

Stabilität versus Innovationsfähigkeit: Zur Rolle des Finanzsystems

Von Thomas P. Gehrig, Freiburg/Br. und London

I.

Trotz der Schaffung eines einheitlichen Binnenmarktes für Güter und Dienstleistungen leidet Europa gegenwärtig an einer fundamentalen Wachstumsschwäche. Mit der sogenannten Lissabon-Strategie sollen aktive politische Maßnahmen gegen die Eurosklerose eingeleitet werden. Es mag hier dahingestellt bleiben, ob ein wenig reflektierter Aktionismus die richtige Strategie für mehr Wachstum in Europa ist. Wenngleich man viele Gründe für die Wachstumssklerose angeben könnte, so scheint es aber völlig unkontrovers zu sein, dass auch die Finanzsysteme nicht in gleicher Weise zur Finanzierung innovativer Aktivitäten beitragen wie in den gegenwärtig erfolgreicherer Regionen, beispielsweise den USA.

Die Europäischen Märkte für Wagnisfinanzierung haben erst spät in den 90er-Jahren des ausgehenden 2. Jahrtausends größere Finanzierungsvolumina bereitgestellt (Bottazzi, da Rin (2002)). Erst durch die Schaffung der Neuen Märkte gewann die Wagnisfinanzierung auch zahlenmäßig an Bedeutung. Freilich führte das Bersten der IT-Blase unmittelbar zur Auflösung dieser Neuen Märkte im Jahr 2003 und somit nahezu zum Stillstand im Bereich der europäischen Wagnisfinanzierung. Allein diese Beobachtung zeigt schon, wie unterentwickelt das zarte Pflänzchen Wagniskapital in Kontinentaleuropa wirklich ist. In den USA beispielsweise haben sowohl die Venturefinanzierung als auch die entsprechenden Technologiesegmente der Börsen die IT-Blase überstanden.

Bei näherer Analyse der im Wagnisbereich finanzierten Aktivitäten fällt weiterhin auf, dass der europäische Wagniskapitalmarkt ein Projektportfolio finanziert, das ein deutlich stärkeres Gewicht auf Nicht-Technologiebereiche legt und in dem die klassischen Innovationsaktivitäten im Vergleich zum US-Markt deutlich unterrepräsentiert sind (Bottazzi, da Rin (2002)), wie beispielsweise Biotechnologie, Computer oder Telekommunikation. Auch konzentriert sich die europäische Wagnisfinan-

zierung viel mehr auf den Bereich der Ausbaufinanzierung und viel weniger auf die frühen Phasen (sog. Seed- bzw. Start-Up-Finanzierung) für innovative Projekte (Scherthler (2003)).

Wodurch erklärt sich dieser Besorgnis erregende empirische Befund? Erfüllen die Banken und Finanzmärkte Europas nicht mehr die klassischen Finanzierungsfunktionen, die sie noch in Zeiten der Industrialisierung oder des Wirtschaftswunders so vorbildlich erfüllt haben? Oder liegt das Problem eher nachfrageseitig; fehlen innovierende Forscher und Unternehmer, die überhaupt erst marktfähige Innovationen entwickeln und umsetzen können, für die sie dann Finanzierungsmittel nachfragen?

Vermutlich hat Europa beides, ein strukturelles Angebots- und ein strukturelles Nachfrageproblem. So werden sowohl Anlagekapital als auch die besten Forscher und Unternehmer abgeworben, und zwar heute meist in die USA, aber zunehmend auch nach Asien. Dieser Kommentar konzentriert sich auf die Rolle der Finanzsysteme.¹ Er wird die Frage erörtern, ob es grundsätzlich wahr ist, dass ein vermehrt kapitalmarkt-orientiertes System einem eher bankenorientierten System in der Finanzierung von Innovationen überlegen ist?

II.

Zur Beantwortung dieser Frage sei zunächst auf die geschichtliche Entwicklung hingewiesen. Wenngleich das deutsche Finanzsystem als bankenorientiert und somit eher als konservativ gilt, hat das deutsche Finanzsystem insgesamt während der Industrialisierung doch eine hervorragende Rolle gespielt. Gerade im ausgehenden 19. Jahrhundert sind eine Vielzahl neuer Banken in den Markt eingetreten, die sich auf die Finanzierung der damaligen innovativen Technologien konzentriert haben. Darunter befanden sich u.a. die Commerzbank, die Deutsche Bank und die Dresdner Bank. Die damaligen etablierten Banken, wie beispielsweise der dominante auf die Finanzierung des Berg- und Hüttenbaus spezialisierte Schaafhausen'sche Bankverein waren in diesem damals „riskanten“ Geschäft nicht substanziell engagiert (e.g. Riesser (1910)). Insofern übernahmen damals die neugegründeten Banken gewis-

¹ Mit dieser Beschränkung werden Gleichgewichtseffekte und etwaige Koordinationsprobleme aus der Betrachtung ausgeblendet. Da Rückkopplungseffekte über die Forschungsaktivitäten die im Folgenden beschriebenen Effekte vermutlich verstärken, werden die qualitativen Schlussfolgerungen dadurch vermutlich kaum berührt.

sermaßen wichtige Funktionen, die heute eher dem Bereich der Wagnisfinanzierung, und somit nicht mehr dem klassischen Bankengeschäft zugesprochen werden.

Offensichtlich ist aber das Bankensystem heutzutage nicht mehr in gleichem Maße flexibel wie in den Zeiten der Industrialisierung. Selbst wenn die etablierten Banken die Innovation des High-Tech-Zeitalters nur zögernd finanzieren, so findet gerade in Europa relativ wenig Marktzutritt von unabhängigen neuen Investoren statt, die die Finanzierungslücke schließen könnten. Schertler (2003a) betont sogar, dass eine der Auffälligkeiten des europäischen Venture-Capital-Marktes gerade in der vergleichsweise äußerst geringen Zahl von unabhängigen Investoren liege, die keine rechtlichen Beziehungen zu etablierten Finanzhäusern unterhielten.²

Insofern sollte zum einen festgehalten werden, dass die Begrifflichkeiten eines kapitalmarkt- versus bankenorientierten Finanzsystems im historischen Kontext zu relativieren sind. Zum anderen stellt sich die Frage, ob das deutsche Finanzsystem im Zeitalter der Industrialisierung eher die Charakteristiken eines kapitalmarktorientierten Systems aufweist und erst durch das Aktiengesetz von 1896 und eine Vielzahl weiterer Regulierungen zu dem heutigen bankenorientierten System evolviert ist. So finden Gehrig und Fohlin (2005) beispielsweise anhand historischer Börsenpreise, dass die impliziten Handelskosten an der Berliner Börse in der Zeit von 1880–1910 in etwa vergleichbar sind mit den im Wesentlichen aktuellen impliziten Handelskosten des MDAX in der Zeit von 1990–2000. Diese impliziten historischen Handelskosten sind auch deutlich niedriger als die an der New Yorker Börse 1890–1910 notierten Bid-Ask Spreads.³ Da nach allgemeiner Auffassung die Handelskosten durch die Integration der Finanzmärkte in den 80er-Jahren stark gesunken sind, folgt zwangsläufig, dass die Handelskosten zwischenzeitlich von 1910 bis ca. 1980 erheblich angestiegen waren. In dieser Hinsicht ist auch erwähnenswert, dass vor 1896 der Derivatehandel an der Berliner Börse ein blühendes Geschäft war. Mit dem Börsengesetz wurde der Handel in Finanzderivaten und insbesondere in Termingeschäften de

² Becker und Hellmann (2005) dokumentieren das Scheitern der ersten kooperativen Versuche, unter Leitung der Gesellschaft für Wagnisfinanzierung einen Markt für Wagnisfinanzierung in Deutschland einzurichten.

³ Die effektiven Handelskosten sind typischerweise niedriger als die notierten Bid-Ask Spreads. Dies wird mit der Schätzung der impliziten Handelskosten berücksichtigt. Schätzungen für die impliziten Handelskosten an der New Yorker Börse 1890–1910 werden gegenwärtig von Fohlin und Gehrig durchgeführt.

facto als spekulative Tätigkeit geächtet, sodass sich ehrenwerte Kaufleute und Bankiers fortan aus diesen Geschäften zurückzogen. Erst mit dem zweiten Finanzmarktförderungsgesetz von 1994 wurde ein Handel in Terminkontrakten in Deutschland wieder legalisiert.⁴

Die in der Literatur heute gebräuchliche Einstufung der Finanzsysteme kann also in die Irre führen. Dies liegt v.a. daran, dass eine statische Einordnung der Systeme anhand von Finanzierungsbeiträgen und Marktanteilen (siehe etwa Allen, Gale (2001) bzw. Francke (2006), Tabelle 1) typischerweise zu kurz greift und die zugrunde liegende Dynamik der politisch-regulatorischen Prozesse übersieht. Gerade aber diese Dynamik kann starke dynamische Änderungen bewirken, die durch eine statische Analyse übersehen werden. So scheint das deutsche Finanzsystem im 19. Jahrhundert in außergewöhnlichem Maße kapitalmarktorientiert gewesen zu sein. Erst nach einer langen wirtschaftspolitischen Diskussion über mehr als zwei Jahrzehnte von 1874–1896 hat sich im politischen Prozess eine stabilitätsorientierte Regulierung gegenüber einer freiheitlicheren Marktphilosophie durchgesetzt.

III.

Eine allzu strikte Typisierung von realen Finanzsystemen anhand der Prototypen kann auch deshalb in die Irre führen, weil es bedeutende Komplementaritäten zwischen den Aktivitäten von Finanzintermediären (Banken) und Kapitalmärkten gibt. Diese werden gerade im Bereich der Wagnisfinanzierung deutlich. So sind es spezialisierte Intermediäre, die sogenannten Private Equity Funds, die potenzielle Projekte prüfen, bewerten und gegebenenfalls finanzieren. Diese Funds übernehmen ähnliche Aufgaben im Bereich des Screening und der Start-Up-Finanzierung wie die damaligen Neulinge im deutschen Bankenmarkt während der Industrialisierung. Ein entscheidender Unterschied besteht aber in der Tatsache, dass die modernen Intermediäre die erfolgreichen vorfinanzierten Projekte in der Reifephase auf den Kapitalmärkten verkaufen. Je liquider die Sekundärmärkte sind, desto leichter können sich spezialisierte

⁴ Interessanterweise wurden die gesetzlichen Bestimmungen mit Hinweis auf den internationalen Wettbewerb begründet. So wurden beispielsweise anfangs der 90er-Jahre Bund-Futures bereits in London gehandelt und es bestand das Interesse, den Handel in solchen Derivaten zurück nach Frankfurt zu verlagern. Die grundsätzliche Einordnung von Termingeschäften als spekulative Tätigkeit ist aber nach wie vor unter Politikern, Juristen, Wissenschaftlern und in der Presse weit verbreitet.

Private-Equity-Spezialisten von etablierten Projekten trennen und neue suchen und betreuen.⁵ In der Tat lässt sich diese Komplementarität auch empirisch belegen. So findet Schertler (2003b) in europäischen Daten einen stark belebenden Effekt der Liquidität der Aktienmärkte auf die Venturefinanzierung in der Frühphase.

Die Liquidität der Kapitalmärkte ist also für die Finanzierung von Innovationen von erheblicher Bedeutung. Dies gilt sowohl für banken- als auch kapitalmarktorientierte Systeme. Auch der deutsche Aktienmarkt war gerade in der Phase der Industrialisierung durch eine außergewöhnliche Flexibilität und Effizienz in der Preissetzung charakterisiert (s. Gehrig, Fohlin (2005)). Analog ist die Delegation der Projektauswahl auf spezialisierte Intermediäre in beiden Finanzsystemen gleichermaßen bedeutsam. Sowohl die frühen Industriebanken als auch die Wagnisfinanzierer investieren in spezifisches Humankapital und Know-how, welches zur Bewertung der besonders riskanten Finanzierungsanträge für innovative Investitionsprojekte nötig ist.

IV.

Wirtschaftspolitische Maßnahmen, die die Liquidität der Aktienmärkte beeinträchtigen, sind insofern auch innovationsfeindlich, als sie die Bedingungen erfolgreicher Innovationsfinanzierung weiterhin verschlechtern. In diesem Sinne kann ich H.-H. Francke (2006) in seiner kritischen Einschätzung der vorgesehenen steuerlichen Belastung von Veräußerungsgewinnen nur beipflichten.

Die obige Argumentation geht sogar noch einen Schritt weiter. Veräußerungsgewinne sind die Triebfeder für die Aktivitäten spezialisierter Private Equity Funds. Die geplante Steueränderung droht somit die Bedingungen für die inländische Finanzierung von Innovationen weiterhin nachhaltig zu verschlechtern. Sie schafft Anreize zur weiteren Verlagerung der Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten und stärkt die Wettbewerbsposition der konkurrierenden Finanzsysteme und Börsen, insbesondere in den USA. Die geplante Steuerpolitik stärkt die Wettbewerbspositionen der Wettbewerber an den internationalen Finanzmärkten und beschränkt die Wachstumschancen der deutschen Wirtschaft.

⁵ Siehe beispielsweise *Bascha, Walz* (2001).

V.

Mit H.-H. Francke stimme ich auch darin überein, dass die Regulierung der Finanzmärkte und insbesondere auch die Regulierung im Bankensektor dem Wettbewerb wieder eine Chance geben muss. Ein übertriebenes Stabilitätsbewusstsein mag Regulierungen durchsetzen, die bestenfalls geeignet sind, die Finanzierungen immanenten Risiken zu reduzieren, und somit gleichzeitig wertvolle Wachstumschancen vergeben, welche ihrer Natur nach zwangsläufig mit erheblichen Risiken im Forschungs- und Entwicklungsbereich verbunden sind.

Aufwändige Risikokontrollsysteme im Rahmen von Basel II beispielsweise erschweren den Marktzutritt für Neubanken und beschleunigen den Konzentrationsprozess im Bankensektor. Dadurch mag zwar die Stabilität im Bankensektor abgesichert werden, weil höhere Margen erlauben, Sicherheitspolster aufzubauen. Höhere Margen erhöhen aber auch gerade die Finanzierungskosten für innovative Unternehmer und drängen diese daher in Regionen mit günstigeren Finanzierungsstrukturen, und generell günstigeren Infrastrukturen.

Wettbewerb im Bankensektor impliziert grundsätzlich die Gefahr der Insolvenz für schwache Banken und damit verbunden die Gefahr einer Ausweitung der Insolvenz in systemischen Kategorien. Der erhebliche Vorteil einer kompetitiven dezentralen Bankenstruktur liegt jedoch in der hohen Flexibilität und in einer hohen Realisierungswahrscheinlichkeit für wahrlich profitable potenzielle Innovationsprojekte. Ein zentralisiertes Kartellsystem wird eher konservativ agieren und relativ wenige riskante Projekte fördern und somit auch wenige Innovationserfolge feiern und einen geringen Wachstumsbeitrag liefern.⁶ Die gesellschaftlich gewünschte Wettbewerbsintensität im Bankensektor wird also entscheidend von der kollektiven Bewertung des Gegensatzes zwischen Stabilität und Wachstumschancen abhängen.

VI.

Selbst wenn man den Wettbewerb im Bankensektor aus systemischen Gründen nicht deutlich befördern möchte, kann durch die Separierung der Start-Up-Finanzierung von der Finanzierung erprobter Unterneh-

⁶ Siehe hierzu *Gehrig* (2003) bzw. *Sah* und *Stiglitz* (1986), die das zentralisierte System mit einer Hierarchie vergleichen und das dezentrale Wettbewerbssystem mit einer Polyarchie.

men über den Kapitalmarkt das Ausmaß systemischen Risikos beschränkt werden. Die mögliche Insolvenz des einen oder anderen Private-Equity-Fonds hätte vermutlich geringe systemische Rückwirkungen, da etwa im Gegensatz zu traditionellen Banken die typische Form der Anteilsfinanzierung eines Wagnisfinanzierungsfonds geeignet ist, etwaige Run-Phänomene zu vermeiden. Größere Ausfälle bleiben dann auf die Investoren eines Fonds beschränkt.

Wichtig ist allerdings, dass Nichtbanken in größerem Ausmaße als Investoren für Private-Equity-Fonds zur Verfügung stehen. Dies erfordert beispielsweise eine Rücknahme von Anlagebeschränkungen für Pensionsfonds. Es ist auch für die Wagnisfinanzierung wenig hilfreich, wenn Private-Equity-Investitionen despektierlich als spekulative Anlagen eingeordnet werden und entsprechend regulatorisch behandelt werden.

Schließlich ist in dieser Hinsicht auch zu erwähnen, dass vermutlich auch die Altersvorsorge privater Haushalte in dem Maße verstärkt zur Finanzierung von Innovationen beitragen könnte, in dem die kapitalgedeckte Rente etwa als eine von mehreren Säulen der Rentenfinanzierung ausgebaut wird. Das funktioniert aber letztlich nur, wenn (signifikante) Anteile dieser Anlagen auch für Zwecke der Wagnisfinanzierung zur Verfügung gestellt werden können und nicht als spekulative Anlagen geächtet (oder gar verboten) werden.

VII.

Die Notwendigkeit zur gesellschaftlichen Abwägung zwischen Stabilität auf den Finanzmärkten einerseits und Wachstumschancen für Innovationen andererseits gilt also für das gesellschaftliche Finanz- und Versicherungssystem ganz allgemein. Das Phänomen der Eurosklerosis suggeriert, dass der Stabilitätsgedanke in den kontinental-europäischen Finanzsystemen zu lange dominiert hat.

Literatur

Allen, F./Gale, D. (2001): Comparing Financial Systems, Cambridge University Press, Cambridge. – Bascha, A./Walz, U. (2001): Convertible Securities and Optimal Exit Decisions in Venture Capital Finance, *Journal of Corporate Finance* 7, 285–306. – Becker, R./Hellmann, T. (2005): The Genesis of Venture Capital: Lessons from the German Experience, in V. Kannianen u. C. Keuschnigg (Hrsg.): *Venture Capital, Entrepreneurship and Public Policy*, MIT-Press. – Francke, H. H. (2006): Kapitalmarkt versus Bankenfinanzierung: Falsche Antworten auf das deutsche Di-

lemma, erscheint in: Kredit und Kapital. – Gehrig, T. (2003): „Corporate Governance: Fine Tuning the Conditions for Innovation and Job Growth“, Journal of Institutional and Theoretical Economics, Vol. 159, 656–663. – Gehrig, T./Fohlin, C. (2005): Price Discovery in Early Securities Markets: The Case of the Berlin Stock Exchange 1880–1910, mimeo, University of Freiburg. – Riesser, J. (1910): Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration, Jena. – Sah, R./Stiglitz, J. (1986): The Architecture of Economics Systems: Hierarchies and Polyarchies, American Economic Review, 716–727. – Schertler, A. (2003a): Dynamic Efficiency and Path Dependencies in Venture Capital Markets, in H. Siebert (Hrsg.): Kieler Studien, Springer. – Schertler, A. (2003b): Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe: A Dynamic Panel Data Analysis, Kiel Working Paper No. 1172.