

Greitens, Jan

**Article**

## Disintermediation? Herkunft und Zukunft des bank-basierten Finanzsystems

Vierteljahreshefte zur Arbeits- und Wirtschaftsforschung (VAW)

**Provided in Cooperation with:**

Institut Arbeit und Wirtschaft (IAW), Universität Bremen / Arbeitnehmerkammer Bremen

*Suggested Citation:* Greitens, Jan (2024) : Disintermediation? Herkunft und Zukunft des bank-basierten Finanzsystems, Vierteljahreshefte zur Arbeits- und Wirtschaftsforschung (VAW), ISSN 2942-1470, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 1, Iss. 2, pp. 185-204, <https://doi.org/10.3790/vaw.2024.1447203>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/317882>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

## **Disintermediation? Herkunft und Zukunft des bank-basierten Finanzsystems**

Von Jan Greitens\*

### **Zusammenfassung**

Die Frage nach der bestmöglichen Ausgestaltung von Finanzsystemen, ob eher bank- oder marktbasierend, hat eine lange Geschichte. Es lassen sich vier Phasen der Debatte unterscheiden: Vor dem Ersten Weltkrieg, in der Konkurrenz zwischen Deutschland und England, beginnt die Debatte. Über das gesamte Spektrum hinweg, vom liberalen Adolf Weber bis zum marxistischen Rudolf Hilferding und dem eklektischen Joseph Schumpeter, wurden Vergleiche angestellt, und die heterogenen Autoren kamen zu ähnlichen Einschätzungen. Während des Kalten Krieges wurde im Systemkonflikt zum sowjetisch-russischen Modell Alexander Gerschenkrons Darstellung der Vorteile von Rückständigkeit einflussreich. Nach den 1990er Jahren führte die Diskussion im Zusammenhang mit dem Varieties of Capitalism-Ansatz, geprägt von Ross Levine, zu einem Konsens, bei dem verschiedene Finanzsysteme in ihren breiteren institutionellen Kontext verstanden wurden. Die aktuelle Diskussion versucht, die Überlegenheit der Kapitalmärkte zu beweisen und verweist auf das amerikanische System als Vorbild. Die Basel-Regulierung, die geplante Kapitalmarktunion, der Sustainable-Finance-Ansatz in der EU und die Entwicklung eines digitalen Euros werden alle von dieser Idealvorstellung geleitet und die Argumente aus früheren Phasen der Debatte werden vernachlässigt.

### **Summary**

The question of the optimal design of financial systems, whether more bank-based or more market-based, has a long history. Four phases of the discussion can be distinguished: Before World War I, in the rivalry between Germany and England, the debate begins. Across the spectrum, from the liberal Adolf Weber to the Marxist Rudolf Hilferding and the eclectic Joseph Schumpeter, comparisons were made, and the heterogeneous authors arrived at similar assessments. During the Cold War, in contrast to the Soviet-Russian model, Alexander Gerschenkron's depiction with the advantages of backwardness became influential. After the 1990s and in line with the Varieties of Capitalism approach, the discussion led by Ross Levine resulted in a consensus where different financial systems were embedded in their broader institutional context. The current discussion attempts to prove the superiority of capital markets, pointing to the American system as example.

---

\* Jan Greitens, Westfälische Hochschule, E-Mail: [jan.greitens@w-hs.de](mailto:jan.greitens@w-hs.de)

*JEL classification:* B26, G20, O16

*Keywords:* Finanzsysteme, Kapitalmarktunion, Disintermediation, Schumpeter, Bankfinanzierung

## 1. Einleitung

Derzeit hat der Begriff der Disintermediation wieder Konjunktur. Zwar ist die aktuelle Diskussion vor allem durch technische Neuerungen getrieben, aber auch andere Faktoren, die schon zuvor Teil von Kontroversen waren, werden wieder relevant. Die Frage nach der bestmöglichen Ausgestaltung von Finanzsystemen und der Rolle von Finanzintermediären geht dabei lange zurück.

Von Beginn an drehte sich die Diskussion um die Frage, welches Finanzsystem überlegen sei. Als Kriterium wurde meist das langfristige Wachstum der Volkswirtschaft und damit auch die Fähigkeit zur Innovationsfinanzierung herangezogen. Die Relevanz des Finanzsystems mit ihrer Funktion der Kapitalallokation für das Wachstum ist weitgehend unbestritten.<sup>1</sup>

Die Geschichte dieser Diskussion seit Beginn des 20. Jahrhunderts in ihren unterschiedlichen Phasen soll in diesem Beitrag nachgezeichnet werden und in der Gegenwart, mit dem Jahresgutachten des Sachverständigenrats (SVR) von 2023/24, enden. Zuletzt werden die aktuelle Sustainable Finance-Regulierung und die Pläne für einen Digitalen Euro unter diesem Blickwinkel betrachtet.

### 1.1 Grundlagen

Finanzsysteme sind mehr als die Akteure am Finanzmarkt. Der systemische Charakter ergibt sich aus der gegenseitigen Abhängigkeit von verschiedenen Institutionen, zu denen neben den Geld- und Kapitalmärkten auch die Finanzintermediäre (insb. Banken, Versicherer), die Ausgestaltung der Finanzaufsicht, sowie der rechtliche Rahmen einschließlich der Rechnungslegungsvorschriften zählt. Finanzsysteme erfüllen verschiedene Funktionen, wie das Risikomanagement oder die Abwicklung von Transaktionen. Aber im Zentrum steht die Allokation von Kapital durch die Koordinierung von Ersparnissen und Investitionen.<sup>2</sup>

Finanzintermediäre sind die Agenten, die vermittelnd zwischen Kapitalanbietern und Kapitalnachfragern treten und so den Kapitalfluss zwischen Kapitalanlegern und Kapitalverwendern erleichtern. Disintermediation meint in diesem Sinne, dass insbesondere die Funktion der Kapitalallokation immer weniger von

---

<sup>1</sup> Z.B. Allen/Oura (2004), S. 97, Levine (1996), S. 12.

<sup>2</sup> Z.B. Greitens (2018), S. 89 ff.

Finanzintermediären, sondern zunehmend von anderen Institutionen erbracht wird. In solch einem markt-basierteren System werden die Finanzierungserfordernisse der Unternehmen nicht mit Bankkrediten erfüllt, sondern Kapitalangebot und -nachfrage werden direkt über Märkte wie Börsen oder andere technische Plattformen zueinander gebracht.<sup>3</sup>

Bei jeder Form von externer Finanzierung von Unternehmen liegen asymmetrische Informationen vor. Die Kapitalnehmer wissen in der Regel besser über die Risiken ihrer Investitionen Bescheid als die Kapitalgeber. Um diese Informationsasymmetrien zu überwinden, gibt es verschiedene Methoden. Das ist zum einen das Monitoring von öffentlichen Informationen der Akteure am Finanzmarkt und das Signalling der Unternehmen, also die gezielte, kontinuierliche und öffentliche Informationsbereitstellung von Unternehmen über ihre Investitionen und ihr Verhalten für die potenziellen Investoren und deren Agenten. Auf der anderen Seite steht das Relationship Banking, also eine dauerhafte und enge Kundenbeziehung zwischen Bank und Unternehmer, um private Informationen zu erlangen und Entscheidungen zu beeinflussen. Aus dieser theoretischen Perspektive heraus werden unterschiedliche Finanzsysteme idealtypisch in markt- oder bank-basiert eingeteilt.<sup>4</sup>

Für das Monitoring muss ein Unternehmen als Kapitalnehmer einer unbekannten Anzahl von potenziellen Investoren umfangreiche Daten offenlegen, damit diese mit diesen harten Informationen das Unternehmen bewerten können. Das erfolgt zumeist an organisierten Märkten unter Hinzuziehung z. B. von Rating-Agenturen oder anderen Agenten. Die Finanzierung erfolgt transaktional und häufig in Form von Eigenkapital. Die Banken in markt-basierten Finanzsystemen begleiten entweder die Kapitalmarktfianzierung der Unternehmen (Investment Banks) oder beschränken sich auf kurzfristige, risikoarme Finanzierungen (Commercial Banks).

Beim Relationship Banking gehen Unternehmen als Kapitalnehmer und Hausbank als Finanzintermediär eine langfristige Geschäftsbeziehung ein, wodurch die Bank einen privilegierten Zugang zu harten und weichen Informationen erhält. Die Bank übernimmt für ihre Einleger die Suche nach guten Schuldner und schätzt das Risiko der Kapitalüberlassung ein. Die Finanzierung erfolgt zumeist in Form von Fremdkapital. Die Banken in bank-basierten Finanzsystemen sind Universalbanken, die alle Bankgeschäfte unter einem Dach anbieten und die Unternehmen „von der Wiege bis zur Bahre“ begleiten.

Die Darstellung stellt eine idealtypische Zuspitzung dar, die in der historischen Realität immer komplexer und gradueller war. Auch hat eine, wenn auch

<sup>3</sup> Siehe zum Beispiel Rennig (2022), S. 118.

<sup>4</sup> Siehe zum Beispiel Gischer/Herz/Menkhoff (2020), S. 17 ff., Allen/Gale (2001), Schmidt/Hackethal (2000), Liberti/Petersen (2019).

uneinheitliche Konvergenz zwischen den Systemen in den verschiedenen Ländern stattgefunden.<sup>5</sup> Dennoch gelten bis heute angloamerikanische Finanzsysteme als eher markt-basiert und das deutsche Finanzsystem als eher bank-basiert.

Der SVR nutzt als Indikatoren für diese Unterscheidung die Vermögenswerte im Bankensektor zum BIP (Durchschnittswerte der Jahre 2010 bis 2020), die in Deutschland 225,1 % und in den USA bei 83,1 % liegen. Im Gegenzug ist die Marktkapitalisierung gelisteter Unternehmen zum BIP (2019) in Deutschland bei 54,0 % und in den USA bei 158,6 %.<sup>6</sup>

Mit der bank-basierten Ausprägung des deutschen Finanzsystems werden eine Reihe von Besonderheiten verbunden. Neben dem höheren Anteil an Fremdkapitalfinanzierung gilt dies auch für die Ausprägungen des Rechtssystems (Civil Law) und der Rechnungslegung.<sup>7</sup> Die Bilanzierung nach dem Handelsgesetzbuch (HGB) ist u. a. mit dem Niederstwertprinzip Fremdkapitalgeber-orientiert, da die Absicherung der Rückzahlung von Krediten vor den Eigenkapitalgeber-Interessen gestellt wird.

Darüber hinaus wird aber auch die dezentrale Struktur von vielen Regionalbanken, die wiederum auf einen vergleichsweise hohen Anteil an kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) sowie des verarbeitenden Gewerbes trifft, damit verbunden. Natürlich spielen viele kulturelle und historische Gründe dafür ebenfalls eine Rolle, aber langfristig orientierte, netzwerkbezogene Finanzierungen sind auch die Grundlage für andere Institutionen, wie die Art der dualen Ausbildung oder gesetzliche Kammerorganisationen mit staatlichen Aufgaben.<sup>8</sup>

## 2. Theoriegeschichtlicher Abriss

Die Debatten um das überlegene Finanzsystem sind immer auch Vergleiche zwischen Ländern und damit hochpolitisch. Zugleich sind sie durch den jeweiligen Zeitgeist geprägt. Vier Phasen, die aus einer deutschen Perspektive geschildert werden, sollen im Weiteren unterschieden werden. Zunächst der Beginn im ausgehenden Kaiserreich, nachdem sich das deutsche Finanzsystem weitgehend ausgeprägt hatte, als nachholende Nation in Rivalität zu Großbritannien. Dann kommt die Phase des Kalten Kriegs in Abgrenzung zum sowjetisch-russischen Modell. Nach der Wende von 1990 im Sinne eines Sieges des Kapitalismus wurden unterschiedliche Ausprägungen von kapitalistischen Finanzsystemen verglichen. Heute wird auf die USA, die bekannten HighTech-Unternehmer aus dem Silicon Valley und die dortige Innovationsfinanzierung geschaut.

---

<sup>5</sup> Siehe zum Beispiel Sever (2021).

<sup>6</sup> SVR (2023), S. 174.

<sup>7</sup> SVR (2023), S. 174 ff.

<sup>8</sup> Hall und Soskice (2001), Flögl/Gärtner (2017), S. 69 ff., 82 ff.

## 2.1 In der Kaiserzeit: Rivalität mit England

Die ökonomische Analyse unterschiedlicher Finanzsysteme im Kaiserreich war lebhaft und ausgeprägt. Viele Autoren wie Robert Liefmann, Alfred Lansburgh oder Jacob Riesser haben Untersuchungen zur Entstehung und Besonderheit des deutschen bank-basierten Finanzsystems erstellt. Der Vergleich mit dem englischen System ist ein durchgängiges Phänomen. Die aus heutiger Sicht zentralen Autoren sind Adolf Weber, Rudolf Hilferding und Joseph Schumpeter.

Adolf Weber entstammt dem konservativen Wirtschaftsliberalismus des Kaiserreichs, in dem er aufwuchs. Seine akademische Laufbahn begann im Kaiserreich und setzte sich weitgehend ungebrochen durch die Weimarer Republik und die Zeit des Nationalsozialismus bis in die Bundesrepublik fort.<sup>9</sup> Mit seiner Dissertationsschrift „Depositenbanken und Spekulationsbanken“ von 1902, mehrfach erweitert und neu aufgelegt, steht er am Anfang der Debatte in Deutschland.

Weber bezeichnet die in Deutschland entstandenen Universalbanken als Spekulationsbanken, weil sie nicht nur Depositen-/Einlagengeschäft betreiben, sondern so eng mit den Unternehmen verbunden sind, dass sie die wirtschaftlichen Risiken der Unternehmen mittragen und auch in den eigenen Büchern halten. (Reine) Depositenbanken verortet Weber hingegen in England, wo sich die Banken nur auf kurzfristige und risikoarme Geschäfte konzentrieren, während die risikoreichen und langfristigen Transaktionen am Kapitalmarkt finanziert werden. Insofern sieht er im deutschen System eine Arbeitsvereinigung, während im englischen System Arbeitsteilung vorliegt.

Weber weist auf die Anreizprobleme bei Finanzintermediären hin. „Vielfach hört man ferner darüber klagen, dass dem deutschen Bankier zwei in ihrer sittlichen und wirtschaftlichen Beschaffenheit entgegengesetzte Aufgaben zufließen: auf der einen Seite sei er der Kapitalist, der in der Befriedigung eigenster Interessen sein erstes und letztes Ziel sehe, auf der anderen Seite nehme er die Vertrauensstellung des Vermittlers ein, die es ihm zur Pflicht mache, die Interessen des Auftraggebers nach Kräften wahrzunehmen.“<sup>10</sup> Diese Agency-Probleme<sup>11</sup> hält er aber für überschaubar, da die Bankmanager durch den Markt diszipliniert werden. „Die vernünftige Leitung eines Bankinstituts, das nicht gegründet wurde um möglichst bald wieder zu verschwinden, wird sich doch sagen müssen, dass ein Missbrauch der Vermittlerstellung oder ein zu wildes Spekulieren bald ruchbar wird und dass dann der fragwürdige Augenblicksgewinn bezahlt

<sup>9</sup> Greitens (2022).

<sup>10</sup> Weber (1902), S. 252.

<sup>11</sup> Allen/Oura (2004), S. 97 f.

werden muss mit dem Verluste desjenigen, was die *conditio sine qua non* für die Existenz einer Bank ist – mit dem Verluste des Vertrauens.“<sup>12</sup>

Weber wertet die Vorteile der Arbeitsteilung im britischen Bankwesen nicht allzu hoch und gibt Universalbanken den Vorzug. Er sieht bei den arbeitsvereinigenden Universalbanken eine Reihe von Vorteilen. So sind diese Banken weniger anfällig für Schwankungen, da sich die Erträge der unterschiedlichen Geschäfte ausgleichen können. Vor allem aber geht es um die Möglichkeit, mit den Einlagen kostengünstig und schnell die hohen Kapitalanforderungen der Unternehmen bedienen zu können. Weber lobt den (risikobereiten) Unternehmungsgeist, den die deutschen Banken hätten und damit die wirtschaftliche Entwicklung finanzieren.<sup>13</sup> Weber stellt sich daher gegen die Überlegungen, große Universalbanken durch „gesetzgeberische Vexationen“<sup>14</sup> unmöglich zu machen.

Weber zitiert Walter Bagehots „Lombard Street“, um sich generell gegen die planmäßige Gestaltung des Finanzsystems zu stellen:

„Bagehot würde vielleicht mit einem Satze antworten, der im Schlusskapitel seines ‚Lombard Street‘ zu finden ist: ‚Ein Kreditsystem, welches im Laufe der Jahre langsam gewachsen ist und sich unseren Geschäftsgebräuchen angepasst, sich den Gewohnheiten der Menschen gleichsam eingezwungen hat, lässt sich nicht ändern, weil Theoretiker es missbilligen oder Bücher dagegen geschrieben werden.‘ –Es scheint mir angemessen zu sein, hinter diesen Satz zu Nutz und Frommen der zahlreichen deutschen ‚Bankreformatoren‘ einen Gedankenstrich zu setzen.“<sup>15</sup>

Rudolf Hilferding hat die Entstehung des deutschen Finanzsystems in seiner einflussreichen Schrift „Das Finanzkapital“ von 1910 aus einer marxistischen Perspektive beschrieben. Hilferding baut seine Darstellung so auf, dass er die Tätigkeiten der Börse denen der Banken gegenüberstellt: Börsen wie Banken sammeln das Geldkapital der Anleger ein, garantieren deren Liquidität gegenüber den Anlegern, bieten kurzfristigen Kredit für die Zirkulation und auch langfristige Finanzierung in Form von Fremd- und Eigenkapital an. Nachdem sich die Institutionen parallel entwickelt haben, werden die Banken im weiteren Verlauf dominierend. Am Ende sind es die Banken, die, beginnend mit der Kontrolle der von ihnen gegebenen Kredite, die gesamte Wirtschaft organisieren.

<sup>12</sup> Weber (1902), S. 253.

<sup>13</sup> Weber (1902), S. 256f.

<sup>14</sup> Weber (1902), S. 256.

<sup>15</sup> Weber (1902), S. 258; bei Bagehot im Original: „I can only reply that I propose to retain this system because I am quite sure that it is of no manner of use proposing to alter it. A system of credit which has slowly grown up as years went on, which has suited itself to the course of business, which has forced itself on the habits of men, will not be altered because theorists disapprove of it, or because books are written against it.“

Im Laufe der Entwicklung ziehen die Banken die Sammlung des ungenutzten Kapitals an sich, sodass dann die Finanzierung der Aktiengesellschaften unter Vermittlung der Banken erfolgt. Die Mobilisierung des Kapitals durch die Banken ermöglicht ihnen eine Ausweitung ihrer Aktivitäten auf Emissionen und Spekulation an den Kapitalmärkten. Durch die

„Kombination von Einlagengeschäft und Kreditvergabe an schwer zu überwachende Kapitalnehmer [entstehen] (...) Verhaltensanreize (...), die eine Bank und ihr Kreditgeschäft ökonomisch möglich machen: Anreize für die Bank, die Kapitalnehmer wirklich zu überwachen und eine solide Kreditpolitik zu verfolgen, Anreize für die Kapitalnehmer, ihre Kredite wirklich zurückzuzahlen, und auch gewisse Anreize für die Einleger, ihre Bank zu kontrollieren und sie bei Zweifeln an ihrer Solvenz schnell, aber auch nicht zu schnell, durch den Abzug der Einlagen unter Druck zu setzen.“<sup>16</sup>

Bei längerfristigen Kapitalleihen bindet sich die Bank an das Unternehmen und wird damit zum Teil abhängig vom Geschäftserfolg des Unternehmens. „Die Bank hat ihr Kapital in das kapitalistische Unternehmen eingelegt und ist damit an dem Schicksal dieses Unternehmens beteiligt. Diese Beteiligung ist umso fester, je mehr das Bankkapital als fixes Kapital im Unternehmen fungiert.“<sup>17</sup> Durch die Intermediation der Banken gelingt die Reduzierung des nicht produktiv genutzten Kapitals in der Gesellschaft. Mit dem langfristigen Kredit kann der Kapitalstock erhöht werden und die Wirtschaft wächst schneller. Bei Hilferding fällt besonders die breite Analyse auf, die zunächst mit einer Geldtheorie anfängt und die Argumentation stringent auf das ganze Finanzsystem ausweitet. Zum anderen bezieht er aber auch Faktoren außerhalb einer engen ökonomischen Abgrenzung mit ein, wie zum Beispiel die Rechtsformen der Unternehmen.

Der Eklektiker Joseph Schumpeter, selbst kurzzeitig Leiter einer Bank, sah in den Intermediären die Ermöglicher der Innovationen. Seine Beschäftigung mit diesem Thema war durch Hilferding, den er aus einem Privatseminar bei Eugen von Böhm-Bawerk kannte, inspiriert. Am bekanntesten ist hierfür Schumpeters „Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung“ von 1911, die ihn zum Apologeten der Innovationsfinanzierung gemacht hat.

Bei Schumpeter muss für eine erfolgreiche Innovation ein Unternehmer und ein Bankier zusammenkommen: „Der Unternehmer als solcher ist nicht Besitzer von Kaufkraft. (...) Der typische Vorgang ist also stets der, daß sich der Unternehmer zur Durchführung seiner Pläne vor allem an einen Bankier wendet und sich von ihm Kredit verschafft.“<sup>18</sup> Nur mit der Kaufkraft der Bank kann der Unternehmer seine Pläne umsetzen, also die notwendigen Produktionsmittel

<sup>16</sup> Schmidt (2000), S. 75.

<sup>17</sup> Hilferding (1910), S. 97.

<sup>18</sup> Schumpeter (1911), S. 192.

erwerben. Somit kommt es zu einer Verbindung zwischen Kredit und der Durchsetzung des Neuen.<sup>19</sup>

Die Reihenfolge ist aber auch eindeutig: Der Unternehmer hat einen Plan und geht damit zur Bank. Diese muss zwar unter den verschiedenen Plänen im Sinne der Kapitalallokationsfunktion wählen, aber sie macht keine Vorgaben darüber, wo die Unternehmen zu investieren haben. „Die Funktion des Bankiers, des Produzenten von und Händlers mit Kredit, ist in der Fülle der sich anbietenden Unternehmerpläne eine Auswahl zu treffen, die allen Lebensverhältnissen der Volkswirtschaft entspricht, dem einen die Durchführung zu ermöglichen, dem andern zu versagen.“<sup>20</sup>

Ein zentrales Element bei Schumpeter ist die Heroisierung des Unternehmers: „Unsre Behauptung ist also, daß ein Unternehmer derjenige ist, der neue Kombinationen durchsetzt (...). Der Unternehmer ist unser Mann der Tat auf wirtschaftlichem Gebiete.“<sup>21</sup>

„Nicht nur auf allen übrigen Gebieten menschlicher Tätigkeit, auch auf dem der Wirtschaft gibt es Führer, die kraftvoll aus der Masse emporragen, gibt es Persönlichkeiten, die die Regeln ihres Handelns in sich tragen. Der Industriekapitän, der Geldmann unserer Tage ist niemand fremd.“<sup>22</sup>

Zwar sieht Schumpeter hinter dem Handeln des Unternehmers strukturelle Ursachen, aber „nur durch ihn [den Führer] kann Fortschritt unmittelbar verwirklicht werden (...). Nur er kann den Widerstand der Menge überwinden.“<sup>23</sup>

## *2.2 Internationalisierung der Diskussion: Universalbanken im Kalten Krieg*

Der russische Emigrant Alexander Gerschenkron, aufgewachsen in Österreich, hat, von Harvard aus, eine höchst einflussreiche Beschreibung der Industrialisierung verbreitet, die durch die Systemkonkurrenz im Kalten Krieg geprägt war. Insofern erklärt sich der Einfluss seines Ansatzes, vergleichbar mit den zeitgenössischen Ansätzen bei Walt Rostows Stufentheorie oder auch Robert Solows Wachstumsmodell, durch die besondere Situation, in der die Autoren ihre Theorien entwickelten.

Gerschenkron sah die Ursache für ein bank-basiertes Finanzsystem in der relativen Rückständigkeit Deutschlands gegenüber dem Vorreiter England. Sein

---

<sup>19</sup> Hügle (2001), S. 9.

<sup>20</sup> Schumpeter (1911), S. 225.

<sup>21</sup> Schumpeter (1911), S. 172.

<sup>22</sup> Schumpeter (1911), S. 131.

<sup>23</sup> Schumpeter (1911), S. 185 inkl. Fußnote.

Aufsatz „Economic Backwardness in Historical Perspective“ von 1952 wurde zu einem zentralen Bezugspunkt der Frage nach dem optimalen Finanzsystem.

Rückständigkeit wird bei Gerschenkron zu einem Vorteil: Nachzügler in der wirtschaftlichen Entwicklung weisen strukturelle Defizite gegenüber dem Vorreiter, insb. England, auf. Aber die rückständigen Länder können für ihren Entwicklungsprozess von den entwickelten Ländern lernen und deswegen schneller voranschreiten. Dazu müssen aber die strukturellen Defizite kompensiert werden, wozu diese Länder andere Institutionen wählen.

Bezogen auf das Finanzsystem lautet die Kernaussage von Gerschenkron, dass die Unternehmen in den fortschrittlichen Ländern zu Beginn der Industrialisierung in der Lage waren, ihre noch relativ kleinen Firmen zu finanzieren. In diesen reiferen Ländern herrschte keine Kapitalknappheit, wodurch die Unternehmen weniger auf Banken angewiesen waren. Stattdessen konnten sie sich über Wertpapiermärkte und mittels Eigenkapital finanzieren. Die relativ rückständigen Länder hingegen benötigten Universalbanken, um ihre meist größeren Unternehmen bei dem in diesen Ländern unterstellten Kapitalmangel finanzieren zu können.

Entscheidend in der Gerschenkronschen Theorie zur Entwicklung von Universalbanken ist die enge Verbindung zwischen Banken und Unternehmen: Universalbanken begleiten ihre Unternehmen „von der Wiege bis zur Bahre“.<sup>24</sup> Durch rückständige Strukturen und unsichere Informationen wird in diesem Modell die Informationsasymmetrie zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer durch die Finanzinstitutionen ausgeglichen, die dafür in diesem engen Verhältnis zum Unternehmen stehen. Um in einem rückständigen Land Kapital zur Verfügung zu stellen, lenken Universalbanken finanzielle Ressourcen in industrielle Investitionen. In diesem Sinne ist das Universalbankensystem eine Folge relativer Rückständigkeit.

Je mehr Kapital in kürzerer Zeit benötigt wird, umso weniger sind die Wertpapiermärkte in der Lage, die Aufgabe der Kapitalallokation zu erfüllen. Dann müssen die Banken und der Staat andere Wege zur Kapitalallokation finden, was aufgrund einer zunehmenden institutionellen Verzahnung von Kapital-Angebot und -Nachfrage zu national unterschiedlichen Finanzsystemen führt. Im Extremfall der absoluten Rückständigkeit, bei Gerschenkron am Beispiel des zaristischen Russlands festgemacht, muss sogar der Staat eingreifen, damit Kapital in Investitionen gelenkt wird. Zeitgenössisch war das auf die sowjetische Wirtschaftspolitik fortzuschreiben.

Das Narrativ von Gerschenkron war durch seine Einfachheit und intuitive Zugänglichkeit sehr einflussreich. Trotz vielfältiger Kritik, zum Beispiel hinsichtlich der behaupteten Kapitalknappheit in rückständigen Ländern, betont

<sup>24</sup> Gerschenkron (1962), S. 14.

Gerschenkron das Argument der höheren Geschwindigkeit der Finanzierung durch Universalbanken.

Die Debatte findet auch in Deutschland ihre Fortsetzung. Richard Tilly, beginnend mit seiner Dissertation „Financial Institutions and industrialization in the Rhineland 1815–1870“ (1966), hat die Bedeutung der Institutionen und der Finanzierung für das Wirtschaftswachstum für den deutschen Fall intensiv erforscht.

### *2.3 Nach dem Kalten Krieg: Hauptsache Kapitalismus*

Nach dem Ende des Kalten Kriegs verschob sich der Fokus auf die Unterschiede zwischen den kapitalistischen Ländern. Im vor allem von Hall und Soskice geprägten Varieties of Capitalism-Ansatz stehen die institutionellen Unterschiede in den verschiedenen Wirtschaftssystemen im Mittelpunkt. Der Ansatz berücksichtigt viele, auch außer-ökonomische Faktoren (wie Kultur oder Rechtssystem) und betont die Pfadabhängigkeit wirtschaftlicher Entwicklung. Von liberalen Marktwirtschaften (LME) (z. B. USA, Großbritannien, Kanada, Australien, Neuseeland, Irland) werden koordinierte Marktwirtschaften (CME) (z. B. Deutschland, Frankreich, Japan, Schweden, Österreich) abgegrenzt. Hall/Soskice betonen für die koordinierte Marktwirtschaft Deutschlands die engen Beziehungen, die Unternehmen zu wichtigen Lieferanten und Kunden pflegen, das Wissen, das aus umfangreichen Netzwerken von Kreuzbeteiligungen stammt, und die Bedeutung (zum Teil verpflichtender) Verbandsstrukturen, die Informationen über Unternehmen sammeln und Standardsetzung, Technologietransfer und berufliche Ausbildung koordinieren. Diese dichten Unternehmensnetzwerken erleichtern Banken die Finanzierung der Unternehmen.<sup>25</sup>

Vor dem Hintergrund dieser Diskussion wurde auch die Debatte um das bessere Finanzsystem wieder ausgetragen. Die intensive Diskussion bis Mitte der 2000er Jahre wurde geprägt von Ross Levine. Ganz im Sinne der Varieties of Capitalism-Debatte wurde eine evolutorische, soziale Institutionen und Geschichte in Blick nehmende Perspektive eingenommen, die dann zu einer recht breit geteilten, abwägenden Position, dem „Konsens um Levine“, geführt hat.

Breit geteilt wurde die Ansicht, dass nicht die Unterscheidung zwischen bank-basierten oder markt-basierten Finanzsystemen von vorrangiger Bedeutung für das Wachstums ist. Relevant für ein wachstumsstimulierendes Finanzsystem ist ein Umfeld, in dem in beiden Systemen effiziente Finanzdienstleistungen durch starke Institutionen angeboten werden können (financial services view).<sup>26</sup> Da-

<sup>25</sup> Siehe Hall/Soskice (2001), Vorläufer dieser Art von Vergleich sind z.B. die Wirtschaftsstile (Schefold 1994).

<sup>26</sup> Levine (2001), S. 3 ff.

her spielen rechtliche, regulatorische, politische und andere Faktoren eine große Rolle. Das Rechtssystem muss die Rechte der Kapitalgeber klar regeln. Werden vorrangig die Investorenrechte geschützt, fördert dies ein markt-basiertes System, bei einem eher Gläubigerschutz-orientiertem System unterstützt dies eine bank-basierte Ausrichtung.<sup>27</sup>

Das Finanzsystem sollte auf die Wirtschaftsstruktur abgestimmt sein. Länder mit einem dominanten Anteil an KMUs wachsen schneller mit einem bank-basierten System. Im Gegenzug wachsen Länder mit einer Dominanz von Großunternehmen schneller in einem markt-basierten System.<sup>28</sup>

Genau in diese Phase hinein wurde die Bankenregulierung fundamental umgebaut. Die rapide zunehmende Globalisierung sollte auch in einer international abgestimmten Bankenaufsicht abgebildet werden. Mit „Basel II“ wurde, ganz offensichtlich ohne Bezug zur wissenschaftlichen Debatte um Levine, eine am Kapitalmarkt orientierte Regulierung auch auf bank-basierte Finanzsysteme angewendet. Die Interessen der Investoren an öffentlicher Transparenz und einem markt-orientierten Riskmanagement wurde zur Grundlage der Regulierung.<sup>29</sup> Die Verbriefungen von Krediten und deren Handel am Kapitalmarkt würde die illiquiden Kreditforderungen mobil machen und damit „zu einer erheblich stärkeren kapitalmarktorientierten Ausrichtung der Untemehmensfinanzierung in Europa führen. Basel II ist ein wichtiger Katalysator für diese Entwicklung.“<sup>30</sup>

Die Wirkung der Basel II-Regulierung auf das Finanzsystem war den Beteiligten klar.

„Die zunehmend auf Kapitalmarktbelange ausgerichtete Finanzmarktregulierung prämiert letztlich Finanzbeziehungen, die kurzfristig, risikoavers und damit marktähnlich sind. Nationale Finanzsysteme, die bislang auf längerfristigen, kreditbasierten und weniger risikoaversen Beziehungen zwischen Finanzinstituten und der Industrie beruhten, geraten damit zunehmend unter Anpassungsdruck.“<sup>31</sup>

Interessant ist, dass bis in diese Zeit die Bankenfinanzierung noch als die risikobereitere, also auch Gründungsfreundlichere Form der externen Finanzierung galt.

---

<sup>27</sup> Levine (2004), S. 81, Levine (2002), S. 1 ff.; Demirgüç-Kunt/Levine (1999), S. 29, Demirgüç-Kunt/Levine (1999), S. 26 ff., Levine (2005).

<sup>28</sup> Allen/Oura (2004), S. 104.

<sup>29</sup> Lütz (2005), S. 301.

<sup>30</sup> Paul/Stein (2003), S. 63.

<sup>31</sup> Lütz (2004), S. 14, siehe auch Lütz (2005), S. 303 f.

#### 2.4 Die aktuelle Diskussion: Die Überlegenheit der Kapitalmärkte

Die aktuelle Diskussion wird stark von der amerikanischen Start-up-Kultur geprägt und die Finanzierung an US-amerikanischen Vorbildern orientiert. Als Beispiel bietet sich das dritte Kapitel des Jahresgutachten des SVR zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung von 2023/24 an.

Das zentrale Argument des Gutachtens ist die fehlende Finanzierung von risikobehafteten Unternehmen, insb. in der Gründungsphase, durch Banken in Deutschland, während Finanzmärkte ohne Intermediäre diese Mittel bereitstellen. Daher wird ein an amerikanischen Vorbildern orientiertes, markt-basiertes Finanzsystem empfohlen.

Die noch bei Levine behauptete Wachstumswirkung von bank-basierten Finanzsystemen wird auf sich entwickelnde Länder beschränkt, während dieser Effekt mit steigendem Einkommen ins Negative kippe. „Der Beitrag einer größeren Kapitalmarktfinanzierung für das Wachstum ist hingegen auch in hochentwickelten Volkswirtschaften positiv.“<sup>32</sup> Für den SVR sind es insbesondere Kapitalmärkte, die die Informationsasymmetrien überwinden. „Insbesondere erleichtert es ein entwickelter Finanzmarkt, Kapital von wenig zu hoch produktiven Unternehmen und Wirtschaftszweigen zu reallozieren, was die gesamtwirtschaftliche Produktivität steigert.“<sup>33</sup> Gerade für die Finanzierung von Innovation und neuen Technologien gelten „kapitalmarktnahe Finanzierungsformen als besonders geeignet.“<sup>34</sup>

„Für das Wachstum hoch entwickelter Volkswirtschaften, das generell stark von Innovationen abhängt, sind kapitalmarktnahe Finanzierungsformen, wie Aktienmärkte und Wagniskapital, bedeutender. Denn sie sind im Vergleich zu Banken deutlich besser geeignet, besonders risikobehaftete Investitionen, beispielsweise in innovative Unternehmen, zu finanzieren. (...) Dieses ‚Zombie Lending‘ kommt vor allem dadurch zustande, dass Banken mit wenig Eigenkapital die Verluste bei der Restrukturierung jener Kredite nicht tragen können, ohne selbst in Schwierigkeiten zu geraten. Dies führt zu einer Fehlallokation, die das Produktivitätswachstum verlangsamt.“<sup>35</sup>

<sup>32</sup> SVR (2023), S. 165 ff.

<sup>33</sup> SVR (2023), S. 169.

<sup>34</sup> SVR (2023), S. 169. Für diese Aussage wird auf Brown/Fazzari/Petersen (2009) verwiesen. Diese Studie, die nur mit US-amerikanischen Daten arbeitet, ist sehr kritisch mit der eigenen Datengrundlage und äußert ihren Vergleich mit Deutschland und Frankreich (S. 180) sehr vorsichtig.

<sup>35</sup> SVR (2023), S. 175.

Das Gutachten referenziert zwar den „Konsens um Levine“ knapp,<sup>36</sup> aber die in den vorherigen Phasen der Debatte zentralen außer-ökonomischen Elemente fehlen in der Argumentation.

Die Aussagen basieren auf einer Reihe von ähnlichen empirischen Studien wie Gambacorta/Yang/Tsatsaronis (2014), Arcand/Berkes/Panizza (2015), Langfield/Pagano (2016). Vor allem die beiden Ausgangsstudien von Cecchetti/Kharroubi (2012) und Demirguc-Kunt/Feyen/Levine (2013) stellen die Frage nach einem zu großen Finanzsektor und nicht nach dessen Struktur in den Mittelpunkt. Auch sind Demirguc-Kunt/Feyen/Levine (2013), vielleicht wegen der Beteiligung von Levine, deutlich vorsichtiger in ihren Schlussfolgerungen: So wird z. B. keine kausale Erklärung behauptet.<sup>37</sup>

Alle diese Studien weisen ähnliche Datenproblemen auf: Fast immer werden die Kredite an den Privatsektor (oder sogar alle Bankaktiva) bezogen auf das BIP als Größe für die Bankorientierung des Finanzsystems verwendet. Diese Daten enthalten damit alle Kredite, also auch private Baufinanzierungen (die nicht zuletzt durch die niedrigen Zinsen massiv an Umfang gewonnen hatten) oder Interbankenkredite (die nach der Finanzkrise eine andere Rolle angenommen haben) und die über die Finanzierung von (risikoreichen) Unternehmen nichts aussagen.

Schon Jan Pieter Krahn weist in seiner Diskussion des Papiers von Langfield/Pagano (2016) darauf hin, dass der Anstieg der in der Studie betonten Bankaktiva auf nur 20 europäische Banken zurückzuführen ist und die Daten durch unterschiedliche Finanzierungspraktiken und Bilanzierungsregeln schwer vergleichbar sind.<sup>38</sup> Auch Arcand/Berkes/Panizza (2015) weisen auf strukturelle Veränderungen hin: Nach der Finanzkrise sind in manchen Ländern die Unternehmensfinanzierungen in hohem Ausmaß zu Schattenbanken abgewandert.<sup>39</sup> Diese sind weniger reguliert, wodurch es kein level playing field mehr in der Finanzierung gibt. Gleichzeitig steigt möglicherweise auch das Risiko von Finanzkrisen durch diese Verschiebung an.

Manche Studien, z. B. Langfield/Pagano (2016), weisen darauf hin, dass sich der negative Effekt eines wachsenden Bankensystems erst in den jüngeren Daten, ca. ab Mitte der 1990er Jahre, zeigt.<sup>40</sup> Das weist auf das vermutlich wichtigste Problem in den Daten hin, nämlich der Bedeutung der Bankenregulierung. Diese hat im genannten Zeitraum also mit der Einführung von Basel II und Basel III so stark wie nie zuvor in die Geschäftstätigkeit der Banken eingegriffen.

<sup>36</sup> SVR (2023), S. 175.

<sup>37</sup> Demirguc-Kunt/Feyen/Levine (2013), S. 479.

<sup>38</sup> Langfield/Pagano (2016), S. 97 – 100.

<sup>39</sup> Arcand/Berkes/Panizza (2015), S. 111.

<sup>40</sup> Langfield/Pagano (2016), S. 62.

Wie schon in der Diskussion während der Einführung von Basel II hervorgehoben, sind diese internationalen Regulierungen methodisch an markt-basierten Systemen orientiert und waren nur schwer auf das Relationship Bankings anpassbar. Zuletzt konnte nur ein KMU-Unterstützungsfaktor bei den Eigenkapitalanforderungen die überhöhte Eigenkapitalunterlegung dämpfen.<sup>41</sup>

Angesichts dieser Datenprobleme scheint es schwierig, dass so weitreichende und einseitige Schlussfolgerungen aus den Studien gezogen werden. Es ist fraglich, ob mit den Daten tatsächlich die Bedeutung des Relationship Bankings für das Wachstum einer Volkswirtschaft bestimmt werden kann. Möglicherweise wird eher die Wirkung der Basel II und III-Regulierungen auf das Wachstum gemessen?

Die für das Gutachten des SVR wichtigste Studie ist von Cournède/Denk (2015) und wurde mit eigenen, aktuellen Daten repliziert. Auch hier wird die Kreditvergabe von Banken an den Privatsektor verwendet und es kommen ähnliche Ergebnisse heraus, nämlich die negative Wachstumswirkung von Bankkrediten ab ca. 100 % bezogen auf das BIP.<sup>42</sup> Auch Cournède/Denk (2015) sind vorsichtig und weisen auf die hohe Bedeutung von Immobilienkrediten hin.<sup>43</sup>

Bei Cournède/Denk (2015) wird als zusätzliche Variable die Bankenregulierung als das Verhalten der Banken stark beeinflussende Größe verwendet, die in den anderen Studien leider fehlt. Dazu nutzen Cournède/Denk sowie der SVR den Financial Reform Index des IMF. Dieser Indikator ermittelt für den Zeitraum von 1973 bis 2005 aus sieben Größen einen Wert für das Ausmaß der Beschränkungen für das Finanzsystem, z. B. Kreditkontrollen, hohe Mindestreservanforderungen, Zinskontrollen, Markteintrittsbarrieren, Beschränkungen im Kapitalverkehr, etc. Allerdings ist auch dieser Indikator einseitig auf markt-basierte Systeme ausgerichtet und bewertet nur eine marktgerichtete Liberalisierung als Aufhebung von Beschränkungen: Die Einführung der Basel-Vorschriften wird als Reduzierung der Regulierung gewertet. Auch wird der hohe Anteil an öffentlich-rechtlichen Sparkassen, obwohl im deutschen Markt ein von den Privatbanken häufig beklagter Faktor für intensiveren Wettbewerb, ebenfalls negativ eingestuft. Von daher kann es nicht überraschen, dass einer markt-orientierten Regulierung wie Basel II und III eine positive Wirkung auf das Wachstum zugeschrieben wird.<sup>44</sup> Dabei gilt der negative Effekt der Bankenregulierung auf die Finanzierungsangebotsseite durch rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen als besonders groß.<sup>45</sup>

<sup>41</sup> Siehe EBA 2016.

<sup>42</sup> SVR (2023), S. 167 ff.

<sup>43</sup> Cournède/Denk (2015), S. 22, 43.

<sup>44</sup> Cournède/Denk (2015), S. 32.

<sup>45</sup> Berger/Udell (2006), S. 2957, 2960.

Noch 2008 war der SVR sehr viel vorsichtiger in seinen Aussagen. In einem Sondergutachten angesichts der Finanzkrise folgte der SVR dem „Konsens um Levine“.<sup>46</sup> Die fehlende Gründungsdynamik wird ganz explizit nicht am Finanzsystem festgemacht.<sup>47</sup> Und auch der schwierigen Datenlage der empirischen Untersuchungen, welches Finanzsystem besser sei, war dem SVR 2008 noch sehr bewusst. „Die verwendeten Variablen für die Finanzsystementwicklung [sind] sehr grobe Indikatoren für die Effizienz des Finanzsystems. Wünschenswert wären Indikatoren, die der ökonomischen Theorie folgend genau aufzeigen, wie die Finanzsystementwicklung einen Beitrag zum Wachstumsprozess leistet.“<sup>48</sup>

Zudem stellt sich zunehmend die Frage, ob die Dualität von Bank und Markt, von transaktionalen markt-orientierte Finanzierungen mit „harten“ Informationen und Relationship Banking unter Einbezug von „soften“ Informationen, nicht viel zu simple ist. Schon Levine hat in Frage gestellt, ob die Vielfältigkeit der unterschiedlichen Finanzierungsstrukturen in dieser Form überhaupt abgebildet werden kann. Diese Unterscheidung relativiert sich angesichts einer Vielzahl an weiteren Finanzierungstechnologien wie Leasing, Factoring, Crowdfunding, B2B Lending u. a.<sup>49</sup>

### 3. Paradigma der aktuellen Finanzregulierungen

Der Trend zur Disintermediation wird durch viele Faktoren hervorgerufen. Technische Innovationen, wie Crypto-Währungen oder DeFi-Anwendungen können und sollen Finanzintermediären umgehen. Das soll hier nicht weiter vertieft werden, auch wenn es natürlich hoch relevant ist.

Aber auch die laufenden Regulierungsvorhaben sind unverändert an einem markt-basierten Finanzsystem orientiert und fördert damit bewusst den Trend hin zur Disintermediation. Die EU-Kommission macht unmissverständlich klar, dass die Kapitalmarktunion dazu dient, die Finanzierungsstrukturen markt-basierter auszurichten. Im Sinne der vom SVR verwendeten Literatur verspricht sich die EU-Kommission davon eine größere Wachstumswirkung.<sup>50</sup> Die Ausrichtung der Regulierung an markt-basierten Strukturen lässt sich bei der Sustainable Finance-Regulierung und beim Digitalen Euro beispielhaft zeigen.

---

<sup>46</sup> SVR (2008), S. 14 f., 50.

<sup>47</sup> SVR (2008), S. 43.

<sup>48</sup> SVR (2008), S. 49.

<sup>49</sup> Berger/Udell (2006), Levine (2004), S. 82.

<sup>50</sup> EU-Kommissarin McGuinness in einer Pressekonferenz zur Kapitalmarktunion (CMU): „The CMU is all about making sure we don't have to rely too much on bank finance which we do today, that we move towards capital markets.“ (7.12.2022), SVR (2023), S. 166.

Die wichtigsten Gesetze der Sustainable Finance-Regulierung (Taxonomie auf Ebene der wirtschaftlichen Aktivitäten, Corporate Sustainability Reporting Directive auf Ebene der Unternehmen, Sustainable Finance Disclosure Regulation auf Ebene der Finanzprodukte) dienen der Offenlegung von ESG-Daten gegenüber einer unbekannten Anzahl und potentiellen Investoren und deren Investorenbedürfnissen am Kapitalmarkt und nicht an Hausbank-Verhältnissen. Die umfangreichen Offenlegungspflichten und der Ausweis von Quoten (CapEx, OpEx, Turnover) dient der Bewertung der Unternehmen. Die Daten sollen aggregierbar sein und damit Auswertungen über die Portfolien der Investoren ermöglichen. Banken hingegen würden mehr das Einzelgeschäft und die Erfüllung von Kriterien als Grundlage für eine Finanzierung zugrunde legen.

Anders als bei Schumpeter geht der Sustainable Finance Ansatz davon aus, dass die Investoren den Unternehmen Vorgaben über die Investitionsziele machen und damit die Funktion der Kapitalallokation schon vor der Definition der Investitionsvorhaben liegt. Bei Schumpeter kamen die Unternehmer mit ihren Projekten zu den finanzierenden Banken, die daraus eine Auswahl treffen. Auch das unterstreicht die aggregierte, makroökonomische Perspektive des Ansatzes.

Das Verhältnis im Relationship Banking wird in diesen Regulierungen nicht berücksichtigt. Michael Schmidt, erster deutscher Vertreter in den Sustainable Finance-Gremien der EU berichtete dazu, dass in den Gremien von Beginn an „zu viel Wissen aus dem Kapitalmarkt und zu wenig aus Banken“<sup>51</sup> vorhanden war.

Auch der Digitale Euro hat das Potenzial, je nach Ausgestaltung, die Disintermediation zu fördern.<sup>52</sup> Die notwendige Digitalisierung der Währung wird damit verbunden, dass ein neues und staatliches Zahlungsverkehrssystem entwickelt wird.

Die Sorge vor der Disintermediation, die vor allem regionale Universalbanken mit vielen privaten Einlegern formulieren, ist, dass die Einlagen bei den Banken sinken werden und die Haushalte und Unternehmen ihr liquides Geldvermögen als ausfallsichere Währung halten. Das könnte die Refinanzierung für die Banken schwerer oder zumindest teurer machen und die Intermediationsfähigkeit der Banken reduzieren. Die Kosten der Kreditfinanzierung für Unternehmen könnten steigen. Markt-basierte Finanzierung wäre von diesem Effekt kaum betroffen. Die EZB plant mit Haltlimits diesen Effekt zu begrenzen.<sup>53</sup>

Da die EZB mit einer zentralen Datenbank plant, in der nur sie alle Transaktion abwickelt, werden die Handlungsmöglichkeiten der Geschäftsbanken sowohl technologisch als auch hinsichtlich der Kundenbeziehung deutlich ein-

---

<sup>51</sup> Schmidt (2023), S. 85.

<sup>52</sup> Ein Überblick dazu in Chapman et al. (2023).

<sup>53</sup> Greitens (2023).

geschränkt. Unterstützt wird dieses Zurückdrängen eines zweistufigen Banksystems, in dem die Zentralbank keinen direkten Bezug zu Haushalten und Unternehmen hat, durch geplante Möglichkeiten der direkten Interaktion („EZB-App“). Auch von diesem, für die Bankenfinanzierung potenziell relevanten Änderungen wäre die markt-basierte Finanzierung nicht betroffen.

#### 4. Fazit

Es lassen sich vier Phase der Debatte um das bessere Finanzsystem unterscheiden. Die erste Phase, vor 1914, brachte schon fast alle späteren Argumente auf und betonte stark auch außer-ökonomische Aspekte wie Kultur und Rechtsformen, aber auch die Bedeutung des Geldsystems. Hier sind es gerade die Banken, die schneller und umfangreicher als Märkte risikoreiche Innovationen finanzieren können. Die auch heute aus dem Silicon Valley bekannte Heroisierung der Unternehmerfigur verband sich damals mit den Banken. Schumpeter macht auch klar, dass die Kapitalallokation des Finanzsystems immer nur zwischen Projekten der Unternehmen gilt und keine Vorgabe an Unternehmen machen kann.

Nach 1945 trat die empirische Arbeit hinter der Erzählung zurück und die Themen waren durch den Systemkonflikt zwischen Ost und West bestimmt. Erst die Phase nach 1990 versuchte wieder, Theorie und Empirie zusammenzubringen und außer-ökonomische Faktoren des Kapitalismusvergleichs zu betonen.

Der heutige Fokus liegt sehr stark auf der Empirie mit allen Problemen, die damit verbunden sind. Der SVR geht in seinen Schlussfolgerungen sehr weit und weist wenig auf die Schwächen und Unklarheiten der empirischen Basis hin. Zudem werden die vorherigen Phasen der Debatte kaum beachtet. Daher kann es nicht überraschen, dass eine markt-basierte Finanzierung empfohlen wird.

Die Tatsache, dass fast die ganze Zeit hinweg bis vor wenigen Jahren Banken als die besseren Innovationsfinanzierer galten, zeigt, dass es verschiedene Faktoren geben muss, die für die Frage von Bedeutung sind. Die seit Ende der 1990er Jahren stark veränderten regulatorischen Rahmenbedingungen liegen als (Teil-)Erklärung nahe.

In einem europäisierten Banken-und Kapitalmarkt kann die Lösung nicht in nationalen Sonderwegen liegen. Gleichzeitig werden die negativen Seiten der in den letzten zwanzig Jahren einseitig markt-orientierten Regulierungen deutlich. Dazu gehört auch die Abwanderung der Finanzierung in unregulierte Schattenbanken. Eine europäische, aber dennoch mehr an den Unterschieden der gewachsenen Finanzierungsstrukturen differenzierende Regulierung wäre anzustreben.

## Literaturverzeichnis

- Abiad, A., Detragiache, E. und Tresselt, T. (2010): A New Database of Financial Reforms, IMF Staff Papers, 75(2), 281 – 302.
- Allen, F. und Oura, H. (2004): Sustained Economic Growth and the Financial System, Monetary and Economic Studies, Special Edition, December 2004.
- Allen, F. und Gale, D. (2001): Comparing financial systems, Cambridge: MIT Press.
- Arcand, J. L., Berkes, E. und Panizza, U. (2015): Too much finance?, in: Journal of Economic Growth, 20(2), 105 – 148.
- Berger, A. und Udell, G. F. (2006): A more complete conceptual framework for SME finance, in: Journal of Banking and Finance, 30, 2945 – 2966.
- Brown, J. R., Fazzari, S. M. und Petersen, B. C. (2009): Financing Innovation and Growth: Cash Flow, External Equity, and the 1990s R&D Boom, in: Journal of Finance, 64(1), 151 – 185.
- Bundesbank (2024): Glossar, <https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/startseite/glossar/723820/glossar>.
- Cecchetti, S. G. und Kharroubi E. (2012): Reassessing the impact of finance on growth, BIS Working Paper 381, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel.
- Chapman, J. et al. (2023): Central Bank Digital Currencies and Banking: Literature Review and New Questions, Staff Discussion Paper 2023-4, Bank of Canada.
- Cournède, B. und Denk, O. (2015): Finance and economic growth in OECD and G20 countries, OECD Economics Department Working Paper 1223, OECD Publishing, Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, Paris.
- Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E. und Levine, R. (2013): The evolving importance of banks and securities markets, World Bank Economic Review, 27(3), 476 – 490.
- EBA (2016): Report on SMEs and SME supporting factor, European Banking Authority, EBA/OP/2016/04, <https://extranet.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1359456/602d5c61-b501-4df9-8c89-71e32ab1bf84/EBA-Op-2016-04%20%20Report%20on%20SMEs%20and%20SME%20supporting%20factor.pdf?retry=1>.
- Flögel, F. und Gärtner, S. (2017): Raum und Banken. Baden-Baden: Nomos.
- Gambacorta, L., Yang, J. und Tsatsaronis, K. (2014): Financial structure and growth, BIS Quarterly Review March 2014, 21 – 35.
- Gerschenkron, A. (1962): Economic Backwardness in Historical Perspective, in: Economic Backwardness in Historical Perspective. A Book of Essays. Cambridge. Massachusetts, The Belknap Press of Harvard University Press, 5 – 30.
- Gischer, H., Herz, B. und Menkhoff, L. (2020): Geld, Kredit und Banken, 4., aktualisierte und erweiterte Auflage. Heidelberg: Springer.
- Greitens, J. (2018): Finanzkapital und Finanzsysteme, 2. Auflage. Marburg: Metropolis.
- Greitens, J. (2022): Adolf Weber statt Freiburger Schule? Die theoretischen Ansichten über Geldpolitik in der frühen Bundesbank am Beispiel von Bernhard Benning, IBF Paper Series No. 03-22, <https://www.econstor.eu/handle/10419/266351/>.

- Greitens, J. (2023): Der digitale Euro aus einer historischen Perspektive, in: Wirtschaftsdienst, 103(12), 807 – 810, <https://www.wirtschaftsdienst.eu/inhalt/jahr/2023/heft/12/beitrag/der-digitale-euro-aus-einer-historischen-perspektive.html>.
- Hall, P. A. und Soskice, D. (2001): *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press.
- Hilferding, R. (1910): *Das Finanzkapital, eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus*, unveränd. Nachdruck der 1. Auflage von 1910. Berlin: Dietz Verlag, 1947.
- Hügler, W. J. (2001): *Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates: Ein funktionaler Ansatz unter Berücksichtigung der Reform Erfahrung lateinamerikanischer Länder*, Dissertation, Uni Köln.
- Langfield, S. und Pagano, M. (2016): Bank bias in Europe: Effects on systemic risk and growth, in: *Economic Policy*, 31 (85), 51 – 106.
- Levine, R. (1996): *Financial Development and Economic Growth – Views and Agenda*, Policy Research Paper 1678, World Bank, Washington.
- Levine, R. (2004): *Finance and Growth: Theory and Evidence*, NBER Working Paper 10766, <http://www.nber.org/papers/w10766>.
- Levine, R. (2005): *Finance and Growth: Theory and Evidence*. In: Aghion, P. und Durlauf, S. (Hrsg.): *Handbook of economic growth*, Amsterdam: North-Holland, 865 – 934.
- Liberti, J. M. und Petersen, M. A. (2019): Information: Hard and Soft, in: *Review of Corporate Finance Studies*, 2019, 8(1), 1 – 41.
- Lütz, S. (2004): *Von der Infrastruktur zum Markt? Der deutsche Finanzsektor zwischen Regulierung und Deregulierung*, Polis Nr. 59/2004.
- Lütz, S. (2005): *Von der Infrastruktur zum Markt? Der deutsche Finanzsektor zwischen Deregulierung und Reregulierung*, in: Windolf, Paul (Hrsg.): *Finanzmarkt-Kapitalismus, Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*, Wiesbaden: VS Verlag, 294 – 315.
- Paul, S. und Stein, S. (2003): *Basel II, Mittelstand und die Unternehmensfinanzierung*, Köln: Bank Verlag.
- Rennig, C. (2022): *Finanztechnologischer Innovationen im Bankaufsichtsrecht*, Tübingen: Mohr Siebeck.
- Schefold, B. (1994): *Wirtschaftsstile, Teil 1: Studien zum Verhältnis von Ökonomie und Kultur*, Frankfurt: Fischer.
- Schmidt, M. (2023): Von den Anfängen auf europäischer Ebene bis zur Strategie der Bundesregierung: Eine Bilanz der Rolle von Multi-StakeholderInitiativen in Sustainable Finance, in: Zwick, Y. und Jeromin, K. (Hrsg.): *Mit Sustainable Finance die Transformation dynamisieren*. Wiesbaden: Springer Gabler, 81 – 94.
- Schmidt, R. H. (2000): Die moderne Theorie der Banken und Finanzsysteme: Ist Hilferdings Herausforderung aktuell geblieben?, in: Schefold, B. (Hrsg.): *Vademecum, Kommentarband mit Beiträgen zur Faksimile-Ausgabe von „Das Finanzkapital“*. Düsseldorf: Verlag Wirtschaft und Finanzen, 67 – 86.
- Schmidt, R. H. und Hackethal, A. (2000): *Finanzsystem und Komplementarität*, Working Paper No. 50, Goethe Universität Frankfurt.

- Schumpeter, J. (1911): *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*. Leipzig: Duncker & Humblot.
- Sever, C. (2021): Financial structure convergence, in: *International Finance*, 25, 65 – 83.
- SVR (2008): *Das deutsche Finanzsystem, Effizienz steigern – Stabilität erhöhen*, Expertise im Auftrag der Bundesregierung, Juni 2008, [https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/Expertisen/Das\\_deutsche\\_Finanzsystem.pdf](https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/Expertisen/Das_deutsche_Finanzsystem.pdf).
- SVR (2023): *Jahresgutachten des Sachverständigenrats, 2023/24*, <https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/jahresgutachten-2023.html>.
- Tilly, R. (1966): *Financial Institutions and industrialization in the Rhineland 1815 – 1870*, The University of Wisconsin Press.
- Weber, A. (1902): *Depositenbanken und Spekulationsbanken*. Leipzig: Duncker & Humblot.