

Kapitalmarktunion

Die Initiative der Kommission hat manche positive Elemente, wie die Förderung von Eigenkapitalfinanzierung. Hauptsächlich aber scheint sie getragen von der naiven Idee, dass die USA schneller aus der Krise gekommen seien, weil dort Banken eine geringere Rolle spielen würden.

Aus meiner Sicht ist es eine Illusion zu glauben, dass KMUs sich über Kapitalmärkte finanzieren können. Kleine Unternehmen können sich die notwendige sophistische Berichterstattung und Kommunikation nicht leisten. Es ist nicht finanzierbar, diese Infos über Rating Agenturen zur Verfügung zu stellen. Das going public hat zu hohe initiale Fixkosten. Die Marktkapitalisierung von KMU wäre so klein, dass institutionelle Investoren nicht investieren können. Außerdem sind Kapitalmarktfinanzierungen unflexibel. Sie funktionieren nur für stabile und wenig riskante Geschäftsmodelle. Sonst sind Banken viel besser.

Die einzige Art schnell wachsende KMU zusätzlich zu Banken unterstützen ist über Eigenkapital von Venture Capital und Wachstums Private Equity Fonds. Das ist sinnvoll.

Die CMU will leider im wesentlichen non bank lending fördern. Non bank lending = shadow banking.

In dem green paper zur CMU gibt es jedoch eine gute Idee:

Es wird festgestellt, dass es zu wenig standardisierte Info über KMU gibt, weil diese Art von Info ein öffentliches Gut ist. Das stimmt. Öffentliche Güter werden über Märkte nicht ausreichend zur Verfügung gestellt. Leider wird aus dieser Erkenntnis noch nicht der richtige Schluss gezogen.

Wir sollten eine kleine Abgabe fordern: jedes Wertpapier, das gekauft wird, wird mit einer Art Mini FTT belegt. Damit werden Rating Agencies und Equity Analysten bezahlt, die Informationen standardisiert so aufbereiten, dass Kreditgeber und Eigenkapitalinvestoren leichter entscheiden können. Alle Agenturen bekommen eine Mini Gebühr pro Analyse. Nach drei Jahren werden die Analysen statistisch ausgewertet. Die Agenturen, die ex post die zutreffendsten Analysen gemacht haben, bekommen eine große success fee.

Ansonsten ist der wichtigste Hebel, um der Wirtschaft mehr langfristige Mittel und insbesondere mehr Eigenkapital zur Verfügung zu stellen, eine radikale Reform der Altersvorsorge. Wir brauchen unser staatliches Basisprodukt (einen Bürgerfonds), der wie in Schweden in Eigenkapital investiert. Und die GRV sollte größere Pufferfonds haben, die auch in EK investieren sollten. Und die LV muss ihre Geschäftsmodell umstellen. Jährliche Garantien und jederzeitige Kündigungsmöglichkeit zwingt die LV dazu extrem liquide und nicht volatile Anlagen zu tätigen.

Wir sollten auch hybride, Eigenkapital ähnliche Finanzierungsinstrumente fördern, also zB GDP linked government bonds (für Griechenland aber auch für alle anderen Länder). Oder mortgages, die an den Wert der Immobilien geknüpft sind. Oder Banken sollten KMU Kredite geben, deren Zinsen und Tilgung an den Erfolg des Unternehmens geknüpft sind.

Mehr EK sollten wir immer begrüßen. EK erhöht die Stabilität des Finanzsystems deutlich. Langfristige und riskantere Investitionen können nicht kreditfinanziert werden. Ökologischer Umbau braucht unbedingt EK. Dynamische junge Unternehmen noch mehr.

Auch die Sparer profitieren von EK Investitionen. Es ist nicht verständlich, warum in Deutschland 2 Billionen Euro als Bargeld und Sichteinlagen bei Banken gehalten werden. Das sind knapp 100% des jährlichen Volkseinkommens. Das ist als Liquiditätsreserve total absurd hoch. 39% des deutschen Finanzvermögens wird als Bargeld/Sichteinlage gehalten. In den USA nur 15%.

Sichteinlagen können von Banken per Fristentransformation zwar an die Wirtschaft verliehen werden. Daraus resultiert aber systemisches Risiko.

60% der deutschen Haushalte im mittleren Lebensalter haben eine kapitalbildende LV. Der Großteil der deutschen privaten AV steckt in LVs oder LV ähnlichen Produkten (wie Pensionskassen etc). 87 Mrd Euro werden jährlich per LV gespart. 55% der Sparleistung der Haushalte geht in die LV!

LV hat aber nur eine Aktienquote von 3%! Dies liegt nicht an der Anlageverordnung (regulatorischer Vorgänger von Solvency II) sondern an der Garantieverzinsung. Die deutsche AV wird nicht zur langfristigen stabilen Finanzierung von Investitionen von Unternehmen genutzt, sondern in Staatsanleihen angelegt.

Hätten die deutschen Sparer stattdessen Sachwerte oder wenigstens sehr langlaufende Rententitel, würde sie die Niedrigzinsphase nicht treffen. Ihre Vermögenstitel hätten massiv aufgewertet. Langfristig ist die Rendite für Sparer von Aktien deutlich höher als von Bundesobligationen.

Das Problem ist nur, dass der einzelne Sparer nicht die Zeit, Lust und Fähigkeiten hat, einzelne Unternehmenstitel auszuwählen. Dafür benötigt es unbedingt einen Finanzintermediär: Banken, LV, UCITs, etc. Das Kartell der 4 Aktienfonds Anbieter in Deutschland verhindert aber attraktive und kostengünstige Anlagen.

Die Folge: das deutsche Finanzsystem ist kreditbasiert. Die EU führt regelmäßig repräsentative Umfragen unter mittelständischen Unternehmen durch, um deren Zugang zu Finanzierungsquellen abzufragen (SAFE). 85% aller befragten Unternehmen in Deutschland antwortet, dass Eigenkapital bei der Finanzierung ihres Unternehmens keine Rolle spielt. In Schweden, einem Land, in dem wie in den USA ein großer Teil der Altersvorsorge kapitalgedeckt organisiert ist, finanzieren sich hingegen zwei Drittel aller Unternehmen über Eigenkapital.

Eine weitere Folge ist, dass Unternehmen fast keine deutschen Geldgeber finden, wenn sie zusätzliches Eigenkapital benötigen. Es bleibt ihnen die Binnenfinanzierung, sprich das Einbehalten von Gewinnen, um sich so Schritt für Schritt Eigenkapital anzusparen oder die Suche nach Geldgebern im Ausland, typischerweise aus den USA und Großbritannien.

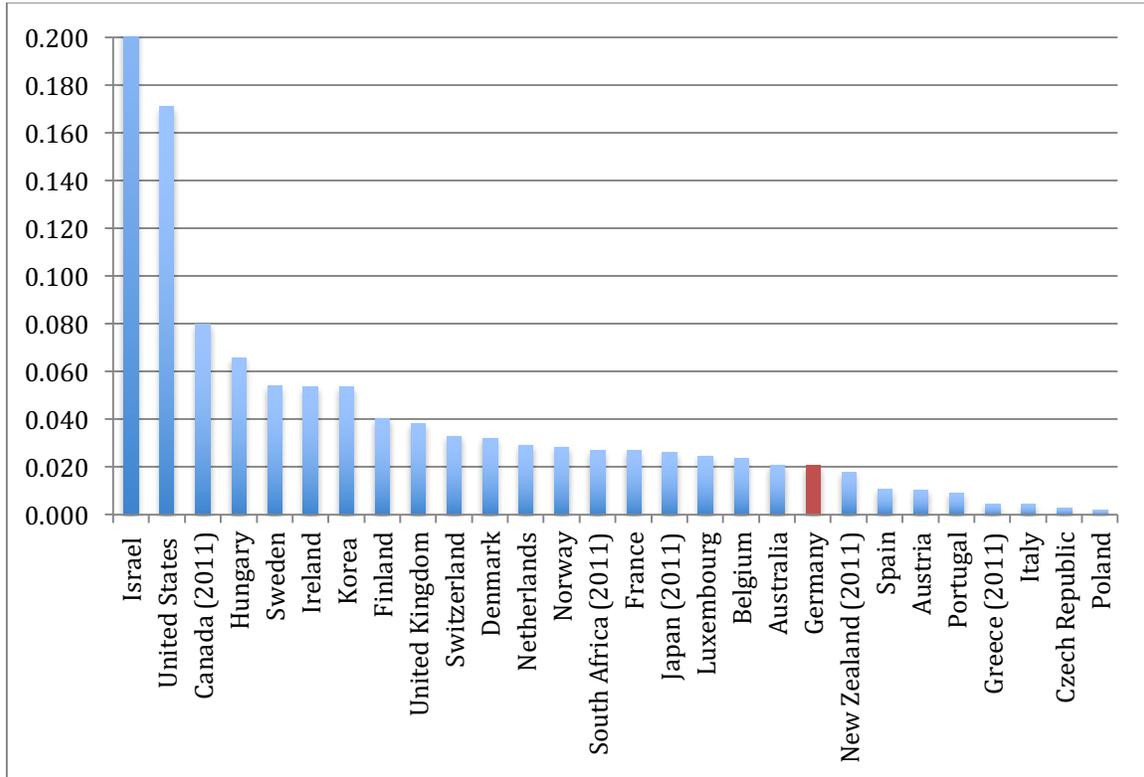
Man sieht dies leicht an den Besitzverhältnissen der börsennotierten Unternehmen. Nur noch gut ein Drittel der Aktien der DAX-30-Unternehmen wird von deutschen Investoren gehalten. In Schweden ist die Quote spiegelbildlich: nur gut 40% der Aktien schwedischer Unternehmen gehört ausländischen Investoren, und dies obwohl die Marktkapitalisierung der schwedischen Börse im Vergleich zum BIP um 60% größer ist als in Deutschland.

Noch dramatischer sind die Verhältnisse, wenn frisches Kapital über die Börse eingeworben werden soll. Selbst wenn gezielt deutsche Investoren für den Börsengang eines MDax-Unternehmens angesprochen werden, müssen in der Regel mehr als 80% des Kapitals bei ausländischen Investoren platziert werden.

Das gleiche gilt für außerbörsliches Eigenkapital. In den letzten 15 Jahren sind über 200 mittelständische Unternehmen mit einem Unternehmenswert von mehr als 200 Mio. € an Private-Equity-Fonds veräußert worden. Kein einziges davon wurde an einen deutschen Fonds veräußert. Der Grund dafür ist, dass es fast kein Kapital in Deutschland für außerbörsliches Eigenkapital gibt und daher in Deutschland nur große angelsächsische und schwedische Private-Equity-Fonds tätig sind. Wenn deutsche institutionelle Investoren nur 3% ihrer Anlagen in Aktien investieren, bleibt für PE und VC nichts mehr übrig.

Deutschland befindet sich bzgl VC im hinteren Drittel der OECD Länder. Im Vergleich zum BIP wird in Israel das Siebzehnfache, in den USA das Achtfache in Schweden das 2,6 fache, in Großbritannien 84% mehr Venture Capital in Wachstumsunternehmen investiert. Die VC Werte in D sind bestenfalls homöopatisch: Die jährliche klassische Kreditfinanzierung ist mindestens 1.000 Mal umfangreicher als Venture Capital Finanzierung.

Venture Capital im internationalen Vergleich



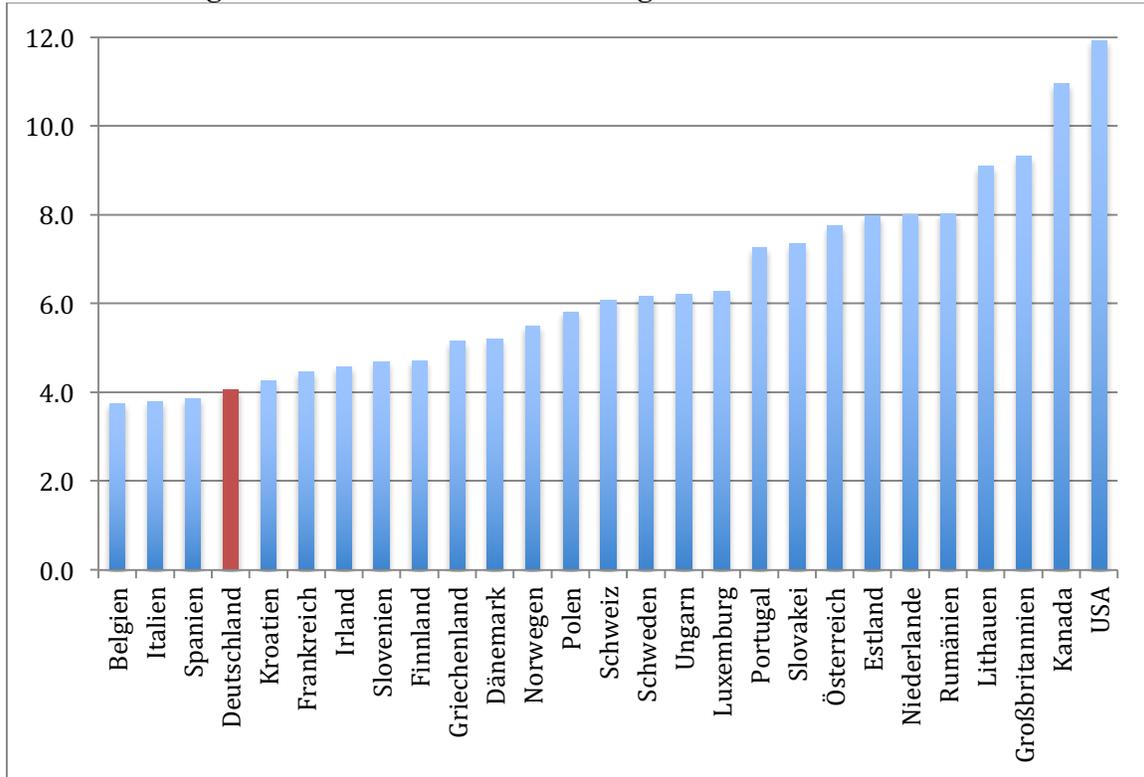
Die Graphik zeigt Venture Capital Finanzierungen als prozentualer Anteil am BIP. Zum besseren Vergleich wurde die Y-Achse abgeschnitten. Der Wert für Israel liegt bei 0,36%. Quelle: OECD, Entrepreneurship at a Glance 2013

Da also weder Banken noch Venture Capital Fonds in Deutschland im nennenswertem Umfang zur Verfügung stehen, müssen junge Unternehmer die Unternehmensgründung mit eigenen Mitteln finanzieren. So kann natürlich keine echte Dynamik in einer Volkswirtschaft entstehen, wenn Unternehmensgründungen nicht von bahnbrechenden Ideen sondern vom bestehenden Reichtum der Gründer und ihrer Familien abhängen.

Die Zahl der Unternehmensgründungen wird durch eine Vielzahl von Faktoren beeinflusst. Entsprechende Schulbildung, die Toleranz der Gesellschaft gegenüber gescheiterten Unternehmern, bürokratische Hemmnisse, öffentliche Infrastruktur und Fördermittel, wirtschaftliche Aussichten und viele andere Gründe spielen eine Rolle. Ein ganz wichtiger Faktor ist jedoch auch der Zugang zu Finanzmitteln. Etwa 40% der Menschen in Deutschland, die sich gern selbständig machen möchten, geben fehlende Finanzmittel als gravierendes Problem an.

Angesichts des unterentwickelten Wagniskapital Angebots in Deutschland ist es keine Überraschung, dass es in Deutschland viel weniger Gründer als in fast allen anderen entwickelten Industrienationen gibt. So gibt es z.B. in der Schweiz und in Schweden 50% mehr Gründer als in Deutschland, in Österreich fast doppelt so viele und in den USA fast drei Mal so viele.

Unternehmensgründer im internationalen Vergleich



Quelle: Global Entrepreneurship Monitor (2014), S. 41. Die Graphik zeigt die Anzahl Unternehmensgründer im Vergleich zur Bevölkerung zwischen 18 und 64. Ein Teil der Gründer macht sich mit neuen Ideen selbständig, ein anderer Teil aus wirtschaftlicher Not. Die Zahlen zeigen nur diejenigen Gründer, die sich nicht aus wirtschaftlicher Not mangels anderer Opportunitäten selbständig gemacht haben.

Die geringe Gründerquote könnte gut auch ein Grund dafür sein, dass es Deutschland im internationalen Vergleich besonders viele große Unternehmen gibt. Der allgemein verbreitete Mythos, dass Deutschland besonders mittelständisch geprägt sei, lässt sich statistisch nicht belegen. Im Gegenteil, der Anteil der Großunternehmen an der gesamten Zahl der Unternehmen ist in Deutschland etwa doppelt so hoch wie im Durchschnitt der OECD. Im Vergleich zu den USA, Frankreich, Schweden und Niederlanden zum Beispiel ist der Anteil der Großunternehmen in Deutschland gar 2,5 bis 3 Mal so hoch. Auch bei der Anzahl der Beschäftigten in Großunternehmen ist Deutschland Spitzenreiter.

Diese völlig unterschiedliche Dynamik bei der Gründung neuer Unternehmen spiegelt sich auch bei der Zusammensetzung der größten Unternehmen wider. In Deutschland ist SAP das einzige Unternehmen im DAX 30, das nach 1960 gegründet wurde. In den USA wurden 12 der 30 größten börsennotierten Unternehmen nach 1960 gegründet.