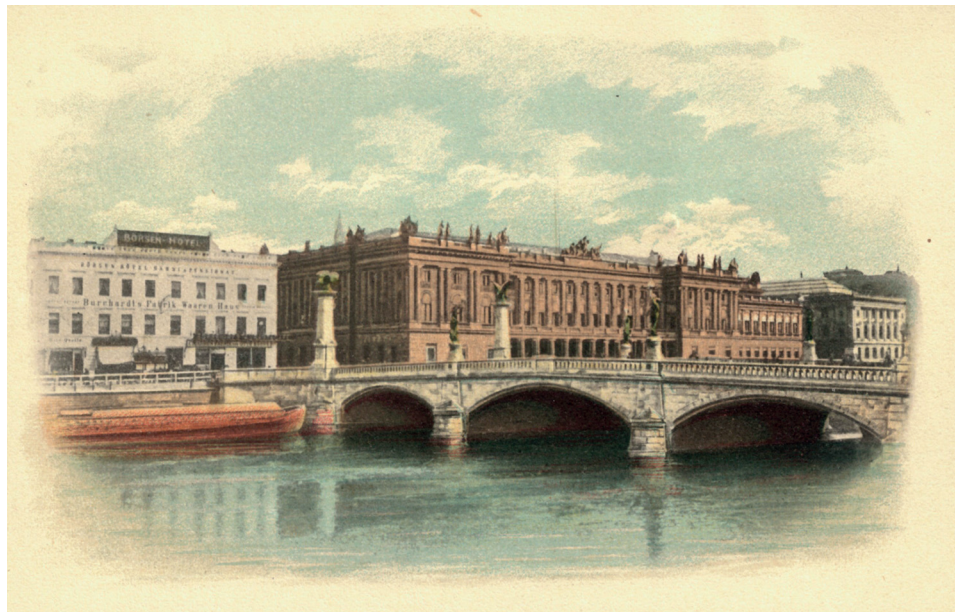


Finanzierung des technologischen Fortschritts durch die Börsen im Deutschen Kaiserreich

von Sibylle Lehmann-Hasemeyer und Jochen Streb

Die deutschen Börsen stellen bereits seit mehr als 150 Jahren eine wichtige Finanzierungsquelle für die Industrie dar. Der erste Börsenboom fand in den frühen 1870er Jahren statt. Viele der Unternehmen, die in diesen Jahren aus der Taufe gehoben und an die Börse gebracht wurden, schieden bereits wenige Jahre später in der Gründerkrise wieder aus dem Handel aus – und das fast ausschließlich wegen ihrer unzureichenden Börsenperformance. Nach dem Ende der Gründerkrise begann die Zahl der an deutschen Börsen notierten Aktiengesellschaften allerdings schnell wieder anzuwachsen. Zwischen 1879 und 1896 gingen weitere 218 Unternehmen in den Handel. Nach der Einführung des Börsengesetzes 1896 waren es dann bis 1913 noch einmal ungefähr 500 Unternehmen. Damit fanden innerhalb von vier Jahrzehnten insgesamt 1.178 Unternehmen den Weg an eine deutsche Börse. Das sind mehr Börsengänge als insgesamt zwischen 1949 und 2006. In diesem Zeitraum waren es lediglich 957.

Wichtige Ursache für die anhaltend große Attraktivität der Börsen war die politische Reaktion auf die Gründerkrise. Um eine weitere Finanzkrise dieses Ausmaßes zu verhindern, wurden grundlegende Gesetze zur Regulierung der Kapitalmärkte erlassen. Das Aktiengesetz von 1884 vereinheitlichte die Regeln zur Unternehmensführung und Publikationspflichten. Von nun an musste jede Aktiengesellschaft jährlich ihre Bilanz veröffentlichen und eine Gewinn- und Verlustrechnung offenlegen. Überdies erhielt jeder Aktieninhaber das Recht, an der Hauptversammlung teilzunehmen und dort über sein Stimmrecht Einfluss zu nehmen. Aufsichtsräte wurden Pflicht. Das Börsengesetz von 1896 präziserte die Zulassungsregeln, die Organisation der Börsen und die Preisbildung an den Börsen. All diese Bestimmungen führten zusammengenommen dazu, dass seit den 1880er Jahren kaum noch ein



Die Berliner Börse um 1900.

Unternehmen aus dem Börsenhandel genommen werden musste. Insbesondere die verschärften Publikationspflichten trugen dazu bei, dass Unternehmen mit geringen Zukunftsaussichten der Weg zur Börse nunmehr versperrt blieb, weil ihnen jetzt besser informierte Investoren die finanzielle Unterstützung entzogen.

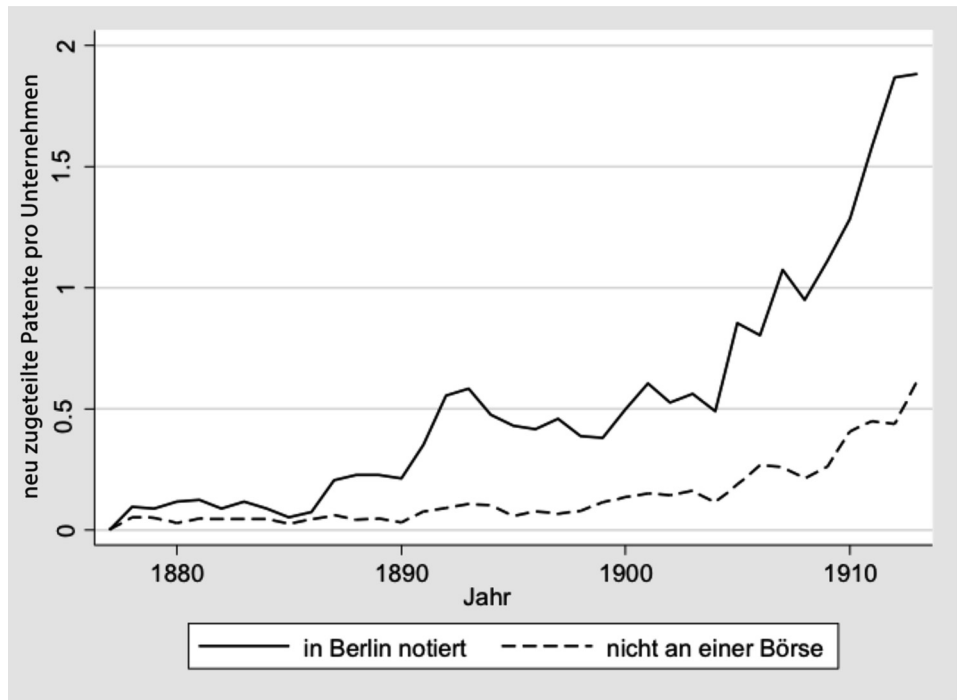
Während sich heute der mit Abstand größte Teil der Börsenaktivitäten in Deutschland auf die Frankfurter Börse und fünf weitere unabhängige Börsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg/Hannover, München und Stuttgart konzentrieren, existierten im Kaiserreich neben der damaligen Zentralbörse in Berlin weitere 23 regionale Börsen. Diese regionalen Börsen waren besonders für kleinere, lokal ansässige Unternehmen von großer Bedeutung. An ihrer Heimatbörse war es für überregional unbekanntere Unternehmen deutlich leichter, Investoren zu finden. Überdies waren dort die Zulassungsbedingungen meist weniger streng als in Berlin.

Gegenwärtig verbindet man mit dem Begriff der Finanzierung von Innovationen häufig die Vorstellung einer erst kürzlich gegründeten Unternehmung (etwa im Silicon Valley) mit einer innovativen Geschäftsidee, hohem Wachstumspotential und sehr beschränkten finanziellen Ressourcen, deren Innovationsprojekt nur durch einen Wagniskapitalgeber am Leben gehalten wird. Gleichwohl ist die Finanzierung von Innovationen durch den Verkauf von Beteiligungen an Dritte keineswegs eine neuartige Entwicklung des späten 20. Jahrhunderts. Bereits im Kaiserreich erfüllten die Börsen eine zentrale Rolle bei der Finanzierung von Unternehmen mit vielversprechenden Erfindungen. Die innovativen Start-ups des späten 19. Jahrhunderts waren meistens bereits mittelständische Unternehmen, die sich in den damaligen technologieintensiven Wachstumsbranchen Chemie, Maschinenbau und Metallverarbeitung sowie im Textilsektor engagierten. Das waren die wichtigsten Industrien der deutschen Industrialisierung.

Besonders auffällig ist die hohe Attraktivität der Börse gerade für Unternehmen mit eigenem Patentbestand. Obwohl insgesamt nur etwa zwei Prozent der deutschen Unternehmen überhaupt über wertvolle Patente verfügten, findet man unter denen, die zwischen 1896 und 1913 in Berlin notierten, solche geistigen Eigentumsrechte bei über 30 Prozent. Deutlich wird dieser Zusammenhang auch in der nebenstehenden Abbildung, in der die Patentaktivitäten von den 1.418 Unternehmen wiedergegeben sind, die zwischen 1877 und 1932 mindestens in einem Jahr unter den 100 jeweils innovativsten Unternehmen waren und mindestens ein wertvolles Patent anmeldeten.

Um den Einfluss der Börse auf das Patentierungsverhalten abschätzen zu können, unterteilen wir die Unternehmen in zwei Gruppen. Die erste Gruppe bilden die 137 Unternehmen, die bis 1913 an die Berliner Börse gingen. Die übrigen Unternehmen blieben in Privatbesitz. Man sieht, dass sich die Patentierungsaktivitäten beider Gruppen in den frühen 1880er Jahren nicht stark unterschieden. In den späten 1880er Jahren begannen die Patentierungstätigkeiten von börsennotierten und nicht börsennotierten Unternehmen allerdings stark auseinanderzulaufen. Am Vorabend des Ersten Weltkriegs erwarben die börsennotierten Unternehmen im Durchschnitt jährlich etwa dreimal so viele neue wertvolle Patente wie nicht notierte. Insbesondere fällt auf, dass sich bei vielen Unternehmen die Patentaktivitäten nach dem Börsengang signifikant steigerten. Diese Beobachtung legt die Vermutung nahe, dass das durch den Börsengang generierte Eigenkapital wichtig für die Finanzierung der Innovationen war.

Lange Zeit wurde auch übersehen, dass Investoren bereits im Kaiserreich ein auffälliges Interesse an innovativen Unternehmen hatten. So erzielte eine Aktiengesellschaft, die über bereits vorhandene Patente ein hohes Innovationspotential signalisierte, beim Börsengang im Durchschnitt signifikant höhere Preise als Unternehmen ohne Innovationen. Die angepriesenen Innovationen besaßen eine große Bandbreite: Beispielsweise bewarb die Carl-Schöning Eisen gießerei ihre Aktien mit Patenten über neue Tapeten-Öldruckmaschinen und Ölgrundiermaschinen. Die Carl Lindström Aktiengesellschaft informierte über innovative Maschinenantriebe für Drehbänke, Bohrmaschinen und Fräsmaschinen und die Gesellschaft für Linde's Eismaschinen AG verwies auf



Die Patentaktivitäten der innovativsten Unternehmen unterteilt nach Unternehmen, die bis 1913 an die Berliner Börse gingen und Unternehmen, die in Privatbesitz blieben.

ihre Patente für Kühlmaschinen. Das überraschendste Resultat unserer Untersuchung ist vielleicht, dass die Investoren offenbar bereits zum Börsengang erkennen konnten, ob ein Unternehmen auch in Zukunft viele Patente erwerben würde oder seine innovative Zeit bereits weitestgehend hinter sich hatte. Letztgenannte erzielten eher durchschnittliche Preise und mussten höhere Risikoprämien in Form von „Underpricing“ gewähren, um alle ihre Anteile am Markt zu platzieren.

Prof. Dr. Sibylle Lehmann-Hasemeyer ist seit 2012 Inhaberin des Lehrstuhls für Wirtschafts- und Sozialgeschichte mit Agrargeschichte an der Universität Hohenheim.

Prof. Dr. Jochen Streb hat seit 2011 eine Professur für Volkswirtschaftslehre und Wirtschaftsgeschichte an der Universität Mannheim inne.

Für ihre Forschung zur Finanzierung von Innovationen wurden die Autoren 2018 mit dem Schmölders-Preis des Vereins für Socialpolitik ausgezeichnet.

Literatur

- Burhop, C. (2011). The Underpricing of Initial Public Offerings at the Berlin Stock Exchange, 1870–96. *German Economic Review* 12(1), 11-32.
- Burhop, C. & Lehmann-Hasemeyer, S. (2016). The Berlin Stock Exchange and the Geography of German Stock Markets in 1913. *European Review of Economic History*, 20(4), 429-451.
- Burhop, C. & Lehmann-Hasemeyer, S. (eds) (2018). Börsengeschichte / Stock Market History. *Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte* (2018-1). De Gruyter.
- Lehmann-Hasemeyer, S., & Streb, J. (2016). The Berlin Stock Exchange in Imperial Germany: A Market for New Technology? *American Economic Review*, 106(11), 3558-3576.
- Streb, J., Baten, J. & Yin, S. (2006). Technological and Geographical Knowledge Spillover in the German Empire 1877–1918. *Economic History Review* 59(2), 347-373.

Impressum

Herausgeber:
Eugen-Gutmann-Gesellschaft e.V.
Dr. Detlef Krause (Vorsitzender)
Moselstraße 4, 60329 Frankfurt am Main
egg@commerzbank.com
©2019