

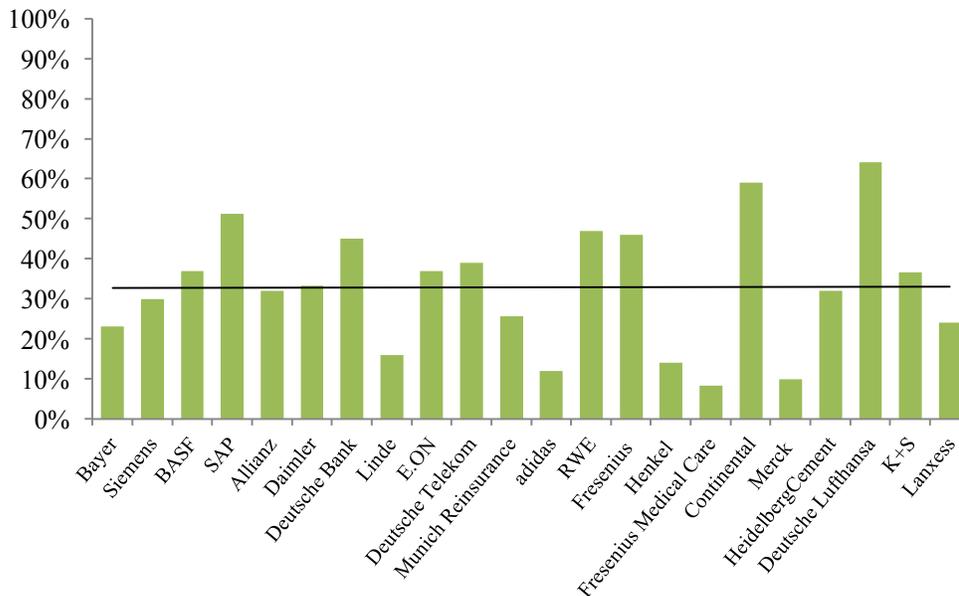
Wir brauchen Gründer*innen – Gründer*innen brauchen Kapital

Die Kultur des Sparens in Deutschland ist im internationalen Vergleich eigentümlich. Wir sparen besonders viel aber besonders ineffizient. Unser Geld liegt täglich kündbar auf dem Girokonto oder bei einer Lebensversicherung. Diese jedoch kann aufgrund der jederzeit einlösbaren Garantieverzinsung nur in festverzinsliche Wertpapiere anlegen.

Die Folge daraus ist, dass deutsche Unternehmen sich ganz wesentlich über Kredite und über einbehaltene Gewinne finanzieren müssen. Neues Eigenkapital spielt als Finanzierungsquelle keine Rolle. Die EU führt regelmäßig repräsentative Umfragen unter mittelständischen Unternehmen durch, um deren Zugang zu Finanzierungsquellen abzufragen (SAFE)¹. 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 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.

Quote deutscher Anteilseigner bei DAX-30-Unternehmen



Stand Mai 2013, eigene Recherche

Man sieht dies an den Besitzverhältnissen der börsennotierten Unternehmen. Nur gut ein Drittel der Aktien der DAX-30-Unternehmen wird von deutschen Investoren gehalten.²

¹ EU (2014)

² der nach Börsenkapitalisierung gewichtete Durchschnitt betrug 2013 35,4%. Cf. Bundesbank (2014b), S. 27

In Schweden ist die Quote spiegelverkehrt: nur etwa 40% der Aktien schwedischer Unternehmen gehört ausländischen Investoren³, 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.⁴ Während meiner Zeit bei EQT haben wir regelmäßig an Börsengängen von sehr renommierten und großen Unternehmen gearbeitet.⁵ Die Platzierung der Aktien bei deutschen institutionellen Investoren hatte bei diesen Börsengängen hohe Priorität, da wir uns davon eine besonders stabile Investorenbasis versprochen hatten. Trotz intensivster Roadshow bei deutschen Investoren mussten auch wir uns geschlagen geben. Es ist wesentlich leichter Kapital für einen deutschen Börsengang in Schweden, Niederlande, Großbritannien, USA und Asien zu finden als in der viertgrößten Volkswirtschaft der Welt.

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.

Auch hier bestätigt die eigene Erfahrung die Statistik. Ich habe endlose Gespräche mit deutschen Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds und Versorgungswerken geführt. Alle kannten und schätzten EQT. EQT ist wahrscheinlich der größte und erfolgreichste Private Equity Fonds in Deutschland.⁶ Ihr Geld wollten sie dennoch nicht bei EQT anlegen. Das lag nicht an unserer Firma. Außer der Allianz und der Münchner Rück investieren deutsche institutionelle Anleger in der Regel bei überhaupt keiner Private Equity Firma.⁷

Das liegt nicht an der Größe der deutschen Volkswirtschaft. Im Gegenteil: In Schweden investieren die kapitalgedeckten staatlichen und privaten Pensionsfonds den größten Teil

³ Statistics Sweden (2013)

⁴ Die Zahlen stammen aus einer nicht öffentlich zugänglichen Auswertung von Börsengängen in den letzten 10 Jahren der IPO Beratungsgesellschaft Lilja & Co. AG.

⁵ z.B. Symrise, der größte Börsengang des Jahres 2006 und Tognum im Jahr 2007. Tognum ist immer noch der größte Börsengang in Deutschland seit der Postbank im Jahr 2002.

⁶ Gemessen an dem Wert der erworbenen Unternehmen in den letzten 15 Jahren sowie an der Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital. Die Daten stammen aus eigenen Erhebungen. EQT differenziert sich von anderen Fonds durch die Strategie gute Unternehmen durch hohe Investitionen in Wachstum und durch eine ein einzigartiges internationales Netzwerk noch besser zu machen

⁷ Sie sind einfach zu klein, um bei einer Allokation von weniger als 5% in Eigenkapitalinstrumente (sprich Aktien oder Private Equity), die Kompetenz aufzubauen, in Private Equity zu investieren. Die durchschnittliche deutsche Lebensversicherung hat 2,7 Milliarden Euro Kapitalanlagebestand. (BaFin (2013), Medianwert) 5% hiervon sind 135 Millionen Euro. Davon will man den größeren Teil in Aktien investieren, weil diese liquider und vertrauter sind. Bleibt für Private Equity also vielleicht 50 Millionen Euro. Um in Private Equity zu investieren, muss man aber pro Fonds mindestens 10 Millionen Euro investieren und man benötigt aus Risikosicht eine gewisse Streuung von Fonds. Professionelle Private Equity Investoren aus den USA haben 50-100 Fonds, in die sie investiert sind und Private Equity Programme, die mehrere Milliarden schwer sind. Das gleiche trifft für Pensionsfonds und Versorgungswerke zu. Es gibt in Deutschland daher so gut wie keinen institutionellen Anleger, der in einzelne Private Equity Fonds investiert.

ihrer Anlagen in Eigenkapitalinstrumente - Aktien und Private Equity. Auch in Schweden wurden in den letzten 15 Jahren mehr als 100 große mittelständische Unternehmen an Private-Equity-Fonds veräußert. 80% davon gingen an schwedische Fonds. Private Equity und Venture Capital spielen so in Schweden eine mehr als doppelt so wichtige Rolle bei der Unternehmensfinanzierung wie in Deutschland.

Der fehlende Zugang zu heimischen Eigenkapitalquellen führt auch zu einer generellen Eigenkapitalknappheit, z.B. im deutschen Mittelstand und noch viel mehr bei den großen Banken, die in Bezug auf die Eigenkapitalquote zu den Schlusslichtern in Europa gehören.

Um nachhaltige und sozial ausgewogene⁸ Unternehmenspolitik zu betreiben, wären daher langfristig orientierte deutsche Eigenkapitalgeber sehr wichtig, damit börsennotierte Unternehmen ihre Geschäftspolitik nicht nach der Quartalstaktung angelsächsischer Investoren auszurichten müssen. Sowohl in Großbritannien als auch in der EU wurden bereits größere staatlich finanzierte Untersuchungen zur Förderung der langfristigen Unternehmensfinanzierung angestoßen.⁹

Im kreditbasierten deutschen Finanzsystem mangelt es an Wagniskapital

Besonders wichtig für die Dynamik der Wirtschaft ist die Finanzierung junger, schnell wachsender Unternehmen. Dies ist eine Finanzierungsform, für die aufgrund der enormen Unsicherheit ausschließlich Eigenkapital verwendet wird.¹⁰ Dies können die persönlichen Ersparnisse der Gründer und ihrer Familie und Freunde sein oder auf diese Art von Existenzgründung und Wachstumsfinanzierung spezialisierte Intermediäre, Venture Capital Fonds, stellen das Kapital zur Verfügung.

Venture Capital ist in den meisten Ländern der Welt noch wenig entwickelt. Selbst in den USA werden jedes Jahr nur etwa 0,17% des BIP als in junge Unternehmen investiert. Dies ist zwar mehr als das Achtfache des Wertes in Deutschland (0,02%). Im Vergleich zur klassischen Kreditfinanzierung sind dies jedoch homöopathische Werte. Die ausstehenden Bankverbindlichkeiten von Unternehmen¹¹ in Deutschland betragen etwa 60% des BIP. Das heißt, die jährliche klassische Kreditfinanzierung ist fast 1.000 Mal umfangreicher als Venture Capital Finanzierung.¹²

Deutschland befindet sich im hinteren Drittel der OECD Länder. Im Vergleich zum BIP wird in Israel das Siebzehnfache, in Schweden das 2,6 fache, in Großbritannien 84% mehr Venture Capital in Wachstumsunternehmen investiert. Da also weder Banken noch Venture Capital Fonds in Deutschland im nennenswerten Umfang zur Verfügung stehen, müssen junge Unternehmer die Unternehmensgründung mit eigenen Mitteln finanzieren.¹³ So kann natürlich keine echte Dynamik in einer Volkswirtschaft entstehen, wenn

⁸ Neben ihrer Kurzfristigkeit ist angelsächsischen Investoren die Sozialpartnerschaft in Deutschland weitgehend fremd.

⁹ (Kay 2012, Finance Watch 2012, EU-Kommission 2013)

¹⁰ Nur 5% der sogenannten *start-ups* verwenden Bankdarlehen als Finanzierungsform, Ripsas und Tröger (2014), S. 42

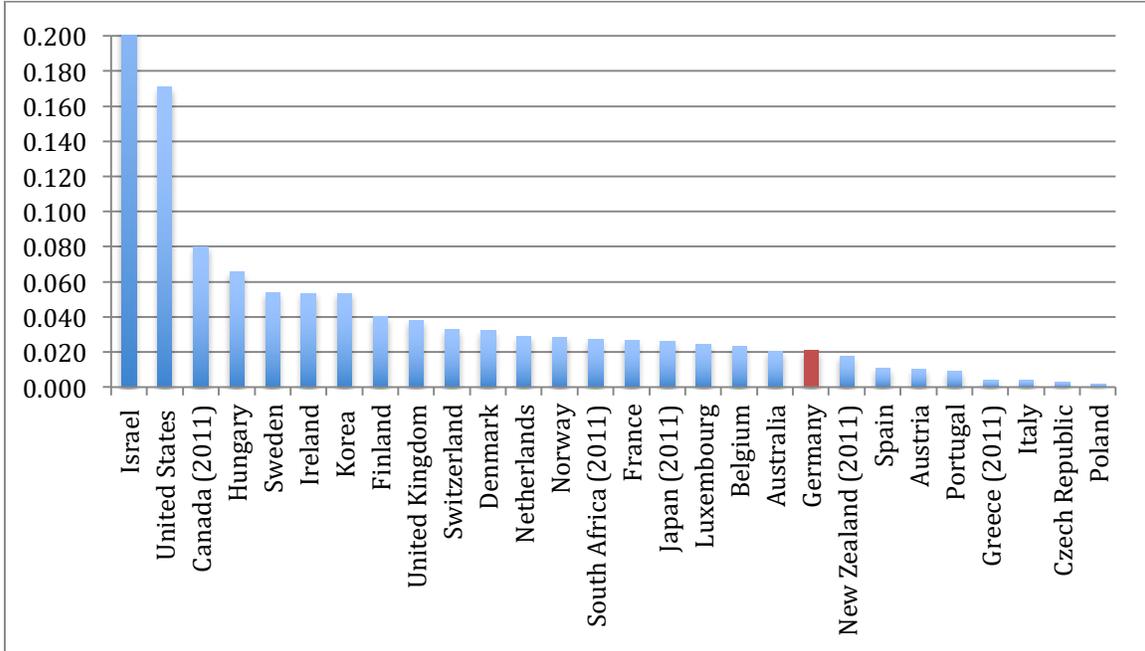
¹¹ nur nichtfinanzielle Unternehmen (sprich keine Banken oder Versicherungen). Quelle Bundesbank (2012)

¹² Annahmen durchschnittliche Kreditlaufzeit 3 Jahre.

¹³ 87% der *start-ups* geben eigene Ersparnisse als wichtigste Finanzierungsquelle an, gefolgt von Familie und Freunden, Ripsas und Tröger (2014), S. 42. Vgl auch KfW (2014), S. 8

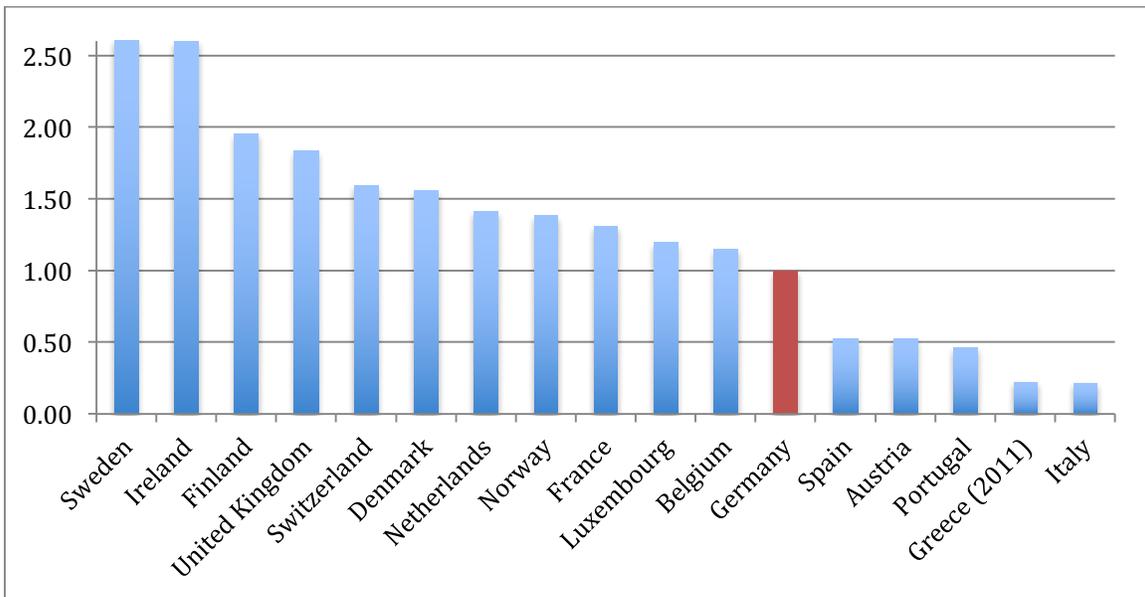
Unternehmensgründungen nicht von bahnbrechenden Ideen sondern vom bestehenden Reichtum der Gründer und ihrer Familien abhängen.

Venture Capital im internationalen Vergleich



Die Graphik zeigt VC Finanzierungen als 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

Vergleich Venture Capital Finanzierung ausgewählter Länder Europas

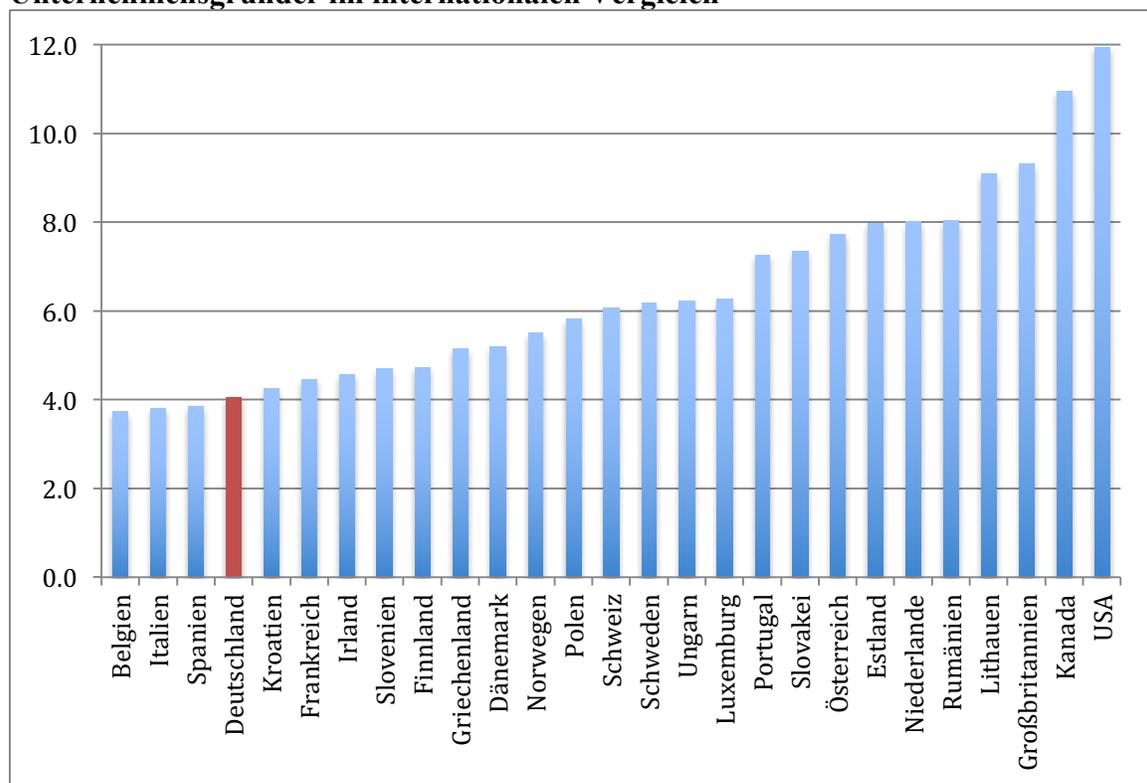


Die Graphik zeigt den Venture Capital Finanzierungen im Vergleich zu Deutschland. In Schweden und Irland wird im Vergleich zum BIP jährlich das 2,6 Fache, in Finnland das Doppelte, in Großbritannien 84% mehr als in Deutschland in VC investiert

In Deutschland gibt es wenig Unternehmensgründer

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 selbstständig machen möchten, geben fehlende Finanzmittel als gravierendes Problem an.¹⁴

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.

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.¹⁵

¹⁴ Ripsas und Tröger (2014), S. 49, Sternberger et al (2014), S. 21 und 24

¹⁵ Global Entrepreneurship Monitor (2014). Der GEM ist ein 1999 gegründetes internationales Forschernetzwerk verschiedener Universitäten, das in den beteiligten Ländern jährliche repräsentative Umfragen durchführt. Auch die OECD gibt regelmäßig

Die Beratungsgesellschaft Deloitte veröffentlicht jedes Jahr eine Übersicht der am schnellsten wachsenden Unternehmen in einer Region. Unter den 500 Top Unternehmen in Europa, Mittleren Osten und Afrika gibt es gerade einmal 32 Unternehmen, die aus Deutschland kommen. Aus dem kleinen Schweden kommen aber 44 Firmen. Bereinigt um die Einwohnerzahl müsste man die Zahl der schwedischen Unternehmen mit 8,5 multiplizieren. Dann würde man also 374 schnell wachsende Unternehmen den nur 32 in Deutschland gegenüberstellen. Auch in Israel gibt es bezogen auf die Bevölkerung sieben Mal so viele schnell wachsende Unternehmen.¹⁶

Natürlich gibt es hier ein Henne/Ei Problem. Wenn es viele Gründer gäbe mit einer hohen Nachfrage nach Wagniskapital, gäbe es wahrscheinlich auch mehr Angebot. Dennoch spricht sehr viel dafür, dass das fehlende Finanzierungsangebot einer der Hauptgründe für die traurige Statistik ist. Mit eigenen Ersparnissen mag man gerade noch die unmittelbare Existenzgründung finanzieren. Gerade im Technologiebereich, kommt es für den Erfolg besonders auf die Wachstumsgeschwindigkeit an. Ohne externe finanzielle Mittel ist eine schnelle Expansion mit den erforderlichen Investitionen unmöglich.

Die wenigsten Gründer in Deutschland geben wirklich Vollgas. Nur 35% arbeiten Vollzeit im neugegründeten Unternehmen.¹⁷ Und von den wenigen Vollzeitgründern haben nicht einmal 40% eine explizite Geschäftsidee, wenn sie sich selbständig machen.¹⁸

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.¹⁹ Auch bei der Anzahl der Beschäftigten in Großunternehmen ist Deutschland Spitzenreiter.²⁰

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.²¹

detaillierte internationale Vergleiche über die Finanzierung von jungen Unternehmen heraus. Obwohl dort etwa dreißig OECD Ländern analysiert werden, ist Deutschland leider nicht Teil der Untersuchung.

¹⁶ Deloitte (2014)

¹⁷ KfW (2014), S. 2

¹⁸ KfW (2014), S. 5, Durchschnitt der letzten 6 Jahre

¹⁹ OECD (2013b), S. 27, Anteil der Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe mit mehr als 250 Mitarbeitern als Prozentsatz aller Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe

²⁰ OECE (2013b), S. 31. 52% der Beschäftigten im verarbeitenden Gewerbe arbeiten in Großunternehmen. Nur in Russland gibt es mehr Beschäftigte in Großunternehmen. Der Durchschnitt innerhalb der OECD liegt bei 40%.

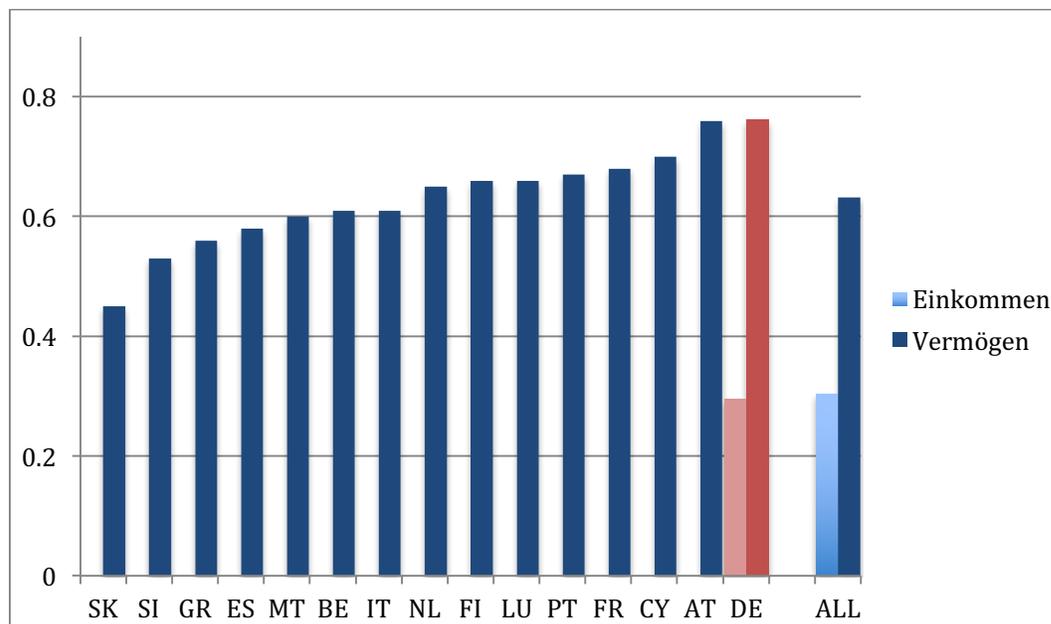
²¹ Analog zur Zusammensetzung des DAX wurde die Marktkapitalisierung als Kriterium für Größe gewählt. Es handelt sich um Apple, Berkshire Hathaway, Wal-Mart, Microsoft, Google, Oracle, Amazon, Qualcomm, Cisco, Comcast, Intel und Home Depot. Auch im DAX gibt es noch weitere junge Unternehmen wie Infineon und Lanxess. Diese wurden allerdings von Siemens und Bayer gegründet und abgespalten. Alle der 12 US Unternehmen sind von unabhängigen Unternehmern gegründet worden.

Die unterschiedliche Dynamik einer Volkswirtschaft hängt natürlich nicht nur am Finanzsystem. Auch die unterschiedlichen Ausbildungssysteme, Rechtssysteme und so weiter spielen eine große Rolle. Hall and Soskice haben dies in ihrem Klassiker *Varieties of Capitalism* überzeugend dargelegt.²²

Ohne erfolgreiche Unternehmensgründungen entsteht dynastisches Vermögen

Natürlich kann man hier fragen, ob diese Betrachtungen überhaupt relevant sind. Deutschland geht es doch gut. Die Wachstumsgeschwindigkeit des BIP ist nicht niedriger als in den meisten anderen Industrienationen. Die Eurokrise zeigt wie sehr die deutsche Wirtschaft das übrige Europa dominiert. Wir sind der sichere Hafen, in den das flüchtende Kapital aus den Krisenländern strömt. Dies ist alles richtig. Deutschland ist Krisengewinner. Es gibt aber auch alarmierende Statistiken. Deutschland ist auch Spitzenreiter bei der Ungleichheit von Vermögen in Europa. Ein international übliches Maß zu Messung von Ungleichheit ist der Gini Koeffizient. Beträgt dieser 0, so leben wir im extremen Kommunismus und jeder hat das gleiche. Ein Gini Koeffizient von 1 bedeutet, dass eine Person alles besitzt und alle anderen nichts. Der typische Gini Koeffizient für Einkommen in der OECD liegt bei 0,25-0,35. Vermögen sind immer ungleicher verteilt als Einkommen. Der Gini Koeffizient der Vermögensverteilung in Deutschland liegt mit 0,76 an der Spitze von Europa. Dem reichsten Prozent der Bevölkerung in Deutschland gehören ein Drittel aller Vermögen und dem reichsten Promille immer noch 22%.

Gini Koeffizient Netto Vermögen in Europa



Quelle: ECB HFCS Data, nach Deniss Bezrokovs (2013), S. 40, eigene Graphik. Für Deutschland und für den Durchschnitt („all“) ist zusätzlich der Gini Koeffizient für Einkommen angegeben.

²² Hall and Soskice (2001)

Ungleichheit ist immer problematisch für den Zusammenhalt einer Gesellschaft. Besonders problematisch ist Ungleichheit aber, wenn sie sich über Generationen verfestigt. Auch in den USA gibt es eine hohe Vermögenskonzentration. Auch dort gibt es extrem erfolgreiche Familienunternehmer mit Milliarden Vermögen. Der große Unterschied jedoch ist, dass in Deutschland die meisten Familienunternehmen von Generation zu Generation weitervererbt werden, wohingegen die berühmten Milliardäre der USA ihre Unternehmen nicht ererbt sondern selber geschaffen haben.

Eine Volkswirtschaft, in der junge und dynamische Unternehmer nur dann Zugang zu Kapital bekommen, wenn sie es von ihren Eltern vererbt bekommen, kann nicht unser Ziel sein. Eine Gesellschaft, die alte Besitzstände gegen junge aufstrebende Menschen verteidigt, hat feudalistische Züge.

Die kurzfristigen Investoren spekulieren anstatt zu investieren

Zusammenfassend kann man also sagen, dass das kreditbasierte deutsche Finanzsystem etablierte Unternehmen gut unterstützt aber nicht ausreichend Kapital für den dynamischen Teil der Wirtschaft zur Verfügung stellt.

Zusätzlich gibt es klare Indizien, dass auch bei etablierten Unternehmen die Kapitalallokation nicht optimal funktioniert. Sobald ein Unternehmen nicht nur dem Tagesgeschäft nachgeht, benötigt es einen langen Atem und geduldige Eigentümer. Dies gilt sowohl für Wachstumsprojekte, bei denen grundsätzlich in neue Produkte, Technologien, Produktionsstätten und Märkte investiert werden muss wie für Restrukturierungsprojekte, in denen Prozesse verändert werden müssen oder Kosten abgebaut werden müssen. Immer muss zunächst viel Geld investiert werden, wohingegen die Früchte der Investitionen meist erst Jahre später geerntet werden können. Diese Investitionen führen in der Regel auch dazu, dass die kurzfristigen Ertragszahlen belastet werden, da man nur Teile der Zukunftsinvestitionen als Sachanlagen aktivieren kann. Viele der Ausgaben, wie zum Beispiel die Anlaufverluste beim Erschließen neuer Märkte belasten sofort die Gewinn- und Verlustrechnung.

Aktien werden an der Börse aber in der Regel nach kurzfristigen Kriterien wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis bewertet. In das KGV fließt allenfalls eine Prognose über das kommende Geschäftsjahr ein, aber sicherlich nicht über die in der Zukunft zu erwartenden Erträge aus den Investitions- oder Restrukturierungsprojekten. Große Zukunftsprojekte, die also zunächst die Erträge belasten und sicher erst vier oder fünf Jahre später auszahlen, sind also an der Börse extrem schwer durchzuführen, da heutzutage die meisten Investoren ihre Aktien nicht ausreichend lange halten.

Während weltweit die durchschnittliche Haltedauer von Aktien 1980 noch zehn Jahre betrug, ist diese bis 2008 auf drei Monate gesunken.²³ Auch in Deutschland werden

²³ bpb (2013), S. 13 . Auch wenn 2008 aufgrund der Krise ein Ausnahmejahr gewesen sein mag, ist die Haltedauer auch 2012 immer noch mit 9 Monaten deutlich kürzer als ein Jahr.

Aktien im Schnitt nur etwa ein Jahr gehalten.²⁴ Anleger, die ihre Aktien nach wenigen Monaten oder einem Jahr schon wieder verkaufen, werden sich kaum für die langfristigen Projekte eines Unternehmens interessieren. Die Aktien werden also kaum aus unternehmerischem Interesse sondern aus spekulativen Motiven gekauft. Dies kann jedoch kaum in Interesse einer optimalen Kapitalallokation einer Volkswirtschaft sein.

Ähnlich wie die Finanzkrise der letzten Jahre ist auch die Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre durch eine verheerende Kredit- und Vermögenspreisblase entstanden. John Maynard Keynes hat ein ganzes Kapitel seiner *General Theory* über die Probleme nicht funktionierender Kapitalallokation gewidmet. Für Keynes kann Kapital entweder unternehmerisch oder spekulativ eingesetzt werden. Unternehmerische Kapitalallokation orientiert sich an der langfristigen Perspektive einer Investition. Spekulative Kapitalallokation kümmert sich nicht um die fundamentalen langfristigen Perspektiven sondern „richtet alle Intelligenz darauf zu verstehen, was die öffentliche Meinung meint, was die öffentliche Meinung meinen wird. ... Spekulative Investitionen sind nicht schädlich als Blasen auf einem stetigen Strom unternehmerischen Investierens. Aber wir haben ein ernstes Problem, wenn unternehmerische Investitionen zu Blasen auf einem Strudel von Spekulationen werden. Wenn die Entwicklung des Kapitalstocks eines Landes zum Nebenprodukt eines Casinos wird, kann man nicht erwarten, dass dies gut ausgehen wird.“²⁵

²⁴ 13 Monate im Jahr 2012 und 9 Monate im Jahr 2011, Weltbank (2015)

²⁵ Keynes (1936), S. xx . Eigene Übersetzung