

**Wachstumsmotor Börse stärken:
Kapital mobilisieren –
Regulierung entschlacken**

Inhalt

Zusammenfassung.....	3
1 Die Börse als Motor für Innovationen und Beschäftigung stockt.....	5
2 Attraktivität der Aktienanlage erhöhen	11
2.1 Private Anleger.....	14
2.1.1 Mehr Kapitalmarkt im System der Altersvorsorge	15
2.1.2 Keine steuerliche Diskriminierung der Aktienanlage	16
2.1.3 KfW: Förderung von Börsengängen als Co-Investor.....	17
2.1.4 Ökonomische Bildung der Deutschen muss verbessert werden....	17
2.1.5 Angemessene Regulierung der Aktienberatung.....	18
2.1.6 Förderung der Mitarbeiterbeteiligung	19
2.2 Institutionelle Anleger	20
2.2.1 Regulatorische Hindernisse für Lebensversicherer abbauen	20
2.2.2 Bereitstellung von Research nicht beeinträchtigen	21
3 Attraktivität des Börsengangs für Unternehmen erhöhen.....	22
3.1 Rahmenbedingungen für Beteiligungskapital optimieren	24
3.1.1 Mindestbesteuerung	26
3.1.2 Eingeschränkte Nutzung von Verlustvorträgen.....	26
3.1.3 Steuertransparenz von Beteiligungsgesellschaften.....	27
3.1.4 Keine Umsatzsteuerpflicht für geschäftsführende Fonds- Gesellschafter	27
3.1.5 Kapitalbeteiligung als Vergütungsinstrument fördern	28
3.2 Verbesserung der Rahmenbedingungen der Börsennotierung	28
3.2.1 Corporate Governance: Selbstregulierung nicht unterhöhlen	30
3.2.2 Erleichterungen im Prospektrecht schaffen	31
3.2.3 Keine überbordende Bürokratie bei den Compliance-Pflichten	32
3.2.4 Finanztransaktionssteuer beeinträchtigt KMU-Börsengang	33
Bündelung der Kräfte „Pro Börsengang“	34
Anhang	35



Zusammenfassung

Die Unternehmensfinanzierung über Börse und Kapitalmarkt steht erneut auf der Agenda der nationalen und europäischen Politik. Die deutsche Bundesregierung hat sich im Koalitionsvertrag dafür ausgesprochen, die Einführung eines neuen Börsensegments „Markt 2.0“ zu prüfen, und die Europäische Kommission plant, im Rahmen einer Kapitalmarktunion den Kapitalmarktzugang insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen zu erleichtern.

Wir begrüßen den politischen Willen, Börse und Kapitalmarkt zu stärken, um die notwendigen Finanzierungsmittel für Wachstum und Innovationen – nicht nur mittelständischer Unternehmen – zu mobilisieren. Ein Börsensegment „Markt 2.0“ ist allerdings nicht der Schlüssel zur Lösung dieses Problems. Der Finanzplatz Deutschland verfügt schon jetzt über eine effiziente Marktinfrastruktur für Börsengänge von Unternehmen unterschiedlicher Größenklassen.

Viel wichtiger sind hingegen intelligente Rahmenbedingungen, die Anreize setzen bzw. Hindernisse abbauen, damit private und institutionelle Anleger in Deutschland bereit sind, Kapital für Börsengänge zur Verfügung zu stellen. Aber nicht nur auf Anlegerebene, sondern auch auf der Ebene der kapitalnachfragenden Unternehmen besteht Handlungsbedarf. Der Gesetzgeber muss die Kapitalmarktregeln neu justieren, damit die Börsennotiz wieder an Attraktivität gewinnt. Nur so kann es gelingen, dass der Börsengang von einem größeren Teil der deutschen Unternehmen als Finanzierungsalternative genutzt wird.

Damit der Börsengang in Deutschland als Motor zur Finanzierung von Wachstum und Beschäftigung insbesondere im deutschen Mittelstand wieder an Schwung gewinnt, schlagen wir Folgendes vor:

1. Die Aktienquote privater und institutioneller Anleger wie Lebensversicherungsunternehmen ist zu niedrig und muss durch einen angemessenen institutionellen Rahmen angehoben werden. Unseren Berechnungen zufolge könnten mittel- bis langfristig durch moderate Umschichtungen des bestehenden Geldvermögens insbesondere privater Haushalte aus renditearmen Anlagen wie Bankeinlagen in Aktien 21,5 Mrd. Euro Kapital für Börsengänge deutscher Unternehmen mobilisiert werden. Neben diesen Umschichtungen würden zusätzlich 4,2 Mrd. Euro pro Jahr in Neuemissionen fließen, wenn wenigstens ein Teil der jährlichen Geldvermögensbildung („Ersparnisse“) deutscher privater Haushalte in Aktien investiert wird.
2. Die Zahl der Unternehmen, die den Finanzierungsweg Börsengang wählen, muss erhöht werden. Hierfür muss die Regulierung der Börsennotiz neu justiert werden. Entscheidend ist, dass der Gesetzgeber bei bestehenden

Regulierungen und bei künftigen Regulierungsvorhaben sorgfältig prüft, ob negative Auswirkungen auf die Börsenfinanzierung drohen.

Unser Papier ist wie folgt strukturiert:

- In *Kapitel 1* erfolgt eine Bestandsaufnahme zum Markt für Börsengänge in Deutschland.
- *Kapitel 2* beleuchtet den gesetzgeberischen Handlungsbedarf, um mehr Kapital privater und institutioneller Investoren für Börsengänge zu heben.
- *Kapitel 3* fokussiert auf die Kapitalnachfrage. Die Finanzierung von innovativen, wachstumsstarken Unternehmen muss erleichtert werden, um den „Pool“ an potenziellen Börsenkandidaten in Deutschland zu erhöhen. Außerdem muss der Gesetzgeber den Börsengang entbürokratisieren und damit für alle Unternehmen attraktiver machen.
- In einem *Fazit* regen wir die Bündelung der Kräfte aller relevanten Stakeholder „Pro Börsengang“ an.



1 Die Börse als Motor für Innovationen und Beschäftigung stockt

Die Finanzierung über die Börse steht erneut auf der politischen Agenda: „Um Börsengänge für junge, innovative und wachstumsstarke Unternehmen wieder zu beleben, werden wir die Einführung eines neuen Börsensegments ‚Markt 2.0‘ prüfen.“¹ So lautet die Aussage im Koalitionsvertrag der Bundesregierung, die nochmals in einem Maßnahmenpaket „Innovative Digitalisierung der Deutschen Wirtschaft 2014/2015“ des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie unterstrichen wird.² In die gleiche Richtung zielt das Ende November von der CDU/CSU-Bundestagsfraktion veröffentlichte „Eckpunktepapier für einen neuen Gründergeist in Deutschland“. Demnach sollen „geeignete Maßnahmen zur Unterstützung von Börsengängen geprüft werden.“³

Nicht nur national, sondern auch auf europäischer Ebene wird zunehmend die Notwendigkeit erkannt, den Börsengang als Ergänzung oder Alternative zum Bankkredit für die Finanzierung mittelständischer Unternehmen zu etablieren. Entsprechende Aussagen finden sich in der Mitteilung der Europäischen Kommission zur langfristigen Finanzierung der europäischen Wirtschaft.⁴ Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker hat angekündigt, im Rahmen einer Kapitalmarktunion den Kapitalmarktzugang insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen zu erleichtern.⁵

Ein funktionierender Markt für Börsengänge leistet einen wesentlichen Beitrag zur Finanzierung von Wachstum und Arbeitsplätzen. Empirisch lässt sich dies anhand von US-Zahlen belegen: Demnach erfolgen 92 Prozent des Beschäftigungsaufbaus in einem Unternehmen nach einem Börsengang.⁶ Dieser Befund wird von einer Studie des Deutschen Aktieninstituts über die Motive von Börsenneulingen gestützt. Wesentlicher Grund für den Börsengang ist die Finanzierung von Wachstum. Viele

-
- 1 Deutschlands Zukunft gestalten, Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD, 18. Legislaturperiode, S. 141.
 - 2 Siehe Bundesministerium für Wirtschaft und Energie: Maßnahmenpaket „Innovative Digitalisierung der Deutschen Wirtschaft 2014/2015“, Hamburg 2014, S. 9.
 - 3 CDU/CSU-Fraktion im Deutschen Bundestag: Jung, Innovativ, Wertschaffend: Startups als Grundlage des Wohlstands von morgen Eckpunktepapier für einen neuen Gründergeist in Deutschland, Berlin, November 2014.
 - 4 Siehe Europäische Kommission: Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat über die langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, Brüssel 2014.
 - 5 Siehe Juncker, Jean-Claude: A New Start for Europe: My Agenda for Jobs, Growth, Fairness and Democratic Change, Strasbourg 2014, S. 7.
 - 6 Siehe IPO Task Force: Rebuilding the IPO On-Ramp. Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth, Oktober 2011, S. 1.

Unternehmen berichten, dass sie nach dem Börsengang ihre Mitarbeiterzahl signifikant erhöht haben.⁷

Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht hat die Börse das Potenzial eines Job- und Innovationsmotors. Der US-Gesetzgeber hat dies erkannt und mit dem „Jumpstart Our Business Startups Act“ (JOBS Act) Erleichterungen für Börsengänge kleinerer Unternehmen eingeführt. Seit dem Inkrafttreten dieses Gesetzes haben sich 82 Prozent der Börsenkandidaten als Emerging Growth Company registrieren lassen und damit von dem JOBS Act profitiert. Viele davon stammten aus dem Technologiesektor.⁸

Die Zahl der Neuemissionen ist im internationalen Vergleich gering

Auch Deutschland hat ein fundamentales Interesse daran, dass die Börse einen größeren Stellenwert in der Unternehmensfinanzierung einnimmt und so ihren Beitrag für die Zukunftsfähigkeit unseres Wirtschaftsstandortes leistet. Doch leider stockt hierzulande der IPO-Motor.

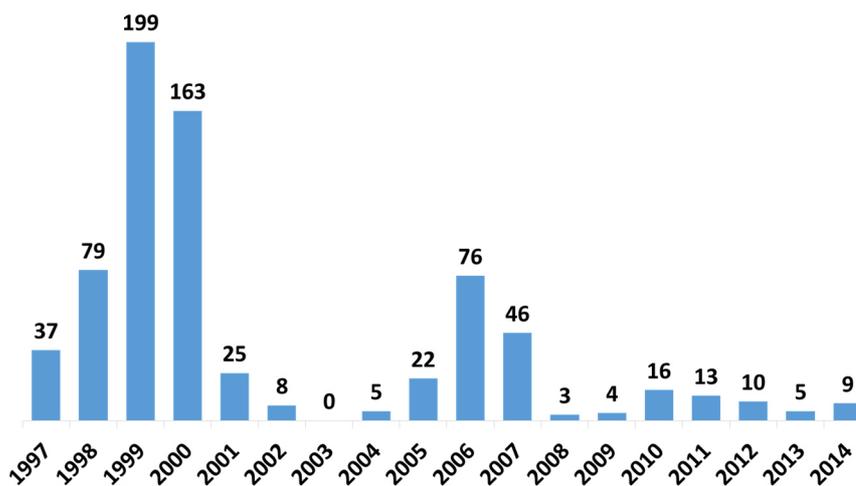


Abb. 1: Zahl der Neuemissionen in Deutschland⁹

Nach den Höchstständen zwischen 1998 und 2000, die weitgehend auf der übertriebenen Euphorie am Neuen Markt basieren, ist die Zahl der Börsengänge rückläufig (siehe Abb. 1). Trotz eines „Zwischenhochs“ nach der Gründung des Entry Standards im Jahr 2005 hat der Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 diese negative Entwicklung nochmals verstärkt. Selbst die jüngste Hausse an den Börsen spiegelt sich nicht in einer höheren IPO-Aktivität wider. Im internationalen Vergleich

7 Siehe Deutsches Aktieninstitut: Erfahrungen von Neuemittenten am deutschen Aktienmarkt 2005 und 2006. Ergebnisse einer Umfrage, Frankfurt a.M. 2007, S. 18 ff.

8 Siehe Paul Hastings: IPOs in the JOBS Act Era, 2014.

9 Quelle: Blättchen Financial Advisory, Stand: 10. Dezember 2014.

gehört Deutschland mit diesen Zahlen zu den Schlusslichtern, insbesondere angesichts der Tatsache, dass die deutsche Wirtschaft ansonsten global zu den Schwergewichten zählt.¹⁰ So betrug beispielsweise die Zahl der Neuemissionen in den Jahren 2012 und 2013 in den USA (NYSE und NASDAQ) 414. Das ist das 27-fache des deutschen Werts.¹¹

Die Zahl der börsennotierten Unternehmen ist rückläufig

Aber nicht nur die mangelnde „Zufuhr“ neuer Unternehmen an die Börse ist ein Problem. Gesamtwirtschaftlich ebenfalls bedenklich ist die rückläufige Zahl deutscher börsennotierter Unternehmen.

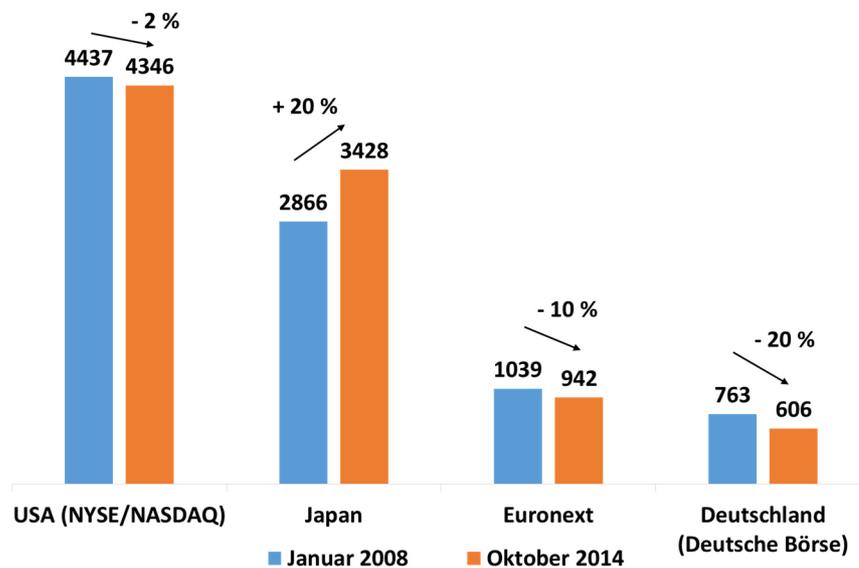


Abb. 2: Entwicklung der Zahl börsennotierter Unternehmen¹²

Wurden im Jahr 2008 noch 763 Unternehmen in den Segmenten General Standard, Prime Standard und Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gezählt, sind es im Oktober 2014 nur noch 606 (siehe Abb. 2). Während Japan trotz seiner wirtschaftlichen Schwierigkeiten die Zahl börsennotierter Unternehmen steigern konnte, sind die Zahlen in den USA ebenfalls rückläufig. Der Rückgang dort ist allerdings weniger drastisch. Auch in anderen europäischen Ländern ist der Rückgang der Börsennotierungen nur halb so stark wie in Deutschland, wie das Beispiel Euronext zeigt. Für Deutschland ist dies ein sehr ernst zu nehmendes Signal, dass die Attraktivität der Börsennotiz verbessert werden muss.

10 Siehe Weild, David et al.: Making Stock Markets Work to Support Economic Growth: Implications for Governments, Regulators, Stock Exchanges, Corporate Issuers and their Investors, OECD Corporate Governance Working Papers, No. 10, 2013, OECD Publishing, S. 33.

11 Quelle: World Federation of Exchanges, IPO Database.

12 Quelle: World Federation of Exchanges.

Das „Ökosystem Börse“ droht auszutrocknen

Unter der fehlenden IPO-Aktivität und der sinkenden Attraktivität der Börsennotiz leidet das deutsche „Ökosystem Börse“ als unabdingbare Voraussetzung für einen funktionierenden Markt für Neuemissionen. Hierzu gehören Banken und andere Berater, die auf das Thema Kapitalmarktfinanzierung aufmerksam machen, das Unternehmen begleiten und für einen möglichst reibungslosen Börsengang sorgen. Fehlt es an einer „kritischen Masse“ von Neuemissionen, können diese Dienstleister das Geschäft im Bereich Börsengänge deutscher Unternehmen nicht mehr rentabel betreiben. Der Verlust an „Know How“ am deutschen Kapitalmarkt hat bereits eingesetzt und wird sich fortsetzen, wenn nicht entschieden gegengesteuert wird.

Wichtiger Bestandteil des „Ökosystems Börse“ ist ferner das Research professioneller Analysten, das von den Investoren als wesentliche Informationsquelle genutzt wird. Bereits jetzt konzentrieren sich Analysten weitgehend auf große Unternehmen, bei denen auch das Investoreninteresse, d.h. der Börsenumsatz der jeweiligen Aktie, am größten ist. Da in der Regel bei kleineren Emittenten das Investoreninteresse geringer ist, lohnt es sich für die Analysehäuser weniger, hierfür Researchkapazitäten bereitzustellen. Damit fehlt wiederum den Investoren eine wichtige Informationsquelle für die Entscheidung, den Börsengang mitzugehen bzw. in Aktien kleinerer Unternehmen zu investieren. In der Konsequenz sinkt wiederum die Liquidität der Aktien, was die Attraktivität dieser Aktien für Investoren weiter verringert.

Folge ist, dass es in Deutschland gerade im institutionellen Bereich nur wenige auf Aktien kleinerer Emittenten spezialisierte Investoren gibt: 15 Fonds mit einem Anlagevolumen von 2,8 Mrd. Euro investieren derzeit in deutsche Nebenwerte (d.h. kleine und mittlere Unternehmen – KMU). Im Vergleich dazu legen 104 Fonds das Vermögen ihrer Kunden von 50,8 Mrd. Euro fast ausschließlich in Standardwerte an.¹³ Daran wird deutlich, dass sich das Fondsvermögen in Deutschland weitgehend auf „Blue-Chips“ konzentriert, die darüber hinaus ohnehin zu einem wesentlichen Teil von ausländischen Investoren finanziert werden. Mit der geringen Präsenz von auf KMUs spezialisierter Fonds fehlt auch die Expertise dieser professionellen Anleger bei der Einschätzung des Renditepotenzials von Börsenneulingen, die im Interesse der Anleger die Investmententscheidungen verbessern könnten – ein weiteres Hindernis für den Börsengang.

Der Börsenplatz Deutschland verliert an Attraktivität

Wenn das „Ökosystem Börse“ nicht funktioniert, fällt es den Unternehmen schwerer, ihre Aktien zu einem angemessenen Preis bei einem Börsengang anzubieten. Die Frage der Bewertung der Aktien ist möglicherweise auch ein Grund dafür, warum immer mehr deutsche Unternehmen wie der 3D-Druckerhersteller Voxeljet

13 Quelle: Bundesverband Investment und Asset Management (BVI), Stand Ende August 2014.

oder das Biotech-Unternehmen Innocoll nicht in Deutschland an die Börse gegangen sind, sondern in anderen Ländern, insbesondere in den USA, wo das „Ökosystem Börse“ wesentlich besser funktioniert als in Deutschland.

Damit entsteht ein Teufelskreis: Ohne Börsengänge kein „Ökosystem Börse“; ohne „Ökosystem Börse“ keine Börsengänge. Dieser Teufelskreis muss durchbrochen werden, damit die Börse in Deutschland wieder ihre gesamtwirtschaftliche Funktion erfüllen kann: Wachstum und Arbeitsplätze zu schaffen.

Ein neues Börsensegment, das derzeit im Fokus der politischen Diskussion steht, ist aber nicht der Schlüssel zur Lösung dieses Problems. Bereits jetzt bieten die Börsenbetreiber maßgeschneiderte Segmente für Unternehmen aller Größenklassen an.

Wichtiger ist es, durch intelligente Rahmenbedingungen eine Risikokultur insbesondere auf Seiten deutscher privater und institutioneller Anleger zu etablieren. Dabei muss die Politik Widersprüche vermeiden: Die Absichtserklärung, Kapitalmarkt und Börsengang zu fördern, darf nicht dadurch konterkariert werden, dass der Kapitalmarkt durch – oftmals populistisch getriebene – Maßnahmen diskreditiert wird. Vielmehr müssen die Politik und die Marktteilnehmer alles tun, um sowohl die Regulierungseffizienz als auch die Reputation der Kapitalmarktfinanzierung zu erhöhen.

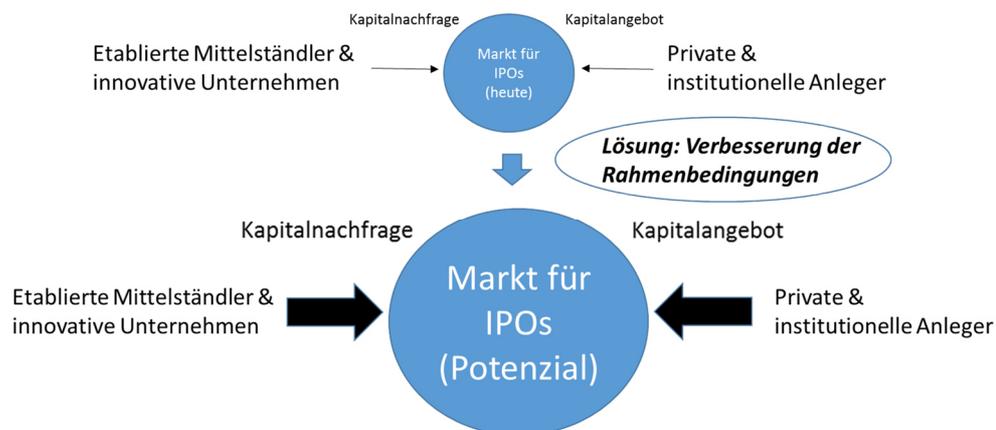


Abb. 3: Der IPO-Markt heute und das Potenzial von morgen

Ein angemessener institutioneller Rahmen ist der Schlüssel dafür, das notwendige Kapital für Börsenneulinge zu mobilisieren (siehe Abb. 3). Die Aktienscheu insbesondere der privaten Anleger belegt eindrucksvoll den Nachholbedarf auf dem Markt für Risikokapital in Deutschland (Kapitalangebot). Die Anlegerseite wird in Kapitel 2 dieses Positionspapiers beleuchtet.

Auf der „Marktgegenseite“ sind innovative, wachstumsstarke Unternehmen „Ideal-kandidaten“ für einen Börsengang (Kapitalnachfrage). Um eine kritische Masse an Börsenkandidaten aus innovativen Branchen zu erreichen, müssen aber die Bedingungen für die Bereitstellung vorbörslicher Wagnisfinanzierung verbessert werden, damit mehr deutsche Start-up-Unternehmen Anwärter für die Börse werden.

Angemessene Rahmenbedingungen sind zudem für bereits am Markt etablierte, mittelständische Unternehmen Voraussetzung, den Börsengang als Finanzierungsalternative überhaupt in Erwägung zu ziehen. Daher muss der bestehende Regulierungsrahmen auf den Prüfstand; bei neuen Regulierungsinitiativen sollte vor ihrer Implementierung umfassend geprüft werden, ob sie die Börsenfinanzierung – gemessen an ihrem Nutzen für Anlegerschutz und Finanzmarktstabilität – unverhältnismäßig erschweren. *Kapitel 3* adressiert diese Problematik.



2 Attraktivität der Aktienanlage erhöhen

Es fehlt an Kapital für Börsengänge deutscher Unternehmen. Dies liegt auch daran, dass deutsche Privatanleger im internationalen Vergleich Aktienmuffel sind. Die Zahl der Aktienbesitzer (direkte Aktionäre und Besitzer von Aktienfondsanteilen) in Deutschland stagniert in den letzten Jahren bei rund 9 Mio.¹⁴ Deutlich höher ist der Anteil der Aktionäre an der Gesamtbevölkerung in Ländern wie den USA, Großbritannien oder Schweden.

Dementsprechend niedrig ist auch der Anteil des Geldvermögens, das von deutschen Haushalten in börsennotierte Aktien und Aktienfonds investiert wird (siehe Abb. 4).

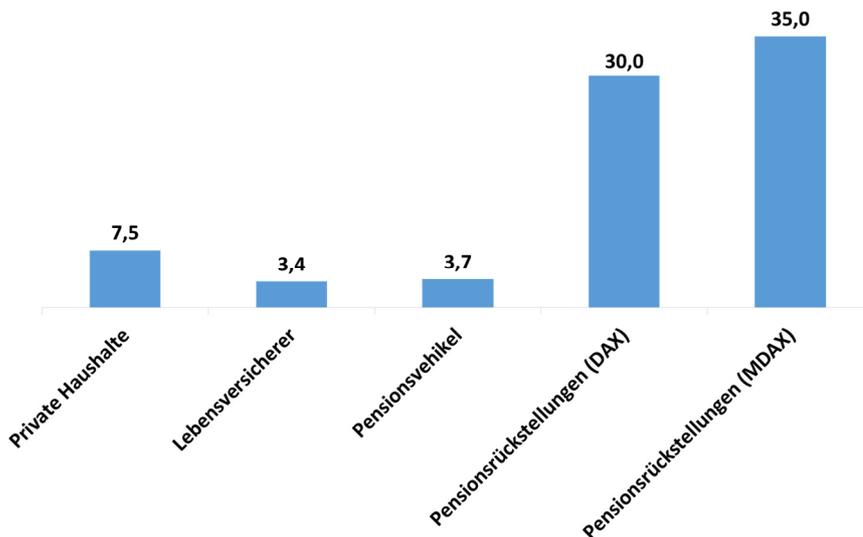


Abb. 4: Aktienquoten privater und institutioneller Anleger (in Prozent des gesamten Geldvermögens)¹⁵

Aber nicht nur die Privatanleger, sondern auch viele institutionelle Anleger sind wenig aktienaffin. Die Aktienquote deutscher Lebensversicherer liegt bei etwas mehr als 3 Prozent, obwohl diese aufgrund ihres langfristigen Anlagehorizonts ideale Ak-

14 Siehe Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts: Anzahl der Aktionäre in Deutschland konstant, alarmierender Rückgang im Bereich der Aktienfondsanleger, Frankfurt 2014.

15 Quellen: Für private Haushalte (Deutsche Bundesbank: Geldvermögensstatistik, 2. Quartal 2014); für Lebensversicherer (BaFin: Kapitalanlagen der Erstversicherungsunternehmen, 2. Quartal 2014); für Pensionsvehikel, ohne Pensionsrückstellungen (Direktzusagen) und Direktversicherungen (Quelle: OECD Global Pension Statistic, 2011); für die Pensionsrückstellungen (TowersWatson, 3. Quartal 2014, Circaangaben).

tieninvestoren sind. Ähnlich risikoavers in Bezug auf die Aktienanlage sind die unterschiedlichen Pensionsvehikel der betrieblichen Altersvorsorge. Anders sieht es bei den Pensionsrückstellungen börsennotierter Unternehmen aus, die im Rahmen der Direktzusage gebildet werden. Die Unternehmen aus dem DAX und aus dem MDAX haben die Gelder ihrer Mitarbeiter zu ca. 30 bzw. 35 Prozent in Aktien angelegt.

Fehlende Finanzmittel sind sicher kein Grund, warum private und institutionelle Anleger nicht in Aktien investieren. Die privaten Haushalte in Deutschland verfügten Mitte 2014 über ein Geldvermögen von rund 5 Bio. Euro. Das ist fast das Doppelte des deutschen Bruttoinlandsprodukts des Jahres 2013. Diese Ersparnisse werden allerdings überwiegend in niedrig verzinste Anlageformen investiert, vor allem Bankeinlagen.¹⁶ Damit verschenken die Deutschen Renditechancen.

Umso wichtiger sind angemessene Anreize, damit diese Gelder zu einem größeren Teil am Aktienmarkt angelegt werden. So können Neuemissionen finanziert und der Markt für Börsengänge wiederbelebt werden.

Das Potenzial deutscher Anleger verdeutlicht die nachfolgende Berechnung (siehe die Erläuterung der Berechnungen mit Quellenangaben im Anhang auf S. 35). Diese umfasst zum einen *Umschichtungen* im bestehenden Vermögen privater Anleger und deutscher Lebensversicherer. Für beide Anlegergruppen beschreiben wir in den Abschnitten 2.1 und 2.2 dieses Positionspapiers institutionelle Hindernisse, die es erschweren, den Aktienanteil auszuweiten. Daher werden auch nur diese Investoren in der Rechnung berücksichtigt. Das Aktienpotenzial anderer institutioneller Anleger, wie die oben genannten Pensionsvehikel oder der Rückversicherungsunternehmen¹⁷, fließt nicht in die Schätzung ein. Über Umschichtungen hinaus ergibt sich ein zusätzliches Potenzial für den Aktienmarkt aus der *Neuanlage* von Geldern. Hierbei betrachten wir ausschließlich die Geldvermögensbildung („Ersparnisse“) privater Haushalte, die entweder direkt oder indirekt über Intermediäre am Aktienmarkt angelegt wird.

Auf dieser Basis werden folgende Werte ermittelt:

- **Umschichtungen:** Durch Umschichtungen aus renditearmen Sparformen wie Bargeld und Bankeinlagen in Aktien könnten mittel- bis langfristig zusätzlich 21,5 Mrd. Euro für Börsenneulinge mobilisiert werden (siehe die Tabelle auf S. 13). Dabei unterstellen wir eine Verdoppelung der Aktienquote privater Anleger von 7,5 Prozent auf 15 Prozent. Verglichen mit der Anlagementalität in den USA als einem Land mit einer stark

16 Siehe Deutsche Bundesbank: Geldvermögensstatistik, 2. Quartal 2014.

17 Rückschlüsse auf die Höhe der Aktienquote der Rückversicherer sind schwierig. Zwar weist die Statistik der BaFin die Investments in Einzelaktien aus, die bei 1,2 Prozent liegt. Diese Statistik ermöglicht aber keine Rückschlüsse auf die Anlagen in Aktienfonds (siehe Statistik der BaFin 2012/2013 – Rückversicherungsunternehmen), so dass letztlich die Aktienquote der Rückversicherungsunternehmen aus dieser Statistik nicht herauszulesen ist. Der Verzicht auf Rückversicherungsunternehmen trägt ebenfalls dazu bei, dass die Berechnung konservativ ausfällt.

ausgeprägten Aktienkultur ist diese Annahme moderat. Der Anteil des Geldvermögens, den US-Bürger in Aktien investieren, beträgt 35 Prozent (2. Quartal 2014).¹⁸ Außerdem berücksichtigen wir deutsche Lebensversicherungsunternehmen als wichtige institutionelle Investoren und gehen davon aus, dass diese ihre Aktienquote von 3,4 Prozent auf 10 Prozent anheben. Auch dies ist eine moderate Annahme im Vergleich zu anderen Ländern: In Dänemark beträgt die Aktienquote der Lebensversicherer 48 Prozent, in Schweden 33 Prozent, in den Niederlanden 21 Prozent und in Großbritannien 13 Prozent (2012).¹⁹

- **Neuanlage:** Werden neben Umschichtungen im bestehenden Geldvermögen neu angelegte Gelder betrachtet, könnten Privatanleger Jahr für Jahr zusätzlich 4,2 Mrd. Euro privates Kapital für Börsenneulinge bereitstellen. Voraussetzung hierfür ist, dass der jährliche Geldvermögenszuwachs deutscher privater Haushalte von durchschnittlich rund 140,1 Mrd. Euro zu 30 Prozent in Aktien angelegt wird (42 Mrd. Euro), von denen wiederum 10 Prozent in Neuemissionen fließen.
- **Derzeitiges Emissionsvolumen:** In den letzten Jahren betrug das jährliche Emissionsvolumen in Deutschland zwischen 2 und 3 Mrd. Euro. Der mittel- bis langfristige Einmaleffekt durch Umschichtungen und die stärkere jährliche Neuanlage in Aktien würden dem IPO-Markt also neuen Schwung verleihen, selbst dann, wenn die hier getroffenen Annahmen zur Erhöhung der Aktienquoten nur teilweise realisiert werden.

	Privatanleger	Lebensversicherer	Summe
Aktienvolumen heute	375,3	27,6	402,9
Zusätzliches Aktienvolumen künftig durch Umschichtungen	375,3	53,5	428,8
Von dem zusätzlichen Volumen werden 5% in Neuemissionen investiert	18,8	2,7	21,5

Tabelle: Aktien heute und künftiges Potenzial aus Umschichtungen (in Mrd. Euro)²⁰

Schließlich sollte für die Mobilisierung der Gelder für den Aktienmarkt das deutsche Rentensystem, das in Deutschland noch weitgehend auf dem Umlageverfahren basiert, viel stärker kapitalgedeckt sein. Ein gutes Beispiel, welche Gelder im Rahmen der Altersvorsorge für den Kapitalmarkt aufgebracht werden können, sind die USA.

18 Siehe Federal Reserve Statistical Release: Financial Accounts of the United States, 2. Quartal 2014, S. 123.

19 Quelle: OECD Insurance Statistics, Volume 2013, S. 18.

20 Eigene Berechnungen auf der Grundlage von BaFin: Kapitalanlagen der Erstversicherungsunternehmen, 2. Quartal 2014, und Deutsche Bundesbank: Geldvermögensstatistik, 2. Quartal 2014.

Während 1974 der Kapitalstock noch bei 369 Mrd. US-Dollar lag, beträgt das Pensionsvermögen der US-Bürger, das am Kapitalmarkt angelegt ist, heute 24 Billionen US-Dollar (Mitte 2014).²¹ Dies sind knapp 140 Prozent des Bruttoinlandsproduktes. Im Jahr 1974 waren es lediglich 23 Prozent.

Aktien sind ein wesentliches Standbein der US-Altersvorsorge. So wird beispielsweise die Hälfte der Gelder aus den Individual Retirement Accounts (IRA), in die 46 Millionen amerikanische Haushalte sparen, in Aktien investiert.²² Alleine aus diesem Bereich sind mehr als 3,5 Billionen US-Dollar an den Aktienmarkt geflossen. Dies ist mehr als das Doppelte der Marktkapitalisierung aller deutschen börsennotierten Unternehmen, die Mitte 2014 bei rund 1,2 Billionen Euro lag. Hochgerechnet ist das Aktienkapital der US-Altersvorsorge noch viel bedeutender, da das in IRAs investierte Vermögen lediglich ein Drittel der gesamten Pensionsansprüche der US-Bürger ausmacht.

Die ausgeprägte Risikokultur ist sicherlich auch ein wesentlicher Grund für die enorme Gründungsdynamik auf der Unternehmensseite in den USA. Wenn viel Risikokapital zur Verfügung steht, können viele Ideen finanziert werden.

Auch in Deutschland muss daher das Kapital privater und institutioneller Anleger für die Börse „mobilisiert“ werden, um Wachstum und Innovationen zu finanzieren. Die Politik muss entschlossen handeln und die Rahmenbedingungen verbessern. Auf die Agenda gehören insbesondere die nachfolgend dargestellten Aspekte.

2.1 Private Anleger

Wir sehen zwei Anknüpfungspunkte, um den Aktienbesitz der deutschen Privatanleger nennenswert zu steigern:

Anreize zum Aktienbesitz

- Ein enormes Potenzial für den Aktienmarkt liegt in der Altersvorsorge (siehe Abschnitt 2.1.1).
- Die Aktienanlage darf nicht weiter steuerlich diskriminiert werden (siehe Abschnitt 2.1.2).
- Um IPOs zu erleichtern, könnte die KfW im Rahmen ihrer Förderprogramme unter vorab definierten Bedingungen einen Teil des Risikos von Eigenkapitalinvestments als Co-Investor übernehmen (siehe Abschnitt 2.1.3).

21 Quelle: Investment Company Institute.

22 Quelle: Investment Company Institute.



Aufklärung über die Vorteile der Aktienanlage und den richtigen Umgang mit den Risiken

- Wesentlich ist ein angemessenes Bildungsangebot, idealerweise durch ein Fach Ökonomie an allen allgemeinbildenden Schulen (siehe Abschnitt 2.1.4).
- Ebenso wichtig ist die Kundenberatung der Banken. Daher müssen Hindernisse für die Aktienberatung abgebaut werden (siehe Abschnitt 2.1.5).
- Schließlich spielen Unternehmen als „Aufklärer und Fürsprecher“ der Aktienanlage eine wichtige Rolle, wenn sie ihre Mitarbeiter am Aktienkapital beteiligen. Daher sollte die Belegschaftsaktie stärker als bisher gefördert und die Implementierung entbürokratisiert werden (siehe Abschnitt 2.1.6).

2.1.1 Mehr Kapitalmarkt im System der Altersvorsorge

Ein wesentlicher Grund für die Aktienabstinenz der Deutschen ist das System der gesetzlichen Altersvorsorge. Die Renten der älteren Generation werden über das Umlageverfahren durch die Jüngeren finanziert. Eine Anlage der für den Ruhestand bestimmten Beiträge an den Kapitalmärkten findet nicht statt. Gleiches gilt für die Pensionszusagen der Beamten. Den Aktienbörsen entgehen damit beträchtliche Anlagesummen, wie das Beispiel der US-Altersvorsorge belegt.

Zwar fördert der deutsche Gesetzgeber mit der Riester- und Rürup-Rente den Ausbau der kapitalgedeckten Altersvorsorge und reagiert damit auf die abnehmende Leistungsfähigkeit des Umlageverfahrens. Allerdings bieten die regulatorischen Anforderungen insbesondere bei der Riester-Rente nicht die notwendigen Anreize, um in risikoreichere, aber renditeträchtigere Aktien zu investieren. Dazu gehört die Notwendigkeit, mindestens die vom Sparer geleisteten Einzahlungen zu erhalten und ggf. zusätzlich eine Mindestverzinsung zu erwirtschaften. Diese Anforderungen werden regelmäßig am besten mit festverzinslichen Wertpapieren erreicht, denn hier sind die Rückflüsse aus Investments besser planbar als bei Aktien. Die Aktienanlage ist per se schwankungsanfälliger, was immer mit dem Risiko verbunden ist, dass der Kapitalerhalt vorübergehend nicht erreicht wird, auch wenn die langfristigen Performancechancen der Aktie deutlich besser sind als die festverzinslicher Papiere.

Im Konzept der Riester-Rente wird die Aktienanlage daher gegenüber anderen Anlageformen faktisch diskriminiert. Abgesehen davon ist das Volumen, das auf Riester- und Rürup-Verträge entfällt, relativ gering, so dass ein nachhaltiger Impuls für Neuemissionen nicht zu erwarten ist.

Die Politik muss durch geeignete Maßnahmen die Rolle des Kapitalmarkts bei der Altersvorsorge ausbauen. Hierbei sollten die Anforderungen so gewählt werden,

dass sie einen möglichst hohen Teil der langfristigen Investitionen in Aktien ermöglichen. Kritisch hinterfragt werden muss insbesondere, ob die Anforderung, das Kapital zu erhalten, trotz guter Absicht nicht eher kontraproduktiv wirkt.

2.1.2 Keine steuerliche Diskriminierung der Aktienanlage

Der steuerliche Rahmen muss die notwendigen Anreize für den Aktienbesitz privater Haushalte setzen. Zumindest darf er ihn nicht behindern. Mit der Einführung der Abgeltungsteuer im Jahr 2009 wurde das Halbeinkünfteverfahren auf Dividenden abgeschafft. Außerdem werden seitdem Veräußerungsgewinne unbeschränkt besteuert. Die steuerliche Diskriminierung der Erträge aus Aktien gegenüber Erträgen aus festverzinslichen Wertpapieren wurde damit nochmals verschärft, da Aktienerträge nun uneingeschränkt sowohl auf Unternehmens- als auch auf Anlegerebene besteuert werden. Resultat ist ein Steuersatz auf Aktienerträge von fast 50 Prozent. Im Vergleich dazu beläuft sich die Steuer auf Erträge festverzinslicher Wertpapiere, die lediglich auf Anlegerebene anfällt, auf ca. 28 Prozent (Abgeltungssteuer plus Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer).

Die Aktienanlage wird daher unter steuerlichen Gesichtspunkten gegenüber der festverzinslichen Anlage diskriminiert. Um das Kapital der privaten Anleger für den Aktienmarkt bzw. für Börsengänge zu heben, muss die steuerliche Diskriminierung deutlich verringert werden. Im Rahmen einer Neujustierung der Abgeltungsteuer sollte der Steuersatz auf Anlegerebene reduziert werden. Vorschläge zu einem solchen Freistellungsverfahren hat das Deutsche Aktieninstitut bereits 2010 vorgelegt.²³

Die Attraktivität der Aktienanlage leidet auch unter der Diskussion um die Einführung einer Finanztransaktionssteuer. Spätestens 2016 sollen in elf EU-Mitgliedsstaaten im Rahmen der „verstärkten Zusammenarbeit“ in einem ersten Schritt Transaktionen in Aktien und „einigen“ Derivaten besteuert werden. Zwar soll die Steuer lediglich von Finanzinstituten gezahlt werden. Es ist aber davon auszugehen, dass die Steuer überwältigt und daher zu einem erheblichen Teil von den privaten Anlegern in Form von höheren Preisen für die betroffenen Finanzinstrumente getragen wird.

Verschärfend kommt hinzu, dass sich der vermeintlich niedrige Steuersatz durch Kaskadeneffekte spürbar erhöht, da eine Transaktion durch Zwischenschaltung mehrerer Banken (was dem Regelfall entspricht) mehrfach besteuert werden kann. Auf der Basis des Entwurfs der Europäischen Kommission, der eine breite Besteue-

23 Siehe Deutsches Aktieninstitut: Nachjustierung der Aktienbesteuerung. Empfehlungen des Deutschen Aktieninstituts zur steuerlichen Gleichstellung von Eigen- und Fremdkapital, Dezember 2010.

rung unterschiedlicher Finanzinstrumente vorsieht, haben wir gemeinsam mit Oliver Wyman eine Steuerlast für Privatanleger und Realwirtschaft in Deutschland zwischen 5 bis 7,3 Mrd. Euro jährlich ermittelt.²⁴

Schließlich darf die Politik nicht unterschätzen, dass viele Anleger nach der Einführung der Abgeltungsteuer sehr empfindlich auf eine weitere steuerliche Belastung der Aktienanlage reagieren werden. Um einen weiteren Exodus aus der Aktie zu verhindern, müssen die Pläne zur Einführung der Finanztransaktionssteuer endgültig ad acta gelegt werden. Alles andere würde dem Ziel, die Risikokapitalmärkte zu stärken, widersprechen.

2.1.3 KfW: Förderung von Börsengängen als Co-Investor

Die Zeichnung von Aktien im Rahmen eines Börsengangs ist mit einem unternehmerischen Risiko verbunden. Die Förderung der Eigenkapitalfinanzierung im deutschen Mittelstand sollte daher Teil der Programme der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) werden, die sich derzeit fast ausschließlich auf die Fremdkapitalfinanzierung konzentrieren.

Denkbar ist es, dass die KfW im Rahmen eines Programms zur Förderung der Eigenkapitalfinanzierung vorübergehend als Co-Investor einen Teil der Aktien und damit des Risikos beim Börsengang übernimmt. Dies würde die Platzierung der Aktien unter privaten und institutionellen Investoren erleichtern. Die KfW sollte dann wiederum das Recht erhalten, die bezogenen Aktien als erste verkaufen zu können.

2.1.4 Ökonomische Bildung der Deutschen muss verbessert werden

Deutsche Privatanleger haben Schwierigkeiten damit, das Risiko der Aktienanlage richtig einzuschätzen. In den Zeiten des Neuen Marktes um die Jahrtausendwende haben viele Anleger die Risiken der New-Economy-Aktien und mangelnder Diversifikation unterschätzt. Hohe Verluste waren die Folge. Als Konsequenz haben viele private Anleger dem Aktienmarkt dauerhaft den Rücken gekehrt. Diese übertriebene Reaktion hat dazu geführt, dass viele Deutsche Aktien meiden und ihr Geld in niedrig verzinsten Anlagen wie Tagesgeld investieren. Sie verschenken damit Rendite und letztlich künftigen Lebensstandard.

Der breiten Bevölkerung müssen daher grundlegende Kenntnisse zur Geldanlage vermittelt werden. Idealerweise kann dies im Rahmen eines – selbstverständlich inhaltlich über Geldanlagefragen hinaus viel breiter angelegten – Schulfachs Ökonomie geschehen. Hierfür tritt das Deutsche Aktieninstitut bereits seit langer Zeit ein. Vorreiter ist nun das Bundesland Baden-Württemberg, das ab 2016 ein Schulfach

24 Siehe Deutsches Aktieninstitut / Oliver Wyman: Die Finanztransaktionssteuer – ein politischer Irrweg?, Frankfurt a.M. 2013.

„Wirtschaft/Studien- und Berufsorientierung“ anbietet und ab dem Wintersemester 2015/2016 ein hierfür notwendiges paralleles Studienfach Wirtschaft für angehende Gymnasiallehrer. Andere Bundesländer sollten diesem Beispiel baldmöglichst folgen.

2.1.5 Angemessene Regulierung der Aktienberatung

Die Wertpapierberatung der Banken und Sparkassen steht seit der Finanzkrise im Fokus des Gesetzgebers. Bekannte Regulierungsbeispiele sind das Beratungsprotokoll und das Produktinformationsblatt. Der Aufwand der Banken, die entsprechenden Strukturen und Prozesse zur Compliance mit den neuen Regeln einzurichten, ist enorm. In der Konsequenz ziehen sich immer mehr Banken aus der Wertpapierberatung und insbesondere der Beratung zu Einzelaktien zurück.

Auf diese auch unter Anlegerschutzgesichtspunkten ausgesprochen bedenkliche Entwicklung haben wir bereits im Jahr 2012 in einer Studie zum Produktinformationsblatt hingewiesen.²⁵ Unsere Umfrage zu den Auswirkungen der Regulierung auf den Umfang der Beratung zu Einzelaktien aus dem Juli 2014 bestätigt die Ergebnisse von 2012: Regulierungsbedingt hat sich jedes fünfte Kreditinstitut aus der Aktienberatung zurückgezogen; zwei Drittel der Umfrageteilnehmer haben die Beratungsgespräche zu Aktien – größtenteils deutlich – reduziert. Ebenfalls signifikant ist der Rückzug der Banken und Sparkassen aus der Beratung zu anderen Wertpapieren, d.h. zu Anleihen, Investmentfonds und Zertifikaten.²⁶

Mit den Banken gehen wichtige Fürsprecher und Wissensvermittler verloren, die den Kunden über die Vorteile der Aktienanlage aufklären, über den richtigen Umgang mit den Risiken der Aktie informieren und auf Aktien im Rahmen von Börsengängen hinweisen. Die Regulierung der Anlageberatung muss daher neu justiert werden.

Insbesondere sollte das Produktinformationsblatt für jede Einzelaktie wieder abgeschafft bzw. durch ein allgemeines Informationsblatt zur Gattung Aktie ersetzt werden. Bei Aktien handelt es sich um einfache Produkte mit einer leicht verständlichen Rendite-Risiko-Struktur. Der Nutzen eines Produktinformationsblattes für einzelne Aktien ist also gering. Nicht gering sind hingegen die Kosten für Bereitstellung der Produktinformationsblätter für jede Einzelaktie. Wenn überhaupt, sind daher i.d.R. nur Produktinformationsblätter für die Werte bereits an der Börse etablierter

25 Siehe Deutsches Aktieninstitut: Produktinformationsblatt: Finanz-Beipackzettel beeinträchtigt die Aktienberatung, DAI-Kurzstudie 4/2012.

26 Siehe Deutsches Aktieninstitut: Regulierung drängt Banken aus der Aktienberatung – eine Umfrage unter deutschen Kreditinstituten, Studien des Deutschen Aktieninstituts, Juli 2014.

Unternehmen verfügbar.²⁷ Einen „Beipackzettel“ gerade für kleinere Börsenneulinge wird es kaum geben. Faktisch kann der Bankberater seinem Kunden im Beratungsgespräch nicht mehr empfehlen, eine Aktie eines KMUs zu erwerben.

Darüber hinaus ist das Beratungsprotokoll ein wesentlicher Grund für die Banken, entweder die Aktienberatung komplett einzustellen oder diese deutlich zu reduzieren. Daher sollten zumindest nachweislich erfahrene Kunden die Möglichkeit erhalten, auf das aufwendige Protokollierungsprozedere bei der Anlageberatung zu verzichten. Bislang ist die Protokollierung zwingend notwendig, und zwar unabhängig vom Willen des Kunden.

Schließlich ist es notwendig, dass sich der Verbraucherschutz im Finanzbereich stärker am Leitbild des mündigen Anlegers orientiert und die Eigenverantwortung des Anlegers nicht weiter untergräbt. Ein wichtiger Schritt zur Verbesserung des Anlegerschutzes und der Effizienz der Anlageberatung wäre deshalb, die finanzielle Allgemeinbildung breiter Schichten der Bevölkerung durch ein Schulfach Ökonomie sicherzustellen (siehe oben Abschnitt 2.1.4).

2.1.6 Förderung der Mitarbeiterbeteiligung

Zur Förderung der Aktienkultur in Deutschland sind angemessene Anreize notwendig, damit börsennotierte Unternehmen verstärkt ihre Mitarbeiter am Aktienkapital beteiligen. Die Belegschaftsaktie stellt oftmals die erste Berührung privater Anleger mit der Anlageform „Aktie“ dar. Den Unternehmen kommt dabei eine Schlüsselrolle zu, da sie im Rahmen ihrer Beteiligungsprogramme über die Chancen der Aktienanlage aufklären, über damit verbundene Risiken informieren und Wege für den Umgang mit diesen Risiken aufzeigen. Damit leisten die Unternehmen einen wertvollen Beitrag zur Aktienkultur. Die Belegschaftsaktie ist dabei oftmals der Einstieg in ein breit gestreutes Aktienportfolio, das auch Börsenneulinge umfassen kann.

Das Potenzial der Belegschaftsaktionäre ist in Deutschland bei weitem nicht ausgeschöpft. Im Jahr 2013 konnten gerade einmal 1,2 Mio. Mitarbeiteraktionäre gezählt werden. In anderen europäischen Ländern wie Frankreich (3,7 Mio.) und Großbritannien (2,5 Mio.) sind Belegschaftsaktien viel weiter verbreitet.

Dementsprechend ist es wichtig, Belegschaftsaktienprogramme und Mitarbeiterkapitalbeteiligungen in Deutschland stärker zu fördern. Hierfür müssen die richtigen politischen Weichen gestellt werden. Dazu gehört insbesondere eine ambitionierte staatliche Förderung, die sich an international üblichen Freibeträgen orientieren muss. Der steuer- und sozialabgabenfreie Betrag muss von 360 Euro auf mindestens 1.000 Euro angehoben werden. Entscheidend ist ebenso, rechtliche Hindernisse bei der Einführung von Belegschaftsaktien zu identifizieren und zu beseitigen.

27 Siehe Deutsches Aktieninstitut: Produktinformationsblatt: Finanz-Beipackzettel beeinträchtigt die Aktienberatung, DAI-Kurzstudie 4/2012, S. 2.

U.a. müssen rechtliche Unsicherheiten bei der Ausgabe der Aktien klargestellt und der Aufwand für die Depotöffnung verringert werden.²⁸

2.2 Institutionelle Anleger

Die Aktienquote institutioneller Investoren in Deutschland muss erhöht werden, um dem Markt für Neuemissionen Schwung zu verleihen. Auffällig ist dabei insbesondere die geringe Aktienquote der Lebensversicherer von nur etwas mehr als 3 Prozent. Um hier Potenzial zu heben, müssen regulatorische Hindernisse für Lebensversicherer beseitigt werden. Dies wäre ein wichtiges Signal für die Branche, mehr in Aktien zu investieren.

Außerdem darf die Bereitstellung von Research durch professionelle Analysten nicht unangemessen beeinträchtigt werden, da es sich hierbei um eine wichtige Entscheidungshilfe für institutionelle Investoren handelt.

2.2.1 Regulatorische Hindernisse für Lebensversicherer abbauen

Lebensversicherer sind „eigentlich“ ideale Aktieninvestoren, denn langfristig bietet die Aktienanlage einen Renditevorsprung gegenüber festverzinslichen Wertpapieren von 2 bis 3 Prozentpunkten p.a. Der Möglichkeit, langfristig in Aktien zu investieren, entsprechen lange Ansparphasen der Versicherungskunden von zwanzig Jahren und mehr. Angesichts der anhaltenden Niedrigzinsphase ist es ohnehin gerade für Lebensversicherer notwendig, Alternativen zu gering verzinslichen Anlageformen zu suchen, um den Garantiezins insbesondere aus Altverträgen erwirtschaften zu können.

Die gesetzlichen Vorgaben in der Anlageverordnung können die „Aktienabstinenz“ der Versicherer kaum erklären, da hier inzwischen ein Aktienanteil von bis zu 35 Prozent des Sicherungsvermögens möglich ist. Von der Regulierungsseite kommen daher zwei Gründe für die weitverbreitete Zurückhaltung der Versicherer in Frage, an die der Gesetzgeber anknüpfen muss:

- **Garantiezins:** Der Garantiezinssatz (Höchstrechnungszins), der ab 2015 auf 1,25 Prozent verringert wird, soll dem Versicherten eine Mindestrendite seiner Beiträge garantieren. Als unerwünschter Nebeneffekt trägt er jedoch dazu bei, dass die Anlagepolitik des Versicherungsunternehmens „zu konservativ“ wird. Die Garantieverzinsung kann am besten mit festverzinslichen, aber renditearmen Kapitalanlagen kalkuliert und erwirtschaftet werden. Damit bleibt wenig Spielraum für Anlageformen wie Aktien, die zwar renditeträchtiger, aber auch mit einem höheren Kursschwankungspotenzial verbunden sind. Wir regen daher eine Diskussion darüber an, ob

28 Siehe Deutsches Aktieninstitut: Neuer Schwung für die Belegschaftsaktie in Deutschland: Angemessene Anreize setzen – Hindernisse beseitigen, Dezember 2014.

eine Mindestverzinsung – trotz guter Absicht – nicht letztendlich für die Anlagepolitik der Lebensversicherer und damit für den Versicherungskunden kontraproduktiv ist, zumal ohnehin in der derzeit anhaltenden Niedrigzinsphase der Garantiezins mit konservativen Anleihen, wie etwa der Bundesanleihe, nicht mehr erreicht werden kann.

- Im Standardansatz von **Solvency II**, der europäischen Regulierung der Eigenmittel von Versicherern, muss die Aktienanlage mit mindestens 39 Prozent Eigenmitteln unterlegt werden. Im Vergleich dazu müssen für Investments in Staatsanleihen in der Regel überhaupt keine Eigenmittel zurückgelegt werden. Diese Diskriminierung führt dazu, dass insbesondere für kleinere Versicherer, die den Standardansatz anwenden, die Aktienanlage unattraktiv bleibt.

2.2.2 Bereitstellung von Research nicht beeinträchtigen

Fundierte Analysen über das Renditepotenzial börsennotierter Unternehmen, die von professionellen Analysten bereitgestellt werden, sind integraler Bestandteil der Anlageentscheidung insbesondere institutioneller Investoren. Aufgrund geringerer Börsenumsätze, die typisch für Aktien junger und innovativer Unternehmen sind, ist die Abdeckung insbesondere kleinerer und mittlerer Unternehmen durch Research bereits jetzt sehr niedrig und muss verbessert werden.

Im Rahmen der überarbeiteten Finanzmarktrichtlinie MiFID II droht stattdessen jedoch eine weitere Verschlechterung der Situation. Die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA plant, unabhängigen Anlageberatern, Portfolioverwaltern und Investmentfonds die Verwendung kostenloser Unternehmensanalysen (Research) zu verbieten. Begründet wird dies mit vorgeblichen Interessenkonflikten. Die Researchbereitstellung wird von der ESMA als nicht-monetäre Zuwendung eingestuft, die als Leistung des Brokers die Verwendung der Kundengelder durch den Investmentmanager beeinträchtigen könnte.

Das geplante Verbot kostenloser Unternehmensanalysen seitens der ESMA wird insbesondere die Bereitstellung von Research zu mittelständischen Aktien bzw. zu Aktien von jungen, wachstumsstarken Unternehmen nochmals verringern. Die Liquidität dieser Aktien wird weiter sinken, was die Börsennotiz deutlich verteuert und den Kreis potentieller Investoren erheblich verkleinert. Diese Regelung widerspricht daher der politischen Absichtserklärung, wachstumsstarken Unternehmen die Börsennotiz zu erleichtern, und sollte deshalb nicht umgesetzt werden.²⁹

29 Siehe Deutsches Aktieninstitut: Angemessene Zuwendungsregeln unter MiFID II, Oktober 2014.

3 Attraktivität des Börsengangs für Unternehmen erhöhen

Die Börsenscheu auf der Anlegerseite spiegelt sich in der deutschen Unternehmenslandschaft wider. Der Mittelstand in Deutschland ist weiterhin in hohem Maß kreditfinanziert. Dieses Finanzierungsmodell gerät jedoch zunehmend unter Druck, da davon auszugehen ist, dass der Bankensektor aufgrund umfassender regulatorischer Anforderungen die Kreditvergabe verschärfen muss. Umso wichtiger werden kapitalmarktorientierte Finanzierungen als Alternativen und/oder Ergänzungen zum klassischen Bankkredit. Dazu gehört auch der Börsengang.

Geeignete Börsenkandidaten sind insbesondere Unternehmen, die über ein erfolgreiches Geschäftsmodell verfügen und damit Wachstumschancen bieten. Diese erfüllen am besten die Renditeerwartungen der Investoren, die mit der Bereitstellung von börslichem Eigenkapital verbunden sind. Anhand der Kriterien Jahresumsatz, Umsatzwachstum und Gesamtkapitalrendite geht eine Studie, an der auch das Deutsche Aktieninstitut beteiligt war, von einem Potenzial von gut 1.200 börsenreifen Unternehmen im deutschen Mittelstand aus.³⁰

Allerdings zeigt die gleiche Studie, dass die meisten Mittelständler nicht an die Börse gehen wollen. Ausschlaggebend sind unterschiedliche Gründe. Insbesondere hält sich im Mittelstand hartnäckig das Missverständnis, dass der Börsengang ausschließlich ein Instrument für „richtig große“ Unternehmen ist. Außerdem befürchten die (Alt-)Eigentümer, permanent ihre strategischen Entscheidungen gegenüber den Investoren rechtfertigen zu müssen. Eine nicht zu vernachlässigende Rolle spielt auch das Regulierungsniveau.

Viele deutsche Unternehmen aus dem gehobenen Mittelstand sind damit zwar grundsätzlich „börsenfähig“, aber nicht „börsenwillig“. Um dies zu ändern, muss ein politisches Signal „Pro Börsengang“ gesetzt werden, das dem etablierten Mittelstand die Scheu vor dem Börsengang nimmt. Ob der etablierte Mittelstand die Börse als Finanzierungsinstrument wählt, hängt auch von der Reputation der Kapitalmärkte ab. Hier sind sowohl die Politik als auch die Marktteilnehmer gefordert, verstärkt die dienende Funktion der Kapitalmärkte zur Finanzierung von Innovation, Wachstum und Beschäftigung hervorzuheben.

Eindeutig „börsenwillig“ sind i.d.R. junge, innovative Unternehmen, die die Bundesregierung mit ihrem Vorschlag zum Markt 2.0 im Blick hat. Ab einem bestimmten

30 Siehe Fey, Gerrit / Kaserer, Christoph / Kuhn, Norbert: Kapitalmarktorientierung und Finanzierung mittelständischer Unternehmen, Frankfurt a.M. 2011, S. 28 ff. und 40 ff.

Punkt im Lebenszyklus ist der Börsengang der logische Finanzierungsweg für ein innovatives Unternehmen, das über die entsprechende Börsenreife verfügt (siehe die folgende Beschreibung der Finanzierungsphasen).

Unterschiedliche Phasen der Venture-Capital-Finanzierung

Die Finanzierung eines jungen, innovativen Unternehmens lässt sich in unterschiedliche Phasen unterteilen. Der Lebenszyklus beginnt bei der Gründung des Unternehmens und mündet idealtypisch in einen Börsengang:

- **Seed-Finanzierung:** Die Unternehmensgründer erhalten Startkapital, um die Entwicklung eines Produktes zu finanzieren.
- **Early-Stage-Finanzierung:** Das Produkt wird am Markt eingeführt und weiterentwickelt. Das Unternehmen erzielt erste Umsätze.
- **Later-Stage-Finanzierung:** Das Geschäftsmodell des Unternehmens hat sich am Markt etabliert. Typischerweise beträgt der Umsatz mehr als 5 Mio. Euro. Das Unternehmen erwirtschaftet Gewinne. Nun steht die Erschließung neuer, in der Regel ausländischer Märkte an. Dementsprechend müssen neue Produktionskapazitäten aufgebaut werden. Erst in dieser Phase beschäftigt sich das Unternehmen typischerweise mit dem Börsengang als Finanzierungsalternative.

Um den Börsengang für börsenreife Unternehmen zu etablieren, halten wir zwei Aspekte für erfolgskritisch:

- Der „Pool“ an potenziellen Börsenkandidaten muss vergrößert werden. Dazu gehören insbesondere junge, innovative Unternehmen, die Venture Capital erhalten, aber auch bereits etablierte Unternehmen, die mit Beteiligungskapital finanziert werden. Allerdings müssen hierfür die Rahmenbedingungen für Beteiligungskapital, insbesondere für die vorbörsliche Wachstumsfinanzierung, verbessert werden.
- Das Regulierungsniveau darf für die Unternehmen keine Hürde sein, Investitionskapital über die Börse aufzunehmen. Die fehlenden Börsengänge und die rückläufige Zahl börsennotierter Unternehmen in Deutschland sind deutliche Indizien dafür, dass in der Regulierung das Gleichgewicht zwischen notwendigem Anlegerschutz und den Kosten, die in den börsennotierten Unternehmen für diesen Anlegerschutz anfallen, verlorengegangen ist. Eine Neujustierung ist daher erforderlich.



3.1 Rahmenbedingungen für Beteiligungskapital optimieren

Im Fokus der Pläne der Bundesregierung, ein Börsensegment „Markt 2.0“ zu prüfen, stehen junge, innovative Unternehmen, die von Beteiligungsgesellschaften oder Business Angels mit Venture Capital finanziert werden. Ein neues Börsensegment ist aber nicht notwendig, da es bereits jetzt am Finanzplatz Deutschland ausreichend Handelsplätze für Unternehmen unterschiedlicher Größenordnung gibt.

Richtig ist aber, dass gerade Unternehmen, die sich im Besitz von Beteiligungsgesellschaften (Private Equity) befinden, eine hohe Börsenaffinität aufweisen. Dies gilt nicht nur für Venture-Capital-finanzierte Unternehmen, sondern auch für etablierte Unternehmen aus dem gehobenen Mittelstand, die über eine Beteiligungsgesellschaft eine Wachstumsfinanzierung bzw. Buy-out-Finanzierung erhalten haben.

Die Börsenaffinität von Private-Equity-finanzierten Unternehmen erklärt sich aus dem Geschäftsmodell „Beteiligungsfinanzierung“:

- Investitionen von Beteiligungsgesellschaften sind auf Zeit angelegt, d.h. effiziente Kanäle zum späteren Ausstieg (Exit) aus der Beteiligung sind grundlegende Voraussetzung dieses Geschäftsmodells. Als Exitoptionen kommen die Weiterveräußerung an eine andere Beteiligungsgesellschaft bzw. einen strategischen Investor in Frage – oder eben der Börsengang. Letzterer geht mit dem Vorteil einher, dass sich die Beteiligungsgesellschaft schrittweise durch eine Stückelung des Anteilsverkaufs von der Beteiligung trennen kann.
- Wesentlich ist der intensive Dialog zwischen der Beteiligungsgesellschaft und dem Management zu wichtigen strategischen Entscheidungen. Das Management ist es also gewohnt, die Unternehmensstrategie vor den Investoren zu präsentieren und mit ihnen zu diskutieren. Daher bestehen von dieser Seite keine Vorbehalte gegenüber dem Börsengang, die aber – wie oben beschrieben – im etablierten Mittelstand oftmals vorzufinden sind („Herr im Haus-Mentalität“).
- Erfolgreiche Unternehmen aus dem Bereich Venture Capital/Wachstumsfinanzierung verfügen über ein ausreichendes Wachstumspotenzial und können dieses Potenzial idealerweise über einen Börsengang finanzieren.

Tatsächlich nutzten Beteiligungsgesellschaften in Deutschland den Börsengang als Exit in erheblichem Umfang. Mehr als die Hälfte der Neuemittenten seit 2004 wurden durch Private Equity finanziert.³¹ Das Börsenpotenzial dieser Unternehmen

31 Siehe BVK: Private Equity-Prognose 2014 – Erwartungen der deutschen Beteiligungsgesellschaften zur Marktentwicklung, Berlin 2014, S. 14.

wird auch in verschiedenen Umfragen bestätigt. Von den Mitgliedern des Bundesverbands Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) werden 40 Portfoliounternehmen als potenziell börsenreif eingeschätzt; 33 davon stammen aus dem Bereich Venture Capital und 7 aus dem Bereich Wachstum/Buy-out.³² Im Rahmen des Deutschen Startup Monitors halten fast 10 Prozent der 903 befragten innovativen Unternehmen einen Börsengang für sehr wahrscheinlich. Rund ein Drittel dieser Unternehmen nutzt bereits Beteiligungskapital und ist daher mit dem Dialog mit externen Investoren schon vertraut.³³

Unternehmen, die von Beteiligungsgesellschaften Kapital erhalten, bergen also ein hohes Potenzial für künftige Börsengänge. Umso wichtiger ist es, den Markt für privates Beteiligungskapital in Deutschland zu stärken. Je mehr dieser Unternehmen an der Börse notiert sind, desto leichter fällt der Börsengang den Nachfolgern.

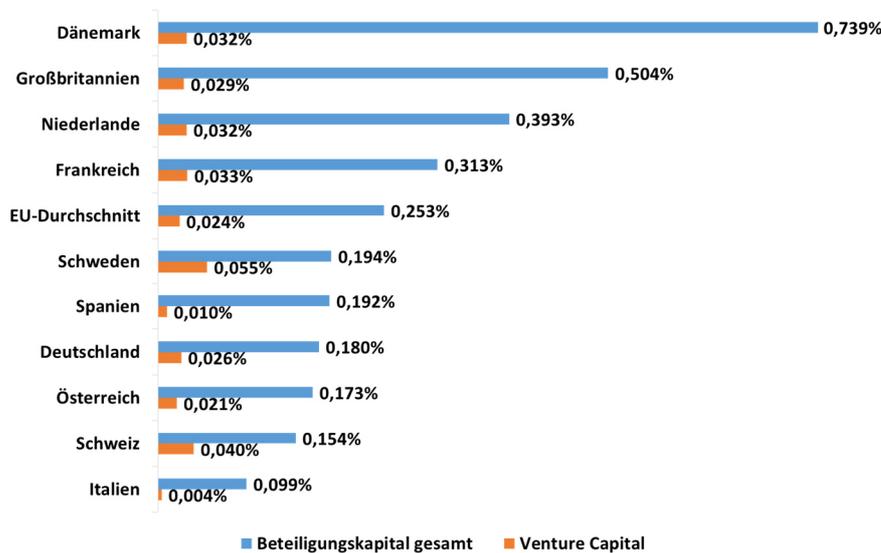


Abb. 5: Investiertes Beteiligungs- bzw. Venture Capital in Prozent des BIP (2013)³⁴

Allerdings ist der Markt für Beteiligungskapital in Deutschland ausbaufähig. Der Anteil des gesamten in Deutschland investierten Beteiligungskapitals am Bruttoinlandsprodukt liegt mit 0,18 Prozent weit unter dem EU-Durchschnitt (siehe Abb. 5). Zwar ist die Situation etwas besser in Bezug auf die Bereitstellung von Venture Capital, die mit 0,026 Prozent des BIP knapp über dem EU-Durchschnitt liegt. Im Vergleich zu den USA, einem Land mit einer äußerst dynamischen Gründungs- und Risikokapitalkultur, ist dies trotzdem sehr niedrig. In den USA liegt der Anteil der Venture-Capital-Finanzierung am BIP im Jahr 2013 bei 0,18 Prozent, also dem Siebenfachen des deutschen Werts.³⁵

32 Siehe ebd.

33 Siehe Bundesverband Deutsche Startups: Deutscher Startup Monitor 2014, S. 16 und 41.

34 Quelle: European Venture Capital Association.

35 Quelle: National Venture Capital Association.

Großer Handlungsbedarf besteht in Deutschland insbesondere bei der Versorgung mit vorbörslichem Wachstumskapital („Later-Stage-Finanzierung“), das aus einem Start-up-Unternehmen einen Börsenkandidaten macht (siehe die Beschreibung der Finanzierungsphasen auf S. 23). Während 2013 für die frühen Phasen der Unternehmensentwicklung – u.a. mit Hilfe staatlicher Förderungen – 434,3 Mio. Euro zur Verfügung standen, waren es für die Later-Stage-Finanzierungen lediglich 268,3 Mio. Euro.³⁶

Um die Zahl der börsennotierten Unternehmen zu steigern, muss der „Pool“ an deutschen Unternehmen aus dem Bereich Beteiligungsfinanzierung, die für einen Börsengang in Frage kommen könnten, vergrößert werden. Voraussetzung hierfür sind Rahmenbedingungen, die eine umfassendere Versorgung deutscher Unternehmen mit Beteiligungskapital gewährleisten, damit diese überhaupt in die Börsenreife „hineinwachsen“ können.

In erster Linie geht es dabei um die nachfolgend dargestellten Hindernisse für Beteiligungskapitalgeber.

3.1.1 Mindestbesteuerung

Verlustvorträge dürfen vollständig nur in Höhe von 1 Mio. Euro (Ehegatten: 2 Mio. Euro) pro Veranlagungszeitraum angesetzt werden (§ 10d Abs. 2 EStG). Was darüber hinausgeht, kann nur noch zu 60 Prozent berücksichtigt werden. Diese Verlustvorträge verfallen nicht, können aber erst später mit Gewinnen verrechnet werden. Damit können Verluste, die typischerweise in den frühen Lebensphasen des Unternehmens anfallen (Seed- und Early-Stage), nur verzögert mit Gewinnen verrechnet werden, die sich meist erst in der Later-Stage-Phase einstellen.

Dies benachteiligt insbesondere innovative Unternehmen und ihre steuerrechtlichen Möglichkeiten, Gewinne mit Verlusten zu verrechnen. Außerdem gibt es steuersystematisch keinen Grund, warum Verluste erst verzögert mit Gewinnen verrechnet werden dürfen. Deswegen muss die Mindestbesteuerung abgeschafft werden.

3.1.2 Eingeschränkte Nutzung von Verlustvorträgen

Im Bereich Venture Capital ist es üblich, dass Anteile an einem innovativen Unternehmen durch einen anderen Investor erworben werden (bspw. der Verkauf der Anteile vom Business Angel an eine Beteiligungsgesellschaft). Der Einstieg eines anderen Investors findet häufig in Verbindung mit einer Kapitalerhöhung statt.

36 Quelle: European Venture Capital Association.

Im Steuerrecht existieren jedoch Einschränkungen für die Nutzung von Verlustvorträgen, wenn sich ein weiterer bzw. ein anderer Investor an einem innovativen Unternehmen beteiligt (§ 8c Abs. 1 KStG). Bei einem sog. schädlichen Beteiligungserwerb können bisher entstandene Verluste nur noch beschränkt oder sogar überhaupt nicht mehr mit späteren Gewinnen verrechnet werden. Damit werden weitere Finanzierungsrunden mit neuen Investoren erschwert.

Verlustvorträge müssen daher beim Eigentümerwechsel vollständig erhalten bleiben.

3.1.3 Steuertransparenz von Beteiligungsgesellschaften

Institutionelle Investoren müssen Dividenden und Veräußerungsgewinne aus Unternehmensbeteiligungen nur begrenzt versteuern (§ 8b KStG). Bei Dividenden ist diese Regelung 2011 für Streubesitzanteile (weniger als 10 Prozent des Grundkapitals) außer Kraft gesetzt worden. Wichtig ist, dass Veräußerungsgewinne weiterhin uneingeschränkt steuerfrei bleiben, wie dies u.a. in dem Eckpunktepapier der CDU/CSU-Bundestagsfraktion gefordert wird.³⁷

Insgesamt stellt sich allerdings die Frage, inwiefern Beteiligungsgesellschaften als institutionelle Investoren klassifiziert werden und damit dieses Privileg nutzen können. In einem Schreiben des Bundesministeriums für Finanzen (BMF) wird klargestellt, dass Beteiligungsgesellschaften von dem Steuervorteil profitieren können und unter welchen Voraussetzungen dies der Fall ist.³⁸ Insbesondere ausländische Investoren sind aber mit der Praxis eines „Rundschreibens“ nicht vertraut und verlangen nach mehr Rechtssicherheit.

Daher sollten die im BMF-Schreiben formulierten Anforderungen eine eindeutige gesetzliche Grundlage erhalten.

3.1.4 Keine Umsatzsteuerpflicht für geschäftsführende Fonds-Gesellschafter

Die Vergütung der geschäftsführenden Gesellschafter von Beteiligungsgesellschaften besteht u.a. aus einem festen Prozentsatz des Fondsvermögens. Diese Vergütung ist nicht vom Gewinn des Fonds abhängig und wird daher steuerrechtlich als „Leistungsaustausch“ zwischen der Gesellschaft und dem Gesellschafter eingestuft. Konsequenz ist, dass für diese Vergütungskomponente Umsatzsteuer abgeführt werden muss. Die Auflage dieser Fonds wird hierdurch unattraktiver, zumal eine

37 Siehe CDU/CSU-Fraktion im Deutschen Bundestag: Jung, Innovativ, Wertschaffend: Startups als Grundlage des Wohlstands von morgen Eckpunktepapier für einen neuen Gründergeist in Deutschland, Berlin, November 2014.

38 Siehe BMF-Schreiben vom 16.12.2003 (IV A 6 - S 2240 - 153/03).

solche Umsatzsteuerpflicht in vielen anderen Ländern nicht bekannt ist. Umso wichtiger ist es, diese Umsatzsteuerpflicht abzuschaffen.

3.1.5 Kapitalbeteiligung als Vergütungsinstrument fördern

Mitarbeiterbeteiligungsprogramme sind ein viel genutztes Instrument in jungen, innovativen Unternehmen. Bereits heute beteiligen etwa 40 Prozent der Start-ups in Deutschland ihre Mitarbeiter am Kapital des Unternehmens.³⁹ Dies geschieht in erster Linie, um das meist dünne Liquiditätspolster zu schonen und die Mitarbeiter trotz der in der Regel niedrigeren Gehälter zu motivieren. Daher ist es wichtig, dass dieses Vergütungsinstrument stärker gefördert wird (siehe Abschnitt 2.1.5 dieses Positionspapiers).

3.2 Verbesserung der Rahmenbedingungen der Börsennotierung

Fehlende Börsengänge und die rückläufige Zahl börsennotierter Unternehmen legen den Schluss nahe, dass die Attraktivität der Börsennotiz im Vergleich zu anderen Finanzierungsformen in den vergangenen Jahren deutlich nachgelassen hat. Ein Grund für diese Entwicklung ist die stark angestiegene Regulierungsintensität, mit der börsennotierte Unternehmen konfrontiert werden. Zwar kann ein hohes Regulierungsniveau dazu beitragen, das Vertrauen der Investoren in die Integrität des Managements zu stärken. Dies erleichtert prinzipiell die Bereitstellung von Kapital. Die Vielfalt und Komplexität der Regeln speziell für börsennotierte Unternehmen wirken umgekehrt allerdings abschreckend auf potentielle Börseninteressenten. In der Konsequenz meiden insbesondere kleinere Unternehmen die Börse und suchen stattdessen alternative Finanzierungsformen.

Außerdem besteht die Tendenz, dass bei gesellschaftspolitischen Anliegen zur Corporate Governance oftmals speziell börsennotierte Unternehmen mit entsprechenden Regularien adressiert werden. Diese nicht durch kapitalmarktpolitische Anforderungen oder Anlegerschutzaspekte begründete Sonderlast diskriminiert einseitig die börsennotierten Unternehmen und schadet der Attraktivität der Börse als wichtiger Quelle zur Finanzierung von Wachstum und Beschäftigung.

Daher gehört der Regulierungsrahmen für börsennotierte Unternehmen auf den Prüfstand. Die Bedürfnisse der Nachfrageseite nach Kapital, also der börsennotierten Unternehmen und Börsenkandidaten, müssen besser als bisher berücksichtigt werden. Erfolgreich in dieser Hinsicht war offensichtlich der US-Gesetzgeber mit dem „Jumpstart Our Business Startups Act“ (JOBS Act) aus dem Jahr 2012, der Ausnahmebestimmungen von verschiedenen Regularien für die Börsennotiz kleinerer

39 Siehe Bundesverband Deutsche Startups: Deutscher Startup Monitor 2014, S. 33.

Emittenten vorsieht. Dies hat dafür gesorgt, dass eine Vielzahl kleinerer Unternehmen den Weg an die Börse gewählt hat.

Bei einer Neujustierung der Regulierung des Börsengangs ist es wichtig, die Balance zwischen dem berechtigten Interesse der Investoren nach Transparenz sowie dem Interesse der Unternehmen nach einem kostengünstigen Zugang zum Kapitalmarkt zu wahren und kapitalmarktfremde, z.B. gesellschaftspolitisch motivierte Ziele nicht durch isolierte Regulierung börsennotierter Unternehmen anzustreben. Insgesamt halten wir es für notwendig, im bereits bestehenden Kapitalmarktrecht und in Gesetzesinitiativen grundsätzlich mögliche Auswirkungen auf die Finanzierungskosten der Unternehmen zu analysieren und negative Konsequenzen so weitgehend wie möglich zu vermeiden.

Konkret sehen wir in folgenden Bereichen Handlungsbedarf:

- **Corporate Governance:** Voraussetzung für den Börsengang ist die Rechtsform der Aktiengesellschaft, der KGaA oder der SE. Börsennotierte Gesellschaften haben umfangreiche gesetzliche Vorgaben zur Corporate Governance umzusetzen, die einen erheblichen Aufwand bedeuten. Sie unterliegen nicht nur der Pflicht, sich zur Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex zu erklären und einen Corporate-Governance-Bericht zu verfassen. Vielmehr sieht das Aktiengesetz auch Bestimmungen zur Vorstandsvergütung, Einschränkungen bei der Besetzung des Aufsichtsrats („cooling off“) und verlängerte Verjährungsfristen bei der Organhaftung börsennotierter Unternehmen vor.

Umso wichtiger ist es, flexiblere und bewährte Formen der Selbstregulierung wie den Deutschen Corporate Governance Kodex zu stärken, statt ihn durch gesetzliche Regelungen auszuhöhlen, wie es nun etwa der Gesetzesentwurf zur Geschlechterquote vorsieht. Außerdem sind sachlich unangemessene Regulierungsvorhaben wie der Vorschlag der Europäischen Kommission zu den „Related Party Transactions“ im Rahmen der Überarbeitung der Aktionärsrechterichtlinie zu unterlassen. Dieses Vorhaben würde hohe Kosten für börsennotierte Unternehmen verursachen und ist aufgrund des bewährten deutschen Konzern- und Minderheitenrechts nicht erforderlich (siehe Abschnitt 3.2.1).

- **Prospektrecht:** Bei der Aufnahme von Kapital über einen Börsengang muss das Unternehmen einen Wertpapierprospekt erstellen, wenn die Aktien auf dem regulierten Markt zugelassen werden. Erleichterungen im Prospektrecht sollten den Börsengang insbesondere kleinerer Emittenten verbessern (siehe Abschnitt 3.2.2).
- **Compliance während der Börsennotiz:** Nach dem Börsengang muss das Unternehmen zahlreiche Pflichten erfüllen, insbesondere hinsichtlich der

Transparenz gegenüber den Investoren und des Marktmissbrauchsregimes. Diese Regelungen dürfen die Börsennotiz insbesondere kleinerer Emittenten nicht unangemessen erschweren (siehe Abschnitt 3.2.3).

- **Finanztransaktionssteuer:** Die Finanztransaktionssteuer beeinträchtigt nicht nur die Bereitschaft privater und institutioneller Anleger, in Aktien u.a. für Börsenneulinge zu investieren. Damit hat sie direkte Auswirkungen auf die Möglichkeiten der Unternehmen, sich über einen Börsengang Kapital zu beschaffen (siehe Abschnitt 3.2.4).

3.2.1 Corporate Governance: Selbstregulierung nicht unterhöhlen

Immer wieder stehen Managergehälter und andere Aspekte der Corporate Governance im Fokus der öffentlichen Diskussion. Reaktion hierauf sind oftmals gesetzliche Regelungen, die sich meist auf börsennotierte Unternehmen beschränken und damit den Börsengang unattraktiv machen.

Gesetzliche Regelungen sollten aber nur als Ultima Ratio in Erwägung gezogen werden. Bereits jetzt existiert mit dem Deutschen Corporate Governance Kodex ein bewährter Mechanismus, der eine hohe Qualität der Corporate Governance börsennotierter Unternehmen gewährleistet. Im Gegensatz zu starren gesetzlichen Regelungen bietet der Kodex den Unternehmen die Möglichkeit, vor dem Hintergrund der eigenen Markt- und Wettbewerbssituation zu entscheiden, ob die Empfehlungen des Kodex angewandt werden („comply“) oder ob von ihnen abgewichen wird. Die Gründe für die Abweichungen sind zu veröffentlichen („explain“).

Auf der Basis dieses Comply-or-Explain-Mechanismus kann sich jeder Investor ein Bild über die Angemessenheit der Corporate Governance des betreffenden Unternehmens machen. Eine Corporate Governance, die in den Augen der Investoren nicht angemessen ist, wird vom Kapitalmarkt abgestraft. Die Investoren werden davon absehen, diesem Unternehmen Geld zur Verfügung zu stellen. Um die Finanzierung ihres Geschäftsmodells nicht zu gefährden, haben die Unternehmen daher einen Anreiz, angemessene Corporate-Governance-Standards umzusetzen.

Dieser flexible Mechanismus wird aber zunehmend durch starre gesetzliche Regelungen unterhöhlt. Beispielsweise plant die Europäische Kommission im Rahmen der Überarbeitung der Aktionärsrechterichtlinie die Einführung eines rechtlich bindenden Votums der Hauptversammlung über die Vergütungspolitik und den Vergütungsbericht. Der Aufwand zur Implementierung der entsprechenden zusätzlichen Prozesse sowie die hieraus resultierenden rechtlichen Risiken, beispielsweise bei der Einstellung neuer Vorstände, wären enorm.

Außerdem schwächt ein verbindliches Votum der Hauptversammlung die Position des Aufsichtsrats im deutschen System der Corporate Governance. In Deutschland

handelt der Aufsichtsrat die Modalitäten der Vorstandsvergütungen aus und haftet für deren Angemessenheit. Ein verbindliches „Say-on-Pay“ durch die Hauptversammlung würde diese bewährte Arbeitsteilung untergraben. Die Vorschläge der Europäischen Kommission zum „Say-on-Pay“ sollten daher nicht weiterverfolgt werden.

Ebenfalls unabsehbare Folgen für die Börsennotiz haben andere Pläne der Europäischen Kommission, die im Rahmen der Überarbeitung der Aktionärsrechterichtlinie vorgestellt wurden. Danach soll künftig die Hauptversammlung verbindlich über Transaktionen abstimmen, die 5 Prozent des Vermögens des Unternehmens betreffen oder „wesentlichen Einfluss auf Umsatz und Gewinn“ haben können. Voraussetzung ist, dass die Transaktionen mit nahestehenden Personen und Unternehmen (Related Party Transactions) durchgeführt werden. Bei Transaktionen mit „Related Parties“ kann es sich um normale Geschäftsführungsmaßnahmen größeren Umfangs, z.B. langfristige Lieferverträge zwischen Mutterunternehmen und börsennotiertem Tochterunternehmen im Konzern, handeln. Außerdem soll ein Mehrheitsaktionär, wenn dieser betroffen ist, nicht abstimmen dürfen. Schließlich ist eine Ad hoc-Offenlegungspflicht für Transaktionen, die mehr als 1 Prozent des Werts des Unternehmensvermögens betreffen, vorgesehen.

Es liegt auf der Hand, dass die Vertraulichkeit von Geschäftsgeheimnissen gefährdet sowie die bislang vorgesehenen Konzernleitungsrechte und die darauf abgestimmten Minderheitenschutzregeln in Frage gestellt werden, wenn der Hauptversammlung ein solches Vetorecht für Transaktionen im Konzern eingeräumt wird. Die Umsetzung dieser Vorschläge würde das bewährte deutsche Konzernrecht in Frage stellen, welches die beabsichtigten Schutzwirkungen bereits heute angemessen sicherstellt. Es würde darüber hinaus für börsennotierte Unternehmen zusätzliche Kosten bedeuten und die Attraktivität der Börsennotiz verringern. Von der beabsichtigten Related-Party-Transactions-Regulierung muss daher abgesehen werden.⁴⁰

3.2.2 Erleichterungen im Prospektrecht schaffen

Bei einem Börsengang im regulierten Markt muss ein Wertpapierprospekt erstellt werden. Die entsprechenden Anforderungen werden in der EU-Prospektrichtlinie und -verordnung geregelt. Die Richtlinie soll 2015 evaluiert werden.

40 Siehe Deutsches Aktieninstitut: Vorschlag mit Nebenwirkungen: EU-Kommission fördert (unintendiert) Geschäftsmodell von Hedge Funds, November 2014.

Die Kosten der Prospekterstellung können nach Angaben des Europäischen Emittentenverbandes EuropeanIssuers zwischen 500.000 Euro und 2 Mio. Euro betragen.⁴¹ Die anstehende Evaluierung der EU-Prospektrichtlinie sollte daher dazu genutzt werden, insbesondere jungen, wachstumsstarken Unternehmen den Gang an die Börse durch Vereinfachungen im Prospektrecht zu erleichtern.

Bereits bestehende Erleichterungen im Prospektrecht für diese i.d.R. kleineren Unternehmen müssen daher erweitert werden. Dazu gehören insbesondere:

- Kapitalerhöhungen bereits an der Börse notierter Unternehmen sind unter dem geltenden Regime prospektfrei, wenn sie entweder aus Gesellschaftsmitteln geleistet werden oder pro Jahr 5 Mio. Euro nicht überschreiten. Um dem hohen Kapitalbedarf insbesondere von jungen, wachstumsstarken Unternehmen an der Börse gerecht zu werden, sollten Kapitalerhöhungen von mindestens 20 Mio. Euro ohne die Erstellung eines Prospekts möglich sein.
- Prospektfrei sind bislang öffentliche Angebote, die sich in jedem EU-/EWR-Mitgliedstaat an weniger als 150 nicht qualifizierte Anleger richten. Dieser Schwellenwert sollte auf 500 Personen angehoben werden.

3.2.3 Keine überbordende Bürokratie bei den Compliance-Pflichten

Die Attraktivität der Börsenfinanzierung bestimmt sich auch aus den laufenden Pflichten, die mit der Notiz an der Börse einhergehen. In den vergangenen 20 Jahren wurden diese Transparenz- und Verhaltensaufgaben für börsennotierte Unternehmen kontinuierlich verschärft. Neben der Jahres-, Halbjahres- und regelmäßig auch Quartalsberichterstattung müssen Unternehmen Insiderinformationen ad hoc veröffentlichen, über Aktiengeschäfte von Führungskräften und deren engen Verwandten berichten sowie Insiderlisten führen. Nicht nur für kleine und mittlere Unternehmen ergeben sich hieraus zahlreiche juristische und faktische Herausforderungen, die im Ergebnis die Attraktivität des Börsengangs verringern können.

Bisher können die Unternehmen den Umfang der Auflagen bis zu einem gewissen Grad selbst steuern, denn sie können zwischen Börsensegmenten mit unterschiedlicher Regulierungsintensität auswählen. Neben dem sog. Regulierten Markt mit hohen gesetzlichen Anforderungen bestehen im Freiverkehr verschiedene Börsensegmente, die sich mit maßgeschneiderten Anforderungen an kleinere und mittlere Emittenten wenden. Dies ist künftig jedoch nicht mehr gewährleistet, denn die Unterschiede werden durch die revidierte EU-Marktmissbrauchsverordnung weitgehend eingeebnet. Ab 2016 werden auch Emittenten aus den Sondersegmenten des

41 Siehe die Angaben von EuropeanIssuers auf http://www.europeanissuers.eu/_newsletter/184.htm#txt8.

Freiverkehrs Ad-hoc-Meldepflichten erfüllen, Directors' Dealings berichten und Insiderlisten führen müssen. Durch diesen zusätzlichen Aufwand sinkt die Attraktivität dieser Segmente (wie z.B. der Entry Standard an der Frankfurter Wertpapierbörse oder der m:access in München) als Einstieg des Mittelstands in die Börsenfinanzierung weiter. Dass durch die EU-Finanzmarktrichtlinie MiFID II gleichzeitig das spezielle Marktsegment „KMU-Wachstumsmärkte“ an den Börsen eingerichtet werden soll, hilft da nur wenig. Insgesamt ist dies paradox, soll doch einerseits mit den KMU-Wachstumsmärkten die Börsennotiz mittelständischer Unternehmen erleichtert werden, andererseits sorgen zusätzliche Anforderungen jedoch dafür, dass der Börsengang und die Börsennotiz unattraktiver werden.

Dazu beitragen dürften die noch nicht abgeschlossenen Konkretisierungsmaßnahmen der Europäischen Wertpapieraufsicht ESMA zu den obigen Pflichten. Hier droht insbesondere bei den Insiderlisten und bei den Directors'-Dealings-Meldungen ein deutliches Mehr an Bürokratie, dem kein entsprechender Gewinn an Anlegerschutz gegenüber steht.⁴²

3.2.4 Finanztransaktionssteuer beeinträchtigt KMU-Börsengang

Insbesondere Aktien kleinerer Unternehmen verfügen oftmals nicht über eine ausreichende Liquidität, um überhaupt genügend Kapitalgeber finden. Die Finanztransaktionssteuer wird das Handelsvolumen weiter reduzieren und damit das Problem der Unternehmen verschärfen, deren Aktien bereits jetzt schon weniger liquide sind. Dieser Marktmechanismus (Liquiditätsentzug nach Einführung einer Finanztransaktionssteuer) zeigt sich aktuell bspw. in Frankreich an einem Rückgang des Handelsvolumens in den betroffenen Aktien von 6,4 und in Italien von 34,2 Prozent (in Relation zum europäischen Durchschnitt).⁴³

Aktien kleiner und mittlerer Unternehmen werden damit noch viel mehr von Liquiditätsspendern (Market Makern) abhängig, womit der Aufwand für eine Börsennotiz deutlich steigt. Wenn – wie bisher wohl vorgesehen – auch Transaktionen von Market Makern besteuert werden, besteht die Gefahr, dass die Börsennotiz für Unternehmen mit Aktien geringerer Liquidität unmöglich wird, da die Steuerbelastung pro Transaktion ein Vielfaches der Marge der Market Maker beträgt. Das Geschäftsmodell „Market Making“ wird damit steuerbedingt unrentabel. Emittenten, deren Aktien auf die Dienstleistung „Market Making“ angewiesen sind, wird so der Zugang zum Kapitalmarkt versperrt. Auch aus diesen Gründen muss die Finanztransaktionssteuer ad acta gelegt werden.

42 Siehe die Positionspapiere des Deutschen Aktieninstitut zur ESMA-Konsultation zur Marktmissbrauchsverordnung vom 15.10.2014.

43 Siehe Credit Suisse: Financial Transaction Taxes Loom Large, 16. April 2014.

Bündelung der Kräfte „Pro Börsengang“

Die Stärkung des Börsengangs steht auf der Agenda der deutschen Politik. Zu wenig berücksichtigt wird allerdings, dass es sich bei der IPO-Schwäche in Deutschland insbesondere bei kleinen und mittleren Unternehmen um ein komplexes strukturelles Problem handelt. Das Börsensegment „Markt 2.0“ bietet hierfür nicht die angemessene und notwendige Lösung.

Wichtiger sind vielmehr intelligente Rahmenbedingungen, die dafür Sorge tragen, dass private und institutionelle Anleger in Deutschland mehr Risiko wagen. Nur so kann es gelingen, zusätzliches Kapital für Börsengänge zu mobilisieren. Gleiches gilt für das Risikokapital für junge, innovative Unternehmen. Ein wirkungsvoller Rahmen muss garantieren, dass diese Unternehmen im Vorfeld des Börsengangs genügend Beteiligungskapital erhalten, um sich von einem Start-up zu einem Börsenkandidaten zu entwickeln. Schließlich muss die Attraktivität der Börsennotiz erhöht werden. Der Weg an die Börse ist für die Unternehmen zu holprig. Zu viele Regularien sind zu erfüllen, so dass dieser Finanzierungsweg oftmals überhaupt nicht in Erwägung gezogen wird. Eine entschiedene Entbürokratisierung ist daher das Gebot der Stunde.

Insgesamt entscheidet ein effizienteres Ineinandergreifen von Kapitalnachfrage und Kapitalangebot darüber, ob die Börse als Finanzierungsquelle belebt werden kann. Hieran müssen alle konstruktiv mitarbeiten, die ein Interesse daran haben, dass Wachstum und Innovationen in Deutschland finanziert werden. Notwendig ist die Bündelung der Kräfte aller Beteiligten: Politik, Börsenbetreiber, Banken, Emittenten, innovative Unternehmen und etablierte Mittelständler, private und institutionelle Anleger sowie alle Dienstleister, die über eine Expertise im Bereich Börsenfinanzierung verfügen. Das Deutsche Aktieninstitut wird hier gerne mitwirken.



Anhang

Die folgenden Anmerkungen beziehen sich auf unsere Berechnung in Kapitel 2. Dabei schätzen wir das zusätzliche Potenzial für den Markt für Neuemissionen in folgender Höhe ein:

- *Umschichtungen:* Durch eine Anhebung der Aktienquote privater Haushalte und Lebensversicherer kann mittel- bis langfristig ein zusätzliches Kapital für Neuemissionen von 21,5 Mrd. Euro mobilisiert werde;
- *Neuanlage von Geldern in Aktien:* Wenn private Haushalte einen größeren Teil ihrer jährlichen Ersparnisse in Aktien bzw. Neuemissionen anlegen, steht dem IPO-Markt ein Betrag von 4,2 Mrd. Euro p.a. zur Verfügung.

Bei dieser Berechnung haben wir folgende Annahmen unterstellt:

- **Private Anleger:**

Effekt durch Umschichtungen: Das Geldvermögen deutscher Haushalte beträgt 4.976 Mrd. Euro (2. Quartal 2014), wovon lediglich 7,5 Prozent bzw. 375,3 Mrd. Euro in börsennotierten Aktien bzw. Publikums-Aktienfonds angelegt sind.⁴⁴ Damit ist das Kapital, das von privaten Anlegern für Neuemissionen in Deutschland zur Verfügung gestellt werden kann, bislang stark begrenzt bzw. faktisch nicht existent. Mit einer bloßen Verdoppelung des Aktienanteils am Geldvermögen der privaten Haushalte auf 15 Prozent würde weiteres Kapital i.H.v. 375,3 Mrd. Euro an den Aktienmarkt fließen. Unter der Annahme, dass aus Gründen der Risikostreuung nur 5 Prozent dieses Anlagevolumens entweder direkt oder über Fonds in Börsengänge angelegt würden, könnten neue Aktien deutscher Unternehmen im Wert von 18,8 Mrd. Euro finanziert werden.

Effekt durch Neuanlage: Die Nettogeldvermögensbildung privater Haushalte („Ersparnis“)⁴⁵ beträgt im Durchschnitt der Jahre 2008 bis 2013 140,1 Mrd. Euro pro Jahr. Werden 30 Prozent dieser jährlichen Geldvermögensbildung in Aktien angelegt, fließen jährlich zusätzliche Mittel von 42 Mrd. Euro an den Aktienmarkt. Werden davon wiederum 10

44 Siehe die Geldvermögensstatistik und Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank, jeweils Oktober 2014.

45 Bis 2014 wurden in den entsprechenden Statistiken der Bundesbank private Haushalte mit privaten Organisationen ohne Erwerbszweck zusammengefasst.

Prozent in Neuemissionen angelegt, entsteht ein zusätzliches Potenzial von 4,2 Mrd. Euro p.a. für den deutschen IPO-Markt.⁴⁶

- **Versicherungsunternehmen:** Bei einem Gesamtvolumen der Kapitalanlagen deutscher Lebensversicherer von 810,9 Mrd. Euro (2. Quartal 2014) würde eine Anhebung der Aktienquote von heute 3,4 auf 10 Prozent das Anlagevolumen, das für den Aktienmarkt zur Verfügung steht, um 53,5 Mrd. Euro erhöhen.⁴⁷ Würden nur 5 Prozent dieser zusätzlichen Gelder in den deutschen IPO-Markt fließen, könnte sich das Emissionsvolumen um 2,7 Mrd. Euro erhöhen.

46 Siehe Deutsche Bundesbank: Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland – 2008 bis 2013 Statistische Sonderveröffentlichung 4, Juni 2014, S. 45.

47 Zu den Kapitalanlagen und dem Aktienanteil der Versicherungsunternehmen siehe BaFin: Kapitalanlagen der Erstversicherungsunternehmen, 2. Quartal 2014.

Kontakt

Dr. Norbert Kuhn
Leiter Unternehmensfinanzierung
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niedenu 13-19
60325 Frankfurt am Main
Telefon +49 69 92915 - 20
Fax +49 69 92915 - 12
kuhn@dai.de
www.dai.de

