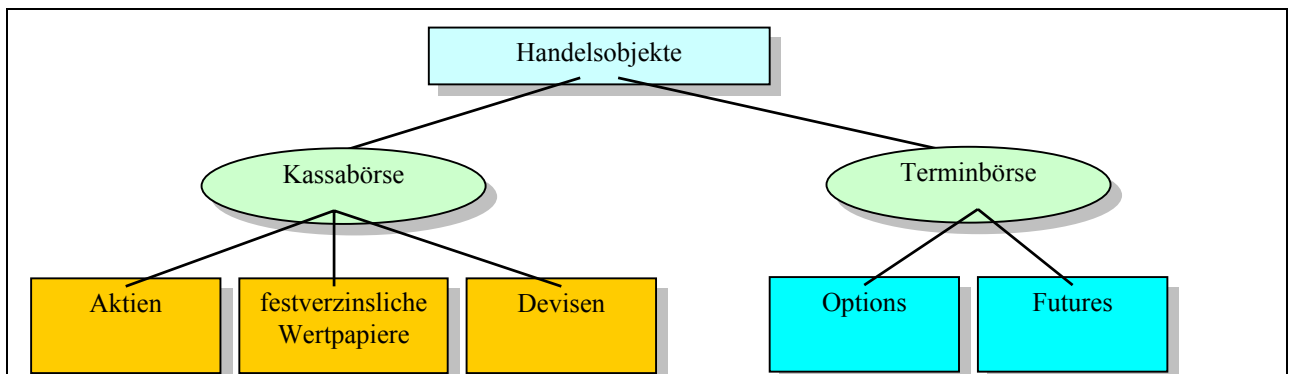
An Börsen können die unterschiedlichsten Objekte gehandelt werden, so dass diese Handelsobjekte zur Differenzierung von Börsen dienen können.

An **Effektenbörsen** werden Aktien (z.B. Stammaktien, Vorzugsaktien), festverzinsliche Wertpapiere (z.B. Obligationen, Zero Bonds) oder sonstige Objekte (z.B. Wandelanleihen, Optionsanleihen) gehandelt. Die ursprüngliche Hauptfunktion als Primärmarkt haben sie jedoch schon frühzeitig eingebüßt. Für die in den Verkehr gebrachten Wertpapiere spielen allerdings die Börsen als **Sekundärmarkt** eine entscheidende Rolle.

**Aktienbörsen** bilden hochorganisierte Teilmärkte des Kapitalmarktes, die mittels einer Funktionstrennung von Kapitalaufbringung und Management die Unternehmensfinanzierung bedeutend erleichtern. Sie haben das Ziel, Kapital zu mobilisieren und für eine optimale Allokation der Finanzierungsmittel zu sorgen. Die Kernfunktion der Börsen, nämlich die *Fristen-, Losgrößen- und Risikotransformation* bei gleichzeitigem *Anlegerschutz*, werden durch das Wahrnehmen von Aufgaben wie Zulassung, Marktaufsicht und die Definition des Marktmodells durch das Angebot geeigneter Infrastruktur erfüllt. Diese sind im Wesentlichen durch **Gesetze** (Börsengesetz, Wertpapierhandelsgesetz) geregelt. Die Börsen in Deutschland sind *öffentlich-rechtliche Anstalten*, weil ein öffentliches Interesse an einem börsenmäßig organisierten Wertpapierhandel besteht. So wird der Kurs bspw. „amtlich“ durch Kursmakler gestellt. Öffentlich-rechtliche Börsen können z.B. Börsenteilnehmer ausschließen, wenn dessen mangelnde Bonität ihn als Kontrahenten disqualifiziert. Für die Überwachung des Verhaltens der Marktteilnehmer und der Verhinderung von Insider-Tatbeständen sind Kontroll-, Handlungs- und Sanktionsbefugnisse notwendig. Allerdings ist die Börsenaufsicht subsidiär organisiert, nämlich über eine Handelsüberwachungsstelle.

**Devisenbörsen** dienen dem Handel mit auf ausländische Währungen lautende und an einem ausländischen Ort zahlbare Forderungen (Devisen). Die Umsätze im weltweiten Freiverkehr sind sehr viel höher als die der deutschen Devisenbörsen. Die Arbitragemöglichkeiten zwischen Bank und Börse sichern jedoch international marktgerechte Devisenkurse zum Zeitpunkt ihrer amtlichen Feststellung. In der Amtlichen Notiz liegt auch die besondere Bedeutung der Devisenbörsen, denn der Amtliche Kurs ist verbindlich für das Kundengeschäft (§ 400 HGB, Nr. 35 AGB der deutschen Banken). Die Spanne zwischen Geld- und Briefkurs ist für Banken ebenfalls verbindlich.

Alle eben genannten Börsen sind Kassabörsen. Ihnen gegenüber stehen die Terminbörsen.



### Unterscheidung von Börsen durch die gehandelten Objekte

**Warenterminbörsen** führen spezialisierte Marktteilnehmer zusammen, die nicht am Börsenort befindliche, u.U. noch nicht existierende, vertretbare und weltweit in großem Umfang verbrauchte Naturprodukte zu standardisierten Vertragsbedingungen handeln. Es handelt sich dabei vorwiegend um mengen- und qualitätsmäßig standardisierte Einheiten (Kontrakte) über landwirtschaftliche oder bergbauliche Produkte. Kennzeichnend ist, dass die Geschäfte nicht sofort bei Vertragsabschluss, sondern zu einem späteren Termin erfüllt werden müssen, wobei der künftige Preis bereits festgelegt ist.

**Finanzterminbörsen** arbeiten nach demselben Prinzip. Hier werden aber Kontrakte über Währungen, verzinslichen Anlagen oder Aktienindizes getätigt.

An vielen Termin- oder Futuresbörsen werden gleichzeitig auch Optionen gehandelt (**Optionsbörsen**). Der Unterschied zum Future besteht in dem Recht des Optionsinhabers, seine Option (also Kauf- oder Verkaufrecht) auszuüben oder nicht. Die Optionsgeschäfte beziehen sich auf Wertpapiere, Waren, Währungen, Futures (Option on Future) oder wiederum Optionen (Option on Option).

### Börsensegmente

Wertpapiermärkte sind generell von *partiell*em Marktversagen bedroht, weil ein heterogenes Angebot an Finanztiteln zu *Transparenzverlusten* und *Qualitätsunsicherheit* seitens der Anleger führt. Durch Einrichtung unterschiedlicher **Börsensegmente** kann bei gleichzeitiger Verbesserung des Anlegerschutzes einem Marktversagen entgegen gewirkt werden.

Im deutschen Börsenhandel haben sich mehrere Segmente herausgebildet, die sich durch die gehandelten Papiere und den Grad der Regulierung unterscheiden. Entsprechende Abstufungen, vor allem in den Bedingungen des Zulassungsverfahrens, haben drei Stufen des an Börsen organisierten Handels entstehen lassen: **Ämtlicher Handel**, **Geregelter Markt** und **Freiverkehr**.

Der **ämtliche Handel** ist aufgrund restriktiver Marktzugangsanforderungen vorzugsweise für etablierte Aktiengesellschaften als Segment zur Erstemission geeignet. Dagegen bietet der **geregelte Markt** (seit seiner Errichtung 1987) mit erleichterten Zulassungsmöglichkeiten auch jüngeren Kapitalgesellschaften und insbesondere mittelständischen Unternehmen ein angemessenes Emissionsumfeld. Aufgrund relativ schwach ausgeprägter Marktzutrittsrestriktionen erscheint der **Freiverkehr** grundsätzlich als Marktsegment zur Aufbringung von Risikokapital geeignet. Allerdings verhindern geringe Markttransparenz, negative Anlegererfahrungen sowie eine starke Zurückhaltung der Banken eine stärkere Nutzung. Der Freiverkehr wird überwiegend von ausländischen Emittenten genutzt. Der **Neue Markt** wurde speziell für innovative Firmen eingerichtet worden. Er ist nach dem Platzen der Aktienblase in 2002/03 abgeschafft worden. Die Zulassungsvoraussetzungen für den öffentlich-rechtliche Börse sind nachstehend aufgelistet:

### ➤ **Der Amtliche Handel**

Die strengsten Qualitätsanforderungen an die gehandelten Titel stellt der Amtliche Handel. Er ist am stärksten reguliert und unterliegt allen Schutzvorschriften des Börsengesetzes und den Börsenordnungen. Seine Besonderheit liegt in der amtlichen Kursfeststellung durch Kursmakler. Für die Zulassung ist die Einschaltung eines zum Börsenhandel zugelassenen Kreditinstituts notwendig. Damit soll die ordnungsgemäße Information der Anleger sichergestellt werden. Der Emittent und die den Prospekt mitunterzeichnende Bank haften für die Richtigkeit der Angaben (Prospekthaftung). Solange das Wertpapier im Amtlichen Handel notiert ist, müssen umfangreiche Publizitätspflichten erfüllt werden, die über die aktienrechtlichen Vorschriften hinausgehen. Dazu zählen mindestens ein Zwischenbericht und Ad-hoc-Publizität. Verletzt ein Emittent die ihm obliegenden Pflichten, kann die Zulassung widerrufen werden.

### ➤ **Der Geregelte Markt**

Der Handel erfolgt mit nicht-amtlicher Regelung, jedoch innerhalb börsengesetzlicher Bestimmungen. In den Börsenordnungen sind die Einzelheiten der Zulassung geregelt. Das Gesetz beschränkt sich auf die Definition von Rahmenbedingungen. Ein Ziel der Schaffung dieses Segments war es, jungen Unternehmen als Vorstufe zum Amtlichen Handel zu dienen. Der Unternehmensbericht ist weniger detailliert als der Zulassungsprospekt und muss nicht im Pflichtblatt veröffentlicht werden (Schalterpublizität). Die Haftung für den Unternehmensbericht entspricht der Prospekthaftung. Die Zulassungsgebühren sind gegenüber dem Amtlichen Handel halbiert. Auch hier besteht die Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität und zur Erstellung eines Jahresberichts. Die Preisfeststellung erfolgt durch Freimakler statt durch amtliche Kursmakler.

### ➤ **Der Freiverkehr**

Im Mai 1987 entstand der Freiverkehr aus der Zusammenfassung des geregelten und ungeregelten Freiverkehrs. Viele der vormals im geregelten Freiverkehr gehandelten Papiere werden inzwischen im Geregelten Markt notiert. Der Freiverkehr unterliegt keinen staatlichen Regulierungen, jedoch der Missbrauchsaufsicht des Börsenrates. Es existieren nur wenige formale Zulassungsvoraussetzungen:

- Die Publizitätserfordernisse beschränken sich auf den Aushang des Antrages und bei Aktien natürlich noch auf die aktienrechtlichen Bestimmungen. Ein Unternehmensbericht ist zu erstellen.
- Regelungen über das Mindestalter des Unternehmens, die Mindestkapitalisierung oder den Streubesitz existieren nicht.

Der Antrag erfolgt durch ein Kreditinstitut, eine ausdrückliche Zustimmung oder Mitantragstellung des Emittenten ist nicht erforderlich. Über die Zulassung entscheidet ein Redaktionsausschuss der Effektenhändler.

#### Weiterführende Literatur:

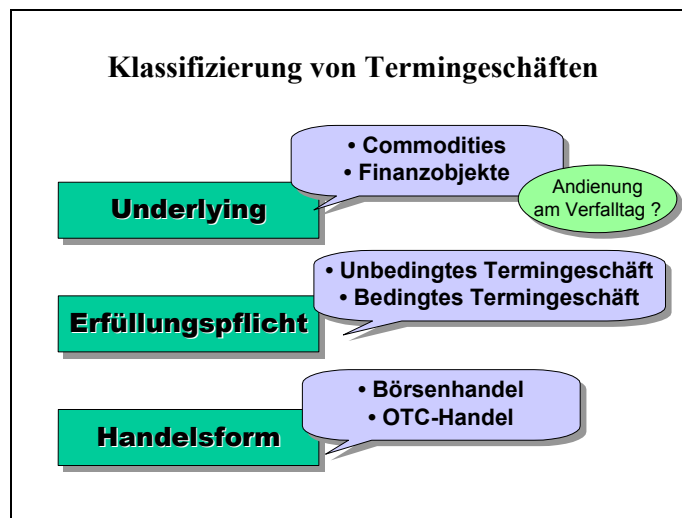
- HÄUSER, K. / ROSENSTOCK, Börse und Kapitalmarkt, Frankfurt/M. 1997.
- DEUTSCHE BÖRSE AG, Infoordner, [www.dbag.de](http://www.dbag.de)
- PICOT / BORTENLÄNGER / RÖHRL, Börsen im Wandel, Frankfurt/M. 1996.

## **Derivate und Eurex<sup>12</sup>**

Sehr häufig besteht das Bedürfnis, das *Risiko einer künftigen Preisänderung*, sei es als Ankaufspreis eines Rohstoffes, sei es als Verkaufspreis eines Produktes oder einer Leistung *auszuschalten*. Eine geeignete Versicherung würde die Preise im jetzigen Zeitpunkt für die Zukunft festlegen. Man könnte auf diese Weise bereits heute Kalkulationen auf sicherer Grundlage anstellen und Dispositionen treffen. Diese **Versicherungsfunktion** werden von **Termin- und Futureskontrakten** übernommen.

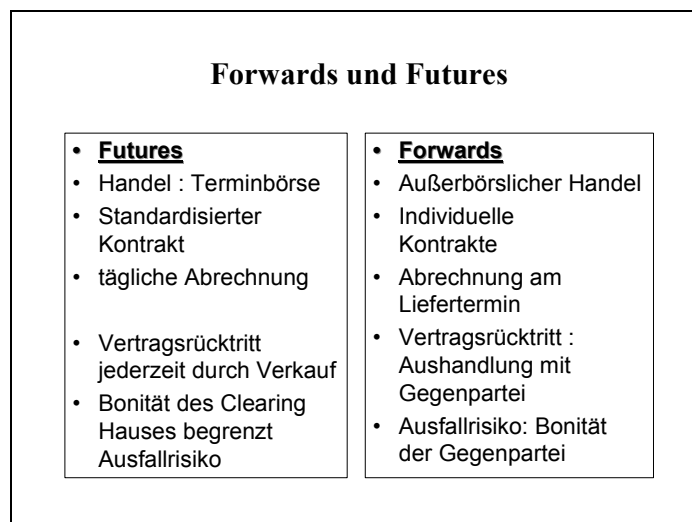
<sup>12</sup> Die DTB ist im Rahmen der Fusion mit der Soffex im Juni 1998 in Eurex umbenannt worden.

Ein **Terminkontrakt** (forward contract) hält fest, dass „etwas“ an einem festgelegten, künftigen Zeitpunkt zu einem heute vereinbarten Preis gekauft oder verkauft wird. Sie können auf **Waren** (commodity futures) oder auf **Finanzinstrumenten** fußen (financial futures). Ein spezieller Terminkontrakt ist der **Futureskontrakt**. Er ist standardisiert, beinhaltet genaue Angaben über die Qualität der Lieferung und wird an organisierten Börsen gehandelt. Futures werden meist nicht warenmäßig durch Lieferung des Gutes, sondern *wertmäßig* durch Bezahlung des Gegenwertes erfüllt.



Die Termingeschäfte lassen sich nach verschiedenen Kriterien differenzieren.

Die Unterschiede zwischen Futures und Forwards werden nachstehend aufgeführt.



Während Forwards außerbörslich gehandelt werden, sind Futures also börsengehandelte Terminkontrakte, bei welchem zu dem vereinbarten Termin Leistung und Gegenleistung unbedingt zu erbringen sind, und deren zwischenzeitliche Wertänderungen auf einem separat geführten Konto, dem **Margin account**, gutgeschrieben bzw. belastet werden.

Wir wollen an dieser Stelle beispielhaft den **Forward Rate Agreement (FRA)** vorstellen.<sup>13</sup> Er ist einem Futures sehr ähnlich, wenn man von seiner Standardisierung absieht. Der FRA ist ein Kontrakt, in welchem festgehalten wird, dass die eine Partei zu einem bestimmten Datum der anderen eine Geldsumme bezahlt. Diese bestimmt sich nach Maßgabe eines Referenzzinssatzes, multipliziert mit dem Umfang des Kontraktes. Eine Partei in dieser Vereinbarung ist immer eine Bank. Sie kann deshalb ganz gezielt den Kontrakt auf die Bedürfnisse ihres Kunden „maßschneidern“.

Die Vertragspartner müssen sich beim Abschluss auf

- eine Referenzperiode (z.B. 12 Monate),

<sup>13</sup> Vgl. zu den ähnlich funktionierenden Forward-Darlehen bzw. Step-Down-Krediten BICKERS, H.-J. / HENNING, H., Innovative Zinssteuerung im Kreditgeschäft, in: B.Bl. 8/1999, S. 357ff.

- die Vorlaufzeit (z.B. 12 Monate)
- den Geldbetrag in einer bestimmten Währung, der über die Referenzperiode verzinst wird,
- die Forward Rate (F R)
- Referenzzins (z.B. LIBOR oder EURIBOR) verständigen.

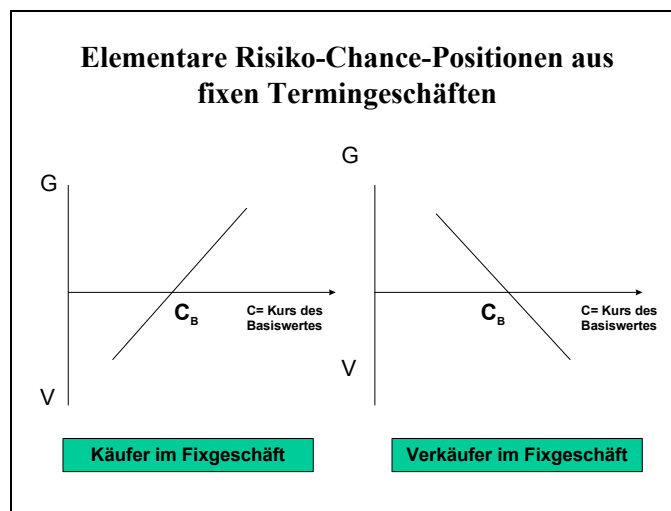
Bsp.:  $F R_{12,24} =$  „Forward Rate 12 gegen 24“

Bsp.:

Ein Kunde will sich gegen einen Zinsrückgang absichern, denn in fünf Monaten fließen ihm 12 Mio. € zu, die für ein Jahr anzulegen sind. Mit einer Bank vereinbart er, dass sie ihm in fünf Monaten bei einem Einjahres-EURIBOR unter 7% die Differenz  $(7\% - \text{Einjahres-EURIBOR}) \cdot 12 \text{ Mio. €}$ , bezahlt. Ist in fünf Monaten der FIBOR über 7%, so bezahlt der Bankkunde die Differenz an die Bank. Mit dieser Vereinbarung kann der Kunde seine 12 Mio. € mit absoluter Gewissheit in fünf Monaten für ein Jahr zu 7% anlegen. Ein künftiger Kreditnehmer würde einen genau entgegengesetzten Vertrag eingehen.

FRAs werden außerhalb der Börse gehandelt. Die Lokalisierung u. Zusammenführung der Interessenten erfolgt auf den sog. OTC-Märkten durch Makler, i.d.R. Banken, die gegen Provision auch die Abwicklung der Geschäfte vornehmen. Die Konditionen werden bei jedem Vertrag neu ausgehandelt.

Die **elementaren Risiko-Chancen-Positionen** gehen aus der folgenden Abbildung hervor. Erfolg oder Misserfolg einmal abgeschlossener Termingeschäfte hängen in erster Linie von der Kursentwicklung des Basiswertes ab.



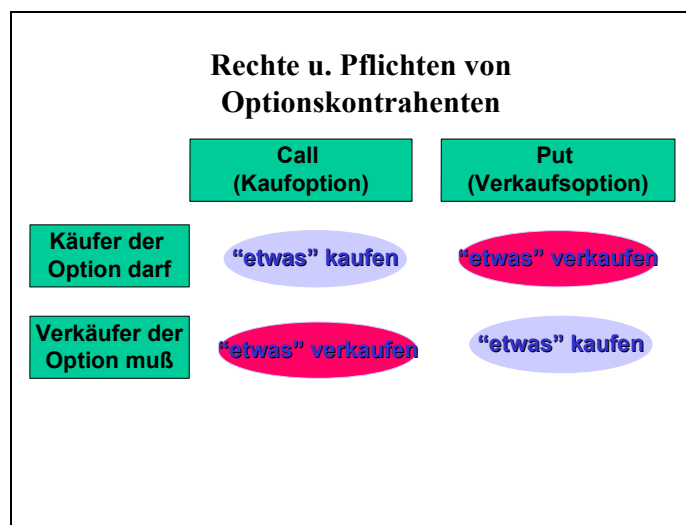
Ist man Käufer in einem **Fixgeschäft**, wird man bei steigenden Preisen Gewinne machen, ist man Verkäufer, dann wird man umgekehrt bei sinkenden Preisen Gewinne einstecken.

### Bsp. Devisentermingeschäft

Der Käufer = Importeur schließt mit einer Bank als Verkäufer am 5.1. ein US-\$-Devisengeschäft mit Fälligkeit 5.4. ab. Die Bank legt einen Drei-Monats-Terminkurs (Brief-Kurs) in Höhe von 1,4454 €//\$ zugrunde. Der Kunde zahlt am 5.4.  $= 1,4454 \text{ €/} \$ \cdot 100.000 \text{ \$} = 144.540 \text{ €}$  und erhält 100.000 \$. Der Kunde kann sich so vor steigenden \$-Kursen absichern, da er die 100.000 \$ erst am 5.4. benötigt (z.B. wegen Import) und bis dahin sich der \$-Kurs zu seinen Ungunsten entwickeln könnte.

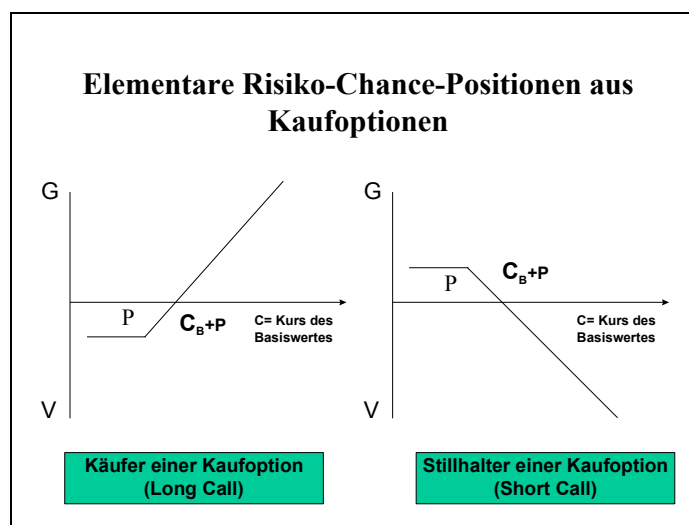
Von den unbedingten Termingeschäften sind die **bedingten** zu unterscheiden. Bei **Optionsgeschäften** erwirbt eine Partei (der Käufer der Option) gegen Zahlung einer Optionsprämie das Wahlrecht, entweder innerhalb einer bestimmten Frist oder zu einem bestimmten Zeitpunkt die vereinbarten Wertpapiere zu dem zuvor festgelegten Basispreis abzunehmen (**Kaufoption**) bzw. zu liefern (**Verkaufsoption**) oder das Anrecht verfallen zu lassen, während sein Vertragspartner (Stillhalter) ohne eigene Gestaltungsbefugnis an die Entscheidung des Optionskäufers gebunden ist.

Von den unbedingten Termingeschäften sind die **bedingten** zu unterscheiden. Bei **Optionsgeschäften** erwirbt eine Partei (der Käufer der Option) gegen Zahlung einer Optionsprämie das Wahlrecht, entweder innerhalb einer bestimmten Frist oder zu einem bestimmten Zeitpunkt die vereinbarten Wertpapiere zu dem zuvor festgelegten Basispreis abzunehmen (**Kaufoption**) bzw. zu liefern (**Verkaufsoption**) oder das Anrecht verfallen zu lassen, während sein Vertragspartner (Stillhalter) ohne eigene Gestaltungsbefugnis an die Entscheidung des Optionskäufers gebunden ist.

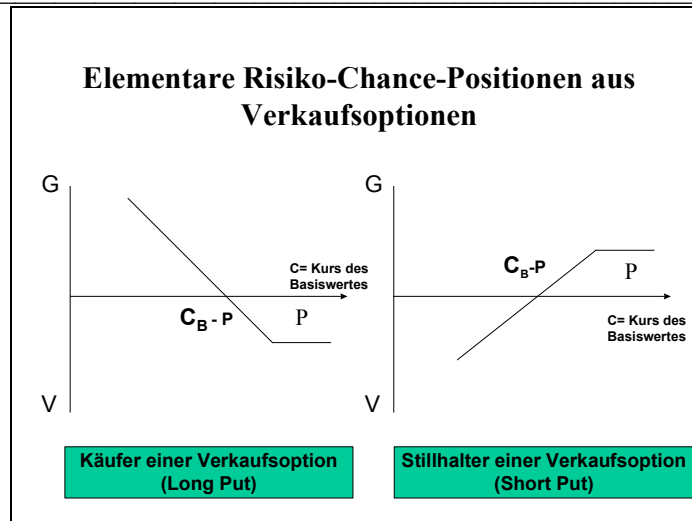


Je nachdem, ob das Optionsrecht nur zu einem bestimmten Zeitpunkt oder jederzeit innerhalb einer bestimmten Frist ausgeübt werden kann, unterscheidet man zwischen europäischer und amerikanischer Option (die in der Praxis dominiert).

Die beiden nachfolgenden Graphiken zeigen die elementaren Chance-Risiko-Konstellationen bei Optionsgeschäften.



Bei Kaufoptionen wird der Optionskäufer die Option nur dann ausüben, wenn der Kurs des Basiswertes am Verfalltag  $C$  größer als der vereinbarte Basispreis ( $C_B$ ) unter Berücksichtigung der Optionsprämie  $P$  ist.



Angenommen jemand besitzt oder beabsichtigt den Kauf eines Wertpapiers zu 320 DM. Er erwartet sinkende Kurse z.B. auf 300. Durch den Verkauf eines Sicherungskontraktes per Termin zu 320 kann er sich gegen fallende Kurse absichern. Den Verlust von 20 aus dem Effektivgeschäft egalisiert er durch den Gewinn aus dem Sicherungsgeschäft von ebenfalls 20. Er verkauft nämlich den Sicherungskontrakt zu 320, kauft ihn gleichzeitig zu 300 ein (Glatzstellung).

Wenn aus dem Effektivgeschäft die Lieferverpflichtung eines Börsenwertes per Termin zu 320 resultiert und steigende Kurse erwartet werden, sollte der Kauf eines Sicherungskontraktes per Termin erwogen werden zu ebenfalls 320. Steigt der Kurs wirklich, dann verkauft er den Sicherungskontrakt zu dem dann gültigen Preis (z.B. 350), der somit den Verlust aus dem Effektivgeschäft ausgleicht.

Ein **Zins-Cap** (Zins-Floor) - als ein Beispiel für *OTC-Optionen* - eignet sich zur Absicherung gegenüber steigenden (sinkenden) Zinsen. Der Cap beinhaltet - im Gegensatz zum FRA, der einen symmetrischen Ausgleich der Differenz zwischen dem vereinbarten Zinssatz und einem Referenzzinssatz enthält - einen **asymmetrischen** Zinsdifferenzenausgleich. Dabei wird dem Cap-Verkäufer gewährleistet, dass eine maximale Zinsbelastung für den Käufer nicht überschritten wird. Gleichzeitig hält der Käufer sich alle Möglichkeiten bei fallenden Zinsen offen. Falls die festgelegte Zinsobergrenze (der Strike-Preis) vom Referenzzins (LIBOR, FIBOR) überschritten wird, ist der Cap-Verkäufer verpflichtet, die Differenz an den Cap-Käufer auszuzahlen. Anderenfalls wird die Option nicht ausgeübt. Die Kosten für eine solche Zinssicherung fallen in Form einer einmaligen, von Cap-Käufer am Anfang der Laufzeit zu entgeltenden, Capprämie an. Caps können für eine Laufzeit bis zu 10 Jahren abgeschlossen werden.

**Zins-Swap** (Tausch) ist eine Vereinbarung über den periodischen Austausch von Zinszahlungen aufgrund eines abgemachten Kapitalbetrags. Die Tauschsumme ergibt sich aus der Multiplikation von Zinssatz und Kapitalbetrag. Eine Partei bezahlt der anderen fixe Zinsen, die andere bezahlt variable Zinsen.

Die **Vorteilhaftigkeit von Finanz-Swaps** kann u.a. mit der Theorie der komparativen Kostenvorteile von David Ricardo begründet werden. Sie resultiert u.a. daraus, dass Swaps eine flexible und transaktionskostensparende Umstrukturierung von Forderungen und Verbindlichkeiten ermöglichen. Ein Zins-Swap kann der *Absicherung von Zinsänderungsrisiken* ebenso wie der *Erzielung von Finanzierungskostenvorteilen aus Bonitätsunterschieden* dienen. Er kann auch auf dem Sachverhalt basieren, dass bei festverzinslichen Verbindlichkeiten Bonitätsunterschiede stärker ins Gewicht fallen als bei variabel verzinslichen Verbindlichkeiten.

Weiterführende Literatur:

- JACOB, A., Corporate Banking, Wiesbaden 1996, S. 199ff.
- GRAF v. BERNSTORFF, Finanzinnovationen, Wiesbaden 1995, S. 40ff.
- HEIDORN, T., Finanzmathematik in der Bankpraxis, 2. Aufl., Wiesbaden 1998, S. 159ff.

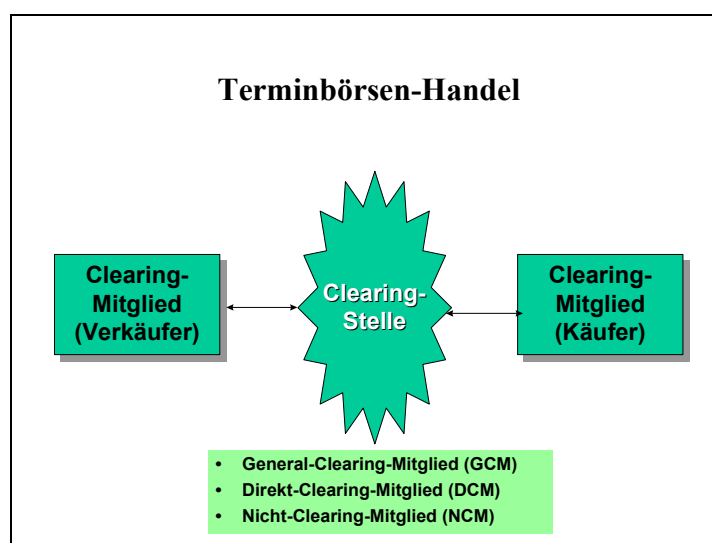
In den zwanziger Jahren wurden in Deutschland börsenmäßige Termingeschäfte jedweder Art verboten. Erst Anfang der siebziger Jahre wurden in einigen ausgewählten Wertpapieren Optionsgeschäfte wieder zugelassen. Anfang 1990 hat die Deutsche Terminbörse heute: EUREX in Frankfurt - als reine Computerbörse - ihre Tätigkeit aufgenommen, an der ausschließlich Termingeschäfte abgewickelt werden. Die erst seit 1970 wieder zugelassenen Optionsgeschäfte auf Aktien und die 1986 eingeführten Optionen auf Anleihen wurden an den schon vorhandenen Börsensegmenten in ähnlicher Weise wie andere Wertpapiere gehandelt. Nach mehrjähriger Vorbereitung und umfangreichen Änderungen und Ergänzungen des rechtlichen Rahmens wurde am 16.01.1990 die Deutsche Terminbörse eröffnet. Sie ist als dezentrale Computerbörse realisiert. Über sie werden ausschließlich die Finanzderivate Futures und Optionen gehandelt. Träger ist die Deutsche Börse AG.

Im Unterschied zu an manchen Präsenzbörsen gehandelten Optionen, die jeweils unterschiedliche, individuelle Konditionen aufweisen, sind die Optionen an der EUREX **streng standardisiert**.

Da die EUREX als öffentlich-rechtliche Institution dem Börsengesetz unterliegt, ist sie wie die anderen Börsen organisiert. Oberstes Organ ist auch hier der Börsenrat. Vereinfachungen ergeben sich jedoch durch das Fehlen einer Zulassungsstelle: über die Zulassung von Börsentermingeschäften entscheidet der Börsenvorstand. Am Computerhandel der EUREX können **Kreditinstitute und Maklerunternehmen** teilnehmen. Sie werden auf Antrag zugelassen, um Eigen- und Kundengeschäfte an der EUREX auszuführen. Zusätzlich können Market-Maker-Lizenzen für Optionskontrakte erworben werden. Es werden mehrere Market Maker für die gleichen Optionen aktiv, um den Wettbewerb zu forcieren und einen liquiden Markt sicherzustellen. Ein hoher Anteil der Teilnehmer sind ausländische Institute. Die an den EUREX-Terminals tätigen Händler werden darüber hinaus noch individuell zum Handel zugelassen. Dabei wird insbesondere ihre Zuverlässigkeit und berufliche Eignung geprüft; eventuell ist eine Händlerprüfung abzulegen. Privatpersonen können über ihre Bank Finanztermingeschäfte verbindlich abschließen.

Die Geschäfte kommen an der EUREX nicht unmittelbar zwischen Käufer und Verkäufer zustande. Bei jedem Geschäftsabschluss tritt die EUREX-Clearingstelle als Kontraktpartner zwischen Käufer und Verkäufer. So garantiert die EUREX selbst für die Erfüllung der gehandelten Kontrakte. Die Clearingstelle schützt sich ihrerseits vor dem Ausfallrisiko, indem sie von den Teilnehmern die Hinterlegung von Sicherheiten (Geld oder Wertpapiere) verlangt. Diese Margins decken die auf aktuellen Kursen errechneten möglichen Verluste ab.

Unter der Bezeichnung **Clearing** ist i.w.S. die Gesamtheit der Maßnahmen zur Abwicklung, Besicherung sowie geld- und stückemäßigen Regulierung (Clearing i.e.S.) zu verstehen. Ausschließliche Clearingstelle ist die EUREX, die zugleich auch in alle abgeschlossenen Geschäfte umgehend selbst eintritt, so dass letztlich nur Rechtsbeziehungen zwischen der EUREX und den einzelnen Börsenteilnehmern entstehen.



Terminbörsen-Handel / Clearing

Es werden verschiedene Finanzinstrumente gehandelt und es kommen ständig neue Finanzinnovationen hinzu:

auf der Aktienseite	auf der Zinsseite
– Optionen auf umsatzstarke Aktien	– 3-Monats-LIBOR-Future
– DAX-Option	– 1-Monats-LIBOR-Future
– DAX-Future	– BOBL-Future
– MDAX-Future	– BUND-Future
– Option auf den DAX-Future	– Option auf den BOBL-Future
	– Option auf den BUND-Future
	– Schatz-Future

**An der EUREX gehandelte Kontrakte<sup>14</sup>**

Der Handel beginnt mit der Ermittlung der Eröffnungspreise. Dabei werden alle bis zu einem bestimmten Zeitpunkt eingegebenen Aufträge und Quotes berücksichtigt. Ähnlich dem Amtlichen Handel wird der Eröffnungspreis in einem Ausgleichsprozess nach dem *Meistausführungsprinzip* ermittelt. Danach beginnt der fortlaufende Handel. Die eingegebenen Aufträge werden nach Möglichkeit direkt ausgeführt. Das Matching erfolgt automatisch. Kauforder mit höherem Limit haben Vorrang vor solchen mit niedrigerem Limit. Bei Verkauforder gilt die umgekehrte Reihenfolge. Order mit gleichem Limit werden entsprechend der Reihenfolge des Eingangs ausgeführt. Die zehn besten Angebots- und Nachfragepreise mit den dazugehörigen Mengen sind jederzeit auf den Terminals abrufbar. Die Börsenteilnehmer können so die Preisentwicklung und auch die Markttiefe jederzeit beobachten und entsprechend am Markt reagieren.

Die Merkmale des EUREX-Systems zeigt noch einmal überblicksartig die folgende Folie.

Folie

<b>Merkmale des Eurex-Handelssystems</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• keine Präsenzbörse</li> <li>• ständige Verbindung zum Zentralrechner (Online-Bereitschaft) --&gt; längere Handelszeiten</li> <li>• hohe Markttransparenz durch lfd. Marktinformationen der Teilnehmer am Bildschirm</li> <li>• Handel nur in standardisierten Kontakteinheiten</li> <li>• unmittelbarer Vertragspartner ist immer die Clearingstelle (= DTB)</li> <li>• der jeweilige Stillhalter kann seine Position während der Laufzeit glattstellen</li> <li>• Einführung des Markt-Maker-Systems</li> <li>• Zulässigkeit von Optionskombinationen</li> <li>• Börsenteilnehmer: Institutionelle Anleger u. Banken</li> </ul>

**Weiterführende Literatur:**

- BITZ, M., Finanzdienstleistungen, 3. Aufl., 1997, S. 304-312.
- OEHLER, A. /UNSER, M., Finanzwirtschaftliches Risikomanagement, Berlin-Heidelberg-New York 2001.

<sup>14</sup> Der Handel mit Kontraktarten, die zu geringe Umsätze bringen (z.B. 3-Monats-Euribor-Future, BUXL-Future), wurde zwischenzeitlich wieder eingestellt.