

Unternehmensfinanzierung und die Entwicklung des Finanzsektors

1. Das Argument — Begriffe

a. *Das Argument.* Industrialisierung ging mit einer steigenden Bedeutung von (physischem) Kapital in der Produktion einher. Die geringe Fähigkeit des Finanzsektors zur Lenkung von Finanzmitteln in die Industrie bis über die Mitte des 19. Jh. hinaus behinderte möglicherweise die industrielle Entwicklung. Umgekehrt stellten Aktienrechtsreformen (1870/1884), die Entwicklung von Universalbanken u. ihre Verflechtung mit industriellen AGs möglicherweise eine Grundlage für das industrielle Wachstum u. die vergleichsweise frühe Entwicklung von Großunternehmen in D im späten 19. Jh. dar.

b. *Finanzinstrumente.* (1) *Kredit.* Der Schuldner geht eine Zahlungsverpflichtung in der Zukunft ein, wobei meist fester Zins sowie eventuell Rückzahlmodus bzw. Laufzeit vereinbart werden. Eventuell dient Stellung eines Pfands der Sicherheit einer Forderung (z. B. Hypothekarkredit). Der Kredit ist nicht handelbar. — (2) *Anleihe.* Die Zahlungsverpflichtung des Schuldners ist verbrieft u. damit übertragbar, so dass Anleihen auf Kapitalmärkten (Börsen) handelbar sein können. Zinssatz, Laufzeit u. Rückzahlungsmodus sind typischerweise festgelegt. In der deutschen Industrialisierung spielte die Unternehmensanleihe nur in der Form der Anleihen von Eisenbahngesellschaften im 3. V. 19. Jh. eine nennenswerte Rolle. — (3) *Aktie.* Anteil am Grundkapital eines Unternehmens u. damit Anspruch auf künftige Erträge. Je nach Aktientyp u. rechtlicher Ausgestaltung folgt aus dem Aktienbesitz ein Anspruch auf Mitwirkung bei der Unternehmenslenkung, mind. über die Hauptversammlung. Aktien sind übertragbar u. können grundsätzlich an Kapitalmärkten gehandelt werden.

c. *Typen des Kapitals von Unternehmen.* (1) *Physisches vs. Finanzkapital.* Maschinen u. Gebäude sind physisches Festkapital; Lagerbestände stellen physisches Umlaufkapital dar. Finanzkapital sind typischerweise Forderungen mit Restlaufzeit über 1–2 Jahren. In dieser Sitzung sprechen wir ausschließlich über Finanzkapital! — (2) *Eigenkapital vs. Fremdkapital.* Einlagen der Eigentümer (Einzelunternehmer, Gesellschafter, Aktionäre) sind meist haftbares Eigenkapital, das gewinnberechtigt ist. Kredite u. Anleihen sind die Hauptformen von nicht haftendem Fremdkapital.

2. Die dornige Gründungsfinanzierung (COYM 1971; PIERENKEMPER 1990)

(1) *Eigenes Vermögen u. Reinvestition von Gewinnen* waren über die Entwicklung eines modernen Bankensystem u. der AG im 3. V. 19. Jh. hinaus für die Gründungsfinanzierung von Industrieunternehmen u. die weitere Kapitalakkumulation essenziell. Angesichts verbreiteter Ahndung von Zahlungsunfähigkeit mit Gefängnis war zudem ein solides Finanzgebaren eine wichtige Grundlage der Solvenz. Meist wurde das Eigenkapital des Besitzers ergänzt durch (2) *Rückgriff auf Verwandte* als stille Teilhaber bzw. Darlehensgeber; Bürgschaften von Verwandten konnten eine wichtige Rolle bei der Mobilisierung von Fremdkapital spielen. Dadurch konnten die ökonomischen Interessen des Familienverbands eng an ein Unternehmen gebunden werden. Varianten von Darlehen aus dem Verwandtenkreis: Erbvorbezug; Kredite Verwandter derselben Generation,

auch von Schwägern. — (3) *Partnerschaft mit Kapitalgeber.* Öfters schlossen sich kapitalhungrige Unternehmer mit anlagensuchenden Kaufleuten zusammen, vereinzelt schon über Zeitungsannonce. — (4) *Kredit.* (i) Oft über Notare vermittelter *Hypothekarkredit.* Wegen der substantiellen Areale u. Gebäude von Fabriken ließen sich dadurch substantielle Summen mobilisieren, u. Liegenschaften stellten lange auch den größten Teil des Festkapitals dar. (ii) Kredit gegen persönliche *Bürgschaft.* (iii) *Handelskredit:* Rohwaren u. Halbfabrikate wurden auf Ziel (d.h. mehrere Wochen nach der Lieferung) bezahlt. Auch die Bezahlung mit Wechseln implizierte einen kurzfristigen Kredit. Im Wechselgeschäft tätige Banken (in NRW v.a. in Köln, Elberfeld) begannen ihren Kunden im 2. V. 19. Jh. zunehmend Kreditlinien einzuräumen → längerfristiger Kontokorrentkredit.

3. Aktienrecht, Aktiengesellschaften (AGs) und Kapitalmarkt

a. *Aktienrecht I: Vom Konzessions- zum Normativsystem (bis 1870).* Herkömmlich konnten AGs nur durch staatliche Konzession gegründet werden; in Preußen Gesetz 1838. Wegen hohem Zeitaufwand u. offenem Ausgang wurden wenig AGs gegründet. Anlegerschutz u. Kontrolle der Geschäftsführung wurden als Staatsaufgabe gesehen; begrenzte Kapitalmobilisierung wurde in Kauf genommen. Durch die Aktienrechtsreform von 1870/71 Wechsel zu normativer Regulierung. Allerdings waren Aktionärsrechte wenig ausgeprägt (geringe Kontrolle über Vorstand, schwache Rechnungslegungspflicht). Hauptziel: Erleichterung der Kapitalmobilisierung.

b. *Gründerboom und Gründerkrise der 1870er Jahre* (BURHOP/SELGERT 2021). (1) *Die französischen Reparationszahlungen* nach dem Krieg von 1870/71 erhöhten den Geldumlauf im Reich 1870–1874 um 42% u. führten zu Inflation (jährliche Inflationsrate 1870–1874 4,4%). Staaten verwendeten Reparationen zum Schuldenabbau, was zu einem Anlagenotstand führte, der durch Käufe von Aktien gelindert wurde. — (2) *Hausse und Baisse auf dem Aktienmarkt.* Ende 1870–November 1872 Anstieg der Kurse der Aktien der 30 größten Unternehmen (unter Einschluss der Dividenden) um ca. 65%. Da diese Zunahme deutlich über dem Anstieg des Preisniveaus lag, handelte es sich um eine spekulative Blase. Diese platzte 1873, u. die Kurse reduzierten sich bis April 1874 um 20%, nach einer kurzen Erholung bis November 1875 um 26% (unter Einschluss von Dividenden). — (3) *Gründungsieber und Liquidationswelle.* Liberalisierung des Aktienrechts u. Steigerung des Werts von Unternehmen durch Inflation bzw. Hausse am Aktienmarkt bewirkten einen Boom an Gründungen von AGs: 1870–1874 wurden ca. 800–900 AGs gegründet. Die neu gegründeten Unternehmen waren einem deutlich überdurchschnittlichen Mortalitätsrisiko ausgesetzt: Nach 7 Jahren überlebten von neu gegründeten AGs im Industriesektor ca. 60%, im Bankensektor noch ca. 1/3 der neugegründeten AGs → Hinweis auf Schwächen der Aktienrechtsreform von 1870.

c. *Aktienrecht II: Die Aktienrechtsreform von 1884* als Reaktion auf die Fehlregulierung von 1870. Wichtigste Elemente: (1) Klare Trennung von Vorstand u. Aufsichtsrat → Kontrollgremium für Aktionäre; (2) Pflicht zur Vorlage einer Gewinn- u. Verlustrechnung; (3) Teilnahme- u. Stimmrecht für alle Aktionäre auf der Hauptversammlung; (4) Erhöhung des Mindestbetrags von Aktien von effektiv 40 auf 1.000 M, dadurch Er-

höhung des Überwachungsanreizes; (5) Erhöhung der Strafen für Fehlverhalten von Vorständen u. Aufsichtsräten. — Die Reform reduzierte die Überwachungskosten von Vorständen; Belege: (i) Die erfolgsabhängige Komponente im Gehalt von Vorständen ging zurück. (ii) Wechsel in der Zusammensetzung des Vorstands hingen stärker als vor 1884 von der (schlechten) Performanz des Unternehmens ab.

d. Langfristige Folgen. (1) Ab 1870 zunehmende Konzentration des deutschen Kapitalmarkts auf Berlin. — (2) Von Mitte 1880er J. bis 1890er J. Anstieg der Aktien von 15% auf 30% des Emissionsvolumens am deutschen Wertpapiermarkt (Anteil Staatsanleihen stabil 40%, rückläufige Bedeutung von Pfandbriefen u. Industrie- u. Eisenbahnanleihen). — (3) Im internationalen Vergleich war die deutsche Industrie früh durch Großunternehmen geprägt, u. sowohl 1887 als auch 1907 waren 4/5 der 100 größten Unternehmen als AGs organisiert.

4. Banken und Industrialisierung (BURHOP 2011: Kap. 11)

a. Funktionen von Banken. (1) *Losgrößentransformation.* Individuelle Anbieter bieten selten dieselbe Summe von Einlagen an wie die Nachfrager als Kredite oder Kapital nachfragen. — (2) *Fristentransformation.* Das Bankensystem bringt unterschiedliche Laufzeitinteressen zwischen Anleger*innen u. Nachfragern nach Kapital bzw. Krediten miteinander in Einklang. — (3) *Risikotransformation.* Privatanleger*innen sind begrenzt risikofähig, weil (i) große Anlagen wegen des begrenzten Anlagevermögens rasch zu Klumpenrisiken werden u. (ii) für sie die Überwachung von Schuldnern mit hohen Kosten verbunden ist. Banken verfügen demgegenüber über (i) Größenvorteile: Durch die Bündelung anlagensuchenden Kapitals erhöht sich die Risikofähigkeit u. sinken die Kosten der Überwachung von Schuldnern pro Einheit; (ii) Verbundvorteile: Grundsätzlich können Banken Informationen in mehreren Geschäften nutzen.

b. Entstehung des modernen Bankensystems. Banken entstanden überwiegend aus dem Wechselgeschäft; der Wechsel entstand im Spätmittelalter als Mittel des bargeldlosen Zahlungsverkehrs im Fernhandel. Ab ca. 1700 traten die *Annahme von Einlagen* u. das *Kreditgeschäft*, zunächst in der Form des Bankakzepts (Kunden konnten Wechsel auf ihre Bank ziehen), hinzu. Nach 1763 entwickelte sich ausgehend von Amsterdam das *Emissionsgeschäft*: Banken brachten Anleihen von Staaten an die Börse. In GB ab den 1830er J., auf dem Kontinent ab den 1850er J. Gründung von Aktienbanken mit einem Schwerpunkt in der Finanzierung von Eisenbahnbau u. Industrie (beispielgebend: *Crédit Mobilier*, gegr. 1852); wichtige Basis für Verbesserung der Risikotransformation.

c. Entwicklung des deutschen Bankensystems, 2. Hälfte 19. Jh. (1) *Universalbankensystem.* Banken sind gleichzeitig in allen wichtigen Bereichen des Bankgeschäfts tätig; insbes. Kombination von Kreditgeschäft mit Emissionsgeschäft. — (2) *Bankbasiertes Finanzsystem.* Bis E. 19. Jh. Anstieg der Quote Bankeinlagen / Volkseinkommen auf ein im internationalen Vergleich hohes Niveau (1913 D 53%, USA 33%, GB 11%). — (3) *Strukturwandel I: Von Privatbanken zu Aktienbanken.* Bereits um 1850 waren zahlreiche Privatbankiers an der Finanzierung von Großunternehmen (Eisenbahnbau, Montanindustrie) beteiligt. Aufgrund der entstehenden Klumpenrisiken beteiligten sie

sich aktiv an der Gründung größerer Aktienbanken (Darmstädter Bank 1853, Commerz- und Disconto-Bank 1870, Deutsche Bank 1870). Ab 1880er J. nahmen Aktienbanken eine führende Stellung im Aktienemissionsgeschäft u. in der Kreditversorgung großer Industrieunternehmen ein. — *Strukturwandel II: Aufstieg von Sparkassen und Genossenschaftsbanken.* Relevanz für Finanzierung des Mittelstands u. der Landwirtschaft, u. a. wegen des wenig ausgebauten Filialnetzes der Großbanken (1895 im Mittel 13) → kleinräumige Organisation minimierte Überwachungskosten von Schuldnern.

d. Aktienbanken und Industrialisierung: Hypothesen. Merkmal des deutschen Finanzkapitalismus war die enge Verflechtung zwischen Aktienbanken u. AGs in Industrie u. Bergbau: Gewährung langfristiger Kredite; Durchführung von Aktienemissionen; Vertretung im Aufsichtsrat der Kunden (um 1900 hatten gut 50% der an der Berliner Börse notierten AGs einen Bankvorstand als [stv.] Vorsitzenden des Aufsichtsrats). Hypothese: Aktienbanken leisteten durch ihre Größe u. durch Verwertung von Information über Kunden dank Aufsichtsratsmandaten einen Beitrag zur industriellen Entwicklung. Informationsökonomische Hypothesen: (1) *Kreditauswahlhypothese.* Aufsichtsratsstätigkeit ermöglicht die Prüfung von kreditfinanzierten Investitionsprojekten. — (2) *Kreditüberwachungsthese.* Aufsichtsratsstätigkeit erlaubt Überwachung der laufenden Geschäfte sowie des Erfolgs kreditfinanzierter Investitionen. — (3) *Signalisierungsthese.* Tatsache, dass ein Bankier ein Aufsichtsratsmandat ausübt, signalisiert Aktionären der fraglichen AG, dass deren Geschäftstätigkeit im Sinn ihrer Gläubiger überwacht wird.

e. Aktienbanken und Industrialisierung: Evidenz. (1) *Aggregierte Ebene* (Nur 1850–1880 existierte ein Zusammenhang zwischen dem Wirtschaftswachstum u. dem Wachstum der Aktienbanken. Letztere finanzierten Sektoren, die durch starkes Wachstum bei hohem Risiko geprägt waren (insbes. Montanindustrie). — (2) *Zusammenhänge zw. Bilanzkennzahlen von Industrie-AGs mit Mitgliedschaft von Bankiers im Aufsichtsrat.* Positive Zusammenhänge zwischen Höhe des Aktienkapitals u. des Verschuldungsgrads mit Wahrscheinlichkeit, einen Bankier an der Aufsichtsratspitze zu haben (Unterstützung für alle 3 Hypothesen). Negative Beziehung zwischen Bankier im Aufsichtsrat u. Bilanzgewinn 1871–1895 (stützt Kreditauswahlhypothese) bzw. mit Höhe des Anlagevermögens 1896–1913 (stützt Signalisierungsthese).

Zitierte Literatur

- BURHOP, Carsten und Felix SELGERT: »Börsen und Banken zur Zeit der Gründerkrise«, S. 223–242 in Ulrich PFISTER et al. (Hg.), *Deutschland 1871: Die Nationalstaatsbildung und der Weg in die moderne Wirtschaft* (Tübingen: Mohr Siebeck, 2021).
- BURHOP, Carsten: *Wirtschaftsgeschichte des Kaiserreichs 1871–1918* (Göttingen: Vandenhoeck und Ruprecht, 2011).
- COYM, Peter: *Unternehmensfinanzierung im frühen 19. Jahrhundert: dargestellt am Beispiel der Rheinprovinz und Westfalens* (Diss. Hamburg 1971).
- PIERENKEMPER, Toni: »Zur Finanzierung von industriellen Unternehmensgründungen im 19. Jahrhundert, ...«, S. 69–97 in Dietmar PETZINA (Hg.), *Zur Geschichte der Unternehmensfinanzierung* (Berlin: Duncker und Humblot, 1990).