

Den Börsengang in Deutschland stärken

Fünf Handlungsempfehlungen,
die mit Priorität verfolgt werden sollten

Stärkung des Börsengangs – weiterhin großer Handlungsbedarf

Die Unternehmensfinanzierung über einen Börsengang trägt wesentlich dazu bei, die Wachstums- und Innovationsfähigkeit einer Volkswirtschaft zu erhalten und auszubauen. Zahlen aus den USA belegen dies: Demnach erfolgen über 90 Prozent des Beschäftigungsaufbaus in einem Unternehmen nicht vor, sondern nach einem Börsengang.¹ Die Notwendigkeit, den Börsengang in Deutschland vor diesem Hintergrund zu stärken, haben die Regierungsparteien 2013 in ihrem Koalitionsvertrag unterstrichen: „Um Börsengänge für junge, innovative und wachstumsstarke Unternehmen wieder zu beleben, werden wir die Einführung eines neuen Börsensegments ‚Markt 2.0‘ prüfen.“²

Am Ende der Legislaturperiode lässt sich feststellen, dass es weiterhin großen Handlungsbedarf gibt. Gerade einmal 37 Unternehmen sind im Zeitraum von 2013 bis Anfang 2017 an die Börse gegangen.³ Pro Jahr sind dies im Durchschnitt nicht einmal zehn Unternehmen, was deutlich unter dem Niveau der Jahre vor der Finanzkrise 2008 liegt und weit entfernt ist von den Höchstständen um die Jahrtausendwende. Außerdem ist die Zahl der an der Frankfurter Wertpapierbörse notierten deutschen Unternehmen von 667 Anfang 2013 auf 533 Anfang 2017 (jeweils Februar) weiter gesunken.⁴ Dies ist ein Rückgang um ein Fünftel.

Es bleibt also viel zu tun. Das Thema „Stärkung des Börsengangs“ muss viel stärker als bisher auf die Agenda der Politik. Ein wichtiges Signal wäre eine Berücksichtigung in den Programmen der Parteien zur Bundestagswahl und in dem Koalitionsvertrag der kommenden Bundesregierung.

Was zu tun ist, ist offensichtlich. Vorschläge zur Stärkung des Börsengangs liegen ausreichend auf dem Tisch. Dazu gehören die Empfehlungen des Roundtable IPO, der vom damaligen Bundeswirtschaftsminister Gabriel einberufen wurde und im

¹ 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.

² [Deutschlands Zukunft gestalten, Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD](#): 18. Legislaturperiode, S. 98.

³ Quelle: Deutsche Börse AG: Primärmarktstatistik; nur Zahl der Neuemissionen.

⁴ Quelle: Deutsche Börse AG: Listed Companies Frankfurt Stock Exchange.

September 2015 seinen Abschlussbericht vorgelegt hat.⁵ Auch das Deutsche Aktieninstitut hat 2014 Empfehlungen vorgelegt,⁶ die 2015 nochmals erneuert wurden.⁷

Das Deutsche Aktieninstitut hat Anfang März 2017 das Thema „Stärkung des Börsengangs“ mit Vertretern der Mitgliedsunternehmen in einem Workshop diskutiert. Die Teilnehmer des Workshops waren sich einig, dass die Gründe für die Schwäche am deutschen Markt für Börsengänge und die notwendigen Lösungsansätze vielfältig sind. Im Folgenden werden Anregungen vorgestellt, die von der Politik im Hinblick auf die Bundestagswahl und die kommende Legislaturperiode mit Priorität verfolgt werden sollten.

Dabei ist die Stärkung der Aktienkultur unter deutschen Privatanlegern ein wesentlicher Hebel, um den Börsengang in Deutschland zu erleichtern. Die Deutschen verfügen über ein Geldvermögen von über 5 Bio. Euro, von dem aber weniger als ein Zehntel am Aktienmarkt angelegt ist. Dieses immense Vermögen muss künftig viel mehr für den Aktienmarkt und für Börsengänge gehoben werden.

Die Folge wäre ein immenser Schub für das gesamte System der Wachstumsfinanzierung in Deutschland. Dazu gehören auch Dienstleister wie institutionelle Investoren, Emissionsbanken, professionelle Analysten, Anwälte und Wirtschaftsprüfer, auf deren Expertise die Unternehmen beim Börsengang angewiesen sind. Wegen der geringen Zahl an Börsengängen entwickelt sich dieses System insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen in Deutschland jedoch immer weiter zurück. Konsequenz ist ein Teufelskreis: Ohne Börsengänge fehlen die Voraussetzungen, dass sich dieses System erhält und weiterentwickelt; ohne dieses System bleibt die Zahl der Börsengänge gering.

Maßnahmen zur Stärkung der Aktienkultur unter deutschen Privatanlegern und zur Stärkung des gesamten Systems der Wachstumsfinanzierung helfen, diesen Teufelskreis auf lange Sicht nachhaltig zu durchbrechen.

Konkrete Schwerpunkte sollten in folgenden Bereichen liegen:

Die deutsche Altersvorsorge basiert aktuell immer noch weitgehend auf dem Umlageverfahren der gesetzlichen Rente. Beispiele aus Ländern wie der USA zeigen, dass über eine kapitalgedeckte **Altersvorsorge** enorme finanzielle Mittel für die Anlage am Aktienmarkt akkumuliert werden. Dieses Potenzial sollte auch in Deutschland gehoben werden, da Aktien in der Vergangenheit eine überdurchschnittliche Rendite erwirtschaftet haben. Damit ist nicht nur dem künftigen Rentner geholfen, der aufgrund des demographischen Wandels immer weniger auf die gesetzliche Rente

⁵ Siehe Round Table bei Bundesminister Sigmar Gabriel: [Mehr Börsengänge von jungen Wachstumsunternehmen in Deutschland, Abschlussbericht der Arbeitsgruppen](#), September 2015.

⁶ Siehe Deutsches Aktieninstitut: [Wachstumsmotor Börse stärken: Kapital mobilisieren – Regulierung entschlacken](#), Dezember 2014.

⁷ Siehe Deutsches Aktieninstitut: [Wachstumsfinanzierung über die Börse stärken – Empfehlungen des von Bundesminister Gabriel einberufenen Round Table IPO umsetzen](#), Dezember 2015.

zählen kann. Als positiver Nebeneffekt würde damit börsennotierten Unternehmen und Börsenneulingen viel mehr Geld als heute zur Verfügung gestellt.

Mit der **steuerlichen Gleichstellung** von Erträgen aus Aktienbeteiligungen mit Erträgen aus festverzinslichen Anlagen müssen Anreize gesetzt werden, damit private Anleger verstärkt in Aktien anlegen. Angemessene steuerliche Anreize müssen zudem dafür sorgen, dass der langfristige Besitz von KMU-Aktien attraktiver wird.

Die regulatorischen Anforderungen in der **Anlageberatung** sind mit einem zunehmend steigenden Dokumentationsaufwand verbunden. Außerdem ist die Menge an Informationen, die im Beratungsgespräch bereitgestellt werden muss, enorm. Der hierfür notwendige Zeitaufwand ist für den Kunden zunehmend lästig; von der Fülle an Informationen fühlen sich viele überfordert. Banken ziehen sich immer mehr aus der Aktienberatung zurück. Konsequenz ist, dass Privatanleger nicht mehr in Aktien investieren; es gibt zu wenige „Selbstentscheider“. Damit gehen dem Aktienmarkt viele potentielle Anleger „verloren“. Die Regulierung der Anlageberatung sollte vor diesem Hintergrund neu justiert werden.

Die Förderung der Verbreitung von **Mitarbeiteraktien** trägt wesentlich dazu bei, dass sich die Deutschen, die „traditionell“ eine große Scheu vor Aktien haben, stärker mit dem Thema „Aktienanlage“ beschäftigen. Ziel muss es letztlich sein, nicht nur Aktien des eigenen Unternehmens, sondern ein gut diversifiziertes Aktienportfolio aufzubauen. Die Mitarbeiteraktie kann hierfür als Katalysator wirken.

Die obigen Vorschläge beziehen sich auf das Angebot von Börsenkapital, das insbesondere bei kleineren Unternehmen zu gering bzw. nicht vorhanden ist. Zu berücksichtigen ist aber auch, dass börsennotierte Unternehmen eine große Zahl von Regularien erfüllen, die entschlackt werden müssen, um die Attraktivität des Börsengangs zu erhöhen. Auch hier gibt es unterschiedliche Stellhebel. Wir beziehen uns auf Vorschläge im **Prospektregime**, die mit Priorität behandelt werden sollten. Dabei geht es insbesondere um eine größere Flexibilität bei nachträglichen Anpassungen, um Erleichterungen beim Sprachenregime und um Vereinfachungen bei Kapitalerhöhungen bzw. Sekundäremissionen sowie beim Übergang von einem transparenten börsenregulierten Markt in den EU-regulierten Markt.

Darüber hinaus müssen börsennotierte Unternehmen weitere Regelungen wie Veröffentlichungspflichten, zum Marktmissbrauch oder zum Übernahmerecht beachten. Mit dem Deutschen Corporate Governance Kodex steht den Unternehmen ein Instrument zur Verfügung, das eine hohe Qualität der Unternehmensführung börsennotierter Unternehmen gewährleistet. Im Gegensatz zu starren gesetzlichen Regelungen bietet der Kodex 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“). Dieser flexible Mechanismus wird aber zunehmend durch starre gesetzliche Regelungen unterhöhlt.

Während jede dieser Pflichten für sich allein betrachtet kein unüberwindbares Hindernis für die Entscheidung Pro oder Kontra Börse darstellt, resultiert aus ihnen dennoch eine Vielzahl von Compliance-Pflichten, deren Erfüllung insgesamt mit erheblichen Kosten, einer nennenswerten Bindung von Managementressourcen und rechtlichen Risiken verbunden ist. Es ist daher lohnenswert, die Regeln der Börsennotiz im Detail zu analysieren und mögliches Optimierungspotenzial zu identifizieren. Das Deutsche Aktieninstitut wird hierzu gerne Hilfestellung leisten.

1 Altersvorsorge: Potenzial für Börsengänge heben

Ein gutes Beispiel, welche Gelder im Rahmen der Altersvorsorge für den Aktienmarkt genutzt werden können, sind die USA, die in den 1970er Jahren wesentliche Weichen zum Ausbau der Kapitaldeckung – mit der Aktie als wesentliche Stütze – gestellt haben. Seitdem werden die Altersvorsorge-Mittel über unterschiedliche Pläne angelegt, die der Staat fördert. Zu den volumenmäßig größten Plänen haben sich die Individual Retirement Accounts (IRA) und Defined Contribution Pläne wie 401(k) entwickelt, deren Gelder wiederum zur Hälfte in Investmentfonds angelegt werden (3. Quartal 2016).⁸ Alleine von diesen Investmentfonds werden 3,3 Bio. US-\$ in Aktien von US-Unternehmen und 1 Bio. US-\$ in Aktien ausländischer Unternehmen angelegt. Zum Vergleich: Die Marktkapitalisierung der im Prime und General Standard der Frankfurter Wertpapierbörse notierten deutschen Unternehmen (CDAX) lag Ende 2016 bei 1,2 Bio. Euro. Insgesamt beträgt die Aktienquote der fondsbasierten Anlage der oben genannten US-Altersvorsorge-Pläne 57 Prozent. Hochgerechnet ist das Aktienkapital der US-Altersvorsorge noch viel bedeutender, da das über Investmentfonds in IRAs und DC-Pläne investierte Vermögen nur rund ein Drittel der am Kapitalmarkt angelegten Pensionsansprüche der US-Bürger von insgesamt 25 Bio. US-\$ ausmacht.⁹

Die stark aktienorientierte Altersvorsorge festigt den Kern des Systems der Wachstumsfinanzierung in den USA, da die Anlage der Mittel auch über eine große Zahl unterschiedlicher institutioneller Investoren wie Pensionsfonds erfolgt. Diese institutionellen Anleger, die die Gelder der künftigen Rentner und Pensionäre nicht nur in bereits börsennotierte Unternehmen, sondern auch in Börsengänge investieren, fördern wiederum das Angebot an weiterer Kapitalmarktexpertise, etwa von Emissionsbanken, Wirtschaftsprüfern, Kapitalverwaltungsgesellschaften usw. Die zunehmende Kapitaldeckung der US-Altersvorsorge ist sicherlich auch ein wesentlicher Grund für die enorme Gründungsdynamik auf der Unternehmensseite. Wenn viel Risikokapital zur Verfügung steht, können viele Ideen finanziert werden.

Das Potenzial der Altersvorsorge für die Aktienanlage und für Börsengänge muss auch in Deutschland gehoben werden. Bislang spielt das Sparen mit Aktien in Deutschland eine untergeordnete Rolle. Ein Großteil des Alterseinkommens

⁸ Die anderen Anlagevehikel der IRA sind Bankkonten (7 Prozent), Lebensversicherer (5 Prozent) und Andere (40 Prozent), dazu gehört die Anlage in andere Wertpapiere außer Investmentfonds, deren Aktienanteil allerdings nicht ausgewiesen ist.

⁹ Quellen für diese Zahlen: Deutsche Börse AG, Cash Market: Monthly Statistics, February 2017; Investment Company Institute, The US Retirement Market, Third Quarter 2016.

stammt aus der umlagefinanzierten gesetzlichen Rente. Wenn die Gelder am Kapitalmarkt angelegt werden, wie bspw. in der betrieblichen Altersvorsorge, dann schwerpunktmäßig in festverzinsliche Instrumente wie Staatsanleihen.

Ein klares Signal für die Aktienanlage in der gesetzlich geförderten Altersvorsorge ist daher unabdingbar. Hierfür kann die Politik durch eine Verbesserung der Rahmenbedingungen einen Beitrag leisten:

Reform innerhalb des derzeitigen Systems

Abgesehen von der Rürup-Rente müssen die Altersvorsorge-Anbieter bislang in der Riester-Rente und in der betrieblichen Altersvorsorge zumindest die eingezahlten Beträge (plus Zulage, falls diese gewährt wird) garantieren. Die Garantieforderungen müssen nicht nur bei dem Eintritt in die Rentenphase, sondern – etwa über die Notwendigkeit, temporäre Marktwertschwankungen des Altersvorsorgevermögens mit Eigenkapital abzusichern – über die gesamte Einzahlungsphase berücksichtigt werden. Konsequenz ist gerade im Niedrigzinsumfeld ein konservativer Anlagestil mit einem zu großen Schwerpunkt auf festverzinslichen Wertpapieren, um die Garantieforderungen nicht zu gefährden. Garantien sind damit ein Hindernis für die Aktienanlage. Außerdem sind sie überflüssig, da bei Laufzeiten von 30 Jahren und mehr, die für die Altersvorsorge typisch sind, die Wahrscheinlichkeit von Verlusten selbst bei reinen Aktienportfolios sehr gering ist. Daher sollte der Anleger bei Riester und in der betrieblichen Altersvorsorge zumindest die Option erhalten, auf Garantien zu verzichten. Das Betriebsrentenstärkungsgesetz, das die reine Beitragszusage ohne jegliche Garantieverprechen vorsieht, geht in die richtige Richtung. Eine im Vergleich zu heute stärkere Aktienorientierung müsste aber auch im Rahmen von Riester durch garantiefreie Produkte möglich sein.

Ergänzung des bestehenden Systems

Bisher gibt es in der gesetzlich geförderten Altersvorsorge in Deutschland keine expliziten Anreize, um mehr mit Aktien vorzusorgen. Aus diesem Grund haben wir das Förderkonzept Altersvorsorge entwickelt, das explizit das Sparen mit Aktien belohnt und die bisherigen Förderwege ergänzen soll.¹⁰ Gefördert werden in diesem Konzept alle Instrumente des langfristigen Vermögensaufbaus, idealerweise Aktienfonds. Die Voraussetzung, um überhaupt eine Förderung zu erhalten, ist eine Mindestaktienquote. Der Aktienfokus wird weiter durch eine staatliche Aktienzulage auf die eingezahlten Beträge unterstrichen. Um Anreize für den langfristigen Vermögensaufbau mit Aktien zu setzen, sollen die Erträge nach 20 Jahren Anlagedauer von der Abgeltungsteuer freigestellt werden. Damit die Gelder effektiv für den Ruhestand genutzt werden können, muss der Anleger bis zum Renteneintritt sparen und dafür Sorge tragen, dass die Ersparnisse bis zum Lebensende reichen.

¹⁰ Siehe Deutsches Aktieninstitut/Bankhaus Metzler/Union Investment/DekaBank: [Lebensstandard im Alter sichern – Rentenlücke mit Aktien schließen](#), Dezember 2016, S. 42f.

2 Steuerliche Diskriminierung von Aktienerträgen verringern

Mit der Einführung der Abgeltungsteuer im Jahr 2009 wurde das Halbeinkünfteverfahren auf Dividendenerträge und die Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen nach einer Spekulationsfrist von einem Jahr abgeschafft. Aktienerträge werden seitdem uneingeschränkt sowohl auf Unternehmens- als auch auf Anlegerebene besteuert. Resultat ist eine Steuerbelastung 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.

Diese signifikante steuerliche Diskriminierung der Aktie muss zumindest verringert werden:

Im Rahmen der Abgeltungsteuer

Der Anleger muss über ein Teileinkünfteverfahren für die Steuer, die auf die Aktienerträge auf Unternehmensebene angefallen sind, entlastet werden. Daher sollte auf Anlegerebene nur ein Teil der Aktienerträge mit der Abgeltungsteuer besteuert werden (beispielsweise die Hälfte).¹¹

Rückkehr zum persönlichen Einkommensteuersatz

Sollte die Kapitalertragsbesteuerung künftig wieder nach dem persönlichen Einkommensteuersatz erfolgen, muss das Halbeinkünfteverfahren für Dividenden und die Steuerfreiheit für Veräußerungsgewinne – nach einer angemessenen Haltefrist – wieder eingeführt werden.

Angemessene steuerliche Anreize müssen zudem dafür sorgen, dass der langfristige Besitz von KMU-Aktien attraktiver wird. Entsprechende Fördermodelle, etwa das „Enterprise Investment Scheme“, existieren in Großbritannien und haben dort dafür gesorgt, die Zahl der Börsengänge von KMUs deutlich zu erhöhen.

¹¹ Siehe hierzu die Vorschläge des Deutschen Aktieninstituts: [Nachjustierung der Aktienbesteuerung. Empfehlungen des Deutschen Aktieninstituts zur steuerlichen Gleichstellung von Eigen- und Fremdkapital](#), Dezember 2010.

3 Anlageberatung: Neujustierung der Regulierung

Banken müssen eine Vielzahl von regulatorischen Pflichten (insbesondere die Dokumentation der Beratung, die Bereitstellung von Produktinformationsblättern) erfüllen, bevor sie ihren Kunden überhaupt ein Anlageprodukt anbieten können. Die Implementierung entsprechender Prozesse ist nicht nur kostspielig; die Erfüllung der Pflichten beansprucht auch viel Zeit, die für eine ausführliche Beratung nicht mehr zur Verfügung steht. Zudem steigt der Aufwand für den Umgang mit potenziellen Haftungsrisiken. Viele Banken haben sich deshalb aus der Beratung zu Aktien vollständig zurückgezogen oder diese erheblich reduziert.¹² Dem Anleger fehlt damit immer mehr der „natürliche“ Zugang zum Aktieninvestment. Kunden, die noch beraten werden, ist der Dokumentationsaufwand zunehmend eher lästig als nützlich.¹³ Das in der Anlageberatung zur Verfügung gestellte Pflicht-Informationsmaterial ist mittlerweile zu umfassend und kann von vielen Kunden nicht angemessen verarbeitet werden.

Es ist daher dringend geboten, die regulatorischen Anforderungen an die Wertpapier- und Aktienberatung auf den Prüfstand zu stellen. Keinesfalls geht es um eine Absenkung des Schutzniveaus für den Verbraucher. Ganz im Gegenteil sollte der Verbraucher ebenfalls von einer Neujustierung der Anlageberatung, wie wir sie vorschlagen, profitieren:

Informationsbereitstellung

Wir begrüßen die politischen Bemühungen, die Bereitstellung von Produktinformationsblättern für Einzelaktien durch die Option zur Bereitstellung eines allgemeinen Produktinformationsblattes für die Gattung Aktien zu erleichtern. Neben der Entlastung der Banken erfolgt dieser Vorschlag aus der Erkenntnis heraus, dass der Informationswert der Produktinformationsblätter für Einzelaktien äußerst gering bzw. nicht vorhanden ist. Der Aufwand zur Bereitstellung allerdings – insbesondere für kleinere Banken – hoch. Auch andere Informationsanforderungen sollten vor dem Hintergrund „Informationsnutzen für den Anleger“ und „Aufwand für die Bereitstellung durch die Banken“ geprüft werden.

¹² Siehe [Deutsches Aktieninstitut: Regulierung drängt Banken aus der Aktienberatung – eine Umfrage unter deutschen Kreditinstituten, Studien des Deutschen Aktieninstituts](#), Juli 2014, S. 15.

¹³ Eine Studie, die im Auftrag des BMJV 2014 zur Dokumentation in der Beratungspraxis erstellt wurde, kommt zu dem Schluss, dass sich ein Fünftel der befragten Verbraucher für ein Recht zum Verzicht auf eine Dokumentation des Beratungsgesprächs, wie es derzeit beim Abschluss von Versicherungen möglich ist, auch bei der Wertpapierberatung aussprechen. 26,4 Prozent lehnen ein solches Verichtsrecht ab; der überwiegenden Mehrheit fällt es schwer, hierzu eine Einschätzung abzugeben („weiß nicht“). Siehe Ortman, Mark/Tutone, Simone: [Evaluierung der Beratungsdokumentation im Geldanlage- und Versicherungsbereich](#), Februar 2014, S. 159.

Dokumentationspflichten

Eine vom BMJV in Auftrag gegebene Studie zur Beratungsdokumentation im Bereich Geldanlage und Versicherungen enthält die Handlungsempfehlung, erfahrenen Kunden das Recht auf den Verzicht der Dokumentation des Beratungsgesprächs einzuräumen. Diese sind i.d.R. informierter und dementsprechend besser in der Lage, die Auswirkungen des Verzichts abschätzen zu können.¹⁴ Voraussetzung ist natürlich, dass der Anlageberater den Kunden die Details der Verzichtsmöglichkeit transparent darlegt. Obwohl auch von Teilen der Politik wohlwollend diskutiert, konnte sich das Optionsmodell in Deutschland nicht durchsetzen, da die entsprechenden europäischen Regeln zur Geeignetheitserklärung, die ab 2018 mit dem Inkrafttreten von MiFID II das Beratungsprotokoll ersetzen, keine Verzichtsmöglichkeit vorsehen. Trotzdem sollte das Optionsmodell wieder auf die politische Tagesordnung, denn es bewahrt das Selbstbestimmungsrecht erfahrener Anleger und reduziert den Aufwand der Banken in der Anlageberatung.

¹⁴ Siehe ebd., S. 317ff.

4 Mitarbeiteraktie: Idealer Einstieg in die Aktienanlage

Die Verbreitung von Mitarbeiteraktien ist ein wesentlicher Beitrag zur Förderung der Aktienkultur. Unternehmen, die Mitarbeiteraktien anbieten, haben ein großes Interesse daran, dass dieses Angebot von möglichst vielen Beschäftigten angenommen wird. Daher informieren sie ausführlich über die Chancen von Aktien, aber auch über den Umgang mit den Risiken. Darüber hinaus gewähren sie bei der Aktienaussgabe einen Rabatt von bis zu 50 Prozent auf den Marktpreis, der hilft, die vielerorts in Deutschland anzutreffende Skepsis gegenüber Aktien zu überwinden.

Die Mitarbeiteraktie ist für viele Arbeitnehmer der Einstieg in die Aktienanlage und die erste Gelegenheit, sich mit dem Thema Aktienanlage überhaupt auseinanderzusetzen. Diesem ersten Schritt folgen i.d.R. weitere Schritte, d.h. die Diversifizierung des Aktienportfolios auf Aktientitel anderer Unternehmen, oder eine Diversifizierung über Aktienfonds. Diese Diversifizierung reduziert für den Arbeitnehmer das der Mitarbeiterkapitalbeteiligung inhärente „doppelte Risiko“, d.h. bei Insolvenz des Unternehmens nicht nur den Arbeitsplatz, sondern auch einen beträchtlichen Teil des Vermögens zu verlieren.

Die Verbreitung von Mitarbeiteraktien hängt aber wesentlich von den Rahmenbedingungen ab. Auch diese müssen in Deutschland verbessert. Es besteht also Handlungsbedarf für die Politik:¹⁵

Rechtsunsicherheiten beseitigen

Die Einführung von Mitarbeiteraktien ist komplex und mit zahlreichen rechtlichen Unsicherheiten verbunden. Dazu gehört insbesondere die Beschaffung der Aktien, die an die Mitarbeiter im Rahmen der Mitarbeiterkapitalbeteiligung ausgegeben werden. Um die Mitarbeiter zur Kapitalbeteiligung zu motivieren, gewähren Unternehmen den Arbeitnehmern regelmäßig Abschläge vom Börsenkurs. Der Ausgabepreis der jungen Aktien bei einer genehmigten Kapitalerhöhung darf jedoch nicht „unangemessen niedrig“ sein (§ 255 Abs. 2 AktG). Es ist unklar, ob die Unternehmen mit den Abschlägen, die sie gewähren, diese Vorgabe erfüllen. Die Prüfung der Rechtslage ist mit einem enormen Aufwand verbunden. Es sollte deshalb gesetzlich klargestellt werden, dass die Ausgabe von Belegschaftsaktien mit den jeweiligen Abschlägen im Rahmen des pflichtgemäßen Ermessens der Unternehmen liegt.

¹⁵ Siehe hierzu im Detail die Anregungen des Deutschen Aktieninstituts: [Neuer Schwung für die Belegschaftsaktie in Deutschland: Angemessene Anreize setzen – Hindernisse beseitigen](#), Dezember 2014.

Diese und weitere Klarstellungen¹⁶ sind notwendig, um die Einführung von Mitarbeiteraktien zu erleichtern.

Staatliche Förderung ausbauen – politisches Signal „Pro Aktienanlage“

Eine angemessene steuerliche Förderung der Mitarbeiterkapitalbeteiligung ist in Deutschland erforderlich. Bisher ist der Rabatt, den Unternehmen bei der Ausgabe von Mitarbeiteraktien und anderen Kapitalbeteiligungen gewähren, beim Arbeitnehmer nur bis zu einem Betrag von 360 Euro p.a. steuer- und sozialabgabenfrei. Alles, was darüber hinausgeht, muss der Arbeitnehmer als geldwerten Vorteil versteuern. Damit verringert sich das Nettogehalt des Arbeitnehmers wegen entsprechender Steuerzahlungen, obwohl das Unternehmen die Aktien unter dem Marktpreis ausgibt und damit dem Mitarbeiter faktisch mehr Lohn, allerdings in Form von Aktien, auszahlt. Dies ist schwer nachvollziehbar und führt bei vielen Mitarbeitern dazu, von der Teilnahme am Mitarbeiterbeteiligungsprogramm Abstand zu nehmen. Der steuer- und abgabenfreie Betrag sollte daher auf mindestens 1.000 Euro erhöht werden. Mit dieser Erhöhung ist ein politisches Signal „Pro Aktie“ verbunden, da dieses Förderinstrument gezielt und adäquat Anreize für die Aktienanlage und andere Kapitalbeteiligungen setzt. Es ist also eine wichtige Stellschraube, um die Deutschen aus der „Sparbuchfalle“ herauszuholen, und ihnen die Scheu vor volatileren, aber renditestärkeren Anlagemöglichkeiten wie Aktien zu nehmen. Schließlich ist unser Vorschlag moderat: Deutschland läge mit einer Erhöhung des steuer- und abgabenfreien Betrags auf 1.000 Euro im Vergleich zu vielen vergleichbaren Industrieländern immer noch auf den hinteren Rängen.

¹⁶ Zu den Details siehe hierzu ebd.

5 Entbürokratisierung des Prospektregimes

Die obigen Maßnahmen tragen dazu bei, dass künftig mehr Kapital für den Aktienmarkt und Börsengänge bereitgestellt werden. Darüber hinaus müssen der Börsengang und die Börsennotiz für die Unternehmen leichter werden. Dazu gehört eine Entschlackung des Prospektregimes, das kostenintensiv ist und insbesondere auf junge, meist kleinere Wachstumsunternehmen abschreckend wirkt. Die Anforderungen an die Prospektpflicht müssen daher vereinfacht und flexibilisiert werden.

Dies gilt sowohl für den Börsengang als auch für nachfolgende Kapitalerhöhungen (Sekundäremissionen):

Börsengang

- Eine Anpassung des Prospekts bei einem Börsengang ist bislang u.a. „für wichtige neue Umstände“ nur im Rahmen eines von der BaFin zu billigenden Nachtrages möglich (§ 16 Abs. 1 WpPG). Hier sollte die Flexibilität erhöht werden, um das öffentliche Angebot den Marktbedingungen und der Nachfrage entsprechend – ohne eine Nachtragspflicht und ggf. eine Verlängerung des öffentlichen Angebots – anpassen zu können. Mehr Flexibilität wäre insbesondere für das Volumen der Aktien (Abweichungen bis zu X Prozent des im Prospekt angegebenen Werts) und der Preisspanne begrüßenswert. Die Information der Öffentlichkeit könnte über eine Pressemitteilung oder einen Nachtrag erfolgen, der nicht nochmals von der BaFin gebilligt werden muss und damit das öffentliche Angebot nicht verlängert.
- Um die hauptsächlich angelsächsischen Investoren anzusprechen, wird der Prospekt i.d.R. in englischer Sprache verfasst. Wenn der Emittent seine Aktien nur in Deutschland und in keinem anderen EU-Mitgliedstaat öffentlich anbietet, kann er zwar einen englischen Prospekt mit deutscher Zusammenfassung erstellen, muss sich hierfür allerdings die Genehmigung der BaFin einholen (§ 19 WpPG). Inzwischen hat die BaFin hierzu in einem Rundschreiben Anforderungen aufgestellt, die allerdings noch nicht erprobt sind. Der Prozess zur Erstellung eines englischen Prospekts mit deutscher Zusammenfassung ist also weiterhin unangemessen aufwendig. Wichtig wäre daher die Vereinfachung, dass ein solcher Prospekt ohne weitere Anforderungen und Genehmigungen erstellt werden kann, wie dies bspw. in Österreich möglich ist.
- In der deutschen Umsetzung der überarbeiteten Prospektverordnung sollte der Gesetzgeber die darin enthaltende Option der Mitgliedstaaten

nutzen, dass eine prospektfreie Emission bis zu einem Volumen von 8 Mio. Euro in einem Zeitraum von 12 Monaten möglich ist (Art. 3 Abs. 2(b) EU-Prospektverordnung). Außerdem muss klargestellt werden, dass diese Erleichterungen nicht nur für den organisierten Markt gelten, sondern für alle börsenregulierte KMU-Segmente im Freiverkehr.

- Der KMU-Wachstumsprospekt, der Erleichterungen bei der Prospekterstellung für KMU vorsieht, ist entweder KMUs vorbehalten oder Emittenten, die an einem KMU-Wachstumsmarkt notiert sind. Unternehmen, die eine Notiz an einem KMU-Segment im börsenregulierten Freiverkehr anstreben, das nicht die Anforderungen eines KMU-Wachstumsmarkts erfüllt, können die Erleichterungen des KMU-Wachstumsprospekts nicht in Anspruch nehmen, wenn sie wiederum nicht der restriktiven KMU-Definition entsprechen.

Kapitalerhöhungen/Sekundäremissionen

Der Börsengang ist keine einmalige Angelegenheit, sondern bietet jungen Wachstumsunternehmen die Möglichkeit, permanent über Kapitalerhöhungen Wachstum und Beschäftigung zu finanzieren. Vereinfachungen des Prospekts sind hierbei notwendig und angemessen, da der Emittent bereits an der Börse notiert ist und über die laufenden Offenlegungsanforderungen den Investoren ausreichend Einblick in die Geschäftstätigkeit gewährt.

- Wir begrüßen daher die in Art. 14 Prospektverordnung vorgesehenen Vereinfachungen für Sekundäremissionen. Nun kommt es darauf an, dass dieser Vereinfachungsgedanke bei den Arbeiten der ESMA zur konkreten Ausgestaltung der Regeln weiterhin im Vordergrund steht. Hierauf sollte die Bundesregierung gemeinsam mit der BaFin in den Verhandlungen auf ESMA-Ebene hinwirken.
- Kritisch ist allerdings, dass die Vereinfachungen auf Emittenten beschränken sollen, die an einem geregelten Markt oder einem KMU-Wachstumsmarkt gemäß MiFID II gelistet sind. Es muss klargestellt werden, dass alle KMU-Segmente, auch diejenigen, die nicht in den KMU-Wachstumsmarktmodus wechseln, von diesen Vereinfachungen Gebrauch machen können.
- Perspektivisch ist zu überlegen, inwiefern überhaupt ein Prospekt für Sekundäremissionen notwendig ist, wenn die Rechte der Altaktionäre, die das Unternehmen bereits gut kennen, über ein Bezugsrecht abgesichert sind. Prospektfreiheit sollte auch dann gelten, wenn das gesamte Angebot „neuer“ Aktien nicht ausschließlich von den Altaktionären – aufgrund zu geringer Nachfrage – bezogen wird. Dann sollten Altaktionäre die Möglichkeit erhalten, überquotale Aktien zu beziehen bzw. die

nichtbezogenen Stücke sollten von einzelnen, professionellen Investoren aufgekauft werden können, die bislang noch nicht zu den Altaktionären gehört haben. Ein solches Vorgehen war lange Zeit im Freiverkehr etablierte Praxis und hat unseres Wissens nicht zu Missbräuchen geführt.

Kontakt

Dr. Norbert Kuhn
Leiter Unternehmensfinanzierung
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main
Telefon + 49 69 92915-20
Fax + 49 69 92915-12
kuhn@dai.de
www.dai.de