

LEHRBUCH

Heinz J. Hockmann | Friedrich Thießen (Hrsg.)

# Grundlagen des Investmentbanking

Grundbegriffe – Beratung – Finanzierung



SCHÄFFER  
POESCHEL

# Urheberrechtsinfo

Alle Inhalte dieses eBooks sind urheberrechtlich geschützt.

Die Herstellung und Verbreitung von Kopien ist nur mit ausdrücklicher Genehmigung des Verlages gestattet.

## Grundlagen des Investmentbanking



Heinz J. Hockmann und Friedrich Thießen (Hrsg.)

# Grundlagen des Investmentbanking

Grundbegriffe – Beratung – Finanzierung

1. Auflage

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

---

**Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek**

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

---

**Print:** ISBN 978-3-7910-4991-5 Bestell-Nr. 12015-0001

**ePub:** ISBN 978-3-7910-4994-6 Bestell-Nr. 12015-0100

**ePDF:** ISBN 978-3-7910-4995-3 Bestell-Nr. 12015-0150

Heinz-Josef Hockmann und Friedrich Thießen (Hrsg.)

**Grundlagen des Investmentbanking**

1. Auflage, November 2020

© 2020 Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft · Steuern · Recht GmbH

[www.schaeffer-poeschel.de](http://www.schaeffer-poeschel.de)

[service@schaeffer-poeschel.de](mailto:service@schaeffer-poeschel.de)

Bildnachweis (Cover): © ipopba, Adobe Stock

Produktmanagement: Kühn, Alexander

Lektorat: Fleischer, Adelheid

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Alle Rechte, insbesondere die der Vervielfältigung, des auszugsweisen Nachdrucks, der Übersetzung und der Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen, vorbehalten. Alle Angaben/Daten nach bestem Wissen, jedoch ohne Gewähr für Vollständigkeit und Richtigkeit.

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Ein Unternehmen der Haufe Group

---

# Vorwort

Investmentbanking ist ein schillernder Begriff, der aus dem Bankgeschäft einerseits nicht mehr wegzudenken ist, andererseits nach wie vor polarisiert. Über Inhalt und Wesen des Investmentbanking gibt es unterschiedliche Vorstellungen. Häufig wird dieses allein mit Investmentbanken in Verbindung gebracht, obwohl es auch in Universalbanken stattfindet. Dann wieder wird Investmentbanking mit dem Kapitalmarktgeschäft insgesamt gleichgesetzt. Beide Ansichten haben etwas für sich.

Umfangreiche Literatur existiert zu einzelnen Bereichen des Investmentbanking. Aber Gesamtdarstellungen mit Lehrbuchcharakter fehlen. Wir möchten diese Lücke mit diesem Lehrbuch schließen. Das Autorenteam stellt mit dem Werk ein Lehrbuch vor, das die reale Welt des Investmentbanking in den Vordergrund rückt. Das Buch ist primär nach den Geschäftsarten im Investmentbanking gegliedert. Definitionen, methodische Fragestellungen, Produkte sowie theoretische, mathematische und rechtliche Grundlagen werden jeweils dort behandelt, wo sie für eine Geschäftsart wichtig sind. Um größere Überschneidungen und Mehrfachdarstellungen zu vermeiden, wurden einige Aspekte »vor die Klammer« gezogen und einführend zusammenhängend behandelt.

Von anderen Büchern unterscheidet sich dieses einführende Lehrbuch insbesondere dadurch, dass eine größere Zahl von Autoren aus Theorie und Praxis zu den weit gefächerten Themen des Investmentbanking aus ihrer jeweils spezialisierten Sicht beigetragen haben. Dennoch handelt es sich nicht um eine lose, unzusammenhängende Folge von Beiträgen wie in einem Sammelwerk. Vielmehr musste der Spagat gemacht werden zwischen möglichst großer Authentizität und Individualität in den spezialisierten Teildisziplinen und dem Zusammenhalt des Gesamtwerkes. Wir haben diesen Schritt gewagt, um möglichst nahe an die Realität des Investmentbanking heranzukommen.

Nachdem das Vorgängerwerk – Investmentbanking – in 3 Auflagen erschienen ist, haben wir nunmehr eine Aufteilung in ein Lehrbuch mit allgemeinen und übergreifenden Fragestellungen und ein darauf aufbauendes Fachbuch mit speziellen Geschäftsaktivitäten von Investmentbanken vorgenommen. Im vorliegenden Lehrbuch finden sich übergreifende Grundlagen des Investmentbanking, die sich nicht einzelnen Geschäftsarten zuordnen lassen. Es folgen Beratungs- und Finanzierungsgeschäfte, die auf klassischen Investmentbanking-Aktivitäten basieren. Abgeschlossen wird der erste Band durch finanzierungszentrierte Beratungsaktivitäten.

Aus dem früheren Werk sind einige Beiträge übernommen und umfassend überarbeitet worden. Einige Beiträge sind herausgenommen, andere sind zusätzlich aufgenommen

worden. Dies diene allein der Aktualisierung und dem Heranführen an das tägliche Investmentbanking.

Dem Autorenteam ist bewusst, dass das Werk unvollkommen bleiben muss. Die Komplexität des Investmentbanking erlaubt es nicht, alle Geschäftsarten und alle Facetten mit der gleichen Tiefe zu behandeln. So wünscht sich der eine Leser eine intensivere mathematische Durchdringung der Probleme; ein anderer legt Wert auf die rechtlichen Grundlagen; der dritte erwartet eine stärkere theoretische Fundierung; der vierte Leser will verständlicherweise mehr über den Einsatz der IT wissen und der fünfte erhofft sich mehr Informationen über Usancen und Gewohnheiten an den hier nicht behandelten Segmenten der Wertpapiermärkte. All diese Wünsche sind berechtigt, können aber verständlicherweise nicht gleichermaßen berücksichtigt werden. Da das Investmentbanking ein dynamisches und lebendiges Geschäft ist, werden wir uns bemühen, diese Veränderungen gemeinsam mit dem Füllen von Lücken in weiteren Fassungen dieses Lehrbuches gerecht zu werden.

Bei einem solchen komplexen Werk ist einer Vielzahl von Beteiligten Dank auszusprechen. Neben dem Autorenteam, das bereits genannt wurde, ist insbesondere dem Verlag mit Alexander Kühn als verantwortlichem Produktmanager und Adelheid Fleischer für die didaktische Aufbereitung des Textes zu danken. Frau Uta Martin von der TU Chemnitz leistete unverzichtbare Koordinierungsarbeit.

Dr. Heinz J. Hockmann  
Prof. Dr. Friedrich Thießen

Frankfurt, August 2020  
Chemnitz, August 2020

---

# Inhaltsverzeichnis

|                                                                               |           |
|-------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| Vorwort .....                                                                 | 5         |
| Abbildungsverzeichnis .....                                                   | 13        |
| <br>                                                                          |           |
| <b>I Einordnung des Investmentbankings .....</b>                              | <b>15</b> |
| <br>                                                                          |           |
| <b>1 Grundbegriffe des Investmentbankings .....</b>                           | <b>17</b> |
| 1.1 Einordnung des Investmentbankings .....                                   | 17        |
| 1.2 Wichtige Grundbegriffe .....                                              | 21        |
| 1.3 Die Bedeutung der Wertpapiermärkte .....                                  | 22        |
| <br>                                                                          |           |
| <b>2 Geschichte des Investmentbankings .....</b>                              | <b>25</b> |
| 2.1 Ursprünge und Vorläufer .....                                             | 25        |
| 2.2 Investmentbanken im Europa des frühen 19. Jahrhunderts .....              | 27        |
| 2.3 Entwicklung des Investmentbankings in den USA .....                       | 28        |
| 2.4 Trennung von Commercial- und Investmentbanking (Glass-Steagall-Act) ..... | 31        |
| 2.5 Entwicklungen nach dem 2. Weltkrieg .....                                 | 33        |
| 2.6 Aufhebung der Funktionstrennung (Gramm-Leach-Bliley-Act) .....            | 37        |
| 2.7 Finanzkrise und Re-Regulierung (Dodd-Frank-Act) .....                     | 38        |
| 2.8 Ausblick .....                                                            | 41        |
| <br>                                                                          |           |
| <b>3 Geschäftsaktivitäten und Marktüberblick .....</b>                        | <b>43</b> |
| 3.1 Einleitung .....                                                          | 43        |
| 3.2 Geschäftsfelder von Investmentbanken .....                                | 45        |
| 3.3 Organisationsstrukturen von Investmentbanken .....                        | 46        |
| 3.4 Ertragsstrukturen von Investmentbanken .....                              | 49        |
| 3.4.1 Marktentwicklungen .....                                                | 49        |
| 3.4.2 Auswirkungen der Finanzkrise 2007–2008 .....                            | 52        |
| 3.5 Ranglisten .....                                                          | 56        |
| 3.6 Investmentbanken in Asien und regionale Diversifizierung .....            | 58        |
| 3.7 Investmentbank der Zukunft .....                                          | 60        |
| <br>                                                                          |           |
| <b>4 Finanzintermediation und Markteffizienz .....</b>                        | <b>63</b> |
| 4.1 Finanzintermediation .....                                                | 63        |
| 4.1.1 Intermediäre .....                                                      | 63        |
| 4.1.2 Vermittlungsleistungen .....                                            | 64        |
| 4.1.3 Transformationsleistungen .....                                         | 65        |
| 4.1.4 Disintermediation .....                                                 | 67        |

|       |                                                                                        |     |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 4.2   | Theorie der Finanzintermediäre .....                                                   | 68  |
| 4.2.1 | Einführung .....                                                                       | 68  |
| 4.2.2 | Vollkommener Markt .....                                                               | 69  |
| 4.2.3 | Transaktionskosten .....                                                               | 69  |
| 4.2.4 | Asymmetrische Informationen und die Prinzipal-Agenten-Theorie .....                    | 71  |
| 4.3   | Markteffizienz .....                                                                   | 74  |
| 4.3.1 | Grundlagen .....                                                                       | 74  |
| 4.3.2 | Allokationseffizienz .....                                                             | 75  |
| 4.3.3 | Bewertungseffizienz .....                                                              | 76  |
| 4.3.4 | Informationseffizienz .....                                                            | 77  |
| 4.3.5 | Operative Effizienz .....                                                              | 83  |
| 4.3.6 | Marktliquidität .....                                                                  | 83  |
| 5     | <b>Verhaltenswissenschaftliche Ansätze der Kapitalmarkttheorie</b> .....               | 89  |
| 5.1   | Einführung .....                                                                       | 89  |
| 5.2   | Geschichte .....                                                                       | 91  |
| 5.3   | Normale und anomale Kursverläufe .....                                                 | 93  |
| 5.4   | Psychological Biases .....                                                             | 95  |
| 5.4.1 | Anomalienbaukasten .....                                                               | 95  |
| 5.4.2 | Prospekttheorie .....                                                                  | 100 |
| 5.5   | Cognitive Biases .....                                                                 | 105 |
| 5.5.1 | Die Arbeitsweise des Gehirns .....                                                     | 105 |
| 5.5.2 | Informationsverarbeitung .....                                                         | 107 |
| 5.5.3 | Heuristisches Entscheiden nach Gigerenzer .....                                        | 110 |
| 5.6   | Social Biases und Financial Literacy .....                                             | 112 |
| 5.6.1 | Social Biases .....                                                                    | 112 |
| 5.6.2 | Financial Literacy .....                                                               | 113 |
| 5.7   | Schlussbemerkungen .....                                                               | 115 |
| 6     | <b>Regulierung von Investmentbanken</b> .....                                          | 119 |
| 6.1   | Einführung .....                                                                       | 119 |
| 6.2   | Begründung der Existenz von Regulierung .....                                          | 121 |
| 6.3   | Die Geschichte der Regulierung von Investmentbanken<br>in Deutschland und Europa ..... | 122 |
| 6.4   | Rechtliche Einordnung von Investmentbankaktivitäten bzw. -leistungen .....             | 126 |
| 6.5   | Sonderregulierung für Investmentbanken .....                                           | 129 |
| 6.6   | Die europäische Struktur der Finanz- und Bankenaufsicht .....                          | 131 |
| 7     | <b>Mathematik des Investmentbankings</b> .....                                         | 137 |
| 7.1   | Arten der Verzinsung .....                                                             | 137 |
| 7.1.1 | Lineare und geometrische Verzinsung .....                                              | 138 |
| 7.1.2 | Von der unterjährigen zur stetigen Verzinsung .....                                    | 138 |

|           |                                                                 |            |
|-----------|-----------------------------------------------------------------|------------|
| 7.1.3     | Barwert eines Zahlungsstroms .....                              | 140        |
| 7.1.4     | Negative Verzinsung .....                                       | 141        |
| 7.2       | Zinsstrukturen .....                                            | 143        |
| 7.2.1     | Zinsstrukturkurve .....                                         | 143        |
| 7.2.2     | Multi-Curve Approach .....                                      | 143        |
| 7.2.3     | Neue Referenzzinssätze (Benchmarkmodelle) .....                 | 144        |
| 7.3       | Risikokennzahlen .....                                          | 144        |
| 7.3.1     | Duration .....                                                  | 144        |
| 7.3.2     | Modified Duration .....                                         | 145        |
| 7.3.3     | Elastizität .....                                               | 146        |
| 7.3.4     | Basispunktwert .....                                            | 146        |
| 7.4       | Swaps .....                                                     | 147        |
| 7.5       | Forward Rate Agreements (FRA) .....                             | 148        |
| 7.6       | Optionen .....                                                  | 149        |
| 7.7       | Erweiterungen des Black-Scholes-Modells .....                   | 150        |
| 7.8       | Monte Carlo-Simulation zur Bewertung exotischer Optionen .....  | 151        |
| 7.9       | Das Copula-Modell zur Bewertung von Kreditderivaten .....       | 151        |
| 7.10      | Die Martingalmethode .....                                      | 151        |
| 7.11      | Maximum-Likelihood-Methode .....                                | 152        |
| 7.12      | Big Data .....                                                  | 152        |
| <b>II</b> | <b>Beratungs- und Finanzierungsgeschäfte .....</b>              | <b>155</b> |
| <b>8</b>  | <b>Corporate Finance Advisory .....</b>                         | <b>157</b> |
| 8.1       | Einführung .....                                                | 157        |
| 8.2       | Die Corporate-Finance-Beratung: Geschichte .....                | 158        |
| 8.3       | Corporate-Finance-Beratung: Gegenwart .....                     | 159        |
| <b>9</b>  | <b>Mergers &amp; Acquisitions: Die M &amp; A-Beratung .....</b> | <b>165</b> |
| 9.1       | Begriffsbestimmung und rechtliche Rahmenbedingungen .....       | 165        |
| 9.2       | Zielsetzung von M & A-Transaktionen .....                       | 166        |
| 9.3       | Arten von Mandaten in der M & A-Beratung .....                  | 167        |
| 9.4       | Arten des Unternehmenserwerbs .....                             | 167        |
| 9.5       | Der Markt für M & A-Transaktionen .....                         | 168        |
| 9.6       | Unternehmensverkauf im Auktionsverfahren .....                  | 171        |
| 9.6.1     | Phase I – Vorbereitung .....                                    | 173        |
| 9.6.2     | Phase II – Investorenansprache und Indikative Angebote .....    | 174        |
| 9.6.3     | Phase III – Management-Präsentation und Due Diligence .....     | 175        |
| 9.6.4     | Phase IV – Verhandlungen und Abschluss .....                    | 175        |
| 9.7       | Transaktionsablauf bei Kaufmandaten .....                       | 176        |

|        |                                                                                                                                     |     |
|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 9.8    | Die Übernahme börsennotierter Aktiengesellschaften .....                                                                            | 177 |
| 9.8.1  | Rechtliche Rahmenbedingungen .....                                                                                                  | 178 |
| 9.8.2  | Sorgfaltspflicht und Verantwortlichkeit der Vorstandsmitglieder,<br>§ 93 AktG, sowie Verhinderungsverbot gemäß § 33 WpÜG .....      | 179 |
| 9.8.3  | Übersicht der Beteiligungsschwellen .....                                                                                           | 179 |
| 9.8.4  | Veröffentlichungspflichten gemäß § 15 WpHG und<br>Ad-hoc-Publizität bei öffentlichen Übernahmen gemäß § 10 WpÜG .....               | 181 |
| 9.8.5  | Informationsbedürfnis des Marktes, § 21 WpHG, die Möglichkeit<br>des Anschleichens und das Fehlen der Put-up-or-shut-up-Regel ..... | 181 |
| 9.8.6  | Grundlagen der Regelung von Unternehmensübernahmen<br>nach dem WpÜG .....                                                           | 183 |
| 9.8.7  | Ablauf des Übernahmeverfahrens .....                                                                                                | 184 |
| 9.8.8  | Squeeze-out .....                                                                                                                   | 189 |
| 9.9    | Feindliche Übernahmen und Verteidigungskonzepte .....                                                                               | 190 |
| 9.9.1  | Verteidigungskonzept und Abwehrmaßnahmen .....                                                                                      | 191 |
| 9.9.2  | Proaktive Ansatzpunkte einer Defence-Beratung .....                                                                                 | 191 |
| 9.10   | Unternehmensbewertung .....                                                                                                         | 195 |
| 9.10.1 | Grundverständnis ausgewählter Bewertungsmethoden .....                                                                              | 196 |
| 9.10.2 | Bewertung auf der Basis von Multiplikatoren .....                                                                                   | 199 |
| 9.10.3 | Discounted Cashflow .....                                                                                                           | 205 |
| 9.10.4 | Leveraged-Buy-out .....                                                                                                             | 209 |
| 10     | <b>Private Equity</b> .....                                                                                                         | 211 |
| 10.1   | Begriffsbestimmungen .....                                                                                                          | 211 |
| 10.2   | Varianten der Beteiligungsfinanzierung .....                                                                                        | 213 |
| 10.3   | Anbietergruppen von Beteiligungskapital .....                                                                                       | 214 |
| 10.4   | Organisatorische Aspekte .....                                                                                                      | 215 |
| 10.4.1 | Trennung von Fonds und Management .....                                                                                             | 215 |
| 10.4.2 | Rolle der Banken im Kapitalbeteiligungsgeschäft .....                                                                               | 215 |
| 10.5   | Die Arbeitsweise von Kapitalbeteiligungsgesellschaften .....                                                                        | 216 |
| 10.5.1 | Recruiting .....                                                                                                                    | 216 |
| 10.5.2 | Akquisition von Investoren/Fund Raising .....                                                                                       | 217 |
| 10.5.3 | Akquisition von Projekten/Deal-Flow .....                                                                                           | 219 |
| 10.5.4 | Projektprüfung/Due Diligence .....                                                                                                  | 220 |
| 10.5.5 | Geschäftskonzept/Businessplan .....                                                                                                 | 223 |
| 10.5.6 | Beteiligungsverhandlung: Anreizstrukturen .....                                                                                     | 225 |
| 10.5.7 | Beteiligungsbetreuung: Value Added .....                                                                                            | 227 |
| 10.5.8 | Beteiligungsveräußerung/Exit .....                                                                                                  | 228 |
| 11     | <b>Financial Distress – finanzielle Restrukturierung</b> .....                                                                      | 231 |
| 11.1   | Einführung .....                                                                                                                    | 231 |
| 11.2   | Geschäftsmodelle im Investmentbanking mit Distressed Capital .....                                                                  | 232 |

|            |                                                                  |            |
|------------|------------------------------------------------------------------|------------|
| 11.2.1     | Der Initiator .....                                              | 232        |
| 11.2.2     | Die Beteiligten .....                                            | 233        |
| 11.2.3     | Die Restrukturierungsstrukturen .....                            | 233        |
| 11.2.4     | Erfolge und Verdienstmöglichkeiten .....                         | 234        |
| 11.3       | Ziele und Ansatzpunkte der Restrukturierung .....                | 234        |
| 11.3.1     | Ziele .....                                                      | 234        |
| 11.3.2     | Ansatzpunkte .....                                               | 236        |
| <b>III</b> | <b>Finanzierungszentrierte Geschäfte .....</b>                   | <b>261</b> |
| <b>12</b>  | <b>Akquisitionsfinanzierung und Leveraged Transactions .....</b> | <b>263</b> |
| 12.1       | Grundlagen .....                                                 | 263        |
| 12.1.1     | Das Problem der Akquisitionsfinanzierung .....                   | 263        |
| 12.1.2     | Anlässe für Akquisitionsfinanzierungen .....                     | 264        |
| 12.1.3     | Erwerber von Unternehmen und ihre Ziele .....                    | 265        |
| 12.2       | Ziele und Interessen der Kapitalgeber .....                      | 265        |
| 12.2.1     | Ziele des Eigenkapitalgebers .....                               | 266        |
| 12.2.2     | Ziele des Fremdkapitalgebers .....                               | 267        |
| 12.3       | Finanzierungsinstrumente .....                                   | 268        |
| 12.4       | Vertragsgestaltung .....                                         | 272        |
| 12.4.1     | Kreditvertrag .....                                              | 272        |
| 12.4.2     | Covenants .....                                                  | 273        |
| 12.4.3     | Sicherheitenvertrag .....                                        | 277        |
| 12.4.4     | Konsortialvertrag .....                                          | 277        |
| 12.4.5     | Gläubigervereinbarung (Intercreditor Agreement) .....            | 277        |
| 12.4.6     | Kaufvertrag .....                                                | 278        |
| 12.5       | Leveraged Lending Guidelines der Europäischen Zentralbank .....  | 278        |
| 12.5.1     | Anwendungsbereich .....                                          | 278        |
| 12.5.2     | Risikoappetit und Governance .....                               | 279        |
| 12.5.3     | Syndizierungen .....                                             | 280        |
| 12.5.4     | Genehmigungsprozess und Monitoring .....                         | 280        |
| 12.6       | Analysen durch den Fremdkapitalgeber .....                       | 282        |
| 12.6.1     | Analyse vor Transaktionsabschluss .....                          | 282        |
| 12.6.2     | Analysen nach Transaktionsabschluss (Monitoring) .....           | 285        |
| <b>13</b>  | <b>Syndizierte Finanzierung .....</b>                            | <b>293</b> |
| 13.1       | Einführung .....                                                 | 293        |
| 13.1.1     | Abgrenzung und Überblick .....                                   | 293        |
| 13.1.2     | Geschichte des internationalen syndizierten Kreditmarktes .....  | 295        |
| 13.1.3     | Strukturveränderungen .....                                      | 297        |
| 13.1.4     | Kreditgeber, Kreditnehmer und Verwendungszwecke .....            | 298        |

|           |                                                                     |            |
|-----------|---------------------------------------------------------------------|------------|
| 13.2      | Banken und ihre Aufgaben als Finanzierungsmittler .....             | 301        |
| 13.2.1    | Die Beteiligten .....                                               | 301        |
| 13.2.2    | Das Platzierungsrisiko .....                                        | 303        |
| 13.2.3    | Syndizierung und Interessenlage der Banken .....                    | 303        |
| 13.2.4    | Primärmarkt und Sekundärmarkt .....                                 | 304        |
| 13.3      | Phasen eines syndizierten Kredites .....                            | 305        |
| 13.3.1    | Geldfluss und Rolle der Agenten .....                               | 305        |
| 13.3.2    | Syndizierungsstrategien .....                                       | 306        |
| 13.3.3    | Der »Toolkasten« – die Kreditarten .....                            | 308        |
| 13.3.4    | Das Pricing .....                                                   | 309        |
| 13.3.5    | Sicherheiten .....                                                  | 312        |
| 13.3.6    | Dokumentation .....                                                 | 313        |
| 13.4      | Erfolgskritische Faktoren und Controlling .....                     | 320        |
| <b>14</b> | <b>Projektfinanzierung .....</b>                                    | <b>323</b> |
| 14.1      | Abgrenzung .....                                                    | 323        |
| 14.1.1    | Alternative Finanzierungsformen nach Bonitätsgrundlagen .....       | 325        |
| 14.1.2    | Reale Projektfinanzierung als Mischform .....                       | 326        |
| 14.2      | Die Rolle des Investment und des Commercial Bankings .....          | 326        |
| 14.2.1    | Investmentbanking .....                                             | 326        |
| 14.2.2    | Commercial Banking .....                                            | 328        |
| 14.2.3    | Gegenläufige Interessen von Commercial- und Investmentbanking ..... | 328        |
| 14.3      | Mandatstypen für Investmentbanken .....                             | 329        |
| 14.3.1    | Beratungsmandate .....                                              | 329        |
| 14.3.2    | Arrangierungsmandate .....                                          | 334        |
| 14.3.3    | Bestandsmanagementmandate .....                                     | 335        |
| 14.4      | Anwendungsbereiche .....                                            | 336        |
| 14.5      | Projektbeteiligte .....                                             | 337        |
| 14.6      | Risikomanagement .....                                              | 340        |
| 14.6.1    | Vermeidung unnötiger Rechtsstreite .....                            | 341        |
| 14.6.2    | Optimale Risikoträger .....                                         | 341        |
| 14.7      | Fallstudie: Eurotunnel .....                                        | 343        |
|           | Herausgeber und Autoren .....                                       | 349        |
|           | Stichwortverzeichnis .....                                          | 353        |

---

# Abbildungsverzeichnis

|            |                                                                                                                        |     |
|------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Abb. 2.1:  | Das Ende der großen Investmentbanken .....                                                                             | 39  |
| Abb. 3.1:  | Organisationsstruktur von Goldman Sachs .....                                                                          | 47  |
| Abb. 3.2:  | Organisationsstruktur der Bank of America .....                                                                        | 48  |
| Abb. 3.3:  | Erträge im Investmentbanking (2003–2018), absolute Skala, in Mrd. USD .....                                            | 50  |
| Abb. 3.4:  | Erträge im Investmentbanking (2003–2018), relative Skala, in Prozent .....                                             | 50  |
| Abb. 3.5:  | Erträge im Investmentbanking (2018), in Prozent .....                                                                  | 51  |
| Abb. 3.6:  | Durchschnittliche Eigenkapitalrenditen im Investmentbanking<br>(2005–2018), in Prozent .....                           | 52  |
| Abb. 3.7:  | Eigenkapitalrenditen der einzelnen Geschäftsfelder von<br>JP Morgan Chase, getrennt nach Subperioden, in Prozent ..... | 54  |
| Abb. 3.8:  | Bilanzaktiva der wesentlichen Geschäftsbereiche, in Millionen CHF .....                                                | 55  |
| Abb. 3.9:  | Rangliste des klassischen Investmentbankings in 2018 .....                                                             | 57  |
| Abb. 3.10: | Rangliste des klassischen Investmentbankings für Asien-Pazifik in 2018 .....                                           | 59  |
| Abb. 5.1:  | Mögliche Kursreaktionen auf preisrelevante, positive Information .....                                                 | 94  |
| Abb. 5.2:  | Bewertungsfunktion .....                                                                                               | 102 |
| Abb. 6.1:  | Die Struktur des europäischen Systems für Finanzaufsicht .....                                                         | 132 |
| Abb. 6.2:  | ESA-Behörden .....                                                                                                     | 132 |
| Abb. 6.3:  | Befugnisse der ESAs .....                                                                                              | 133 |
| Abb. 7.1:  | Verzinsung der Einlagefazilität der Europäischen Zentralbank .....                                                     | 141 |
| Abb. 7.2:  | Varianten von Zinsstrukturkurven .....                                                                                 | 143 |
| Abb. 9.1:  | M & A-Beratungsdienstleistungen einer Investmentbank .....                                                             | 167 |
| Abb. 9.2:  | League Tables M & A-Transaktionen .....                                                                                | 171 |
| Abb. 9.3:  | Ablauf eines M & A-Auktionsverfahrens .....                                                                            | 172 |
| Abb. 9.4:  | Beteiligungsschwellen und Aktionärsrechte .....                                                                        | 180 |
| Abb. 9.5:  | Detaillierte Darstellung des Ablaufs eines Übernahmeverfahrens .....                                                   | 185 |
| Abb. 9.6:  | Detaillierte Gliederung eines Defence-Handbuchs .....                                                                  | 194 |
| Abb. 9.7:  | Bewertung aus Käufersicht .....                                                                                        | 195 |
| Abb. 9.8:  | Zusammenfassende Darstellung einer Unternehmensbewertung<br>(das »Fussballfeld«) .....                                 | 197 |
| Abb. 9.9:  | Ausgewählte Einflussfaktoren auf eine Unternehmensbewertung .....                                                      | 198 |
| Abb. 9.10: | Überleitung des Enterprise-Value auf den Equity Value .....                                                            | 200 |
| Abb. 9.11: | Beispiel Börsenmultiplikatoren .....                                                                                   | 202 |
| Abb. 9.12: | Beispiel Transaktionsmultiplikatoren .....                                                                             | 204 |
| Abb. 9.13: | Funktionsweise DCF-Bewertung – Entity-Methode .....                                                                    | 206 |
| Abb. 9.14: | Bewertungskalkulation bei einem LBO mit geplanter<br>Haltedauer von fünf Jahren .....                                  | 209 |
| Abb. 10.1: | Kapitalbeteiligungsgesellschaften und ihre Stellung .....                                                              | 212 |
| Abb. 10.2: | Ablauf der Beteiligungsfinanzierung .....                                                                              | 216 |
| Abb. 10.3: | Elemente des Beteiligungsentscheidungsprozesses .....                                                                  | 220 |

|                                                                                                                                                   |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Abb. 10.4:</b> Übersicht über entscheidungsrelevante Erfolgskriterien des wirtschaftlichen Umfeldes des Beteiligungsunternehmens .....         | 222 |
| <b>Abb. 12.1:</b> Anteil der Fremdfinanzierungsarten im europäischen LBO-Finanzierungsmarkt 2006–2019 .....                                       | 271 |
| <b>Abb. 12.2:</b> Covenant-lite-Volumen in Europa 2007–2019 .....                                                                                 | 276 |
| <b>Abb. 13.1:</b> Die Herkunft der wichtigsten Kapitalgeber in Westeuropa mit syndizierten Krediten von 2014 – 2018, Daten: Refinitiv .....       | 299 |
| <b>Abb. 13.2:</b> Die Herkunft der wichtigsten Kapitalnehmer im westeuropäischen Kreditgeschäft mit syndizierten Krediten, Daten: Refinitiv ..... | 299 |
| <b>Abb. 13.3:</b> Die wichtigsten Verwendungszwecke der Kreditmittel im westeuropäischen syndizierten Kreditgeschäft .....                        | 300 |
| <b>Abb. 13.4:</b> Anteil an Konsortialkrediten für Unternehmen abhängig von den Laufzeiten .....                                                  | 301 |
| <b>Abb. 13.5:</b> Primär- und Sekundärmarkt .....                                                                                                 | 304 |
| <b>Abb. 13.6:</b> Geldfluss: Kreditnehmer – Agent – Bank .....                                                                                    | 306 |
| <b>Abb. 13.7:</b> Schematischer Verlauf des Preiszyklus von Konsortialkrediten .....                                                              | 311 |
| <b>Abb. 14.1:</b> Struktur der Projektfinanzierung .....                                                                                          | 324 |
| <b>Abb. 14.2:</b> Grundformen der Finanzierung nach der Art der Bonitätsgrundlage .....                                                           | 325 |
| <b>Abb. 14.3:</b> Getrennte Rollen von Investment und Commercial Banks bei der Projektfinanzierung .....                                          | 329 |
| <b>Abb. 14.4:</b> Projektfinanzierung und Zahlungsströme .....                                                                                    | 331 |
| <b>Abb. 14.5:</b> Mandatstypen und Einzelaufgaben .....                                                                                           | 336 |
| <b>Abb. 14.6:</b> Standardstruktur einer Projektfinanzierung nach Beteiligten .....                                                               | 338 |
| <b>Abb. 14.7:</b> Risikomindernde Wirkung von ECAs am Beispiel eines Kraftwerkprojekts .....                                                      | 340 |
| <b>Abb. 14.8:</b> Eigentümerstruktur des Eurotunnel-Projektes .....                                                                               | 344 |

---

# **I Einordnung des Investmentbankings**



---

# 1 Grundbegriffe des Investmentbankings<sup>1</sup>

## LERNZIELE

- Sie können die Begriffe Investmentbanking, Kapitalmarkt, Wertpapiermarkt, Kapital, Realkapital, Investor, Emittent, Kreditnehmer abgrenzen.
- Sie können Investmentbanken von kommerziellen Banken unterscheiden.
- Sie können den Finanzmarkt nach verschiedenen Kriterien in Teilmärkte untergliedern.
- Sie können Vorteile von Wertpapiermärkten relativ zu Kreditmärkten diskutieren.
- Sie können die spekulative Nutzung von Finanzinstrumenten in Beziehung zu den Gesetzmäßigkeiten der Wertpapiermärkte stellen.

## 1.1 Einordnung des Investmentbankings

Eine eindeutige Definition des Investmentbankings existiert leider nicht. Die Vielfalt und die ständigen Veränderungen der Tätigkeiten im Investmentbanking finden auch ihren Niederschlag in einem breiten Spektrum möglicher Definitionen. So trifft eine alte Charakterisierung wie »*investment banking is what investment banks do*« zwar den Kern dieser Problematik, ist dadurch aber auch wenig operabel. Diese Charakterisierung deutet darauf hin, wie schillernd dieser Bereich des Finanzgeschäftes sein kann, wie er ständigen Wandlungen unterliegt und wie schwierig es ist, ihn einzugrenzen.

Etwas weniger philosophisch ist die Aussage eines Bankers, der sagte: »*Investmentbanking ist doch nichts anderes als eine Verbindung von Corporate Finance mit Trade – Investmentbanking ist die Schnittmenge.*« Ganz in diesem Sinne fassen große Universalbanken wie die Deutsche Bank oder die BNP verschiedene Geschäftsbereiche wie Corporate Finance, Handelsabteilungen und Großkundenbetreuung, die man zum Investmentbanking zählen könnte, unter Begriffen wie »Corporate & Investment Bank« oder »Corporates and Markets« zusammen. Andere Häuser wie z. B. die UBS stellen das Geschäft weiterhin unter der Überschrift »Investment Bank« neben die anderen geschäftlichen Aktivitäten für Corporate Clients.

Es fehlt allerdings auch eine umfassende Theorie zur Existenz und zum Inhalt des Investmentbankings. Manche Lehrbücher verzichten vollständig auf eine Definition dieses Bereichs. Einige Definitionen beschreiben in einem *Negativansatz* diejenigen Aktivitäten als Investmentbanking, die nicht als kommerzielles Bankgeschäft beschrieben werden können (Iannotta, 2010, S. 1). Andere Definitionen ergänzen diese Sichtweise und sehen

---

1 Autoren: Heinz J. Hockmann und Friedrich Thießen.

Investmentbanken neben ihrer Funktion als Finanzintermediär auch in ihrer Rolle der Informationsgewinnung und Informationsweitergabe, um die Preisbildung insbesondere an den Wertpapiermärkten zu ermöglichen (Morrison/Wilhelm, 2007, S.3). Die meisten Definitionen ergehen sich indessen in einer enumerativen Aufzählung verschiedener Aktivitäten, insbesondere an den Wertpapiermärkten, die dem *Praxisgebrauch* folgend zum Investmentbanking gezählt werden.

Eine interessante Vorgehensweise unterscheidet zwischen einer *institutionellen* Definition, die auf das amerikanische Trennbanksystem zurückgeht, wobei zwischen Instituten unterschieden wird, die ausschließlich Einlagen- und Kreditgeschäft betreiben (Commercial Bank, kommerzielle Bank), und denjenigen Instituten, die im Wertpapiergeschäft tätig sind (Investmentbank). In einer *funktionalen* Definition werden hingegen unter Investmentbanking verschiedene kapitalmarktorientierte Dienstleistungen verstanden, die im Gegensatz zum kommerziellen Bankgeschäft insbesondere Provisionserträge generieren (Wertschulte, 2001, S. 1158).

Dieser Ansatz lehnt sich an die Unterscheidung von *direkter* und *indirekter* Finanzintermediation an (z. B. Kidwell et. al., 1997, S. 593 sowie Mishkin, 2007, S. 24, 35). Im Rahmen der indirekten Finanzierung tritt ein Intermediär zwischen den Kapitalgeber (Einleger) und den Kapitalnehmer (Kreditnehmer), wobei der Charakter der dabei abgeschlossenen Finanzkontrakte verändert wird (»Transformationsleistung«). Wir sprechen hierbei vom Commercial Banking. Bei der direkten Finanzierung werden Kapitalüberlassungsverträge hingegen unmittelbar zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer geschlossen. Dieser Weg führt regelmäßig über Finanzmärkte. Die Funktion der Finanzintermediäre, die diesen Prozess unterstützen, wird als Investmentbanking bezeichnet.

*Etymologisch* kreist der Begriff Investmentbanking um den Tatbestand des »Investments«. Darunter verstand man Ende des 19. Jahrhunderts den aufkommenden Trend, langfristige Vermögensanlageentscheidungen nach systematischen Regeln und Prinzipien zu treffen (Quittner, 1930; Quittner/Palyi, 1932). Man grenzte das prinzipienbasierte längerfristige »Investment« von der kurzfristigen rein meinungsbasierten »Speculation« ab. Es begann eine Suche nach Regeln für die langfristige Anlage.

Die ersten Institutionen, welche sich der systematischen langfristigen Vermögensanlage widmeten, waren Vermögensverwalter, die den Begriff des »Investments« aufgriffen und sich »Investment Trusts« nannten. Sie entstanden nach Vorläufern in Holland zuerst in England, später auch in den USA. Um diese, aber auch um die sich entwickelnden Wertpapiermärkte herum, bildete sich mehr und mehr eine Industrie von Dienstleistern, welche Leistungen erbrachten, die nötig sind, um Vermögen und Wertpapiere langfristig zu steuern. Dazu gehörten z. B. Brokerleistungen, die Besorgung von Wertpapieremissionen oder der Handel von Wertpapieren an Sekundärmärkten. Auch hier kam es üblicherweise zu einer direkten Beziehung zwischen Kapitalgebern und Kapitalnehmern.

Als Geburtsstunde von Investmentbanken gilt allgemein der Moment, in welchem Finanzintermediäre zum ersten Mal auf eigenes Risiko ganze Emissionen von Wertpapieren übernahmen, um sie mit Gewinn weiterzuverkaufen (s. u. Kapitel Geschichte des Investmentbankings). Die Investmentbanken agierten in dieser Rolle nicht wie der Trust als unmittelbarer Dienstleister für den Vermögensbesitzer, sondern erbrachten Leistungen auf eigene Rechnung und eigenes Risiko. In diesem Sinne kann man eine erste Definition versuchen:

### Definition

Investmentbanken sind Unternehmen, welche auf eigene Rechnung und eigenes Risiko Finanzdienstleistungen am Finanzmarkt erbringen, soweit dazu handelbare Finanzinstrumente nötig sind.

Diese Kerntätigkeit der frühen Investmentbanken wurde bereits Ende des 19. Jahrhunderts ergänzt um neue Geschäftsbereiche wie Mergers & Acquisitions, Unternehmensrestrukturierungen und andere Corporate Finance-Aktivitäten, die keinen direkten Bezug zu den Finanzmärkten hatten. Teilweise erbringen Investmentbanken ihre Dienste als reine Beratungsleistungen, sodass ihr Kapitaleinsatz sehr begrenzt ist. In dieser Rolle ähneln Investmentbanken den Merchant Banks angelsächsischer Prägung, die aus Handelshäusern (Merchants) hervorgingen und neben der klassischen Handelsfinanzierung verschiedene Beratungs- und Finanzierungstätigkeiten wahrnahmen, die wir heute dem Investmentbanking zuordnen.

Die Beschränkung auf *handelbare* Finanzinstrumente in dieser Definition rechtfertigt sich auch aus dem Grund, dass sich Investmentbanken am Kredit- und Einlagenmarkt (den wichtigsten Märkten für nicht handelbare Finanzinstrumente) bereits historisch nicht engagiert haben. Hier dominiert das als Commercial Bank (oder kommerzielle Bank) bezeichnete traditionelle Einlage- und Kreditinstitut. Es nimmt Einlagen entgegen, betreibt das Zahlungsverkehrsgeschäft und leiht die Gelder in Kreditform wieder aus. Die Attraktion der Investmentbanken ist das Geschäft rund um handelbare Finanzinstrumente inklusive Beratungsleistungen. Eine wesentliche Rolle bei dieser Entwicklung spielten die Regulierungen in den USA, welche seit den 30er Jahren des letzten Jahrhunderts Investmentbanken das Einlagen- und Kreditgeschäft und Commercial Banks das Wertpapiergeschäft verboten (s. u. Kapitel Geschichte des Investmentbankings). Auf diese Weise wurde zwangsläufig das Geschäft mit handelbaren Finanzprodukten zum Kern der Geschäfte der Investmentbanken.

Die heutige Praxis wird unter anderem dadurch kompliziert, dass wir eine Vermischung vormals getrennter Bereiche vorfinden. Investmentbanking-Leistungen werden auch von anderen Marktteilnehmern, insbesondere großen internationalen kommerziellen Banken, erbracht. Es ist daher angebracht, zwischen Investmentbanking als Funktion und Investmentbanken als den Trägern dieser Dienstleistungen zu unterscheiden.

Während es im angelsächsischen Raum aufgrund des Trennbanksystems lange eine deutliche Trennung zwischen Investmentbanking und *Commercial Banking* gab, haben sich heute diese Grenzen praktisch aufgelöst. Fast alle Investmentbanken ergänzen ihre wertpapierbezogenen Aktivitäten mit Kreditgeschäften, durch die sich Synergien ergeben. Das Geschäft der Vermögensverwaltung (*Asset Management*) ist mittlerweile auch zu einem festen Bestandteil im Portfolio von Investmentbanken geworden; sie sind also in die Tätigkeit der früheren Investment Trusts eingedrungen. Für diese Erweiterungen in angrenzende Geschäftsfelder gibt es praktisch keine zusammenfassende Systematik oder Regel außer der, dass sich Synergien zum Kerngeschäft ergeben. Daraus resultiert auch der oben zitierte Satz »*investment banking is what investment banks do*«.

Gemeinsames Merkmal der meisten Investmentbanken ist, dass sie als Finanzintermediäre für Großkunden, Regierungen und andere Finanzintermediäre auftreten, wobei Letztere als Kunden gleichzeitig ihre Produkte vertreiben, üblicherweise nicht an den Retailmarkt gehen, sofern es sich nicht um Brokergeschäfte handelt.

Wir definieren deshalb folgendermaßen:

| Definition                                                                                                                                                                                                                                               |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Investmentbanken sind Unternehmen, deren Tätigkeitsschwerpunkt die Erbringung von Finanzdienstleistungen am verbrieften Kapitalmarkt sowie Beratungsleistungen bei Finanzdienstleistungen für Großkunden, Regierungen und andere Finanzintermediäre ist. |

Die Probleme der Abgrenzung des Investmentbankings in der Praxis haben auch etwas mit dem sich gewandelten *Erscheinungsbild* zu tun. Vor der Subprimekrise verfügte das Investmentbanking über ein hohes Ansehen. Investmentbanken waren durch ein großes Beziehungsgeflecht gekennzeichnet, durch mannigfaltige Relationship-Aktivitäten zum Wohle ihrer Kunden; sie galten als besonders agile, erfindungsreiche Institutionen, die für jedes Problem ihrer Kunden eine attraktive Lösung parat hatten. Viele Finanzdienstleister wandten den Begriff der Investmentbank auf sich selbst an und stellten ihre Zugehörigkeit zu diesem Banktyp bewusst heraus, selbst wenn ihr Leistungsspektrum dem nicht unbedingt entsprach. Mittlerweile werden die reinen Investmentbanking-Leistungen nicht mehr als solche in den Vordergrund gestellt. Das Image der Investmentbanker hat durch die Exzesse und Krisen gelitten. Die Tätigkeiten werden unter Oberbegriffen wie »Corporates and Markets« bei Banken mit einem breiteren Leistungsspektrum als Dienstleistungen für Großkunden subsumiert. Die reinen Investmentbanken passen gleichzeitig ihre Geschäftsmodelle an neue regulatorische Anforderungen an (siehe Beitrag Geschäftsaktivitäten und Marktüberblick).

Betrachten Sie abschließend noch einmal die Gliederung dieses Buches und des ergänzenden Fachbuches. Sie erkennen in den Kapiteln zu den Geschäftsfeldern die Kernleistungen der Investmentbanken bei Beratungsaktivitäten, im verbrieften Kapitalmarktgeschäft (Emissionen und Sekundärmarkt) sowie die ergänzenden Geschäftsfelder z. B. im

syndizierten Kreditgeschäft, im Handel mit Rohstoffen und anderen Alternative Investments sowie im Asset Management.

## 1.2 Wichtige Grundbegriffe

Finanztransaktionen sind Geschäfte, die die Weitergabe monetärer Dispositionsmöglichkeiten zum Ziel haben. Darunter versteht man Wirtschaftsgüter, die in Geldgrößen denotiert sind, die also bei Fälligkeit Anspruch auf Bargeld oder Sichtguthaben gewähren.

Monetäre Dispositionsmöglichkeiten können sein:

- *Verbrieft*: Träger von Rechten auf monetäre Dispositionsmöglichkeiten ist ein Wertpapier.
- *Unverbrieft*: Ansprüche auf monetäre Dispositionsmöglichkeiten ergeben sich aus einem Vertrag, in dem nicht vorgesehen ist, dass ein Wertpapier Träger von Rechten sein soll.

Als *Kapital* bezeichnet man monetäre Dispositionsmöglichkeiten, die für längere Fristen gewährt werden. Im Unterschied zu Kapital gewährt *Realkapital* keinen Anspruch auf Bargeld und Sichtguthaben. Beispiele dafür sind Immobilien, Maschinen, Waren oder Vorprodukte. Wie wir oben bereits ausgeführt haben, finden die Funktionen des Investmentbankings auf Finanzmärkten statt.

### Einteilung des Finanzmarktes in Teilmärkte

Der Finanzmarkt wird vielfach in Teilmärkte unterteilt. Hier werden einige häufig genannte Varianten vorgestellt. Solche Einteilungen können aufgrund der permanenten Weiterentwicklung der Märkte nicht auf Dauer Bestand haben. Kategorisierungen verlieren ihren Wert, wenn sich zu viele Marktkomponenten nicht mehr eindeutig einem Teilmarkt zuordnen lassen oder wenn hinter einer Unterteilung kein ökonomisches Problem mehr liegt.

| Kriterium   | Bezeichnung der Teilmärkte | Ausprägung des Kriteriums  | Abgrenzungsprobleme                                                |
|-------------|----------------------------|----------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| Fristigkeit | Geldmarkt                  | Kurzfristig (bis 1 Jahr)   | Trennzeitpunkt willkürlich und ökonomisch zunehmend ohne Bedeutung |
|             | Kreditmarkt                | Mittelfristig (>1–4 Jahre) |                                                                    |
|             | Kapitalmarkt               | Längerfristig (>4 Jahre)   |                                                                    |
| Verbriefung | Kreditmarkt                | Unverbrieft                | Zuordnungsfragen; z. B. stückeloser Rechtehandel oder GmbH-Anteile |
|             | Kapitalmarkt               | Verbrieft                  |                                                                    |

| Kriterium                     | Bezeichnung der Teilmärkte                                  | Ausprägung des Kriteriums                                                                                                       | Abgrenzungsprobleme                                                                           |
|-------------------------------|-------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| Ort des Handels               | Nationaler Markt<br>Euromarkt<br>Xenomarkt<br>Offshoremarkt | Ort des Handels relativ zu den Domizilen oder – beim Kriterium Euromarkt – den Heimatwährungen der Vertragspartner <sup>2</sup> | Durch internationale Marktliberalisierungen und -vereinheitlichungen zunehmend ohne Bedeutung |
| Wertpapierherkunft            | Primärmarkt (Emissionsmarkt)                                | Eine Wertpapiergattung wird erstmals in den Markt eingeführt.                                                                   | keine                                                                                         |
|                               | Sekundärmarkt (Zirkulationsmarkt)                           | Wertpapiere einer bereits eingeführten Gattung werden weiterverkauft.                                                           |                                                                                               |
| Börsegebundenheit             | Organisierter Markt                                         | Handel erfolgt an Börsen                                                                                                        | Zuordnung z. B. elektronischer Handelssysteme                                                 |
|                               | OTC-Markt (Over The Counter-Markt)                          | Handel erfolgt außerhalb von Börsen                                                                                             |                                                                                               |
| Rechtsstellung der Investoren | Eigenkapitalmarkt                                           | Eigentümer                                                                                                                      | Zuordnung von Zwitter- oder Hybridprodukten                                                   |
|                               | Fremdkapitalmarkt                                           | Gläubiger                                                                                                                       |                                                                                               |

**Tab. 1.1:** Der Finanzmarkt und seine Teilmärkte

Der für uns insbesondere relevante *Wertpapiermarkt* umfasst den Teil des Finanzmarktes, an dem die Vermittlung von monetären Dispositionsmöglichkeiten in verbriefter Form koordiniert wird.

Ein *Wertpapier* ist eine Urkunde, die ein privates Vermögensrecht zum Inhalt hat, das ohne Urkunde nicht geltend gemacht werden kann. Der Käufer eines Wertpapiers wird auch als *Investor* bezeichnet. Dieser ist also ein Anbieter von monetären Dispositionsmöglichkeiten in verbriefter Form. Der *Emittent* ist der Nachfrager von monetären Dispositionsmöglichkeiten in verbriefter Form am Primärmarkt, wobei Nachfrager in unverbriefter Form am Primärmarkt der *Kreditnehmer* ist.

### 1.3 Die Bedeutung der Wertpapiermärkte

In Kapitel 1.2 wurden die verbrieft und die unverbriefte Form des Finanzgeschäftes unterschieden. Tatsächlich sind die Unterschiede in vielen Punkten nicht groß, weshalb das (wertpapierorientierte) Investmentbanking und das (kreditororientierte) Commercial

<sup>2</sup> Anmerkung: Der Euromarkt hat nichts mit der Währung Euro zu tun. Er ist viel älter. Er entstand, als man in London diverse Finanzgeschäftsarten wie Geldanlagen und Kreditaufnahmen in USD tätigen konnte. Ein Euromarkt in diesem Sinne ist ein Markt, an dem Finanzgeschäfte in einer anderen Währung als der Heimatwährung des Marktes (geographisch gesehen) getätigt werden.

Banking viele Gemeinsamkeiten aufweisen. Denken Sie an die Prüfung der Rückzahlungswahrscheinlichkeit einer Verpflichtung, die Sicherheitenbestellung oder Tilgungsformen bei Wertpapieren und bei Krediten. Die wichtigste Differenz besteht in dem unterschiedlichen Grad, in dem verbrieftes und unverbrieftes Kapital handelbar sind. Die Handelbarkeit bedingt die Existenz von Märkten. Diese wiederum eröffnen dem Umgang mit monetären Dispositionsmöglichkeiten vorteilhafte Optionen. Hier einige Beispiele:

Märkte schaffen Transparenz und ermöglichen Innovationen.

- Der veröffentlichte Preis gehandelter Wertpapiere verringert Unsicherheiten bei der Wertfindung und erspart aufwendige eigene Bewertungsprozesse.
- Der veröffentlichte Preis von Wertpapieren ermöglicht es, die Preisfairness anderer Wertpapiere zu beurteilen, selbst wenn sie aus ganz anderen Marktsegmenten stammen. Dadurch werden auch komplexere oder exotische Produkte bewertbar und beurteilbar. Die Preisbildung regt zu Innovationen an.
- Differenz- und Ausgleichsarbtrage wird möglich und führt zu wirklichen Knappheitspreisen. *Differenzarbtrage* bezeichnet die Möglichkeit risikoloser Gewinne durch den Kauf eines Assets zu günstigen Konditionen und dessen gleichzeitigen Verkauf zu höheren Preisen in verschiedenen Marktsegmenten (Geschäft und Gegengeschäft). *Ausgleichsarbtrage* kennzeichnet die Möglichkeit risikoloser (Opportunitäts-) Gewinne durch den Kauf (Verkauf) eines unter(über-)bewerteten Assets zu günstigeren Konditionen als an einem anderen Markt ohne simultanes Gegengeschäft.
- Die verfügbare Preishistorie gestattet neue Erkenntnisse über das Finanzmarktgeschehen. Sie ist die Basis preiswerter Risikostrategien und verbilligt das Portfoliomanagement.

Märkte verringern auch Transaktionskosten.

- Nachfrager und Anbieter kennen einen Ort, an dem sie einen Kontraktpartner finden werden.
- Nachfrager und Anbieter müssen nur geringe Kosten aufwenden, um ein Geschäft zu kontrahieren.
- Die geringen Transaktionskosten ermöglichen attraktive Diversifikationsstrategien und Spekulationsstrategien.
- Die Verbilligung der Produkte schafft zusätzliche Nachfrage und regt Sparen wie Investieren an.

### **Gesetzmäßigkeiten der Wertpapiermärkte**

Die Märkte für verbrieft und unverbrieft Finanzinstrumente befinden sich in einem permanenten Wettbewerb. Investmentbanker und kommerzielle Banken suchen in Konkurrenz zueinander diejenige Lösung, die am besten zu den Anforderungen der Kunden passt. Finanzinstrumente, die spezielle Kundenanforderungen erfüllen (wie z.B. die Absicherung von Kreditrisiken durch Credit Default Swaps), können allerdings auch ein Eigenleben entwickeln und durch die Investmentbanker zu spekulativen Zwecken einge-

setzt werden. Derartige Exzesse tragen dann regelmäßig zu Finanzkrisen bei. Der einzelne Investmentbanker kann noch so geschickt und virtuos versuchen, das Marktgeschehen zu seinem Vorteil zu nutzen, an den Gesetzmäßigkeiten kommt er nicht vorbei. Das musste auch Michael Milken, der Erfinder des »Junk-Bond-Marktes« erfahren, der mit einer genialen Strategie, die ihn als intimen Kenner der Gesetze eines Marktes auswies, Millionen verdiente und hinterher im Gefängnis landete, weil er zuerst die ökonomischen, dann die legalen Möglichkeiten dieses Marktes überschritten hatte.

### Aufgaben zur Lernkontrolle

1. Definieren Sie den Begriff des Investmentbankings.
2. Zeigen Sie Gemeinsamkeiten und Unterschiede des Investmentbankings zum Einlagen- und Kreditgeschäft auf.
3. Grenzen Sie die Begriffe Kapital, Kapitalmarkt, Wertpapier, Wertpapiermarkt, Emitent und Investor voneinander ab.
4. Nennen Sie die positiven Wirkungen von Wertpapiermärkten.

### Literatur

- Iannotta, G. (2010): Investment Banking. A Guide to Underwriting and Advisory Services, Heidelberg u. a.
- Kidwell, D./Peterson, R./Blackwell, D. (1997): Financial Institutions, Markets, and Money, Fort Worth u. a.
- Kidwell, D. S. et al. (2017): Financial Institutions, Markets, and Money, 12. Aufl., Hoboken, New Jersey.
- Mishkin, F. (2007): The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, 8. Aufl., Boston u. a.
- Morrison, A./Wilhelm, W. (2007): Investment Banking. Institutions, Politics, and Law, Oxford, New York.
- Quittner, P. (1930): Investment: Moderne Prinzipien der Vermögensanlage, Berlin.
- Quittner, P./Palyi, M. (1932): Investment, in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, Frankfurt am Main.
- Reuther, M. (2012): Investmentbanking – integraler Bestandteil und Ideenschmiede des Firmenkundengeschäfts, in: ZfgK, Jg. 65, S. 20–23.
- Rudolph, B. (1999): Kapitalmarkt: Grundlagen, in: Enzyklopädisches Lexikon des Geld-, Bank- und Börsenwesens, Frankfurt am Main.
- Wertschulte, J. (2001): Investment Banking, in: Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, S. 1158–1168, Stuttgart.

---

## 2 Geschichte des Investmentbankings<sup>1</sup>

### LERNZIELE

- Sie können die Entwicklung hin zu den ersten organisierten Kapitalmärkten und Börsen erläutern.
- Sie können den Beginn des Investmentbankings im eigentlichen Sinne und der Bildung von Syndikaten nachzeichnen.
- Sie können die Entwicklung des Investmentbankings im Allgemeinen und der verschiedenen Geschäftsaktivitäten im Besonderen beschreiben.
- Sie können die Phasen von der Regulierung (Glass-Steagall-Act) zur De-Regulierung (Gramm-Leach-Bliley-Act) bis zur erneuten Re-Regulierung (Dodd-Frank-Act) erläutern.
- Sie können Vor- und Nachteile einer Separierung von kommerziellen und Investmentbanken darlegen.

### 2.1 Ursprünge und Vorläufer

Banken oder Organisationen mit Bankcharakter haben bereits mehrere Jahrhunderte existiert, bevor eine klare Trennung zwischen den Banken bestand, die sich auf Geschäfte konzentrierten, die wir heute dem Investmentbanking zuordnen, und denjenigen, die primär kommerzielle Bankgeschäfte betrieben.

#### Direkte Vorläufer

Direkte Vorläufer des modernen Investmentbankings kann man im späten europäischen Mittelalter und der frühen Neuzeit lokalisieren. Die Templer gewährten Kredite an Kreuzritter u. a., indem sie Schuldscheine aufkauften. Spezialisierte Finanzdienstleister, die vor allem in den oberitalienischen Stadtstaaten domizilierten, waren in dieser Zeit im Schuldscheinhandel tätig oder nahmen diese ins eigene Portefeuille, um sie bei Fälligkeit zu präsentieren.

Eine breite Palette von Finanzdienstleistungen wurde vor dem Aufkommen einer organisierten Bankstruktur von den Kaufmannshäusern in Europa erbracht. Die bekanntesten sind die Medici in Florenz und die Fugger in Augsburg, beide im ausgehenden 15. Jahrhundert. Diese waren grundsätzlich als Partnerschaft mit persönlicher Haftung organisiert. Der Umfang ihrer bankähnlichen Aktivitäten umfasste die mit dem eigentlichen Handelsgeschäft verbundenen Warenkredite einschließlich der damit im Zusammenhang stehenden Zahlungsverkehrsfunktionen sowie die Ausstellung und Diskontierung von Wech-

---

<sup>1</sup> Autor: Heinz J. Hockmann.

seln. Die Übernahme der Garantiefunktion für ausgegebene Schuldscheine und Wechsel ermöglichte im nächsten Schritt den Einsatz von Papiergeld.

### **Organisierte Kapitalmärkte**

Voraussetzung für das Investmentbanking ist die Existenz von Kapitalmärkten. Diese ist wiederum eng mit der Entwicklung der Banken und Börsen als den die Kapitalmärkte tragenden Institutionen verbunden. Bereits im 13. Jahrhundert fanden erste Kaufmannsversammlungen mit Börsencharakter in Oberitalien statt. In derselben Zeitspanne kam es in Brügge zu regelmäßigen Treffen der Geld- und Wechselhändler vor dem Haus der Patrizierfamilie »van der Burse«, wodurch die Börse ihren Namen erhielt.

Organisierte Kapitalmarkttransaktionen gab es in Deutschland seit dem Mittelalter, als Rentenanleihen zur Finanzierung der Städte ausgegeben wurden. Während in der Zeit davor Anleihen unkündbar waren und Rückzahlungen vom Willen des jeweilig Herrschenden (= Emittenten) abhingen, wurden erste tilgbare Anleihen ab 1240 in Lübeck und 1270 in Hamburg ausgegeben. Mitte des 16. Jahrhunderts wurden dann die Emission und der Handel von »Renten« in standardisierter und damit handelbarer Form üblich.

Die Anfänge des Wertpapierhandels an den Börsen sind in diesem Zusammenhang vergleichsweise jungen Datums. Mitte des 16. Jahrhunderts begann der eigentliche Börsenhandel in Brügge und Antwerpen, Mitte des 17. Jahrhunderts wurde Amsterdam zu einer bedeutenden Börse. Weitere Börsenplätze in Europa folgten: Augsburg (1540), Nürnberg (1540) und Köln (1553), bevor die auch heute noch existierenden Börsen in Hamburg (1558) und Frankfurt (1585) und schließlich London (1773) ihre Aktivitäten aufnahmen. Da diese Zusammenkünfte an Börsen vielfältiger Natur waren und sich nicht auf Wertpapierhandel beschränkten, lässt sich der Beginn des organisierten Handels in standardisierten Wertpapieren häufig nicht von anderen Zusammenkünften der Kaufleute unterscheiden.

### **Übernahme von Bankfunktionen durch Kaufleute**

Kaufleute und nicht organisierte Banken (Privatbanken) haben anfänglich Bankfunktionen wahrgenommen. Bargeldzahlungen erfolgten gegen Wechsel (Bills of Exchange), die wiederum von anderen Kaufleuten mit einem Abschlag angekauft, d. h. diskontiert wurden. Größere Kaufleute übernahmen im Laufe der Zeit dabei die Funktion eines Discount Houses und kauften systematisch Wechsel an.

Die Reputation des Ausstellers der Bills of Exchange war für die Diskontierbarkeit entscheidend. Dabei erfolgte die Beurteilung der Kreditwürdigkeit der lokalen Händler durch international tätige Händler mit entsprechender Marktkennntnis. Die Kenntnis und Beurteilung des Kreditnehmers sowie die Übertragung der eigenen Einschätzung auf die Beurteilung durch andere Marktteilnehmer wurden zu wesentlichen Faktoren der Kreditwürdigkeitsprüfung. Der Händler, der Trade Merchant, wurde auf diese Weise zur *Merchant*

*Bank.* Diese Merchant Banks übernahmen dann weitere Funktionen mit Bankcharakter, wie Tätigkeiten der Handelsfinanzierung (*Trade Finance*) und Garantiefunktionen durch die Ausgabe von *Letters of Credit*.

## 2.2 Investmentbanken im Europa des frühen 19. Jahrhunderts

Eine weitere Voraussetzung für die Entwicklung des Investmentbankings war die Weiterentwicklung des Handelsrechts. Im 18. und 19. Jahrhundert wurde die ständige Einmischung des Staates in frei ausgehandelte Verträge beendet, wodurch wesentliche Grundlagen für die Entwicklung des Investmentbankings gelegt wurden. Die Entfaltung der *Loan Contractors* zu echten Finanzintermediären und damit die Geburtsstunde des Investmentbankings kann an einem einfachen Beispiel verdeutlicht werden.

### PRAXISBEISPIEL

Die englische Treasury will zur Finanzierung ihrer Aktivitäten Wertpapiere (anfänglich eher Schuldscheine mit Kreditcharakter und keine handelbaren Wertpapiere moderner Prägung) ausgeben. Sie führt hierzu Verhandlungen mit finanziell potenten Personen in der City, die jeweils einen Teil der Emission (also des Kredits) übernehmen würden. Diese Individuen, die *Loan Contractors*, suchen wiederum die Unterstützung anderer Anleger, die dann gemeinsam eine »Liste« bilden. Hinzu kommen »Treasury Lists« mit Peers, Abgeordneten und sonstigen Vertretern der Regierung. Die Zahlungen für die Emission erfolgen in Tranchen.

Das rudimentäre System des 18. Jahrhunderts der Bildung von Listen für öffentliche Schuldtitel zeigt bereits viele Ausprägungen des modernen Underwritings von Wertpapieren:

- Einsetzen der eigenen Reputation,
- Generierung von Informationsvorsprüngen,
- Erhöhung der Eintrittsbarrieren für neue *Loan Contractors* aufgrund der Anforderungen an deren Reputation.

### Bildung von Syndikaten

Bereits in dieser Zeit arbeiteten die *Loan Contractors* in der Form zusammen, dass sie sich über die ursprünglichen Listen zu Syndikaten oder Konsortien zusammenschlossen, um die erforderlichen Beträge aufzubringen und die Risiken aus der Zeichnung zu teilen. Es kam auf diese Weise zunächst zur Bündelung der *Contractors* und *Sub-Contractors*, bevor diese wiederum die Endanleger bedienten; diese Syndikate verhandelten die Details der Kredite. Die Mitglieder der ersten Syndikate mussten die Verantwortung für die zeitgerechte Bereitstellung der gezeichneten Beträge übernehmen. Schließlich wurde die Verantwortung der Syndikate bis auf die Stabilisierung der Sekundärmärkte ausgedehnt.

Die eigentliche Geburtsstunde des Investmentbankings wird in dem Moment gesehen, von dem an es keinen Wettbewerb mehr zwischen individuellen Anlegern und Spekulanten sowie den Loan Contractors um eine einzelne Emission mehr gab und alle Emissionen über die Loan Contractors geleitet wurden.

»Investmentbanking exists when ultimate investors abandon to professional middlemen the original market for new subscriptions«, schreibt Redlich (1968, S. 326).

### **Festlegung von Wettbewerbspositionen**

Eine Handvoll bedeutender Investmenthäuser dominierte zu dieser Zeit den Fluss des Langfriskapitals in öffentliche Emissionen. Außerhalb des Oligopols der großen Investmentbanken gab es heftigen Wettbewerb unter den kleineren Marktteilnehmern, die in die großen Syndikate aufgenommen werden wollten. In der Folge kam es auch zum intensiven Wettbewerb an der Spitze der Syndikate, die durch neue Marktteilnehmer und insbesondere durch immer neue Allianzen herausgefordert wurden.

Die Bildung von *echten Syndikaten* erfolgte um 1820. Da die Gewinne aus Kauf und anschließendem Verkauf von Emissionen sehr attraktiv waren, kam es darauf an, Disziplin innerhalb dieser Syndikate sicherzustellen. Die Objekte der Syndikate, d. h. die Finanzinstrumente, waren allerdings noch nicht so vielschichtig, es handelte sich allein um die Beteiligung an Krediten und Schuldverschreibungen. Diese waren weitgehend standardisiert und variierten lediglich nach Laufzeit, Zinssatz und Risiko. Kreditnehmer waren Staaten und nachgeordnete staatliche Einheiten mit prognostizierbarem und wiederkehrendem Kapitalbedarf. Der Wettbewerb auf der Kreditnehmerseite war weniger ausgeprägt, da diese sich nicht zu Gruppen zusammenschlossen und aufgrund der notwendigen Diskretion auf vertraulichen und schnellen Zugang zum Kapitalmarkt angewiesen waren.

Wie auch heutzutage kam als weitere Achillesferse eine zunehmende Kapitalknappheit hinzu. Die großen Investmentbanken gingen dazu über, im Falle von zusätzlichem Kapitalbedarf, Wertpapiere aus dem Eigenbestand zu veräußern oder zu beleihen. Diese neue Form der Kapitalbeschaffung machte sie aber verletzlich und abhängig von Spekulanten. Maßnahmen zur Stabilisierung der Sekundärmärkte, die erstmals von Rothschild angewandt wurden, haben erst den starken Kapitalmarktbezug der Investmentbanken ermöglicht.

## **2.3 Entwicklung des Investmentbankings in den USA**

Der Beginn des Investmentbankings in den USA hinkte hinter der europäischen Entwicklung hinterher und kann auf die Mitte des 19. Jahrhunderts datiert werden. Die Finanzierungsaktivitäten in den USA konzentrierten sich seit 1830 auf den Eisenbahnbau durch die Emission langfristiger Anleihen (Laufzeiten von 25–30 Jahren), wandelbar in Aktien,

größtenteils emittiert in Sterling und zahlbar in London. Neben den Kapitalbedarf durch den Eisenbahnbau trat der zunehmende Kapitalhunger durch die Industrialisierung und später den amerikanischen Bürgerkrieg. Ein hoher Kapitalimport zur Finanzierung dieser Aktivitäten war mangels eigener Kapitalbildung in den USA die Folge.

Die Finanzierungsaktivitäten erfolgten ursprünglich über *Chartered Banks*, Banken mit einer staatlich genehmigten Satzung. Die erste Chartered Bank wurde per Gesetz 1791 gegründet, die »Bank of the United States«, deren Satzung sehr eng an die der Bank of England angelehnt war. Ergänzt wurden diese auf Satzungen basierenden Banken durch Kaufleute, häufig mit europäischem Hintergrund, die Handel über den Atlantik betrieben und wie in Europa Bankfunktionen wahrnahmen. Sie besaßen allerdings keine staatliche Charter und waren als private Banken durch die Haftung der Eigentümer gekennzeichnet. Eine der Haupttätigkeiten bestand in der Platzierung öffentlicher Kredite der Zentralregierung und der Bundesstaaten, insbesondere zur Finanzierung des Eisenbahnbaus.

### **Erste Bankenkrisen**

Das 19. Jahrhundert war in den USA durch allein 10 Bankenkrisen gekennzeichnet, die regelmäßig zu Bankenruns und Wirtschaftskrisen führten. Im Zuge der Bankenkrise von 1836/38, die durch Immobilienspekulation und verfallende Baumwollpreise ausgelöst wurde, kam es zu beachtlichen Veränderungen in der amerikanischen Bankenstruktur.

Während die Chartered Banks mit staatlichem Einfluss unter der Krise erheblich gelitten hatten oder vom Markt verschwanden, kamen die privaten Merchant Banks relativ unbeschadet aus der Krise. Dies führte zu einer Neuausrichtung der Investmentbanking-Aktivitäten mit Einfluss auf das 20. Jahrhundert. Das Epizentrum der Aktivitäten verschob sich in dieser Zeit aus den einzelnen Bundesstaaten nach New York. Durch den Ausfall von neuem Kapital aus Übersee richtete sich das Augenmerk zusätzlich darauf, verstärkt Kapital in den USA selbst einzusammeln.

### **Bildung von Investmentbank-Strukturen**

Die Transformation der Handelsaktivitäten in Investmentbanking-Aktivitäten erfolgte primär durch zwei Gruppen:

- Deutsch-jüdische Investmentbanking-Netzwerke und
- Yankee (WASP) Investmentbanking-Netzwerke.

Nachdem sich die Rothschilds aus Finanzierungsaktivitäten in den USA zurückgezogen hatten, dominierten andere Händler mit deutsch-jüdischem Hintergrund die Finanzszenen. Diese Gruppen kamen zwischen Ende der 1830er und 1850er-Jahre insbesondere aufgrund des schlechten wirtschaftlichen Umfelds in Europa in die USA.

Ein bekanntes Beispiel für diese Entwicklung ist Marcus Goldman, der Bayern im Jahre 1848 zum Aufbau eines Kleidungsgeschäftes in den USA verließ, sich 1869 in New York dem Finanzgeschäft widmete und 1872 eine Partnerschaft mit Samuel Sachs begann. Henry Lehman eröffnete ebenfalls ein Kleidungsgeschäft im Jahre 1844, bevor seine Brüder Emanuel und Mayer ihm folgten. Sie stiegen dann zunächst in den Baumwollhandel ein, bevor sie dies durch ein Brokergeschäft ergänzten und 1847 die Bank Lehman Brothers gründeten.

Die Entwicklung der Yankee Investmentbanking-Netzwerke ist eng mit dem Namen John Pierpont Morgan verbunden, der als bedeutendster Investmentbanker seiner Zeit angesehen wird und wesentlich zur Entwicklung des amerikanischen Bankwesens mit seinen verschiedenen Facetten beigetragen hat. Nachdem er aufgrund spekulativer Handelsaktivitäten als Partner im Handelshaus Peabody & Co. nicht akzeptiert wurde, gründete er 1860 J. P. Morgan & Co. und legte den Grundstein für eine bedeutende Bankengruppe (vgl. Morrison/Wilhelm, 2007, S. 165–170).

### **Neue Wege im Vertrieb**

Erfolgte bisher die Zurverfügungstellung von Kapital durch eine begrenzte Zahl institutioneller Anleger, so kam es im Laufe der Zeit zu einem Austrocknen dieser Kapitalquelle. Zusätzlich erforderte die Finanzierung des Bürgerkrieges in den USA (1861–1865) Emissionen in bisher unbekannter Größenordnung. Der Vertrieb an institutionelle Anleger kam ebenfalls ins Stocken, da das amerikanische Finanzministerium nicht bereit war, Kursabschlüsse bei der Emission vorzunehmen und die erhaltenen Gelder zwischenzeitlich bei den Banken anzulegen.

Jay Cooke und Antony Drexel wählten als Erste in einem Joint Venture mit ihren beiden Banken einen neuen Vertriebsweg und boten eine Emission einer großen Gruppe privater Anleger an. Cooke's Idee war es, an die patriotische Grundhaltung der Amerikaner zur Finanzierung des Bürgerkrieges zu appellieren. Es gelang ihnen, mit neuen Vertriebsmethoden zur Direktansprache von Privatanlegern breitere Bevölkerungskreise zur Zeichnung der Anleihen zu bewegen. Dies kann als die Geburtsstunde des breit angelegten Brokerages angesehen werden.

### **Entwicklung neuer Geschäftszweige**

Hatte sich Investmentbanking bis in die zweite Hälfte des 19. Jahrhunderts auf die Übernahme und Platzierung von Emissionen konzentriert, deren Volumen beträchtlich gesteigert wurde, kam es in der Folge zur Entwicklung weiterer Geschäftszweige:

- Mergers & Acquisitions,
- Corporate Restructuring und
- Investment Banker Activism.

Im Zuge des Wachstums an Transaktionen durch die Refinanzierung des Bürgerkrieges und des steigenden Kapitalbedarfs für den Eisenbahnbau kam es auch zu einer steigen-

den Zahl an Unternehmenskrisen, schwerpunktmäßig im Eisenbahnsektor. In der Folge führte dies zur ersten *Mergerwelle* in der amerikanischen Industrie und zur Herausbildung der großen Industriekonzerne. Die Beratung bei *Mergers & Acquisitions* entwickelte sich damit neben dem Emissionsgeschäft zu einem weiteren Geschäftszweig der Investmentbanken. Zwischen 1895 und 1904 verschwanden ungefähr 1.800 Firmen durch Fusionen.

Neben der Beratung bei *Mergers & Acquisitions* spielten Investmentbanken zunehmend eine wichtige Rolle bei Unternehmensrestrukturierungen. Die starke Emissionstätigkeit der US-amerikanischen Eisenbahngesellschaften führte zur Überschuldung und Insolvenz einer großen Zahl von Gesellschaften. Die Investmentbanken, die bereits die Gründung dieser Gesellschaften betrieben hatten, übernahmen die Reorganisation durch ein neues, von ihnen geschaffenes Rechtsinstitut, »Equity Receivership« (der Gläubiger wird zum Treuhänder und Verwalter des Unternehmens oder einzelner Assets), wodurch das Fehlen einer Konkursgesetzgebung kompensiert wurde. Die Tätigkeit der Investmentbanken konzentrierte sich auf die Reorganisation der Eigentümerstrukturen, die Zurverfügungstellung von Working Capital und die Bildung von Voting Trusts. Diese heute unter dem Begriff *Corporate Finance Advisory* gebräuchlichen Aktivitäten führten zu zusätzlichen Ertragsquellen für die Investmentbanken.

Schließlich übernahmen Vertreter der Investmentbanken aktive Rollen in den Verwaltungsräten (Boards) ihrer Kunden zum Schutz ihrer eigenen Interessen. Dieser sog. *Investment Banker Activism* ist praktisch eine Vorstufe der *Corporate Governance* moderner Prägung. Einerseits wurden Interessenkonflikte der Investmentbanker in den Boards offensichtlich, andererseits wurde auch ihr Wert oder die Reputation der Investmentbanker für das Unternehmen sichtbar. Sie halfen bei der Lösung von Problemen, die durch vertragliche Verhandlungen schwer lösbar waren, und waren in der Lage, die Interessen einer Vielzahl von Investoren zu vertreten.

## 2.4 Trennung von Commercial- und Investmentbanking (Glass-Steagall-Act)

Die modernen Investmentbanking-Syndikate haben sich in der Zeit nach dem amerikanischen Bürgerkrieg entwickelt. Sie dienten der Koordination und der erweiterten Reichweite der Vertriebsaktivitäten sowie einer einheitlichen Preisbildung für die Emissionen. Es war ein profitables Geschäft für die Investmentbanken mit Kommissionen in Höhe von 2,5 bis 10 % der Emission. Zwischen den Mitgliedern der Syndikate herrschte ein quasi-legales Vertragsverhältnis. Der Erfolg des Syndikats hing entscheidend von der Reputation des Lead Managers ab, der das Netzwerk der Syndikatsmitglieder steuerte, wobei das Ranking der einzelnen Mitglieder für die Ertragsaufteilung von Bedeutung war.

Das starke Wachstum der Syndikate und der Zusammenhalt der Mitglieder in Verbindung mit einem von außen nicht durchschaubaren Vertragssystem förderte das Misstrauen gegenüber diesen Syndikaten. Die zunehmende Vertretung von Investmentbankern in den Boards ihrer Kunden, die ihren Höhepunkt um die Jahrhundertwende erreichte, sowie neue politische Strömungen verschärften die Kritik an den sich entwickelnden sog. Money Trusts, ein Begriff, der in Anlehnung an Corporate Trusts geschaffen wurde.

Auf der politischen Ebene sind in dieser Zeit zwei Bewegungen zu nennen: erstens »Populism«, eine Bewegung der Arbeiterschaft und der Landwirtschaft, die Fusionen zwischen Unternehmen und dabei die Rolle der Banken kritisierte, und zweitens »Progressivism«, die die Entwicklung von Gewerkschaften als Gegengewicht zu großen Unternehmen und Monopolen in den Mittelpunkt stellte. Der Fokus dieser Bewegung lag auf einer zentralen Wirtschaftsplanung und mündete schließlich in den New Deal (Roosevelt) nach der großen Wirtschaftskrise.

### **Neue Gesetzgebung für Banken**

Nach der Weltwirtschaftskrise von 1929 bis 1933 wurde das Bankensystem in den USA im Rahmen des »New Deal« unter Präsident Franklin D. Roosevelt auf eine vollkommen neue Grundlage gestellt, die fast 70 Jahre Gültigkeit haben sollte. Die Selbstregulierung der Banken wurde durch eine externe Regulierung ersetzt.

Neben gesetzgeberischen Aktivitäten im Rahmen des Wertpapiergeschäftes (Securities Act, Securities Exchange Act) und des Investmentgeschäftes (Investment Act, Investment Company Act) ist vor allem der Banking Act (Glass-Steagall-Act) von 1933 zu erwähnen.

Hinzu kam die Gründung der *Securities and Exchange Commission (SEC)* als externe Aufsichtsbehörde mit weitreichenden Kompetenzen in der Umsetzung des Securities Exchange Act sowie die Einrichtung einer zentralen Einlagenversicherung, *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*, als Ausfluss des Glass-Steagall-Act.

Der *Glass-Steagall-Act* erlangte für das Investmentbanking erhebliche Bedeutung und beeinflusste bis zu seiner faktischen Aufhebung durch den Gramm-Leach-Bliley-Act 1999 die Struktur des amerikanischen Bankwesens und damit die internationale Wettbewerbssituation im Investmentbanking. Dieses Gesetz führte zur Trennung von Einlagen- und Kreditinstituten (Commercial Banks) einerseits und Investmentbanken andererseits.

### **Die Folgen des Glass-Steagall-Acts**

Als Ergebnis des Glass-Steagall-Acts mussten sich die etablierten Banken entscheiden, ob sie ihr Einlagen- und Kreditgeschäft oder ihre Underwriting-Aktivitäten aufgeben wollten. Commercial Banks mussten ihre Wertpapiergeschäfte verkaufen oder die Aktivitäten der Handels- und Emissionsabteilungen drastisch reduzieren. Einige Banken verschwanden

ganz, manche kleinere Häuser entwickelten sich aus ihrer Nische zu größeren Anbietern. J. P. Morgan entschied sich beispielsweise für die Beibehaltung des Einlagen- und Kreditgeschäftes und wurde eine Commercial Bank; allerdings verließen einige Partner J. P. Morgan und gründeten die Investmentbank Morgan Stanley.

Trotz der organisatorischen Veränderungen offerierten die Investmentbanken praktisch die gleichen Dienstleistungen wie in der Vergangenheit. Der bedeutsamste Einfluss von Glass-Steagall war daher, dass Investmentbank-Aktivitäten aus Commercial Banks herausgelöst wurden. Auf diese Weise wurde eine große Gruppe potenzieller Wettbewerber, die vorher zu den größten Konkurrenten der Investmentbanken gehörten, vom Investmentbanking ferngehalten: die Commercial Banks. Wettbewerb bestand zwar weiterhin, allerdings nur innerhalb der Gruppe der Investmentbanken, die jetzt gegenüber außenstehenden Wettbewerbern geschützt waren. Im Ergebnis hat Glass-Steagall einen Schutzzaun um die existierenden Investmentbanken gelegt, den Markteintritt erschwert und in der Folge eine stärkere Konzentration der Investmentbanken gefördert. Da die Investmentbanken kein Einlagen- und Kreditgeschäft tätigten, unterlagen sie auch nicht der Bankenaufsicht und den zugehörigen Kapitalanforderungen, sondern unterlagen allein der Aufsicht durch die SEC.

## 2.5 Entwicklungen nach dem 2. Weltkrieg

Die Entwicklung nach dem 2. Weltkrieg bis zur praktischen Aufhebung des Glass-Steagall-Acts kann durch ständige Versuche der kommerziellen Banken beschrieben werden, in das annahmegemäß ertragreiche Geschäft der Investmentbanken einzusteigen.

Nachdem eine Klage des Justizministeriums gegen J. P. Morgan und weitere 16 Banken auf Missbrauch ihrer Monopolstellung und Verschwörung im Mai 1953 durch ein Urteil des Obersten Gerichtshofs gescheitert war, bedeutete dies in Verbindung mit dem De-facto-Wettbewerbsschutz vor den kommerziellen Banken den Beginn einer Phase von zweieinhalb Jahrzehnten ungehinderten Wachstums der Investmentbanken ohne große staatliche Einflussnahme. Bis in die erste Hälfte der 60er-Jahre kann von einer Stabilität der hierarchischen Strukturen bei den Investmentbanken gesprochen werden. Erklären lässt sich dies durch die gesetzgeberische Marktabstottung, indem die kommerziellen Banken als Wettbewerber im Underwriting Business ferngehalten wurden. Das Volumen an Underwriting- und anderem Corporate Finance Geschäft blieb während dieser Zeit relativ stabil bei geringen Wachstumsraten. Weitere Versuche der kommerziellen Banken über Tochtergesellschaften, in das Investmentbanking einzudringen, wurden schließlich durch den *Bank Holding Company Act* von 1956 beendet.

Die Zeit ab den 70er-Jahren war durch verschiedene gesetzgeberische Maßnahmen zur Erhöhung der Wettbewerbsintensität gekennzeichnet, die zu einem Druck auf die Ertragslage der kommerziellen und der Investmentbanken führten. Hierzu gehören:

- die Freigabe der Brokergebühren (1975),
- die Beseitigung der Zinsobergrenze für Einlagen (1980) und weitere gesetzgeberische Maßnahmen zur Erhöhung des Wettbewerbs im Investmentbanking und zum Aufbrechen der Syndikate,
- die reduzierte Publizität aufseiten der Emittenten (Integrated Disclosure, Regulation S-X und S-K),
- die sog. Shelf-Registration (Rule 415), die es den Unternehmen erlaubte, Wertpapiere zum Verkauf zu registrieren, die eigentlichen Konditionen aber erst später festzulegen und dann den Verkauf durchzuführen und
- Regelungen zur Erleichterung von Private Placements (Rule 144A).

Neben den kommerziellen Banken haben auch Unternehmen außerhalb des Investmentbankings versucht, in das ertragreiche Investmentbanking einzusteigen: Zu erwähnen sind hier folgende Akquisitionen:

- Sears kauft Dean Witter Reynolds (1978)
- Shearson/American Express kauft Lehman Brothers (1984)
- General Electric kauft Kidder Peabody (1985)

Alle Akquisitionen waren – nicht zuletzt aufgrund kultureller Unterschiede zwischen nicht-finanziellen Unternehmen und den Investmentbanken – am Ende finanzielle Desaster. Die Investmentbanken wurden wieder unabhängig und gingen – geschützt durch den Glass-Steagall-Act – unbeeinflusst ihren Tätigkeiten nach.

Die Aufhebung der Zinsobergrenze für Einlagen im Verbund mit dem Aufkommen von Geldmarktfonds und ähnlichen Anlageinstrumenten, die in den 70er-Jahren aufgelegt wurden und die in Konkurrenz zu den Einlagen bei kommerziellen Banken standen, verteuerte die Refinanzierung und erhöhte den Druck auf die Ertragssituation der kommerziellen Banken. Diese unternahmen daher erneut große Anstrengungen, in das vermeintlich attraktivere Investmentbanking einzudringen und die Funktionstrennung zwischen kommerziellem Bankgeschäft und Investmentbanking aufzuweichen. Gleichzeitig begann in dieser Zeit eine Globalisierung des Bankgeschäftes.

Im Jahr 1987 autorisierte die Fed auf Druck einzelner kommerzieller Banken die ersten *Bank Holding Companies* für ein begrenztes Underwriting sowie den Handel in bestimmten, bislang nicht erlaubten Wertpapieren und öffnete auf diese Weise die Türen zur Aufweichung der Funktionstrennung. Antragsteller für die erweiterten Tätigkeiten waren Citicorp, J. P. Morgan & Co. sowie Bankers Trust New York Corp. Diesen Banken wurde erlaubt, die neuen, früher verbotenen Aktivitäten in einer Tochtergesellschaft der Bank Holding Company