

Strategien zur nachhaltigen Finanzierung der Zukunft Deutschlands

Die Leistungsfähigkeit unseres Kapitalmarkts:
Was wir tun müssen, um das Potenzial zu nutzen



DEUTSCHE BÖRSE
GROUP

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	4
Zusammenfassung	6
1. Der Kapitalmarkt: Motor für Innovation, Arbeitsplätze und Wohlstand	8
2. Die Herausforderungen für den deutschen und europäischen Kapitalmarkt im globalen Vergleich	11
2.1 Die Finanzierung aus Unternehmenssicht: Kapitalmarkt und Innovation	12
2.1.1 Die Wachstumsfinanzierung in Deutschland über den privaten Kapitalmarkt	15
2.1.2 Die Finanzierung über den öffentlichen Kapitalmarkt: Der Rückgang der Börsennotierungen in Deutschland	19
2.2 Die Leistungsfähigkeit und Organisation des deutschen Kapitalmarktes	24
2.2.1 Die steuerlichen Rahmenbedingungen	25
2.2.2 Die gesetzlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen	28
2.2.3 Die Rolle der Börsen als Marktorganisatoren	34
2.2.4 Die Rolle der Finanz- und Informationsintermediäre	36
2.2.5 Die Bedeutung von Finanzinnovationen und Innovationsfinanzierung	39

2.3	Die Vermögensbildung und Aktienanlage in Deutschland	44
2.3.1	Die Rendite alternativer Anlageformen: Die Aktie ist am vorteilhaftesten	44
2.3.2	Das Anlageverhalten privater Haushalte: Bei der Aktie liegen die Deutschen weit zurück	46
2.3.3	Das Anlageverhalten institutioneller Anleger	49
2.3.4	Das Altersvorsorgesystem in Deutschland im internationalen Vergleich: Kapitalbedarf und Finanzierung	50
3.	Die drei Eckpfeiler einer Kapitalmarktstrategie zur Stärkung von Zukunftsfähigkeit, Wirtschaft und Wohlstand	53
4.	Ausblick: Das Potential des Kapitalmarktes für eine nachhaltige Gesellschaft	56
	Anhang: Empfehlungen für einen Aktionsplan Kapitalmarkt	58
	Abbildungsverzeichnis	61
	Institutionelle Literatur	62
	Akademische Literatur	65
	Verweise und weitere Erläuterungen	70

Vorwort

Deutschlands Wachstums- und Innovationsmotor ist aktuell noch in der Lage, den Status quo als eine der größten Volkswirtschaften der Welt zu halten. Doch wenn es um die Zukunfts- und Wettbewerbsfähigkeit unseres Landes geht, dann droht die Bundesrepublik immer weiter zurückzufallen. Nicht weil es an Ideen, Innovationen, Patenten oder risikobereiten Unternehmer*innen mangelt, sondern weil Deutschland relativ zu seiner Wirtschaftskraft keinen leistungsstarken und zukunftsorientierten Kapitalmarkt besitzt.

Im direkten Vergleich mit anderen großen Volkswirtschaften hat Deutschland derzeit einen eher schwächeren Kapitalmarkt, eine sehr niedrige Aktionärsquote, einen enormen Mangel an inländischem Wachstumskapital und eine geringe Anzahl an Börsengängen.

Das mag auf den ersten Blick nicht sonderlich bedrohlich erscheinen. Ein gut funktionierender Kapitalmarkt liefert jedoch den Antrieb, den der Wachstums- und Innovationsmotor dringend benötigt, um die gesellschaftlichen Herausforderungen und die Transformation in eine zukunftsorientierte Wirtschaft zu meistern. Die ambitionierten Klimaziele, die sich Deutschland und Europa gesetzt haben, die Digitalisierung der Wirtschaft und Gesellschaft sowie die Sicherung des Rentensystems sind ohne einen leistungsstarken Kapitalmarkt kaum erreichbar.

Deutschland droht somit nicht nur den Anschluss im internationalen Wettbewerb zu verlieren – auch die großen, dringenden gesellschaftlichen Herausforderungen werden nicht auf eine nachhaltige und gerechte Weise bewältigt, sondern auf die nachfolgenden Generationen verlagert.

Daher brauchen wir eine konzertierte Strategie in Deutschland und in Europa, um unsere Kapitalmärkte zu stärken. Im Gegensatz zu den USA und China hat die Europäische Union keinen einheitlichen Kapitalmarkt. Dies ist ein struktureller Nachteil für die EU im globalen Wettbewerb. Einheitliche Kapitalmärkte bieten ein uniformes Regelwerk, mehr Liquidität und höhere Effizienz sowie größere Anreize für Investoren und Unternehmen. Die Vorschläge für eine Vertiefung der Kapitalmarktunion liegen vor, nun müssen sie dringend umgesetzt werden. Deutschland muss dabei Verantwortung übernehmen und Europa mitgestalten, statt auf Europa zu warten.


Aber das allein wird zur Stärkung unseres Kapitalmarktes nicht reichen. Wir benötigen darüber hinaus eigene nationale Anstrengungen – eine Strategie zur nachhaltigen Finanzierung der Zukunft Deutschlands.

Wir müssen:

- Anreize dafür schaffen, **mehr Kapital zu mobilisieren**. Nur so können Ideen und Unternehmen in Deutschland wachsen und weiterhin dem nationalen Standort treu bleiben.
- Rahmenbedingungen schaffen, die den **Zugang zum Kapitalmarkt erleichtern**. Nur so kann eine Skalierbarkeit von Geschäftsmodellen oder auch Technologien sichergestellt werden, die in der Lage sind, transformatorische Herausforderungen zu meistern.
- Konzepte umsetzen, die eine **wirtschaftliche Teilhabe am Erfolg** der Unternehmen ermöglichen und den Vermögensaufbau fördern. Nur so kann auch den Herausforderungen der Altersvorsorge langfristig begegnet werden.

Um den Wohlstand unserer Bürger*innen und unsere gemeinsamen Werte auch für künftige Generationen zu sichern, müssen Deutschland und Europa Kraft aus einem starken Finanzsystem und Kapitalmarkt schöpfen können. Es darf nicht nur darum gehen, den bisherigen Erfolg zu verwalten. Vielmehr gilt es, unsere Zukunft zu gestalten. Regierung, Real- und Finanzwirtschaft sowie die Wissenschaft müssen jetzt an einem Strang ziehen. Die Zeit drängt.


Dr. Theodor Weimer


Dr. Thomas Book

Zusammenfassung

Die vorliegende Studie untersucht die Leistungsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes. Im Fokus stehen dabei die Eigenkapitalfinanzierung von Unternehmen und die Vermögensbildung. An den Anfang stellen wir kritische Fragen, um die aktuellen Probleme und Herausforderungen zu verdeutlichen:

Warum ist die Anzahl der Börsengänge und börsennotierten Unternehmen in Deutschland und Europa in den letzten Jahren immer weiter zurückgegangen? Warum verliert der deutsche Kapitalmarkt im internationalen Vergleich immer weiter an Bedeutung? Daran schließt sich unmittelbar auch die Frage nach dem Anlageverhalten an: Investieren wir in Deutschland ausreichend in Aktien? Viele akademische Studien und andere Veröffentlichungen befassen sich mit diesen für unsere Zukunft kritischen Fragen, denn Deutschland fällt beim Vergleich wichtiger Kennzahlen international immer weiter zurück. Das Ziel dieser Studie ist es, Zusammenhänge zu verdeutlichen und einen zusammenfassenden Stand der aktuellen Analysen zu liefern. Unser Anliegen ist es, einen konstruktiven Beitrag zu der dringend erforderlichen Diskussion über die zu ergreifenden Maßnahmen zu liefern. Die zentrale Frage dabei lautet: Wie muss eine ökonomisch und wissenschaftlich fundierte Strategie zur nachhaltigen Finanzierung der Zukunft Deutschlands aussehen?¹⁾

Die wesentlichen Ergebnisse lassen sich folgendermaßen zusammenfassen:

- Die Wettbewerbsfähigkeit und Innovationskraft Deutschlands nimmt ab. Vor allem bei der erfolgreichen Umsetzung von Ideen – der Kommerzialisierung – hinkt Deutschland hinterher. Aber auch Forschungsleistung und Anzahl der Patente gehen im internationalen Vergleich zurück.
- Gleichzeitig tragen Technologie und Innovation maßgeblich dazu bei, die großen gesellschaftlichen Herausforderungen wie den Klimawandel und die Digitalisierung zu bewältigen.
- Die notwendigen langfristigen Investitionen hierfür sind jedoch – genau wie die Herausforderungen selbst – immens. Sie sind zu riesig für den überlasteten Bundeshaushalt und die staatliche Verschuldungsquote.
- Die Innovationskraft und die Fähigkeit, Ideen in Produkte umzusetzen, sind eng mit der Stärke des Kapitalmarktes verbunden. Nur ein starker Kapitalmarkt kann ein Motor für Innovation und Wachstum sein, indem er das notwendige Kapital für zukunftsorientierte Technologien, Produkte und Geschäftsmodelle zur Verfügung stellt.
- Gerade in Zeiten der Plattformökonomie ist ein schnelles Wachstum für die Durchsetzungsfähigkeit und globale Bedeutung von Unternehmen entscheidend. Ein Börsengang ist dabei eine effektive Möglichkeit, dauerhaft Zugang zum Kapitalmarkt zu gewinnen.

- Der deutsche Kapitalmarkt ist jedoch heute nicht in der bestmöglichen Position, den notwendigen Finanzierungsbedarf von innovativen Unternehmen zu decken und die internationale Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands sicherzustellen und zu stärken. Die aktuellen Strukturen lassen eine effektive und effiziente Entfaltung des deutschen Kapitalmarktes nicht zu, hervorzuheben sind hier insbesondere:
 - Die steuerlichen Rahmenbedingungen, die eine Mobilisierung von Eigenkapital eher verhindern als fördern;
 - Hohe Anforderungen und zu wenige Investoren, die den Zugang zum Kapitalmarkt vor allem für kleine und mittelständische Unternehmen (KMU) vergleichsweise schwierig gestalten;
 - Ein veraltetes und unflexibles Unternehmens- und Aktienrecht, das nicht passgenau für unterschiedliche Geschäftsmodelle und Wachstumsstrategien genutzt werden kann;
 - Das umlagebasierte Rentensystem, das eine Teilhabe am wirtschaftlichen Erfolg nur sehr begrenzt ermöglicht und eine zusätzliche Mobilisierung von Kapital verhindert;
 - Ein geschwächter Sekundärmarkt, der den liquiden Handel gelisteter Unternehmen mindert.
 - Dies hat zu einem gravierenden Rückgang der Anzahl gelisteter Unternehmen geführt; tatsächlich hat sich die Zahl börsennotierter Unternehmen in den vergangenen 20 Jahren nahezu halbiert.
 - Trotz einiger positiver Entwicklungen in jüngster Zeit ist insgesamt zu wenig Eigenkapital für (Wachstums-)Unternehmen bereitgestellt worden. Das gilt für die Skalierung in entscheidenden Wachstumsphasen, und zwar vor wie nach einem Börsengang.
 - Andere Länder wie die USA, aber auch Schweden, Italien und Großbritannien, sind in dieser Hinsicht wesentlich erfolgreicher, da dort durch steuerliche Anreize und Reformen im Rechts- und Rentensystem eine höhere Mobilisierung von privatem Eigenkapital und mehr Börsengänge erreicht wurden.
- Daraus folgt:
- Wir benötigen mehr Eigenkapital, mehr Börsengänge und einen wettbewerbsfähigen Kapitalmarkt, wenn wir den internationalen Anschluss nicht verlieren wollen.
 - Wir brauchen eine ganzheitliche, nationale Kapitalmarktstrategie als Ergänzung der europäischen Kapitalmarktunion, um die Stärken des deutschen Kapitalmarktes und damit die Innovationskraft und Wettbewerbsfähigkeit der Bundesrepublik zu steigern.
- Die Strategie sollte auf drei Säulen fußen:
1. Eigenkapitalbasierte Unternehmens- und Innovationsfinanzierung erleichtern
 2. Wettbewerbsfähigkeit des Kapitalmarktes stärken
 3. Teilhabe am wirtschaftlichen Erfolg ermöglichen
- Für die Formulierung einer nationalen Kapitalmarktstrategie müssen Akteure aus Politik, Wirtschaft und Gesellschaft zusammenkommen, um einen Aktionsplan „Kapitalmarkt“ für die nächste Legislaturperiode zu entwickeln. Ferner sollte die Kapitalmarktstrategie von einem dedizierten Kapitalmarktkabinetts der Bundesregierung begleitet werden.

1. Der Kapitalmarkt: Motor für Innovation, Arbeitsplätze und Wohlstand

Auf dem Kapitalmarkt treffen Unternehmen mit ihrem Finanzierungsbedarf und Investoren mit ihren Anlagewünschen zusammen. Die Börse bildet neben dem Bankensektor die zweite wesentliche Säule für die Finanzierung unserer Wirtschaft und für die Vermögensbildung und Altersvorsorge.

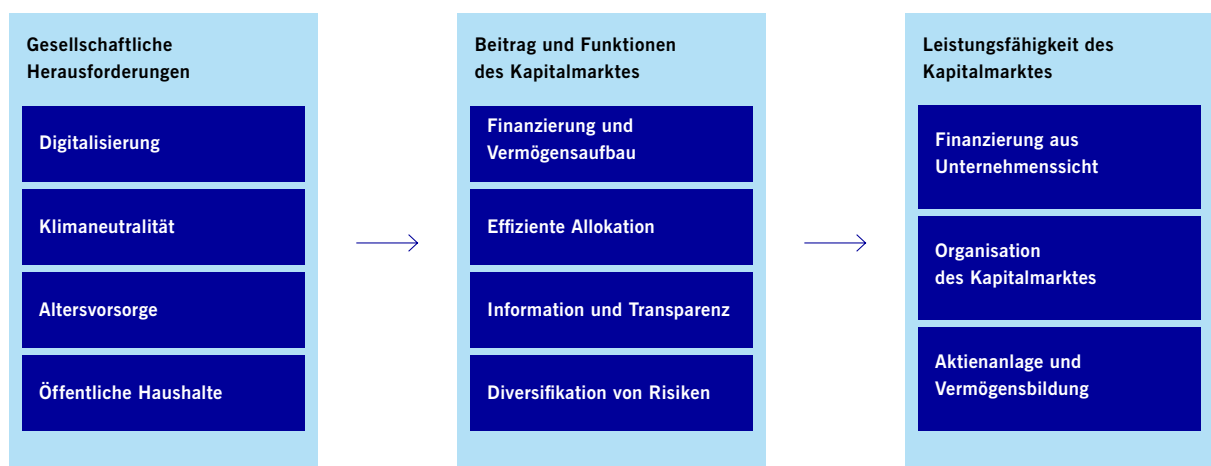
Der Kapitalmarkt als privates Investitionsprogramm

Gut funktionierende Kapitalmärkte **fördern Innovationen, Wandel und Wachstum** in einer Volkswirtschaft, indem sie stets die effiziente Allokation von Ressourcen in die besten Verwendungsmöglichkeiten sicherstellen. Gut funktionierende Kapitalmärkte

eröffnen der Gesellschaft aber auch die Chance, am **Wohlstandszuwachs zu partizipieren**. Denn ein für alle zugänglicher und effizient organisierter Kapitalmarkt verteilt die verfügbaren Anlage- und Investitionsmittel am gezieltesten auf jene Unternehmen, die die vielversprechendsten Projekte und das höchste Wachstums- und Erfolgspotential aufweisen. Insbesondere in Zeiten struktureller Veränderungen und disruptiver Innovationen in der Wirtschaft fällt dieser **Allokationsleistung** eine Schlüsselbedeutung zu.

Heute steht Deutschland vor immensen strukturellen Herausforderungen: Digitalisierung, Klimawandel, ein generationengerechtes Rentensystem – und nicht zuletzt die Überwindung der Coronakrise, die zu hohen öffentlichen Haushaltsdefiziten geführt hat.

Abbildung 1: Strukturelle Herausforderungen und die Rolle des Kapitalmarktes



Quelle: Eigene Darstellung

Kapitalmarkt als Triebfeder für Digitalisierung und Wachstum in der Plattformökonomie

Mit der digitalen Transformation hat ein neues **Zeitalter der Plattformökonomie** begonnen. Die intelligente Vernetzung von Menschen, Maschinen und Prozessen beeinflusst dabei nicht nur Arbeitsprozesse und Geschäftsabläufe. Auch die Größe der Netzwerke und Ökosysteme, in denen neue digitale Geschäftsmodelle und Technologien wie künstliche Intelligenz, Blockchain, Cloud-Computing und autonomes Fahren entwickelt werden, sind die ganz entscheidenden Parameter für den Erfolg. Schnelles Wachstum zählt. „Made in Germany“ ist ein Gütesiegel des Industriezeitalters – in Zeiten der Plattformökonomie jedoch drohen wir zurückzufallen. Globale Champions mit starken Netzwerken, die mit US-amerikanischen oder chinesischen Technologiekonzernen wie Alphabet (Google) und Apple bzw. Alibaba und Tencent mithalten können, existieren in Deutschland und Europa nicht. Europas Zukunftsfähigkeit ist bedroht, je schneller die Digitalisierung voranschreitet. Und das, obwohl enormes Potential, Talent und Wissen hierzulande bereitstehen. Was vor allem fehlt, sind das Risikokapital und ein wettbewerbsfähiger Kapitalmarkt, um Innovationen, Produktentwicklungen, Zukunftstechnologien und nachhaltiges Wachstum umfassend und kostenminimal finanzieren zu können. Denn globale Champions wachsen heute am Kapitalmarkt.

Kapitalmarkt als Motor zur Transformation in eine klimaneutrale Gesellschaft

Noch prägender ist nur die **Herausforderung des Klimawandels** für Politik, Wirtschaft und Gesellschaft. Die radikale Transformation zu einer klimaneutralen Wertschöpfung erfordert gewaltige Investitionen. Dem Kapitalmarkt kommt dabei eine entscheidende Schlüsselrolle zu. Die Bewältigung der Klimakrise erfordert einerseits Forschung²⁾ und andererseits Investoren, die über den Kapitalmarkt die Transformation fordern,³⁾ gleichzeitig aber auch unterstützen, denn ein noch nie dagewesenes Ausmaß an Kapital und Investitionen ist erforderlich, um diese Aufgaben erfolgreich zu meistern. EU-internen Schätzungen zufolge belaufen sich die notwendigen Investitionen, um die Klima- und Energieziele der EU bis 2030 zu erreichen, auf 260 Mrd. € pro Jahr.⁴⁾ In einer aktuellen Studie von McKinsey wird der Finanzbedarf in Deutschland, um Klimaneutralität im Jahr 2045 zu erreichen, sogar auf 240 Mrd. € jährlich und damit ca. 7 Prozent des Bruttoinlandsprodukts geschätzt.⁵⁾

Die öffentlichen Mittel sind begrenzt und können die vollständige Finanzierung nicht leisten. Dafür ist privates Eigenkapital erforderlich. Aktuelle Analysen zeigen, dass der CO₂-Fußabdruck einer Volkswirtschaft schneller schrumpft, wenn sie einen hohen Anteil ihrer Finanzierungsmittel von Eigenkapitalinvestoren erhält.⁶⁾ Auch wenn innovative und transformierende Investitionen in Zukunftstechnologien immer risikoreich sind, ermöglichen sie im Falle des Erfolges hohe Renditen. Projekte mit derartigen Risiko-Rendite-Strukturen können nicht mit Fremdkapital finanziert werden, sondern erfordern grundsätzlich Eigenkapital.⁷⁾ Die Eigenkapitalgeber können die Risiken aber nur tragen, wenn sie diese – wie institutionelle Investoren – durch Portfoliobildung breit streuen können. Dazu bedarf es eines effizient funktionierenden Kapitalmarktes,⁸⁾ der auch verstärkt

Mittel für grüne Projekte bereitstellt und damit die Transformation in eine nachhaltige Wirtschaft und Gesellschaft zielgenau unterstützen kann.

Kapitalmarkt als Grundlage der Vermögensbildung für die Altersvorsorge

Die Anlagemöglichkeiten am Kapitalmarkt spielen auch eine Schlüsselrolle für **den Umbau des Rentensystems**. Es ist allgemein bekannt, dass das aktuelle deutsche Rentenmodell (Umlageverfahren) künftig dramatisch an seine Grenzen stoßen wird.⁹⁾ Die Mittel des Bundes zur Finanzierung der Rentenversicherung sind mit Abstand der größte Posten im Bundeshaushalt. Sie belaufen sich bereits heute auf 94 Mrd. € und werden im Jahr 2022 auf 110 Mrd. € steigen. Beim jetzigen Sicherungsniveau würden im Jahr 2060 etwa 60 Prozent des Bundeshaushaltes zur Stabilisierung der gesetzlichen Rentenversicherung in die Rente fließen müssen.¹⁰⁾ Bewohner*innen von Ländern, in denen die Aktienanlage im System der Altersvorsorge fest verankert ist, können ihren Lebensstandard auch im Rentenalter besser sichern. Zudem schließt sich der Kreis zur Finanzierung von Innovationen. Studien belegen den positiven Effekt zwischen einem aktienorientierten Ansparverfahren, in der Pensionsfonds eine große Rolle spielen, und der Finanzierung der einheimischen Wirtschaft über die Börse.¹¹⁾

Die Herausforderungen der Zukunft sind für Wirtschaft und Gesellschaft nur mit einem starken Kapitalmarkt zu bewältigen

Mit diesen zwingend erforderlichen Transformationen sieht sich Deutschland konfrontiert, nachdem eine Pandemie unser Land und den Rest der Welt fundamental erschüttert hat. Das Gesundheits- und Sozialsystem, die Gesellschaft und die Volkswirtschaft wurden auf die Probe gestellt. Die Krise hat tiefe Spuren in den Staatsfinanzen hinterlassen. Die Staatsschuldenquoten in den meisten Volkswirtschaften sind heute auf Rekordniveau und weit höher als nach der Finanzkrise – zu Lasten nachfolgender Generationen.¹²⁾ Der Einsatz staatlicher Finanzierungsmittel wird sich künftig stärker auf die Grundfunktionen und die wesentlichen Aufgaben konzentrieren und dabei auch die Forschung und Innovationen durch gezielte Maßnahmen unterstützen müssen. Die Wachstumsfinanzierung dagegen muss stärker denn je durch Eigenkapital erfolgen, um zukunftsfähig zu bleiben.

Die Bewältigung dieser immensen Herausforderungen erfordert einen leistungsstarken Kapitalmarkt, der sowohl wirtschaftlich als auch gesellschaftlich einen nachhaltigen Beitrag leistet. Nachfolgend analysieren wir die Leistungsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes und leiten daraus geeignete Maßnahmen zu seiner gezielten Stärkung ab. Im Vordergrund steht dabei die Eigenkapitalfinanzierung über den Kapitalmarkt.

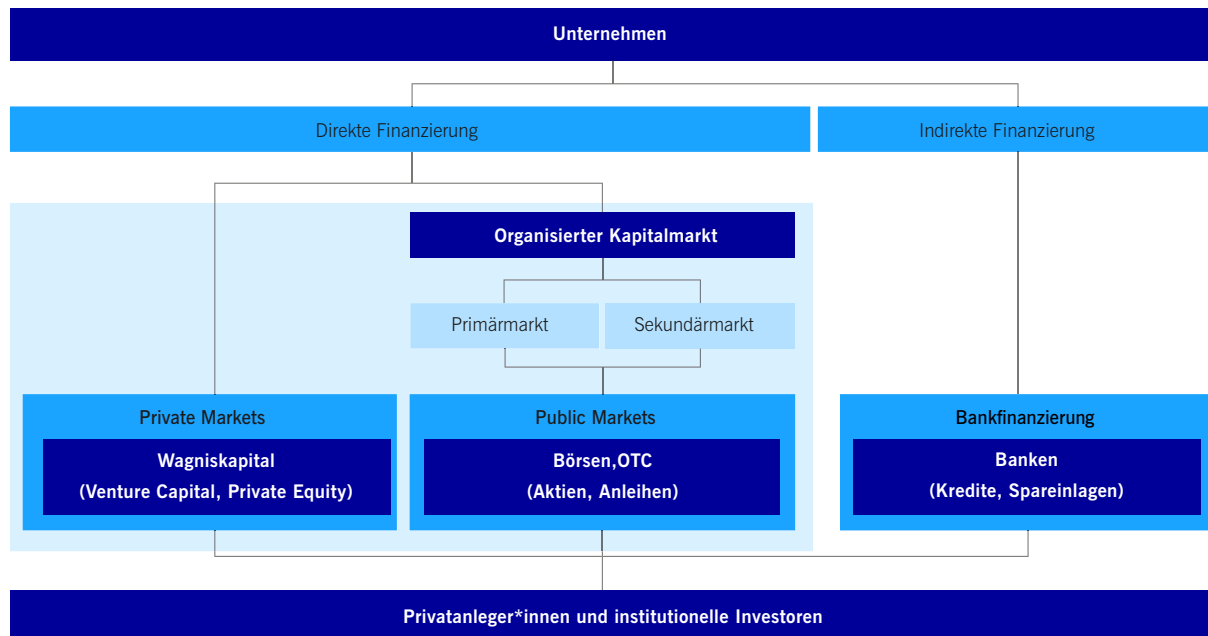
2. Die Herausforderungen für den deutschen und europäischen Kapitalmarkt im globalen Vergleich

Die drei Blickwinkel auf den Kapitalmarkt: Unternehmen, Investoren und effiziente Organisation

Die Bestandsaufnahme der Funktionsfähigkeit unseres Kapitalmarktes lässt sich aus drei Perspektiven vornehmen (Abbildung 2): einerseits aus der **Sicht des Unternehmens**, das Finanzierungsbedarf hat, um seine Ideen in Produkte umzusetzen, zu

produzieren und zu vermarkten; andererseits aus der **Sicht der Anleger*innen und Investoren**, die eine möglichst gewinnbringende Vermögensanlage suchen. Der dritte Blickwinkel ist jener der **Institutionen und Intermediäre**, die den Kapitalmarkt effizient organisieren und seine Integrität sichern. Im Folgenden betrachten wir diese drei Bereiche jeweils getrennt, auch wenn wichtige Wechselwirkungen zwischen ihnen bestehen.

Abbildung 2: Die Rolle des Kapitalmarktes zwischen Unternehmen sowie Privatanleger*innen und institutionellen Investoren



Quelle: Eigene Darstellung

2.1 Die Finanzierung aus Unternehmenssicht: Kapitalmarkt und Innovation

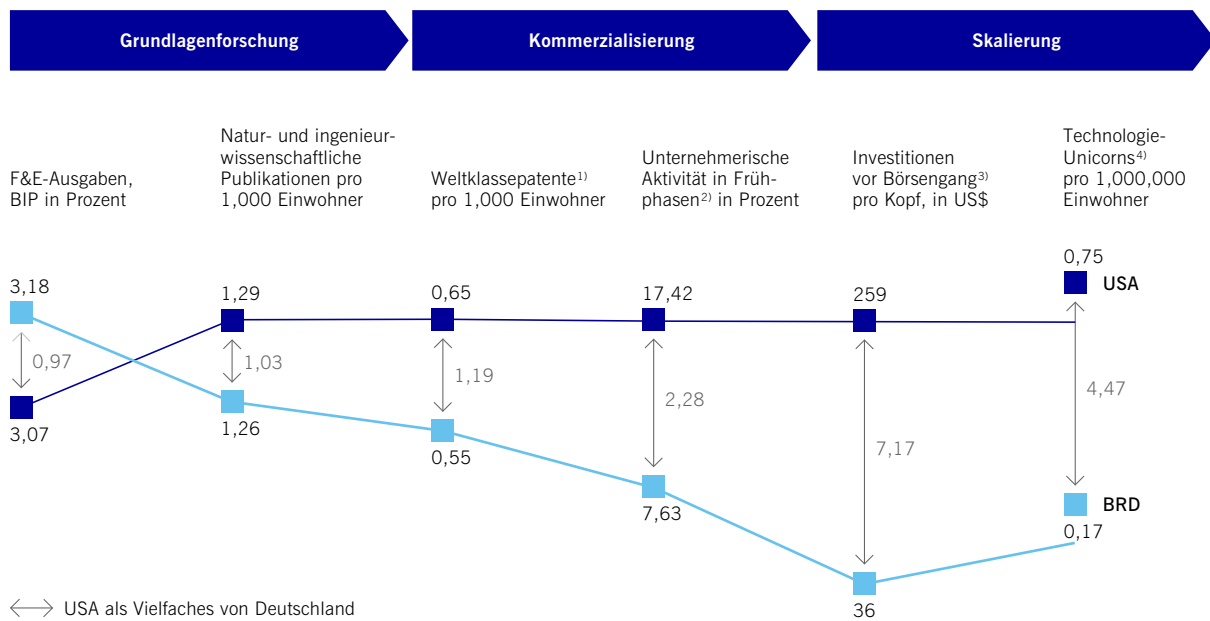
Ideen – Innovationen – Produkte

Leistungsfähige Kapitalmärkte sind von großer Bedeutung, um aus Ideen und Innovationen neue Produkte entwickeln zu können und Unternehmen wachsen zu lassen.¹³⁾ Die Fähigkeit, Spitzentechnologien zu schaffen und auf breiter Basis nutzbar zu machen, ist die zentrale Triebfeder des langfristigen wirtschaftlichen Wachstums und dient damit auch als Basis zur Sicherung von Beschäftigung und Wohlstand.¹⁴⁾ Deutschland ist seit jeher stark in der Grundlagenforschung und hat unzählige Ideen, Innovationen und Patente hervorgebracht. Dieser positive Eindruck schwindet jedoch im internationalen Vergleich zusehends, sobald es um die Umsetzung in Produkte und ihre erfolgreiche Vermarktung geht (Abbildung 3). Zudem zeigt sich leider auch, dass in Deutschland, verglichen mit den USA, die Forschungsleistung und die Anzahl von Weltklassepatenten zurückgegangen sind. Ebenso die unternehmerischen Aktivitäten in den Frühphasen und die Investitionen vor dem Börsengang inkl. Unicorns (Einhörner). Auch hier besteht erheblicher Aufholbedarf.¹⁵⁾

Problem der Umsetzung von Ideen in Produkte: Eigenkapital ist dringend erforderlich

Viele dieser Ideen und Geschäftsmodelle – gerade im Technologie- und Biotechnologiebereich – sind kapitalintensiv und die Entwicklungszeiten bis zur Produktreife und Skalierung des Produktionsprozesses auf ein gewinnbringendes Niveau oftmals langwierig und mit hohen Risiken verbunden. Sie eignen sich deshalb weniger für die Finanzierung über Banken, die weiter steigenden regulatorischen Anforderungen unterliegen und daher kaum noch in der Lage sind Risikokapital bereitzustellen. Auch verbrieftes Fremdkapital in Form von Anleihen kann diese Funktion nicht übernehmen, weil es oftmals an adäquaten Sicherheiten fehlt. Deshalb ist für Unternehmen in der Frühphase die Wagniskapitalfinanzierung von so entscheidender Bedeutung. Dabei kann auch die Auflegung von staatlichen Förderprogrammen einen entscheidenden Beitrag zum Erfolg innovativer Projekte leisten.¹⁶⁾

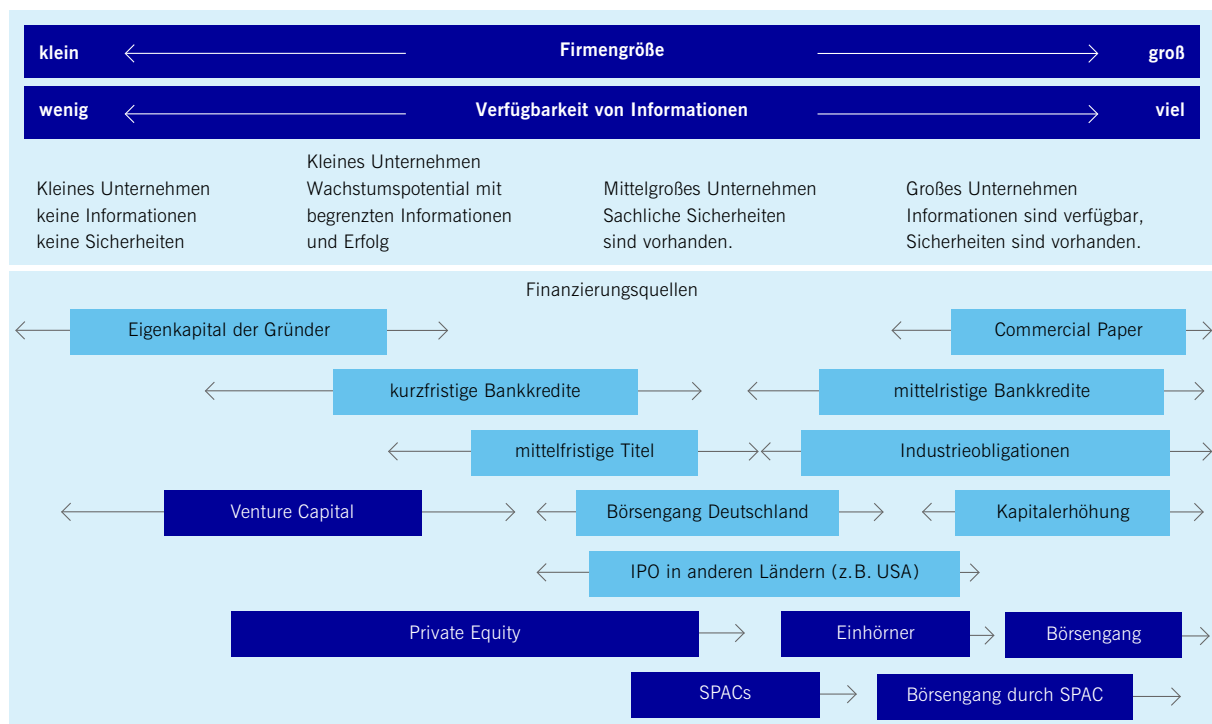
Abbildung 3: Deutschland stark in der Grundlagenforschung, aber schwach in der Kommerzialisierung und Skalierung



- 1) Berücksichtigt die besten 10% aller Patente innerhalb einer definierten Technologie, basierend auf der Qualität von Patenten, gemessen an ihrer Marktabdeckung und technologischen Relevanz (58 Schlüsseltechnologien wurden identifiziert)
- 2) Anteil der Bevölkerung zwischen 18 und 64 Jahren, der entweder als aufsteigende Unternehmer*in aktiv oder in der Geschäftsführung eines neu gegründeten Unternehmens ist
- 3) Veröffentlichte Investitionen in nicht börsennotierten Unternehmen 2017
- 4) Start-ups mit einer Unternehmensbewertung von >1 Mrd. US\$, die in digitalen Geschäftsmodellen in den Bereichen B2B oder B2C auf Internet, Software oder Hardware tätig sind (in dieser Denition sind z.B. sowohl Advanced-Analytics-, Ad-Tech-Unternehmen als auch Halbleiterhersteller eingeschlossen)

Quelle: McKinsey & Company, 2021a, Deutschland 2030 – Kreative Erneuerung, S. 31

Abbildung 4: Entwicklung eines Unternehmens und Finanzierungsmöglichkeiten



Quelle: Eigene Darstellung

Venture Capital ist entscheidender Treiber in der frühen Phase eines Unternehmens

Der Entwicklungsprozess von der ersten Geschäftsidee bis zum umgesetzten Geschäftsmodell wird meist in Phasen eingeteilt, die durch verschiedene Finanzierungsrunden geprägt sind. Dabei spielt das Engagement von Investoren, die Eigenkapital bereitstellen, die Schlüsselrolle. Die Instrumente und Kapitalgeber unterscheiden sich je nach Phase des Unternehmenswachstums, die insbesondere durch Informationsasymmetrien und fehlende Sicherheiten gekennzeichnet sind (Abbildung 4). Am Anfang steht oft das Kapital der Gründer*innen, das bei sehr positiven Zukunftsprognosen durch Wagnis-

kapital (Venture Capital) weiter gefördert wird. Je nach Grad der Innovation (marginal, effizienzsteigernd, disruptiv) können sich verschiedene Exit-Strategien oder Wachstumspfade ergeben, wie beispielsweise die Übernahme durch oder der Verkauf an ein anderes Unternehmen. Weitere Finanzierungsalternativen am privaten Kapitalmarkt sind zunächst Venture Capital und Private Equity. Der Gang an den öffentlichen Kapitalmarkt könnte dann ein früher Börsengang zur Finanzierung des weiteren Wachstums (traditionelles IPO) sein oder ein späterer Börsengang als Einhorn. Bei operativem Erfolg und hoher Aktien-Performance stehen Kapitalerhöhungen und Anleiheemissionen als Finanzierungsalternativen zur Verfügung. Bankfinanzierungen können in verschiedenen Phasen mehr oder weniger hinzukommen.

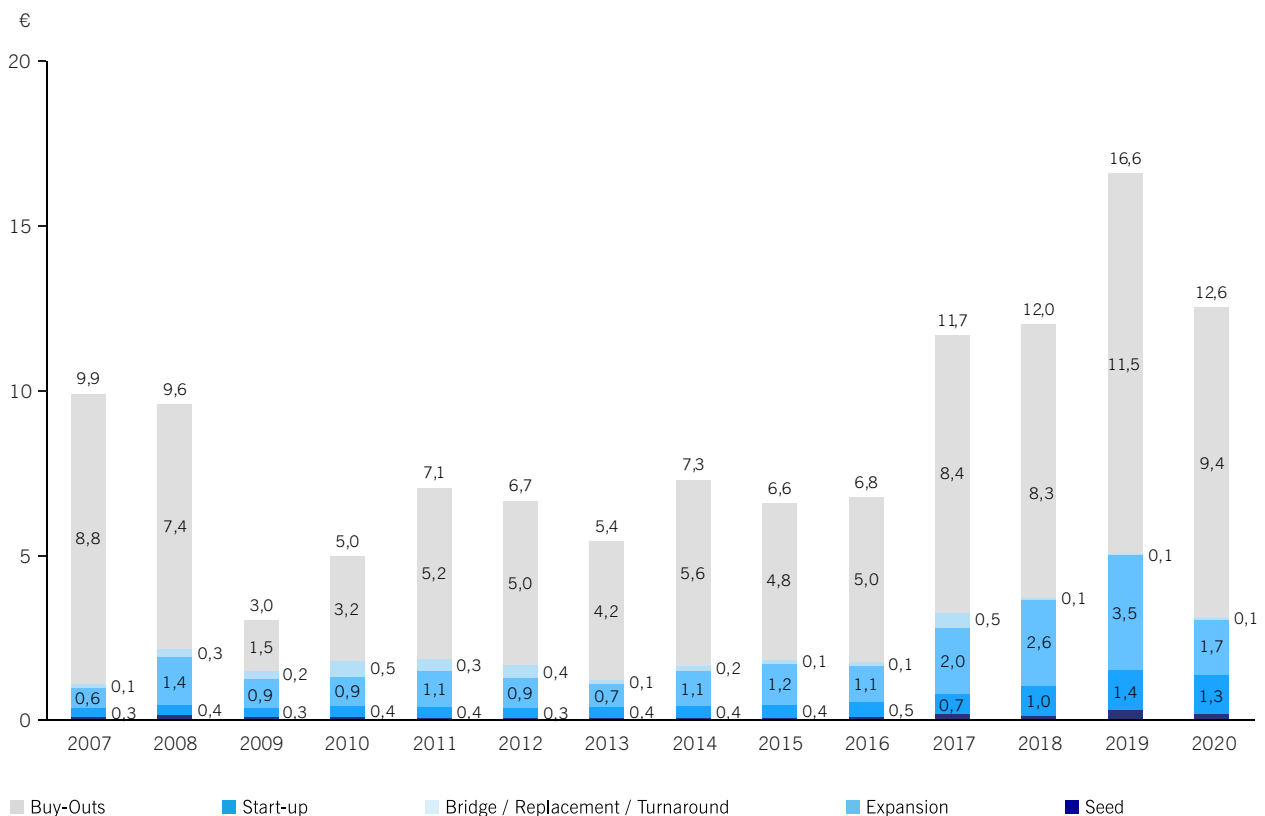
2.1.1 Die Wachstumsfinanzierung in Deutschland über den privaten Kapitalmarkt

Im Bereich von Wagniskapital – also Venture Capital und Private Equity – hat sich in Deutschland, dem weltweiten Trend folgend, das Volumen in den letzten fünf Jahren verdoppelt. Allerdings war der Zuwachs der Mittel am stärksten im Buy-out Bereich, also bei der Übernahme von Unternehmen, und weniger ausgeprägt in den Bereichen Früh- oder Spätphasenfinanzierung (Abbildung 5). Diese strukturelle Entwicklung ist für die Finanzierung von Start-ups sehr kritisch zu sehen. Sie betrifft aber

nicht nur Deutschland, sondern ist auch in anderen Ländern zu beobachten.

Trotz dieser Probleme ist insgesamt eine erfreuliche Gesamtentwicklung zu verzeichnen.¹⁷⁾ Gründe hierfür sind neben der positiven Marktstimmung vor allem einige wichtige Ansätze zur verbesserten Mobilisierung von Eigenkapital durch staatliche Initiativen für die Finanzierung von Start-ups. Zu nennen sind hier KfW Capital, der High-Tech Gründerfonds, der Europäische Investitionsfonds sowie der Zukunftsfonds.¹⁸⁾ Sie bilden die Basis für die Entwicklung und Skalierung von innovativen Geschäftsmodellen.

Abbildung 5: Entwicklung des Wagniskapitals nach Finanzierungsphasen in Deutschland (in Mrd. €)



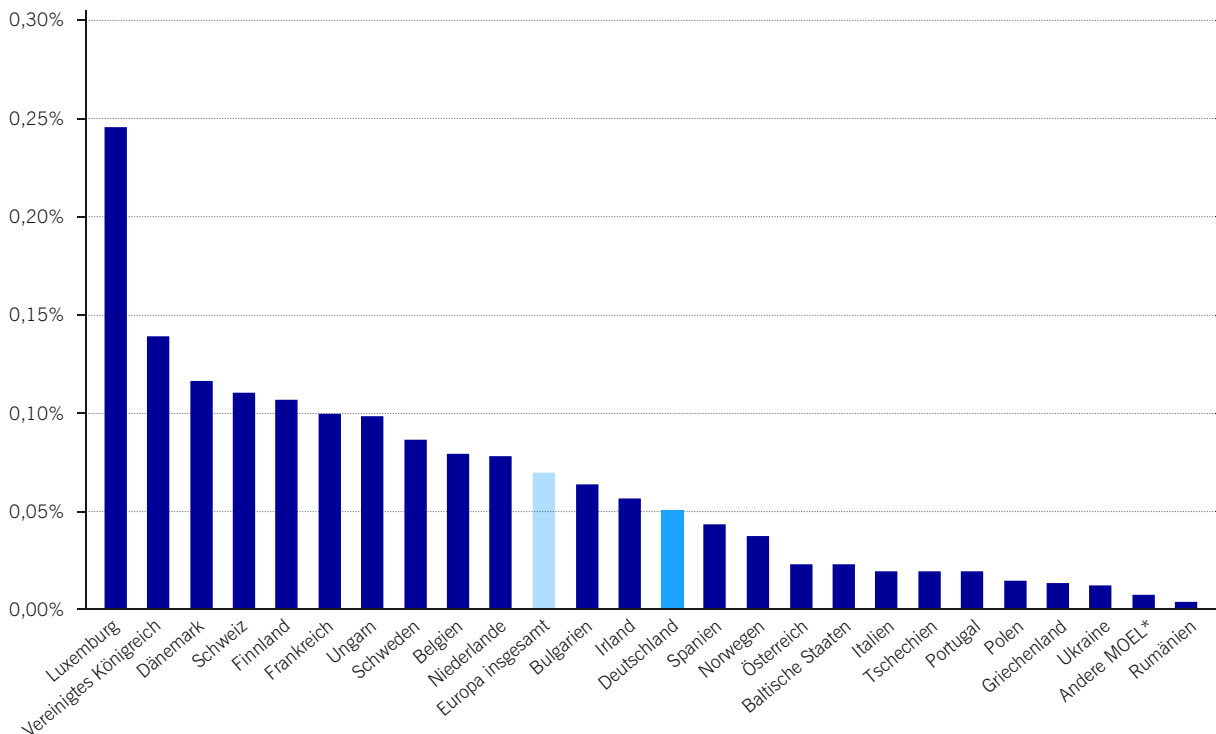
Quelle: Eigene Darstellung mit Daten vom BVK

Die Finanzierung von Start-ups muss weiter gestärkt werden

Dennoch besteht dringender Erweiterungsbedarf in Bezug auf die staatlichen Förderprogramme. So zeigt eine Untersuchung der KfW¹⁹⁾, dass das Angebot an Venture Capital in Deutschland, gemessen an der Wirtschaftsleistung (BIP), sowohl im innereuropäischen als auch im globalen Vergleich immer noch sehr gering ausfällt (Abbildung 6).

Der weltweite Zuwachs an Venture Capital spiegelt sich in einem rasanten Anstieg an „Unicorns“, also der Unternehmen mit einer geschätzten Marktbewertung größer als 1 Mrd. US\$ (TechCrunch, 2013), und hat mittlerweile weltweit 801 Einhörner erreicht (Stand: 22. August 2021). In den USA gibt es aktuell 402 Einhörner und in China 158. In der EU sind es 62 Einhörner und weitere 370 Unternehmen, die das Potential haben, solche zu werden. Deutschland zählt aktuell 18 Einhörner vor Frankreich mit 17, den Niederlanden und Schweden mit jeweils

Abbildung 6: Venture Capital in Deutschland im internationalen Vergleich Investitionen als % BIP im Jahr 2020



* Andere MOEL (mittel- und osteuropäische Länder) besteht aus Bosnien Herzegovina, Kroatien, Mazedonien, Moldavien, Montenegro, Serbien, Slowakei, Slowakei.

Quelle: Eigene Darstellung mit Daten von Invest Europe

4 Einhörnern. Großbritannien zählt aktuell 31 und die Schweiz 5 Einhörner. Diese Zahlen veranschaulichen das enorme Wachstum von Private Equity Finanzierungen,²⁰⁾ die einen Börsengang zeitlich verzögern oder sogar verhindern.

Deutschland bleibt vor allem im „Late-Stage Funding“ zurück

Das starke Wachstums-, Erfolgs- und Renditepotential der deutschen Wirtschaft erntet weiterhin weltweit Anerkennung und bleibt noch ungebrochen. Es wird jedoch primär von internationalen Investoren finanziert. Die hohe Abhängigkeit von ausländischem Kapital ist daher zwar bemerkenswert, aber wenig überraschend. Sie nimmt mit den verschiedenen Wachstumsphasen stetig zu. Im Jahr 2020 kamen bei Finanzierungsrunden von 40–100 Mio. €

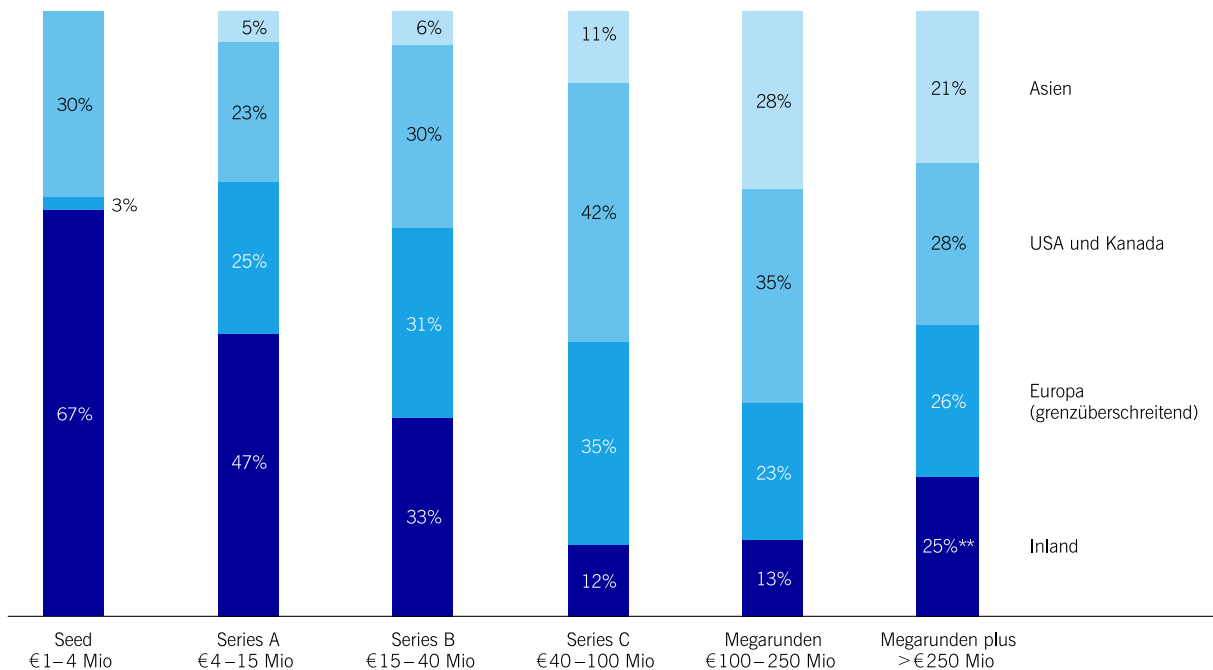
nur noch 12 Prozent der Finanzmittel aus Deutschland, aber 42 Prozent kamen aus den USA und Kanada (Abbildung 7). Bei den Megarunden von 100–250 Mio. € bleibt der deutsche Anteil ebenfalls gering mit 13 Prozent; der Anteil Asiens steigt auf 28 Prozent und jener der USA liegt bei 35 Prozent. Damit kommen mehr als 7/8 der Finanzmittel zur Wachstumsfinanzierung deutscher Start-ups aus Nordamerika, Asien und Europa (vor allem U.K.), und nur 1/8 stammt von inländischen Investoren. Das kann für eine der weltgrößten Volkswirtschaften keine nachhaltige Finanzierungsstruktur ihrer innovativen Unternehmen sein. Gerade bei größeren Finanzierungsrunden wäre der Börsengang in Deutschland die zielführendste Alternative, aber dies wird nur dann zu realisieren sein, wenn die entsprechenden Rahmenbedingungen geschaffen werden.

Die Abhängigkeit von ausländischen Kapitalgebern ist zu hoch

Insgesamt verdeutlicht Abbildung 7 die strukturellen Probleme, die bei der Finanzierung von Wachstumsunternehmen am inländischen Kapitalmarkt auftreten. Die höchsten internationalen Engagements beobachten wir in den entscheidenden Wachstumsphasen für Unternehmen, der Late-Stage Finanzierung. Hier reicht das inländische Risikokapital nicht aus, um den nächsten Wachstumsschritt zu begleiten. Ausländisches Kapital steht bereit, um diese Lücke zu füllen, da es sich meist auch um die attraktivsten Wachstumsphasen mit den größten Renditechancen handelt.

Natürlich ist die Attraktivität deutscher Unternehmen für internationale Investoren positiv und als Erfolg zu werten, denn sie verdeutlicht die Innovations- und Wettbewerbsfähigkeit des Standortes. Gleichzeitig zeigt sich darin die Zurückhaltung deutscher Investoren bei innovativen Projekten. (Auf das deutsche Anlageverhalten wird näher in Abschnitt 2.3 eingegangen). In der Regel vereinnahmen ausländische Investoren nicht nur die Rendite, sondern entscheiden auch über den Exit (Trade Sale, IPO, SPAC). Ein hoher Anteil von ausländischem spätphasigem Kapital erhöht so die Wahrscheinlichkeit eines Börsengangs der entsprechenden Unternehmen im Ausland ebenso wie des dortigen Aufbaus von Produktionsstätten, der mit dem Export von Arbeitsplätzen und Know-how einhergeht.²¹⁾

Abbildung 7: Abhängigkeit deutscher Wachstumsunternehmen von ausländischen Investoren nach Wachstumsphasen (2000–2020)*



* >75 % der Investitionen im Zeitraum 2015–2020, der Zeitraum wurde erweitert, um Seed-Runden zu erfassen

**FlixBus Series F, About You Growth Equity, N26 Series C, BioNtech Series B, Tricentis Series B

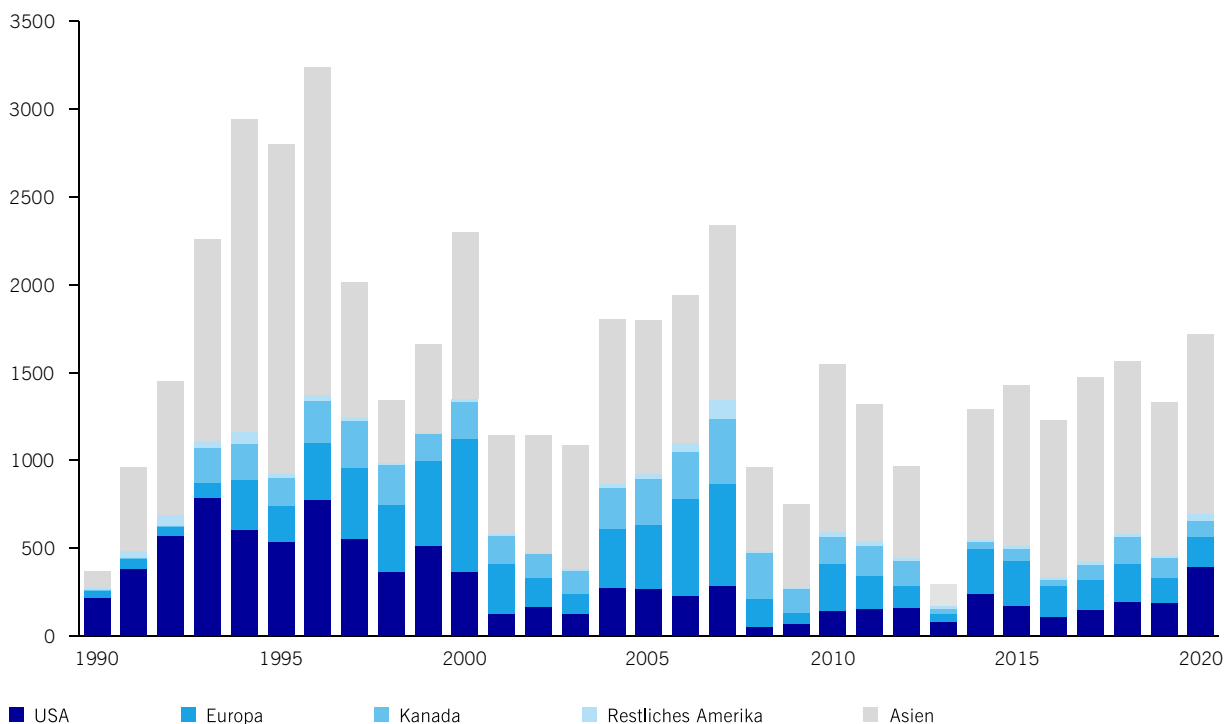
Quelle: Deutsche Börse und Dealroom.co

2.1.2 Die Finanzierung über den öffentlichen Kapitalmarkt: Der Rückgang der Börsennotierungen in Deutschland

Die stärkste Wachstumsphase schaffen Unternehmen oft erst mit dem Börsengang, der ihnen traditionell den direkten Zugang zur nachhaltigen Kapitalmarktfinanzierung eröffnet und dem Anleger*in die Möglichkeit bietet, am Erfolg der Unternehmen zu partizipieren. In den letzten 20 Jahren ist

aber in den westlichen Industrienationen ein kontinuierlicher Rückgang der Anzahl gelisteter Unternehmen zu beobachten.²²⁾ In den USA ist seit Mitte der neunziger Jahre die Anzahl der börsennotierten Unternehmen um 50 Prozent zurückgegangen.²³⁾ In Europa und in Deutschland ist dieses Phänomen erst seit dem Ende der Finanzkrise zu beobachten.²⁴⁾ Den größten relativen Anteil an den weltweiten Börsengängen haben seit vielen Jahren Asien und vor allem China (Abbildung 8).

Abbildung 8: Entwicklung der Anzahl von Börsengängen in den verschiedenen Regionen weltweit



Quelle: Eigene Darstellung mit Daten von Refinitiv

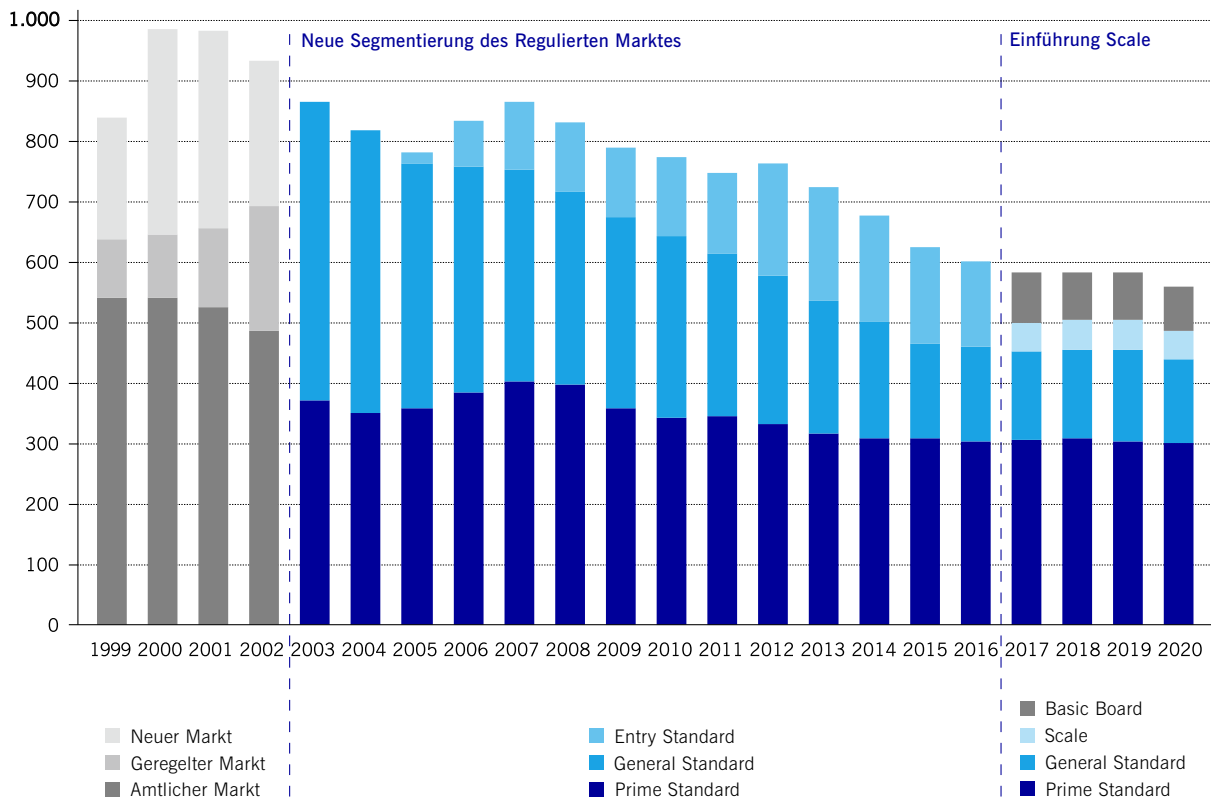
Warum geht die Anzahl der IPOs weltweit und in Deutschland zurück?

Für dieses „Listing Gap“, also der Beobachtung, dass immer weniger Unternehmen an die Börse gehen und immer mehr Unternehmen die Börse verlassen, gibt es mehrere Gründe. Der Börsengang als „Exit“-Kanal wird seltener genutzt und findet immer später statt, auch weil in einigen Ländern ausreichende Mittel am privaten Kapitalmarkt zur Verfügung stehen, jedoch vor allem aber deshalb, weil die Renditen oftmals steuerbegünstigt oder sogar steuerfrei vereinbart werden können.²⁵⁾ Darüber hinaus steigt auch die Anzahl der „Delistings“, also der Unternehmen, die durch Übernahme (M&A), Insolvenz, Buy-out durch Private Equity oder Going Private von der Börse ausscheiden.²⁶⁾ So bestehen die Wachstumsstrategien vieler Unternehmen darin, durch Zukäufe zu wachsen, also andere junge Unternehmen vor oder nach dem Börsengang aufzukaufen.²⁷⁾ Auch tragen Buy-outs von Private Equity zum Rückgang der gelisteten Unternehmen bei.²⁸⁾ Der Börsenboom dieses Jahres konnte diesen Trend kurzfristig durchbrechen, wird jedoch keine Trendwende einleiten. Vor allem die Anzahl der kleinen und mittleren Unternehmen bleibt niedrig. Im Vergleich zu anderen Ländern fällt Deutschland sogar weiter

zurück. Bisher hatte der deutsche IPO-Markt im Jahr 2021 16 Börsengänge mit einem Gesamtvolumen von 9,78 Mrd. € vorzuweisen und ist insbesondere dank großer Liquidität im Sekundärmarkt bei großen Börsengängen sehr erfolgreich.²⁹⁾ Die schwedische Nasdaq Nordic verzeichnete 2021 allerdings 112 neue Listings mit einem Emissionsvolumen von 6 Mrd. €. Dies verdeutlicht, dass dort – im Gegensatz zu Deutschland – gerade für kleinere Unternehmen vergleichsweise mehr Kapital zur Verfügung steht.

Der Rückgang der börsennotierten Unternehmen ist auch in Deutschland zu beobachten. Aufgrund der relativ geringen Anzahl von Börsengängen (IPOs), insbesondere nach der Finanzkrise (2008–2009), und der gestiegenen Anzahl von Börsenabgängen (Delisting) in der Bundesrepublik, gibt es immer weniger börsennotierte Unternehmen in den verschiedenen Marktsegmenten der Deutschen Börse (Abbildung 9).

Abbildung 9: Entwicklung der Anzahl börsennotierter Unternehmen in den verschiedenen Marktsegmenten



Quelle: Eigene Darstellung mit Daten von Deutsche Börse

„Private Markets“ überflügeln „Public Markets“ – der öffentliche Kapitalmarkt ist immer weniger wettbewerbsfähig

An diesen negativen Zahlen lassen sich grundlegende strukturelle Marktveränderungen ablesen: Die Finanzierung über „Private Markets“ wächst zu Lasten der Finanzierung über „Public Markets“ seit Jahren kontinuierlich.³⁰⁾ Den hochregulierten Börsen fällt es immer schwerer als „Kapitalsammelstellen“ gegenüber dem weniger regulierten Private Equity zu bestehen. Dieses Phänomen ist kein deutsches, sondern ein internationales, aber in Deutschland fällt der Rückgang der Börsennotierungen besonders drastisch aus.³¹⁾ Das starke Wachstum des privaten Kapitalmarktes bietet vielen Wachstumsunternehmen genügend Eigenkapital, so dass ein Gang an die Börse mit den damit verbundenen Transparenzverpflichtungen und weiteren Anforderungen nicht mehr erforderlich ist und darüber hinaus auch wenig sinnvoll erscheint. Die Entscheidung für einen Börsengang fällt zudem immer zu einem späteren Zeitpunkt und oftmals besteht ein Listing nur für ein Zeitraum. Ein Großteil des Wertzuwachses in diesen Unternehmen wird häufig bereits vor dem Börsengang realisiert. Die Zahl der „Mega“-Börsengänge von Einhörnern mit einer Bewertung im ein- und zweistelligen Milliardenbereich steigt kontinuierlich an.

Betrachtet man die weltweite Rangliste (Marktwerte) der aktuellen börsennotierten Unternehmen, so wird ein besorgniserregender Bedeutungsverlust deutscher Unternehmen im Zeitablauf sichtbar und dies liegt insbesondere daran, dass große Unternehmen in den Zukunftstechnologien fehlen (Abbildung 10). Fanden sich 2000 noch fünf deutsche Unternehmen in den Top 100, so sind es jetzt noch zwei. Kein europäisches Unternehmen schafft es in die Top Ten.

Am Börsenwert lässt sich der Bedeutungsverlust deutscher Unternehmen und das Fehlen neuer Technologien ablesen

Der Rückgang an Börsennotierungen und die relative Bedeutung deutscher Unternehmen an den Finanzmärkten trifft Deutschland besonders hart und ist ein Problem für die deutsche Wirtschaft. Denn erst die Notierung an der Börse eröffnet neue Möglichkeiten zur Skalierung des Geschäftsmodells. Eine hohe Marktkapitalisierung schützt vor Übernahmen und ermöglicht eigene Akquisitionen. Gerade Unternehmen der Plattformökonomie profitieren von ihrer Skalierung. Die globale Markterschließung von Tesla wäre ohne einen Gang an die Börse nicht möglich gewesen. Teslas Wert an der Börse war zwischenzeitlich fünfmal so groß wie der Börsenwert der deutschen Autobauer zusammen. Allein die Big Five in den USA (Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet und Facebook) kommen auf eine Marktkapitalisierung von etwa 9,4 Bio. US\$ – mehr als das Dreifache des Börsenwertes aller gelisteten deutschen Unternehmen in Deutschland zusammen (Sep. 2021). Am Kapitalmarkt wachsen immer neue globale Champions heran: Uber, Palantir, Zoom, Airbnb, Twitter – das sind einige der über 180 US-Unicorns, die mit Milliardenbewertung an die Börse gegangen sind und ihr Wachstum am öffentlichen Kapitalmarkt fortgesetzt haben. In Deutschland gibt es dagegen nur wenige vergleichbare Beispiele wie Delivery Hero oder TeamViewer.

Abbildung 10: Marktkapitalisierung deutscher Unternehmen im Vergleich zu den größten Unternehmen der Welt

2000					2020				
Rang	Name		Wert (Mio. US\$)	Sektor	Rang	Name		Wert (Mio.US\$)	Sektor
1	Microsoft	US	586.197	Software	1	Apple	US	2.252.647	Hardware
2	General Electric	US	474.956	Industrials	2	Microsoft	US	1.683.942	Software
3	NTT Docomo	JP	366.204	Telecomm.	3	Amazon	US	1.638.236	Retail
4	Cisco Systems	US	348.965	Hardware	4	Alphabet	US	1.183.421	Software
5	Walmart	US	286.153	Retail	5	Facebook	US	778.233	Software
6	Intel	US	277.096	Hardware	6	Tencent	CH	696.645	Software
7	NTT	JP	274.905	Telecomm.	7	Tesla	US	677.443	Electric Vehicle
8	ExxonMobil	US	265.894	Oil & Gas	8	Berkshire Hathaway	US	537.012	Financials
9	Lucent	US	237.668	Telecomm.	9	Alibaba Group	CH	508.346	Retail
10	Deutsche Telekom	DE	209.628	Telecomm.	10	Samsung	KO	506.496	Hardware
...					...				
39	Mannesmann	DE	117.316	Industrials	61	SAP	DE	154.749	Software
56	Allianz	DE	80.568	Financials	99	Siemens	DE	105.507	Industrials
61	DaimlerChrysler	DE	75.626	Automotive	103	Allianz	DE	101.185	Financials
62	Siemens	DE	73.734	Industrials	119	VW	DE	93.489	Automotive
109	Deutsche Bank	DE	49.706	Financials	131	Deutsche Telekom	DE	86.797	Telecomm.
128	Munich RE	DE	44.349	Financials	156	Daimler	DE	75.648	Automotive
175	Bayer	DE	33.369	Health Care	158	Merck	DE	74.663	Health Care
187	BASF	DE	31.187	Materials	164	BASF	DE	72.733	Materials
203	SAP	DE	29.380	Software	168	Adidas	DE	71.101	Retail
226	Dresdner Bank	DE	26.621	Financials	203	Deutsche Post	DE	61.400	Retail

Quelle: Eigene Darstellung mit Daten von FT Global 500 und Refinitiv

Mit dem Bedeutungsverlust von Börsengängen als Finanzierungsinstrument ging auch einher, dass die gesamte Infrastruktur des deutschen Finanzsystems nach der Finanzkrise 2008/2009 im internationalen Vergleich stark geschrumpft ist. Die Netzwerkeffekte des öffentlichen Kapitalmarktes haben abgenommen. Das hat dramatische Folgen, auch für die Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) und Wachstumsunternehmen, die dringend Eigenkapital benötigen. IPOs lassen sich schwerer platzieren und sind in Deutschland in hohem Maße auf aus-

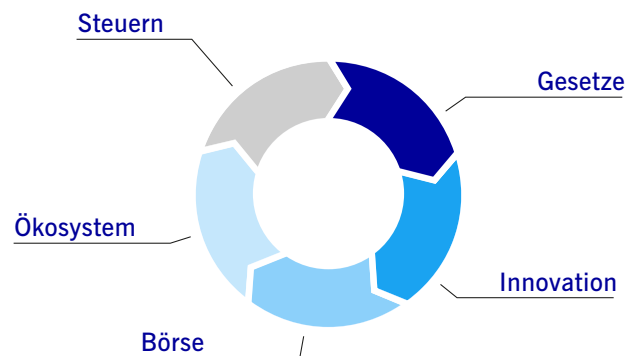
ländische Investoren und Investmentbanken angewiesen. Es wird gerade für KMUs immer schwieriger Eigenkapital zu finden und eigenständig zu wachsen. Auf diese Effekte gehen wir im Folgenden näher ein, wenn wir den Rahmen und die Organisation des deutschen Kapitalmarktes betrachten und anschließend die Investorenperspektive einnehmen.

2.2 Die Leistungsfähigkeit und Organisation des deutschen Kapitalmarktes

Ein leistungsstarker Kapitalmarkt setzt wettbewerbsfähige Rahmenbedingungen und starke Institutionen voraus, die es erlauben, die Finanzierung und die Geldanlage effizient zu organisieren. Neben dem gesetzlichen und steuerlichen Rahmen sind Regulatoren und die Börse die zentralen Akteure, aber auch die Marktteilnehmer, wie Unternehmen, Banken,

Versicherungen, Investmentfonds und Kleinanleger*innen, die alle ein großes Interesse an einem sicheren und überwachten Marktumfeld haben, in dem Transaktionen kostenminimal und effizient durchgeführt werden können. Diese Aspekte, die in Abbildung 11 zusammengefasst sind, werden in den nachfolgenden Abschnitten dargestellt und diskutiert.

Abbildung 11: Die Leistungsfähigkeit und Organisation des deutschen Kapitalmarktes



Steuerliche Rahmenbedingungen verbessern

- Staatliche Strategien für mehr Börsengänge und vermehrte Aktienanlage fördern
- Steuerliche Benachteiligung von Eigenkapital und Aktie beseitigen
- Steuerliche Ausgestaltung von Mitarbeiterbeteiligungen verbessern
- Aktie steuerlich fördern für mehr Börsengänge

Rolle der Finanz- und Informationsintermediäre verbessern

- Das deutsche Finanzsystem stärken
- Das Ökosystem für Börsengänge verbessern
- Die Rolle der Kapitalmärkte festigen
- Die Bedeutung der Asset Manager stärken

Rolle der Börsen als Marktorganisatoren stärken

- Effizienz von Emission und Handel verbessern
- Fragmentierung der Kapitalmärkte reduzieren
- Risiken und Kosten für Unternehmen und Anleger*innen senken
- Rolle der Börse gegenüber nicht organisierten Märkten stärken

Gesetzliche und regulatorische Rahmenbedingungen verbessern

- Gesetzliche Regelungen an internationale Standards anpassen
- Börsenzulassungsvorschriften modernisieren und Streubesitzregel lockern
- Transparenzanforderungen reduzieren und Kapitalerhöhungen flexibler gestalten
- Steuerliche Anreize für die Innovationsfinanzierung verbessern

Finanzinnovationen und Innovationsfinanzierung fördern

- Finanzinnovationen als Treiber der Wettbewerbsfähigkeit fördern
- Dual-Class Shares einführen
- Direct Listing weiter ausbauen
- SPACs zu einem Instrument der Frühphasenfinanzierung entwickeln

2.2.1 Die steuerlichen Rahmenbedingungen

Die **steuerlichen Rahmenbedingungen** haben eine außerordentliche Relevanz, wie die Erfahrungen aus vielen anderen Ländern zeigen, denn sie haben einen unmittelbaren und bezifferbaren Einfluss auf die ökonomische Attraktivität von Finanzierungen und Geldanlagen.

Die Finanzierung über die Aktie wird in Deutschland steuerlich benachteiligt

Aus **Unternehmenssicht** wird in Deutschland die Finanzierung über Fremdkapital strukturell besser gestellt als die Eigenkapitalfinanzierung. Von Unternehmen gezahlte Zinsen auf Fremdkapital sind in der Regel von der Bemessungsgrundlage des Körperschaftsteuersatzes abzugsfähig, was in entsprechender Form bei Dividendenzahlungen an Aktionäre nicht der Fall ist. Dies gilt in Deutschland schon seit langem als grundlegendes Hindernis für die Eigenkapitalfinanzierung und damit auch für die Finanzierung von Wachstumsunternehmen.³²⁾

Steuerliche Förderung von Aktien und Börsengängen in anderen Ländern erfolgreich

Erfolgreiche Beispiele für Länder, in denen die Anzahl an IPOs vor allem unter kleinen und Wachstumsunternehmen gesteigert werden konnte, sind Italien, die nordeuropäischen Länder wie Schweden und Norwegen sowie Großbritannien. Sie alle haben als gemeinsames Merkmal eine gezielte Strategie der steuerlichen Förderung der Aktie. Wesentlicher Erfolgsfaktor bei der Belebung der Börsengänge, vor allem für kleine und mittlere Unternehmen in diesen Ländern, sind die dort etablierten Steueranreize für Unternehmen und Investoren.³³⁾

Staatliche Strategien zur Steigerung von Börsengängen und Aktienanlage

Die positive Anreiz- und Steuerungswirkung von Steuererleichterungen lässt sich in vielen anderen Ländern beobachten. In Deutschland dagegen fehlt sie bisher vollständig.

Reduzierung der Kosten beim Börsengang

Die Regierung in **Italien** ermöglichte in 2018 KMUs, die ein Listing im Segment AIM Italia planen, Steuerersparnisse von bis zu 50 Prozent ihrer Beratungskosten, maximal jedoch 500.000 €. Insgesamt konnten KMU somit ihre Listing-Kosten beim Börsengang um 5 bis 6 Prozent reduzieren. Diese Mittel konnten wiederum in Wachstum investiert werden.

An der Euronext Growth in **Norwegen** profitieren Emittenten bei der Bemessung der Vermögenssteuer für Aktienbestände davon, dass nicht der Marktwert, sondern der Nettobuchwert des Unternehmens als Bemessungsgrundlage gilt.

Förderung der Anlage in Aktien

In **Schweden** fallen für das Sparen mit Wertpapieren keine Steuern auf Gewinne, Zinsen oder Dividenden an. Das Steuermodell bzgl. solcher Sparkonten erfolgt auf einfacher Grundlage: Der Wert der gehaltenen Anteile bildet die Steuerbemessungsgrundlage und die Steuerlast berechnet sich automatisch in vierteljährlichem Abstand.

So wird es der schwedischen Bevölkerung ermöglicht, auf unkomplizierte Weise in Wertpapiere zu investieren.

An der London Stock Exchange in **Großbritannien** gibt es auch Steueranreize für Investoren in KMU. Sie erhalten im Segment Alternative Investment Market (AIM) Erleichterungen bei der Kapitalertragssteuer, Freibeträge bei realisierten Kursgewinnen und steuerliche Vorteile bei Erreichung gewisser Mindesthalteperioden.

Gleichzeitige Steueranreize für Aktienanlage und Wachstumsfinanzierung

Italien liefert mit dem PIR-Programm ein anschauliches Beispiel für eine gleichzeitige staatliche Förderung der Anlage- und Finanzierungsseite. Mit dem im Jahr 2017 eingeführten Programm werden individuelle Sparpläne in Aktien steuerbegünstigt bzw. befreit. Dazu müssen konkrete Bedingungen erfüllt sein: eine Haltedauer von mindestens 5 Jahren und 70 Prozent der Gesamtsumme eines Aktienfonds muss in Unternehmen fließen, die in Italien tätig sind. Um zu vermeiden, dass das Geld vornehmlich in die ohnehin schon großen Unternehmen fließt, müssen zudem 30 Prozent der Mittel in Unternehmen angelegt werden, die nicht zu den 40 großen Werten des Bluechip Index FTSE MIB gehören. Dies hat zu einem Anstieg an KMU-Fonds geführt und zu vermehrten Börsengängen von Wachstumsunternehmen im KMU fokussierten AIM Segment. Die Folge ist eine enorme Revitalisierung des italienischen IPO-Marktes.

Aktiererträge werden in Deutschland steuerlich gegenüber anderen Anlageformen diskriminiert

Aus Sicht von Investoren sieht das Bild für die Aktienanlage in Deutschland nicht besser aus. Seit der Einführung der Abgeltungssteuer im Jahr 2009 werden Aktiererträge uneingeschränkt sowohl auf Unternehmens- als auch auf Anlegerebene besteuert. Auf Unternehmensseite fallen z.B. Gewerbesteuer, Körperschaftssteuer sowie der Solidaritätszuschlag an. Diese Steuern reduzieren den Gewinn nach Steuern, der an Anleger*innen ausgeschüttet werden kann. Anleger*innen müssen auf diese vorversteuerten Kapitalerträge eine Abgeltungssteuer in Höhe von 25 Prozent zuzüglich Solidaritätszuschlag (wo noch gültig) und ggf. Kirchensteuer abführen.³⁴⁾ Damit wird die Aktienanlage gegenüber anderen Anlageformen steuerlich im hohen Maße benachteiligt.

Mit der Einführung der Abgeltungssteuer wurde zudem die Regelung zu Spekulationsgewinnen gestrichen. Zuvor unterlagen nur Gewinne bei einer Haltdauer unter einem Jahr der Besteuerung während bei einer Haltdauer von über einem Jahr Erträge steuerfrei blieben. Damit wurde deutschen Anleger*innen ein weiterer Anreiz zum langfristigen Vermögensaufbau über die Aktienanlage genommen. Im Ergebnis hat Deutschland auch im internationalen Vergleich schon heute sehr unattraktive steuerliche Rahmenbedingungen für die Aktienanlage. Dennoch werden weitere steuerliche Belastungen wie eine Finanztransaktionssteuer diskutiert, die vor allem zu Lasten der Anleger*innen gehen, die Vermögensbildung über die Aktie weiter diskriminieren und die Netto-Rendite für Anleger*innen drastisch reduzieren würden.

Die steuerliche Ausgestaltung von Mitarbeiterbeteiligungen hinkt international hinterher

Im internationalen Vergleich sehr zurückhaltend agiert der deutsche Gesetzgeber auch bei **der steuerlichen Ausgestaltung von Mitarbeiterkapitalbeteiligungen**.³⁵⁾ Über diese werden Arbeitnehmer*innen langfristig am Erfolg des Unternehmens beteiligt. Gerade für junge Wachstumsunternehmen vor dem Börsengang ist dies ein sehr wertvolles Mittel, um die Mitarbeiter*innen am künftigen Unternehmenserfolg zu beteiligen, denn außerordentlich hohe Gehälter können bei diesen Start-up-Unternehmen in der Regel nicht gezahlt werden. Die Beteiligung wirkt sich sowohl auf die Leistungs- und Teilnahmemotivation der Arbeitnehmer*innen als auch auf die internationale Attraktivität von Unternehmen für junge Talente („War of Talents“) positiv aus.³⁶⁾ Vom Unternehmenserfolg partizipieren die Mitarbeiter*innen nach dem Börsengang finanziell und angemessen an dieser Wertsteigerung.

2.2.2 Die gesetzlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen

Für die Wahl der Unternehmen zwischen der Finanzierung über den privaten oder öffentlichen Kapitalmarkt kommt darüber hinaus den **gesetzlichen Rahmenbedingungen** eine entscheidende Rolle zu.

Die Börsenzulassungsvorschriften müssen dringend modernisiert und an internationale Standards angepasst werden

Im Zusammenhang mit einem Börsengang stellen bereits einzelne **börsen- und börsenzulassungsrechtliche Vorgaben** maßgebliche Hürden für einen zielgerichteten Zugang zum öffentlichen Kapitalmarkt dar. Die Bemühungen des EU-Gesetzgebers, die Transparenzanforderungen EU-weit zu harmonisieren, weisen Lücken auf, mit Folgen für die Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes. Spätestens seit der Einführung der elektronischen Handelssysteme hat der Handel eine globale Investorenreichweite, die den Märkten aus aller Welt Liquidität zuführt und zu einer ordnungsgemäßen Preisfeststellung beiträgt. Die Anforderung der Börsenzulassungsverordnung (BörsZuIV) beispielsweise, dass bei Zulassung von

Deutsche Streubesitzanforderungen erschweren Börsengänge

Nachdem das **Vereinigte Königreich** am 31. Januar 2020 aus der EU ausgetreten ist, hat sich das Risiko erhöht, dass der rechtlich notwendige Streubesitz von Aktien im Publikum bei Börsengängen in Deutschland nicht mehr erreicht wird. Regelmäßig werden 40–50 Prozent der vorbörslich angebotenen Aktien im **Vereinigten Königreich** platziert und damit gestreut. Auch nach dem „Brexit“ ist nicht zu erwarten, dass sich die Investorenlandschaft derart verändert, dass eine Verschiebung dieser Verhältnisse eintreten wird.

Insoweit ist es nicht nachvollziehbar, dass der nationale Ordnungsgeber derartige Barrieren aufbaut, so dass zum einen eine breite Investorenbasis aus dem **Vereinigten Königreich** nicht

mehr berücksichtigt werden darf und zum anderen keine Öffnung über die Grenzen der EU/ des EWR erfolgt. Es besteht daher das Risiko, dass Börsengänge nicht in Deutschland stattfinden können, sondern an ausländische Börsen verlagert werden, in denen diese Hürden nicht bestehen. Im europäischen Vergleich bieten die Vorgaben von anderen Jurisdiktionen mehr Flexibilität in Bezug auf den Streubesitz, insbesondere kann der Investorenkreis außerhalb der EU/EWR (ausnahmsweise) Berücksichtigung finden.

Um einen nachhaltigen Zugang zum Kapitalmarkt in Deutschland zu gewährleisten und zu fördern ist es daher dringend erforderlich, die maßgebliche Regelung dahingehend zu ändern, dass der Streubesitz nicht auf den EU/EWR zu begrenzen ist.

Aktien zum regulierten Markt die internationalen Investoren in der Berechnung des Streubesitzes keine Berücksichtigung finden, soweit sie nicht in der EU ansässig sind, stellt für Unternehmen im IPO-Prozess ein großes Preis- und Platzierungsrisiko dar und diskriminiert internationale Investoren außerhalb der EU.

Der veraltete gesetzliche und regulatorische Rahmen hat zu einem erheblichen Standortnachteil geführt

Zudem hat es der nationale Ordnungsgeber seit 2001 versäumt, die Vorgaben hinsichtlich der Zulassung von Aktien zum Handel im regulierten Markt den europäischen Mindestvorgaben anzugleichen. So gehen die in der BörsZulV statuierten Voraussetzungen (Mindestmarktkapitalisierung, Mindestdauer des Bestehens des Emittenten, etc.) für einen Börsengang über das europäische Mindestmaß hinaus. Auch im Bereich der Prospekthaftung hat Deutschland beispielsweise den Kreis der Prospektverantwortlichen im Zusammenhang mit der Zulassung von Aktien zum Handel im regulierten Markt gegenüber der ProspektVO erweitert, so dass neben dem Emittenten stets auch die emissionsbegleitende Bank als Prospektverantwortlicher qualifiziert werden muss. Dies wird von der EU-ProspektVO nicht gefordert und entspricht auch nicht europäischem Standard. Diese Erschwernisse haben sich über Jahre zu einem erheblichen Standortnachteil für den deutschen Kapitalmarkt entwickelt.

Für viele kleine und Wachstumsunternehmen sind die Transparenzanforderungen in Deutschland unverhältnismäßig hoch

Schließlich sind auch die laufenden regulatorischen Kosten nach der Zulassung, wie zum Beispiel für Transparenzanforderungen, bei der Entscheidung zwischen einer privaten Finanzierung oder einem Börsengang sehr relevant. Insbesondere für kleine und Wachstumsunternehmen ist der finanzielle und administrative Aufwand zur Erfüllung der Zulassungs- und Einbeziehungsfolgepflichten und zur Einhaltung der Transparenzvorgaben am Kapitalmarkt ein wesentlicher Faktor. Das gilt umso mehr, seitdem die Marktmissbrauchsverordnung auch auf Unternehmen im Freiverkehr ausgeweitet wurde.

Regulatorische Vorschriften hemmen Zugang zur Börse für KMU

Um insbesondere für KMUs den Weg an den Kapitalmarkt attraktiv zu gestalten, ist es von essentieller Bedeutung ein ausgewogenes Gleichgewicht zwischen der Aufrechterhaltung eines liquiden und vertrauenswürdigen Marktes mit möglichst geringen Belastungen für Emittenten und einem angemessenen Anlegerschutz herzustellen.

EU-Reformpläne für KMU-Wachstumsmärkte umsetzen

Insbesondere Handelsplätze mit Fokus auf KMUs sollten daher ein gewisses Maß an Flexibilität beibehalten und gleichzeitig Effizienz und Integrität gewährleisten. Um dieses Ziel zu erreichen, hat die Kapitalmarktunion eine eigene Kategorie multilateraler Handelsplätze, sog. KMU-Wachstumsmärkte, eingeführt, an denen KMU von verschiedenen regulatorischen Erleichterungen profitieren. Deutschland sollte es sich hier zur Aufgabe machen, die angestoßenen Reformpläne auf europäischer Ebene aktiv zu unterstützen und weiter voranzutreiben. Die derzeitige Ausgestaltung lässt eine spürbare Reduktion des finanziellen und administrativen Aufwandes

noch nicht erkennen. Es sind daher weitere Maßnahmen erforderlich, die zielführende Anreize für KMU schaffen, um den Weg an den Kapitalmarkt und die damit verbundenen Wachstumsmöglichkeiten zu suchen. Erleichterungen bzgl. der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) sind notwendig, da insbesondere Anforderungen an den Detaillierungsgrad und die Geschwindigkeit von Transparenz- und Mitteilungspflichten sowie das hohe Sanktionsniveau in keinem angemessenen Verhältnis zur administrativen und finanziellen Leistungsfähigkeit eines KMU stehen.

Etablierung einer Aufsteigerlogik

Um den Sinn und Zweck solcher Wachstumsmärkte zu erfüllen, muss in Europa eine Aufsteigerlogik etabliert werden, die es KMU ermöglicht, den Wechsel von einem solchen Wachstumsmarkt in den Regulierten Markt ohne Aufwand eines „zweiten“ Börsengangs zu vollziehen. Von wesentlicher Bedeutung ist hier das Prospektregime, das zwar bereits Erleichterungen bei einem Uplisting vorsieht, allerdings noch weitreichender ausgestaltet werden muss. Statt beispielsweise erneut einen vollständigen Prospekt zu fordern, würde die Bereitstellung eines zusammenfassenden Dokuments diese Hürden ohne Einbußen bei der Transparenz reduzieren.

Beispiel USA – JOBS Act erleichtert den Zugang zum Kapitalmarkt

Im Jahr 2012 hat die Obama Administration mit dem JOBS Act ein umfassendes Gesetzespaket erlassen, um den Zugang für kleine und mittelgroße Unternehmen zum Kapitalmarkt zu erleichtern. Damit wurde auch auf den offensichtlichen Rückgang von Börsengängen reagiert. Ziel der gelockerten Wertpapiervorschriften und der regulatorischen Privilegien für Start-ups war es, die Finanzierung von Wachstumsunternehmen durch einen Börsengang zu fördern.

Ausgestaltung

Der JOBS Act (Jumpstart Our Business Startups) umfasst regulatorische Ausnahmen und Privilegien für Wachstumsunternehmen mit einem Jahresumsatz von weniger als 1 Mrd. US\$ im letzten Geschäftsjahr vor dem Börsengang. Diese profitieren bis maximal fünf Jahre nach erstmaliger Inanspruchnahme von gelockerten Reporting-, Offenlegungs- und Prüfpflichten sowie einer liberalisierten Kommunikation mit den Investoren vor dem IPO.³⁷⁾

Positive Erfahrung in der Praxis

Institutionelle Studien verdeutlichen, dass der amerikanische Kapitalmarkt stark von den Erleichterungen des JOBS Acts für Börsenkandidaten profitierte.³⁸⁾ Denn über 80 Prozent der Unternehmen qualifizieren sich dafür, nutzen diese und sorgen für eine rege IPO-Aktivität. Insbesondere stark wachsende Unternehmen konnten von dem erleichterten Kapitalmarktzugang profitieren. Somit wurde die Zielsetzung der Maßnahme, die Schaffung von Arbeitsplätzen und Steigerung des Wirtschaftswachstums, unterstützt.³⁹⁾

Positive empirische Evidenz

Auch die akademischen Studien zum JOBS Act liefern sehr eindeutige und positive Ergebnisse und unterstreichen die Bedeutung von gezielten gesetzlichen und steuerlichen Maßnahmen zur Förderung von Börsengängen, insbesondere auch im Biotech-Bereich.⁴⁰⁾ Diese Studien finden, dass 40 Prozent der IPOs in den USA seit 2012 unter die Regeln des JOBS Act fallen, das Biotech-IPO-Volumen um 200 Prozent gesteigert werden konnte und die aufgenommenen Mittel um 30 Prozent. Zudem gehen Biotech-Unternehmen jetzt früher an die Börse und forschen öfter an seltenen Krankheiten. Der JOBS Act hat demnach insgesamt erhebliche ökonomische und gesellschaftliche Vorteile gebracht.

Die nötige Differenzierung zwischen großen, mittleren und kleinen Unternehmen sowie Flexibilität bei der Ausgestaltung der Anforderungen fehlt in Deutschland. Insbesondere für Wachstumsunternehmen wird die Flexibilität, zum Beispiel bei der Kapitalaufnahme über Private Equity, als vorteilhaft bewertet und hat somit eine große Bedeutung bei der Finanzierungsentscheidung. Denn gerade im deutschen Aktienrecht sind die Anforderungen für eine Kapitalerhöhung sehr hoch. Dies zeigt sich anschaulich im Vergleich mit anderen Ländern.

Im internationalen Vergleich ist die deutsche „AG“ wenig attraktiv – vor allem bei Kapitalerhöhungen

Im Vergleich haben die deutsche Aktiengesellschaft und die Europäische Gesellschaft mit Sitz in Deutschland immer häufiger das Nachsehen gegenüber anderen europäischen Rechtsformen.⁴¹⁾ Der Grund liegt in der zu geringen Flexibilität des deutschen Aktienrechts. Die Schwerfälligkeit umfasst die Regelungen zur Kapitalaufbringung und zur Kapitalerhaltung.⁴²⁾ Dieses Manko zeigt sich in jüngster Zeit insbesondere im Zusammenhang mit den Börsengängen sogenannter SPACs (Special Purpose Acquisition Companies) und führt zu einem erheblichen Wettbewerbsnachteil.

Aufgabe der Aufsichtsbehörden: Investorenvertrauen schaffen

Neben der Ausgestaltung des gesetzlichen und regulatorischen Rahmens kommt der **Qualität der Aufsicht** eine ganz entscheidende Rolle zu. Sie agieren als „Quality gate“ bei der Prüfung der Börsenreife und stellen die Transparenz im Sinne der Investoren sicher. In Deutschland und der EU sind diese Funktionen auf eine Reihe verschiedener Institutionen auf nationaler und europäischer Ebene verteilt.

Die zentrale Aufgabe der Aufsichtsbehörden ist es, das Vertrauen in die Integrität des Kapitalmarktes zu stärken, das vor allem im Jahr 2020 im Zuge des Wirecard-Skandals in Deutschland Schaden genommen hat. Eine effektive und adäquate Regulierung ist von maßgeblicher Bedeutung für einen effizienten Kapitalmarkt, aber auch für seine internationale Wettbewerbsfähigkeit.⁴³⁾

Fehlende steuerliche Anreize und unflexible Rahmenbedingungen führen zur Abwanderung innovativer Unternehmen

Viele der Rahmenbedingungen in Deutschland sind historisch gewachsen und auf kulturelle Prägungen zurückzuführen, die uns insbesondere von der angelsächsischen Kapitalmarktkultur unterscheiden.⁴⁴⁾ Dies zeigt sich besonders deutlich in dem gesetzlichen Rahmen für die Aktienfinanzierung und Aktienanlage. Exemplarisch dafür steht die hochinnovative und sehr wichtige Biotech-Branche in Deutschland: Es gibt im deutschen Steuerrecht keinen Anreiz für Investoren, in Biotech-Unternehmen zu investieren, genauso wenig wie in andere High-Tech Bereiche. Biotech-Unternehmen durchlaufen in der Regel eine lange und verlustgeprägte Phase bis zum ersten Erfolg. Investoren können aber erst nach einer erfolgreichen Produkteinführung, und wenn das Unternehmen in der Gewinnzone ist, und dann auch nur eingeschränkt Verlustvorträge geltend machen. Das deutsche Aktienrecht spiegelt immer noch das traditionelle Geschäftsmodell eines langsamen, organischen Wachstums wider. Das US-Aktienrecht ist hier flexibler und dynamischer, um auch die neue Generation von schnellwachsenden und hochinnovativen Unternehmen „artgerecht“ zu behandeln und zu fördern. Über die Biotech-Branche hinaus sind die Rahmenbedingungen in Deutschland für alle hochinnovativen, wachstums- und kapitalmarktorientierten Unternehmen hinderlich.

Eine flexiblere Kapitalbeschaffung ist dringend erforderlich

Attraktivere Vorschriften in anderen Ländern

Im **Großherzogtum Luxemburg** sowie in den **Niederlanden** ist der gesellschaftsrechtliche Rahmen flexibler und innovationsoffener. So sind sog. „over night“ Investments, also sehr kurzfristig durchgeführte Kapitalerhöhungen, möglich. Auch können sich Gesellschaften in den Niederlanden bereits im Rahmen des Börsengangs für fünf Jahre mit einer dem genehmigten Kapital vergleichbaren Ermächtigung zur Ausgabe neuer Aktien in erheblichem Umfang ausstatten; durchaus üblich ist das Vier- bis Fünffache des Grundkapitals. Schließlich ähnelt das niederländische Gesellschaftsrecht in vielen Aspekten dem US-amerikanischen, so dass US-Investoren tendenziell eine niederländische Rechtsform (z.B. N.V.) bevorzugen.

Das US-Recht erweist sich im Gegensatz zum europäischen z.B. bezüglich der Festlegung des Angebotspreises (dabei geht es um den Preis, zu dem die Aktien beim Börsengang an die Investoren verkauft werden) als deutlich flexibler. So darf in den **USA** bei der Preisfestlegung die sog. Angebotspreisspanne ohne weitere Anforderungen um 20 Prozent unter- bzw. überschritten werden. In **Europa** dagegen kann am Tag des Börsengangs von der Angebotsspanne nur unter engen Voraussetzungen abgewichen werden. Hat der Emittent auf die Möglichkeit der Abweichung nicht im Wertpapierprospekt ausdrücklich hingewiesen, muss er einen Nachtrag erstellen. Letzterer birgt für ihn das Risiko eines Widerrufsrechts zu Gunsten der Investoren.

Aktuelle deutsche Vorschriften stellen ein großes Hindernis dar

Das deutsche Aktiengesetz (AktG) sieht als Höchstsumme vor, dass der Nennbetrag des genehmigten Kapitals die Hälfte des Grundkapitals, das zur Zeit der Ermächtigung durch die Hauptversammlung vorhanden ist, nicht übersteigen darf. Eine ähnliche Vorgabe enthält im AktG auch die Vorschrift zum bedingten Kapital. Ein weiterer Nachteil ist der Mindestnennwert, bei nennwertlosen Aktien der rechnerische Wert, der in Deutschland 1 € betragen muss. Denn gerade Wachstumsunternehmen verfügen häufig über ein geringes Grundkapital, so dass ein Mindestnennwert von 1 € pro Aktie zu einer Limitierung der Aktienstückzahl führt. Sind mehr Aktien im Umlauf, verbessert das deren Handelbarkeit und somit die Attraktivität der Börsennotiz. Derartige Einschränkungen existieren weder im Großherzogtum Luxemburg noch in den Niederlanden.⁴⁵⁾

Eine kürzlich verfasste internationale Studie aus den USA verdeutlicht, dass die Bewertung von IPOs in Deutschland aufgrund der aktuellen rechtlichen Rahmenbedingungen geringer ausfällt als in den USA.⁴⁶⁾ Dies trägt – insbesondere im Biotech-Bereich – immer wieder zu prominenten IPOs deutscher Unternehmen in den USA bei. Selbst eine Förderung und Beteiligung durch den Staat, wie im Fall von CureVac, scheint eine Abwanderung an den amerikanischen Kapitalmarkt nicht zu verhindern. Als Hauptgrund wird immer wieder die vermeintlich höhere Bewertung in den USA genannt. Da alle institutionellen amerikanischen Investoren, z.B. BlackRock ebenso wie andere internationale Fonds, ihre Gelder breit gestreut weltweit investieren und insbesondere auch in Deutschland anlegen, kann daher nicht das möglicherweise risikoscheue Verhalten der deutschen Anleger*innen der Grund für eine vermeintlich geringere Bewertung sein. Vielmehr sind es die deutschen Rahmenbedingungen, die der Grund für die niedrigere Bewertung beim Börsengang sind.

2.2.3 Die Rolle der Börsen als Marktorganisatoren

Effiziente und wettbewerbsfähige öffentliche Kapitalmärkte sind wichtig für Finanzierung und Geldanlage

Die Börse nimmt bei der Organisation des öffentlichen Kapitalmarktes eine zentrale Rolle ein. Ihre Aufgabe ist es, das Umfeld für die Unternehmensfinanzierung über öffentliche Kapitalmärkte und für die Geldanlage in Wertpapieren stetig zu verbessern. Der Anspruch ist, dass Unternehmen sich einerseits jederzeit optimal finanzieren können, um ihre Kapitalkosten zu minimieren und aussichtsreiche Investitionsprojekte realisieren zu können. Andererseits muss für Anleger*innen die Möglichkeit bestehen, entsprechend ihrer Anlagepräferenzen in die Titel zu

investieren, in denen die höchste risikoadjustierte Rendite erzielbar ist. Eine effiziente Börsenorganisation führt insoweit zur Minimierung der Transaktionskosten und Reibungsverluste (operationale Effizienz), so dass die Kapitalkosten der Unternehmen nur marginal höher sind als die Rendite der Anleger*innen. Informationseffizienz, Anlegerschutz und die steuerliche Gleichstellung aller Marktteilnehmer sind dabei weitere relevante Komponenten.⁴⁷⁾

Börsen organisieren Emission und Handel von Finanzierungstiteln

Die Börse organisiert zunächst einen **Primärmarkt**, auf dem Unternehmen durch Emission von Finanzierungstiteln Eigenkapital aufnehmen können, entweder durch einen Börsengang oder später durch Kapitalerhöhungen. Andererseits ist eine effiziente Organisation des **Sekundärmarktes** wichtig, weil hier die am Primärmarkt emittierten Titel zwischen Anleger*innen jederzeit gehandelt werden können. Dabei sollte der Handel von Unternehmensanteilen kostenminimal erfolgen. Gleichzeitig muss sichergestellt sein, dass der Markt informationseffizient ist, dass also alle bewertungsrelevanten Informationen unverzüglich und vollständig in den Kursen wiedergespiegelt sind. Beides spielt für die Unternehmensfinanzierung und die Geldanlage eine entscheidende Rolle. Eine steuerliche Belastung dieses effizienten Allokationsprozesses, wie sie beispielsweise mit einer Finanztransaktionssteuer diskutiert wird, reduziert die Rendite für Anleger*innen, erhöht unternehmensseitig die Kapitalkosten und verringert somit die Attraktivität für alle Beteiligten.

Ein weiterer zentraler Beitrag von Börsen ist es, das Ökosystem rund um den Börsengang und den Handel zu stärken. Die Deutsche Börse AG hat beispielsweise das Deutsche Börse Venture Network[®] ins Leben gerufen, um das vorbörsliche Ökosystem zu stärken. Das Netzwerk ging 2015 an den Start und ist seitdem mit über 650 Mitgliedern aus ganz

Europa auf Expansionskurs. Es bietet verschiedene Services an, um Wachstumsunternehmen und Investoren zusammenzuführen.⁴⁸⁾

Die Börse schafft Liquidität für die Finanzierung von Unternehmen

Dem **Sekundärmarkt**, also der Organisation eines kostenminimalen und effizienten Handels, kommt eine ganz entscheidende Bedeutung für die Attraktivität der Finanzierung über den öffentlichen Kapitalmarkt zu. Denn für Unternehmen und ihre Eigentümer*innen ist es von zentraler Bedeutung, dass ihre Anteile nach dem Börsengang an einem liquiden Markt gehandelt werden und dass das Management durch die Bewertung unmittelbar ein Feedback vom Kapitalmarkt erhält. Auch für Anleger*innen ist es wichtig, dass Aktien jederzeit zu fairen Preisen gekauft oder verkauft werden können, also ohne längere Wartezeiten und ohne größere Preisaufschläge oder -abschläge für die sofortige Ausführung der Order auch für größere Volumina. Die Konzentration des Handels an öffentlichen Börsen hat diese besondere Qualität eines Börsenpreises lange Zeit gewährleistet, weil es zwischen den Börsen stets einen intensiven Wettbewerb gab, der auch heute noch besteht. Denn Börsen sind der Archetyp eines idealen Marktes, an dem Angebot und Nachfrage zu einem Zeitpunkt und an einem Ort konzentriert aufeinandertreffen und damit Transparenz und faire Preise garantieren.

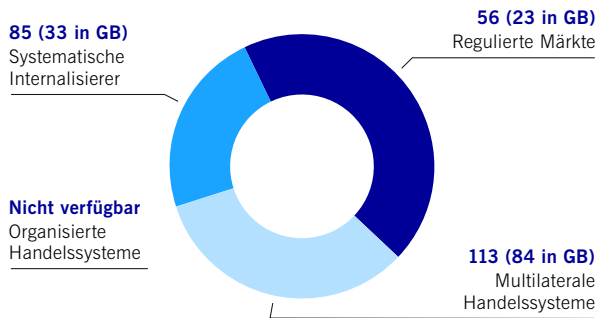
Dazu sind im Wettbewerb stehende Börsen dringend erforderlich, die Netzwerkeffekte – Scale und Scope Economies – realisieren können und dadurch den Unternehmen und Investoren einen effizienten und kostenminimalen Handel anbieten. Diese Vorteile kennen wir von anderen Netzwerkmärkten und niemand würde auf die Idee kommen, diese Märkte

zu zerstückeln und dadurch die Kosten für die Nutzer*innen zu erhöhen.⁴⁹⁾ Bei Börsen besteht kein Wettbewerbsproblem; das Hindernis ist vielmehr die erzwungene Fragmentierung, die verhindert, dass Netzwerkeffekte vollständig realisiert und den Marktteilnehmern zu Gute kommen können.

Europäische und deutsche Aktienmärkte: durch MiFID intransparent und fragmentiert

In Europa wurden durch die MiFID-Regulierung in den letzten zwanzig Jahren grundlegende strukturelle Veränderungen der Sekundärmärkte durchgesetzt. Dies führte zu einer Zerstückelung und Fragmentierung des Sekundärmarktes. Dadurch ist der Handel über traditionelle Börsen massiv zurückgedrängt worden, mit dem vermeintlichen Ziel, mehr Wettbewerb zu schaffen. Neue Kategorien alternativer Marktplattformen (Handelssysteme) wie multilaterale Handelssysteme (MTF) und systematische Internalisierer (SI) wurden eingeführt. Die ursprüngliche Konzentration des Handels an Börsen und in transparenten Orderbüchern wurden aufgebrochen,⁵⁰⁾ mit der Folge eines deutlichen Anstiegs der Fragmentierung.⁵¹⁾ Inzwischen sind mehr als 257 Aktienhandelsplattformen registriert (Abbildung 12). Der Anteil dieser neuen Plattformen hat in Europa inzwischen ca. 55 Prozent des Aktienhandels erreicht. Eine weitere Folge war ein massiver Anstieg des außerbörslichen und nicht transparenten Handels.⁵²⁾

Abbildung 12: Intransparenz und Fragmentierung des Aktienhandels in Europa



Anzahl der registrierten Handelsplätze im Europäischen Wirtschaftsraum für Aktien und ETFs: 257 (148 in GB)

Quelle: Eigene Darstellung mit Daten von ESMA

Die Fragmentierung des Aktienhandels hat zu mehr Risiken und höheren Kosten für Anleger*innen geführt

Daraus ergeben sich zwei grundlegende negative Konsequenzen für die Unternehmensfinanzierung: Erstens nimmt die Transparenz und damit auch die Informationseffizienz ab, der Anteil des „dark“ Handels steigt kontinuierlich an und beeinträchtigt zunehmend die Preisfindung. Zweitens sinkt der Anteil der Plattformen, die einen Primärmarkt organisieren, immer weiter. Dies geht besonders zu Lasten von kleinen und mittleren Unternehmen. Neue Plattformen konzentrieren sich vor allem auf den Handel von großen, liquiden Aktien oder auf den Handel mit Kleinanleger*innen, denen dann die Orderausführung gebührenfrei, aber nicht kostenlos angeboten wird. Bei dieser Art des Handels erhalten Anleger*innen oftmals nicht die beste Ausführung und die impliziten Transaktionskosten reduzieren die Nettorendite. Auch deshalb machen die Organisatoren große Gewinne. Der effiziente Handel

wird dabei aber nicht gefördert, denn die Kosten der „adversen Selektion“ steigen an den öffentlichen Börsen und damit die Risiken und zwangsläufig auch die Reibungsverluste, also die Bid-Ask Spreads.⁵³⁾ Es ist daher nicht überraschend, dass die US-Börsenaufsichtsbehörde SEC mittlerweile gegen die Organisatoren vorgeht. Bereits mehrmals wurden hohe Geldstrafen gegen den US-amerikanischen Finanzdienstleister Robinhood verhängt. Darüber hinaus plant die SEC, das Geschäftsmodell „Payment for Order Flow“, wie bereits in anderen Ländern geschehen (Kanada,⁵⁴⁾ UK,⁵⁵⁾ Australien⁵⁶⁾), einzuschränken. Es ist zielführend, dass auch Europa und Deutschland diesem internationalen Trend folgen. Die ESMA hat ebenfalls erste Schritte in diese Richtung unternommen.⁵⁷⁾

Die Regulierungsvorteile des privaten Kapitalmarktes haben die Börsen geschwächt

Alle diese Entwicklungen haben die Konkurrenzfähigkeit des öffentlichen Kapitalmarktes gegenüber dem privaten Kapitalmarkt zunehmend geschwächt. Die Organisation des Primärmarktes und des Sekundärmarktes in Europa dient immer weniger der Unternehmensfinanzierung und damit der Realwirtschaft. Zudem reduziert sie die Alternativen, sowohl für Kleinanleger*innen als auch für institutionelle Anleger, in attraktive und rentierliche Titel zu investieren.

2.2.4 Die Rolle der Finanz- und Informationsintermediäre

Ein weiterer wichtiger Bestandteil des Ökosystems Kapitalmarkt sind die Finanzintermediäre. Dies sind auf der Angebotsseite die Investmentbanken, die Unternehmen bei dem Börsengang beraten und versuchen, eine entsprechende Nachfrage für die zu platzierenden Aktien zu generieren. Auf der Nach-

frageseite bündeln Kapitalsammelstellen wie Investmentfonds, Pensionskassen und Versicherungen die Gelder von Institutionen und Kleinanleger*innen. Zudem sind für einen informationseffizienten Kapitalmarkt weitere Informationsintermediäre von Bedeutung, wie Analysten, Rating-Agenturen und Stimmrechtsberater (Proxy Advisors), die den Marktteilnehmern sämtliche verfügbaren Informationen und Einschätzungen zur Verfügung stellen, aber keine eigenen Positionen und damit keine Risiken eingehen.

Der Bedeutungsverlust deutscher Banken hat das Ökosystem Börsengang weiter geschwächt

Betrachtet man den deutschen und auch den europäischen Bankensektor, so fällt eine besorgniserregend geringe Bedeutung der deutschen Investmentbanken auf. Die Deutsche Bank und die Commerzbank waren 1990 noch unter den Top 10 Instituten weltweit. Im Jahr 2020 ist die Deutsche Bank als einziges deutsches Institut unter den Top 20 (Abbildung 13) und hat somit noch weltweit eine relative Bedeutung. Die Commerzbank ist weit abgeschlagen, andere Banken – wie die Dresdner Bank – existieren nicht mehr. Die niedrige Relevanz der deutschen Banken und des deutschen Kapitalmarktes wirkt sich negativ auf die Finanzierungsmöglichkeiten der deutschen Wirtschaft aus. Ein ähnliches Bild, wenn auch weniger dramatisch, zeigt sich für ganz Europa, da auch hier vor allem die amerikanischen Banken ihre Bedeutung massiv ausbauen konnten.

Abbildung 13: Globaler IPO-Markt dominiert durch amerikanische Banken – und keine deutsche Investmentbank ist aktuell noch unter den Top 10

1990				2020			
Rang	Bank	Vol. (Mio. US\$)	Deals (#)	Rang	Bank	Vol. (Mio. US\$)	Deals (#)
1	Citi	4.562	32	1	Goldman Sachs	21.927	120
2	Commerzbank	3.657	13	2	Credit Suisse	21.194	109
3	Deutsche Bank	2.791	24	3	Citi	18.165	106
4	UBS	2.224	29	4	Morgan Stanley	17.311	123
5	Goldman Sachs	1.489	12	5	Bofa Securities	15.461	114
6	Credit Suisse	1.424	12	6	JP Morgan	15.289	97
7	Bofa Securities	1.258	27	7	Jefferies LLC	12.018	82
8	Morgan Stanley	1.121	11	8	UBS	11.725	68
9	Nomura	1.050	12	9	China Int.	10.573	60
10	Yamaichi Securities	938	2	10	CITIC	10.253	58
				...			
				12	Deutsche Bank	6.873	41
				61	Berenberg	940	11
				167	Commerzbank	159	4
				256	Oddo BHF	46	1
				340	MainFirst Holding	18	2

Quelle: Eigene Darstellung mit Daten von Refinitiv

Auch im Asset Management haben deutsche Institute an Bedeutung verloren

Auf der Nachfrageseite machen ausländische Asset Manager sowohl global als auch auf dem deutschen Markt das Geschäft (Abbildung 14). Das gilt sowohl für aktiv gemanagte Fonds als auch für passive Anlagen wie Exchange Traded Funds (ETFs) und Indexfonds.⁵⁸⁾ Zudem ist auch in Deutschland die Anlagequote in Aktien bei institutionellen Anlegern im internationalen Vergleich weiterhin sehr niedrig.

Auf die Hintergründe wird im nächsten Abschnitt eingegangen.

Insgesamt hat dieser dramatische Bedeutungsverlust der deutschen Finanzintermediäre das Ökosystem des deutschen Kapitalmarktes nachhaltig geschwächt. Die gesamte Infrastruktur des deutschen Finanzsystems, also sowohl die indirekte als auch die direkte Finanzierung und Geldanlage, hat seit der Finanzkrise gelitten. Deutsche Finanz- und Informationsintermediäre haben ihre Leistungen und Funktionen im nationalen Kapitalmarkt zum Teil massiv eingeschränkt.

Abbildung 14: Ranking globaler Asset Manager nach Assets under Management (in Mio. US\$)

2006				2020			
Rang	Manager		AuM	Rang	Manager		AuM
1	UBS	CH	2.452.475	1	BlackRock	US	7.429.632
2	Barclays Global Investors	UK	1.813.820	2	Vanguard Group	US	6.151.920
3	State Street	US	1.748.690	3	State Street	US	3.116.424
4	AXA Group	FR	1.740.000	4	Fidelity Investments	US	3.043.134
5	Allianz Group	DE	1.707.665	5	Allianz Group	DE	2.539.842
6	Fidelity Investements	US	1.635.128	6	J.P. Morgan Chase	US	2.364.000
7	Capital Group	US	1.403.854	7	Capital Group	US	2.056.991
8	Deutsche Bank	DE	1.273.500	8	BNY Mellon	US	1.910.000
9	Vanguard Group	US	1.167.414	9	Goldman Sachs Group	US	1.859.000
10	BlackRock	US	1.124.627	10	Amundi	FR	1.617.280
...				...			
54	DZ Bank	DE	286.197	27	DWS	DE	859.379
65	Meag Munic ERGO	DE	242.930	58	Landesbank Baden-Württemberg	DE	481.389
88	DekaBank	DE	186.852	64	Union Investment	DE	365.251
91	Sal. Oppenheim Jr.	DE	182.197	69	MEAG Munich ERGO	DE	332.962
116	Commerzbank	DE	122.178	86	DekaBank	DE	262.483
134	Universal-Investment	DE	97.020	136	Helaba Group	DE	139.535
140	Siemens Financial Services	DE	87.801	138	Talanx Group	DE	137.337
146	Talanx Group	DE	83.491	156	Bayerische Landesbank	DE	112.546
188	IDUNA Group	DE	49.774	168	Metzler Asset Management	DE	96.308
209	Helaba Group	DE	42.040	177	IDUNA Group	DE	90.171

Quelle: Eigene Darstellung mit Daten von Willis Towers Watson

2.2.5 Die Bedeutung von Finanzinnovationen und Innovationsfinanzierung

Finanzinnovationen sind ein wichtiger Treiber für die Wettbewerbsfähigkeit

Das Ziel der Börse ist es, Unternehmen die besten Finanzierungsoptionen anzubieten und Anleger*innen die besten Anlagealternativen zu eröffnen. Maßgeblich zur kontinuierlichen Erfüllung dieser Aufgabe sind die Entwicklung und Einführung von **Finanzinnovationen**. In der Vergangenheit gab es eine ganze Reihe solcher Innovationen. Beispiele sind neben Convertible Bonds auch das „Direct Listing“ als eine flexible Alternative zum klassischen Börsengang oder die Zeichnungsfunktionalität „DirectPlace“ zur Erschließung neuer Investorengruppen bei Wertpapieremissionen oder Kapitalerhöhungen.⁵⁹⁾ Auf der Anlegerseite ist hier vor allem die breite Nutzung von ETF/ETPs zu nennen. Innovationen treten aber auch im Bereich Kapitalmarktökosystem auf. So hat die Deutsche Börse mit dem 2015 gestarteten Deutsche Börse Venture Network® eine Plattform geschaffen, die Wachstumsunternehmen und relevante Investorengruppen zu Pre-IPO-Finanzierungen zusammenbringt und konkrete Kapitalmarktexpertise an die Unternehmen weitergibt. Auch das im Jahr 2017 lancierte Segment Scale® berücksichtigt insbesondere die Herausforderungen von kleinen und mittleren Unternehmen mit ausgewogenen Pflichten und zusätzlichen Services für ihr Listing.

Auch aktuell gewinnen innovative Alternativen zu Aktionärsstrukturen (Aktiegattungen) und zum traditionellen Börsengang an Bedeutung. Einige dieser Entwicklungen, die insbesondere am US-amerikanischen Kapitalmarkt große Bedeutung erlangt haben, sind Dual-Class Shares, SPACs und das Direct Listing. Diese Themen werden nachfolgend diskutiert.

Dual-Class Shares schützen den Einfluss des Gründers

Dual-Class Shares: In den beiden letzten Dekaden ist eine wachsende Zahl gründergeführter Unternehmen an die Börse gegangen, bei denen der Unternehmenserfolg eng mit dem*der Erfinder*in oder Gründer*in verknüpft ist und auch von diesem*dieser abhängt.⁶⁰⁾ Dabei handelt es sich oftmals nicht um marginale Erfindungen, sondern um Sprunginnovationen – die Entwicklung disruptiver Transformationsprozesse, die zu hohen Bewertungen am Aktienmarkt führen. Apple und die Bedeutung von Steve Jobs für die Entwicklung von innovativen Produkten und den Unternehmenserfolg sind allgemein bekannt. Aber auch andere aktuelle Weltmarktführer und die derzeit weltweit größten Unternehmen werden oder wurden bis vor kurzem noch von ihren Gründern*innen geführt. Beispiele sind Alphabet (Google), Amazon, Facebook und Tesla in den USA aber auch Alibaba und Tencent in China. Die empirische Evidenz deutet darauf hin, dass Erfinder oder auch familiengeführte Unternehmen oftmals den innovativen Vorsprung beibehalten und verteidigen können.⁶¹⁾ Deshalb ist das Argument grundsätzlich überzeugend, dass die Erfinder*innen und Gründer*innen auch nach dem Börsengang die Mehrheit der Stimmrechte behalten sollten, um ihre Ideen zum Wohle aller Aktionäre umzusetzen, auch wenn sie nicht mehr über die Kapitalmehrheit verfügen. Der Erfolg dieser Unternehmen und die Kursentwicklung ihrer Aktien unterstützen diese Überlegungen.⁶²⁾

Das Fehlen von Dual-Class Shares ist ein massiver Wettbewerbsnachteil für Deutschland

Aktien mit Mehrstimmrechten erfüllen diese Anforderungen, weil sie mindestens zwei Aktiengattungen schaffen (Dual-Class Shares), eine mit einfachen Stimmrechten und eine, die mehrere Stimmrechte verbrieft, oftmals das 10-fache. Diese sind meist an den*die Gründer*in persönlich gebunden und können nicht übertragen werden, d.h. bei Verkauf gewährt die Aktie nur noch ein Stimmrecht. In den nordeuropäischen Ländern (Schweden, Finnland und Dänemark) sind Mehrstimmrechtsaktien seit Jahrzehnten weit verbreitet. Auch in den USA werden sie seit Mitte der 1980er Jahre genutzt. In den letzten Jahren haben fast alle Börsen weltweit Dual-Class Shares eingeführt, um im Börsenwettbewerb bestehen zu können. Dazu zählen Singapur, Shanghai und Hong Kong, während in London die Regulierungsbehörde (Financial Conduct Authority) konkrete Vorschläge für die Einführung von Dual-Class Shares im Premiumsegment der London Stock Exchange vorgelegt hat und umsetzen will. In den südeuropäischen Ländern (Frankreich, Italien,

Spanien sowie Belgien) haben in den letzten Jahren „Loyalty Shares“ an Bedeutung gewonnen oder wurden sogar als Standard eingeführt.⁶³⁾ Bei diesen Aktien können Anleger*innen nach einer Haltedauer von mindestens zwei Jahren das doppelte Stimmrecht erhalten. Auch wenn die ökonomische Idee von „Loyalty Shares“ eine andere ist als die von „Dual-Class Shares“, so deutet dies doch darauf hin, dass in anderen europäischen Ländern alternative Strukturen entwickelt wurden, um den Präferenzen der Unternehmen und der Anleger*innen zielgenauer zu entsprechen. In Deutschland wurden dagegen die alternativen Stimmrechtsstrukturen im Jahr 1998 verboten. Darüber hinaus wurden keine neuen Strukturen entwickelt, um mit den anderen Kapitalmärkten Schritt zu halten. Daraus ergibt sich ein enormer Wettbewerbsnachteil.

Deutschland hat also fast als einziges Land vor zwei Jahrzehnten einen anderen Weg eingeschlagen und Aktien mit Mehrstimmrechten verboten. Eine Aufteilung in Stamm- und Vorzugsaktien ist weiterhin möglich, also in Aktien mit einem Stimmrecht bzw. ohne Stimmrecht (§§ 139 ff. AktG). Das führt zu einem signifikanten Wettbewerbsnachteil, wenn es darum geht, innovative Unternehmen für die Börse in Deutschland zu gewinnen. Auch folgt daraus, dass Unternehmen sich bevorzugt am privaten Kapitalmarkt mit Venture Capital und Private Equity finanzieren, um weiterhin die Geschäftspolitik bestimmen zu können. Die hohen Renditemöglichkeiten bleiben dann den privaten Investoren vorbehalten. Ein Börsengang erfolgt oftmals erst, wenn die abnormal hohen in normale Renditen übergegangen sind.

Investoren und Unternehmen haben auch nach alternativen Listing-Strukturen gesucht, um den Aufwand und die hohen Kosten des Börsengangs für junge Unternehmen zu verringern und das Listing wieder attraktiver zu machen. Aktuelle Innovationen sind das Direct Listing und SPACs, und beide haben in den letzten zwei Jahren in den USA an Bedeutung gewonnen.⁶⁴⁾

Direct Listing hat sich in den USA zu einem Erfolgsmodell entwickelt

Beim **Direct Listing** gehen Unternehmen direkt an die Börse und werden oftmals gelistet, ohne neue Aktien zu emittieren und Eigenkapital aufzunehmen.⁶⁵⁾ Aus dem Bestand der Alteigentümer*innen wird aber eine bestimmte Anzahl von Aktien an den Markt gegeben, so dass ein liquider Handel im Sekundärmarkt gesichert ist. Dabei wird oftmals festgelegt, welche Investoren und Mitarbeiter*innen wie viele Anteile innerhalb einer vorgegebenen Lockup-Periode verkaufen können. Underpricing findet also nicht statt und die Interessenskonflikte und Agency-Probleme werden reduziert, weil die Altaktionäre noch einen großen Anteil der Aktien weiterhin halten. Beispiele für Direct Listings in den USA sind Asana, Roblox, Spotify und Palantir (alle Unicorns), die insgesamt erfolgreich sind, wenn man die aktuellen Aktienkursentwicklungen betrachtet.⁶⁶⁾ Ein gelungenes Direct Listing setzt oftmals eine bestimmte Unternehmensgröße, einen sehr hohen Bekanntheitsgrad sowie eine gute Reputation voraus, auch um einen Mindeststreubesitz zu erreichen.

SPACs als Vehikel zum Übergang vom „Private Market“ in den „Public Market“

SPACs (Special Purpose Acquisition Companies) haben sich in den letzten beiden Jahren zu einer vorläufigen Erfolgsstory in den USA entwickelt, zumindest für die Sponsoren und Investmentbanken.⁶⁷⁾ Eine SPAC-Konstruktion besteht aus zwei Teilen: Dem Börsengang eines SPACs und der Akquisition eines nicht gelisteten Unternehmens durch das SPAC (De-SPAC), welches dadurch schlagartig zu einem börsennotierten Unternehmen wird. Für Unternehmen, die kurz vor der Realisierung eines Börsengangs stehen, mag dies eine zeit- und kostensparende Alternative zum traditionellen Börsengang sein. Weil zunächst in den USA davon ausgegangen wurde, dass bestimmte Publikationsanforderungen beim Börsengang und Bewertungsvorschriften bei M&A nicht auf SPACs anzuwenden sind, entstand ein großer Boom. Mehr als die Hälfte aller IPOs in den USA in den Jahren 2020 und 2021 waren SPACs. Mittlerweile hat die SEC darauf hingewiesen, wie die bestehenden Regeln zu interpretieren sind und dass eine „Regulatory Arbitrage“ nicht toleriert wird.⁶⁸⁾ Dies führt zuerst zu einem Rückgang der SPAC Anzahl. Inzwischen nimmt die Anzahl wieder zu, wenn auch langsamer als in der Vergangenheit.

In Deutschland erlaubt das Unternehmensrecht SPAC-Konstruktionen nicht, so dass SPACs nach ausländischem Unternehmensrecht, oftmals in den Niederlanden oder Luxemburg, gegründet werden müssen, dann aber in Deutschland an die Börse gehen können. Im ersten Halbjahr 2021 wurden drei SPACs im General Standard an der Deutschen Börse gelistet.⁶⁹⁾

Amerikanische SPACs haben auch deutsche Start-ups als Zielunternehmen

In den USA gelistete SPACs haben jedoch auch Auswirkungen auf den europäischen Markt. Da für die Vielzahl der SPACs in den letzten beiden Jahren in den USA nicht genügend Zielunternehmen zur Verfügung standen, die zeitnah einen Börsengang durchführen wollten, wurden auch europäische und deutsche Unternehmen zum Übernahmeziel. Da es aber in Europa auch keine ausreichende Anzahl von geeigneten Zielunternehmen gibt, haben einige SPACs US Unternehmen akquiriert, die noch mehrere Jahre von einer Börsenreife entfernt sind. SPACs wurden damit zum Instrument der Spätphasenfinanzierung von High-Tech Unternehmen. Zu den M&A Targets amerikanischer SPACs zählen aber auch innovative deutsche Unternehmen. Diese werden meist von US-Investoren aufgekauft bzw. in die SPAC-Gesellschaft integriert und so, oftmals in den USA, zu einem börsennotierten Unternehmen. Es ist daher dringend erforderlich, regulatorische und steuerliche Anpassungen vorzunehmen, damit Deutschland hier den Heimvorteil und die sonstigen Vorzüge nutzen kann, die bei einheimischen Unternehmen bestehen.⁷⁰⁾

SPACs könnten zur Spätphasenfinanzierung beitragen

Wenn man dieses Instrument für Deutschland konsequenterweise weiterentwickelt und entsprechende Rahmenbedingungen schafft, könnten SPACs ein Finanzierungsinstrument werden, das Unternehmen frühzeitig an die Börse bringt und damit institutionellen aber auch privaten Anleger*innen die Möglichkeit eröffnet, in der Spätphasenfinanzierung von Start-up-Unternehmen zu investieren, und zwar durch fungible und liquide Anteile, also Aktien, die am Sekundärmarkt täglich gehandelt und bewertet werden.

2.3 Die Vermögensbildung und Aktienanlage in Deutschland

Die Erfahrung und eine Vielzahl internationaler akademischer Studien verdeutlichen sehr genau, dass die Geldanlage in einem breit gestreuten Portfolio bestehend aus Aktien langfristig die höchste Rendite und beste Performance für Anleger*innen erbringt.⁷¹⁾ Diese Erkenntnisse sind sowohl für die Vermögensbildung als auch für die Altersvorsorge relevant. Auch wenn die Kapitalmarkttheorien und die empirische Evidenz über viele Jahrzehnte und viele Länder hier deutliche Erkenntnisse geliefert haben und klare Aussagen zulassen, so bedeutet das nicht zwangsläufig, dass jeder*jede Anleger*in auch dementsprechend handelt und in Aktien direkt oder indirekt über Investmentfonds anlegt oder in passiven Anlageinstrumenten investiert.

2.3.1 Die Rendite alternativer Anlageformen: Die Aktie ist am vorteilhaftesten

Das Anlageverhalten in Deutschland ändert sich nur langsam

Insbesondere in Deutschland hat sich der Eindruck über Jahrzehnte verfestigt, dass die Aktienanlage sehr risikoreich ist und dass die empirische Evidenz und Argumente bisher nicht ausreichen, dieses Verhalten nachhaltig zu verändern. Auch wenn zunächst verständlich ist, dass Emotionen, Gewohnheiten und negative Erfahrungen einen besonderen Einfluss auf die Geldanlageentscheidung haben und kurzfristig nur wenig zu beeinflussen sind, so sollten doch die relevanten Informationen bereitgestellt und vermittelt werden, um die Aktienanlage in Deutschland zu fördern und insbesondere für die Vermögensbildung

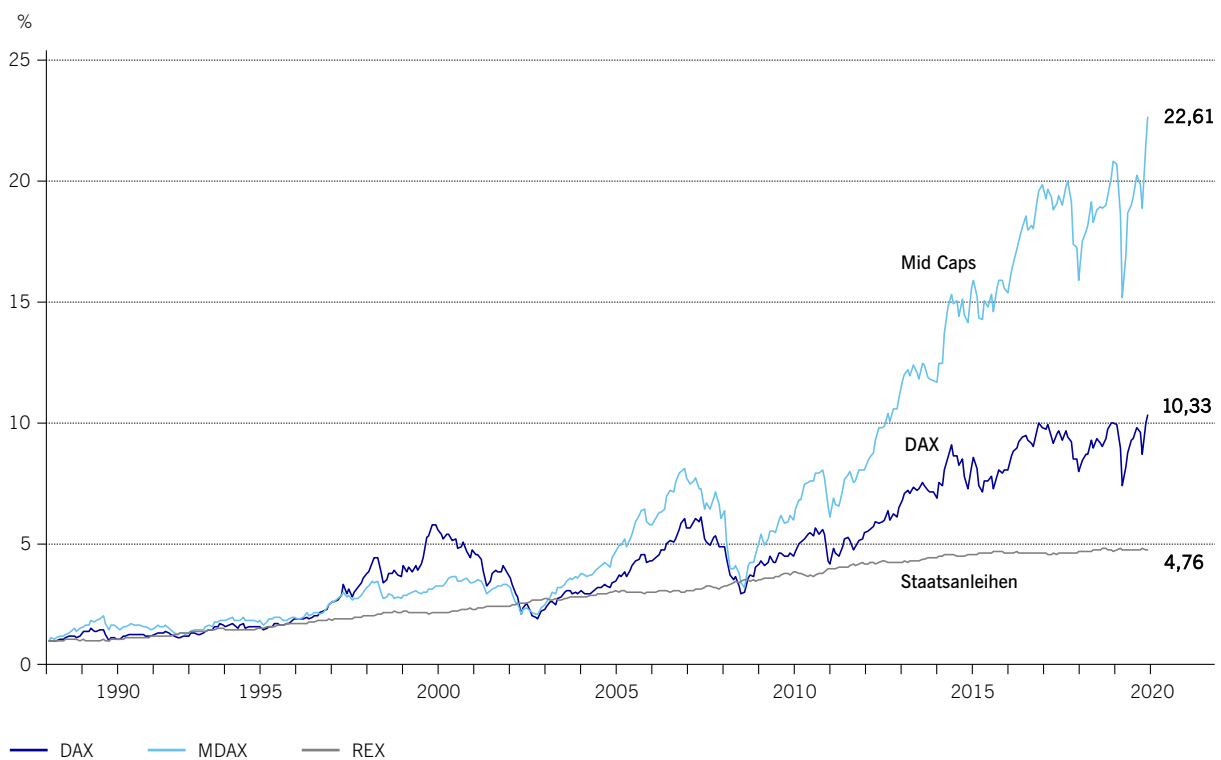
und Altersvorsorge stärker nutzbar zu machen. Hier kommt der Politik eine entscheidende Rolle zu, behutsam Veränderungen herbeizuführen und diesen Veränderungsprozess nachhaltig durch entsprechende Rahmenbedingungen zu unterstützen. Um die längerfristige Aktienanlage zu fördern, sind insbesondere die steuerlichen Anreize für die Vermögensbildung zu verbessern. Zudem sind Aktien als fester Bestandteil in der Altersvorsorge zu verankern, wie es in anderen Ländern seit langem üblich ist und zu sehr positiven Erfahrungen geführt hat.⁷²⁾

Die beliebtesten Instrumente zur Vermögensbildung in Deutschland sind weiterhin das Sparbuch, Versicherungen und das Eigenheim. Im internationalen Vergleich nimmt Deutschland damit eine bemerkenswerte Sonderstellung ein. Die negativen Konsequenzen dieser Anlagepraxis werden klar, wenn man die alternativen Anlagemöglichkeiten im Vergleich betrachtet.

Die Anlage in einem breit gestreuten Aktien-Portfolio führt langfristig zur besten Wertsteigerung

Abbildung 15 zeigt sehr anschaulich, dass die Anlage in Aktien (DAX®) durchschnittlich einen höheren Wertzuwachs für Anleger*innen erbracht hätte als die Anlage in deutschen Staatsanleihen. Nach einer bestimmten Anlageperiode dominiert die Aktienanlage. Der relative Vorteil wäre noch eindeutiger bei einer Investition in mittelgroße Unternehmen (MDAX®) statt in die großen deutschen Standardwerte (DAX®). Das gilt bei einer längerfristigen

Abbildung 15: Vergleich der Performance bei Anlagen in Aktien oder Anleihen in Deutschland, 1988-2020



Quelle: Eigene Berechnung mit Daten von Refinitiv

Anlageperiode nicht nur für die Zeiträume mit steigenden Aktienmärkten, sondern auch, wenn zwischenzeitlich eine Periode mit fallenden Aktienkursen auftritt, wie z.B. in der letzten Finanzkrise (2007–2009) oder der aktuellen Corona Pandemie (seit 2020). Die langfristige Aktienanlage ist grundsätzlich immer vorteilhafter relativ zu anderen Anlageformen wie dem Spargbuch oder Anleihen.

Diese Zusammenhänge gelten nicht nur für das letzte Jahrzehnt, in dem ein sehr niedriges Zinsumfeld vorherrschte. Eine systematische Analyse der Performance bei verschiedenen Anlageperioden (kurz- und langfristig) und unterschiedlichen Kauf- und Verkaufszeitpunkten bei der Anlage am deutschen Aktienmarkt bietet das Renditedreieck des

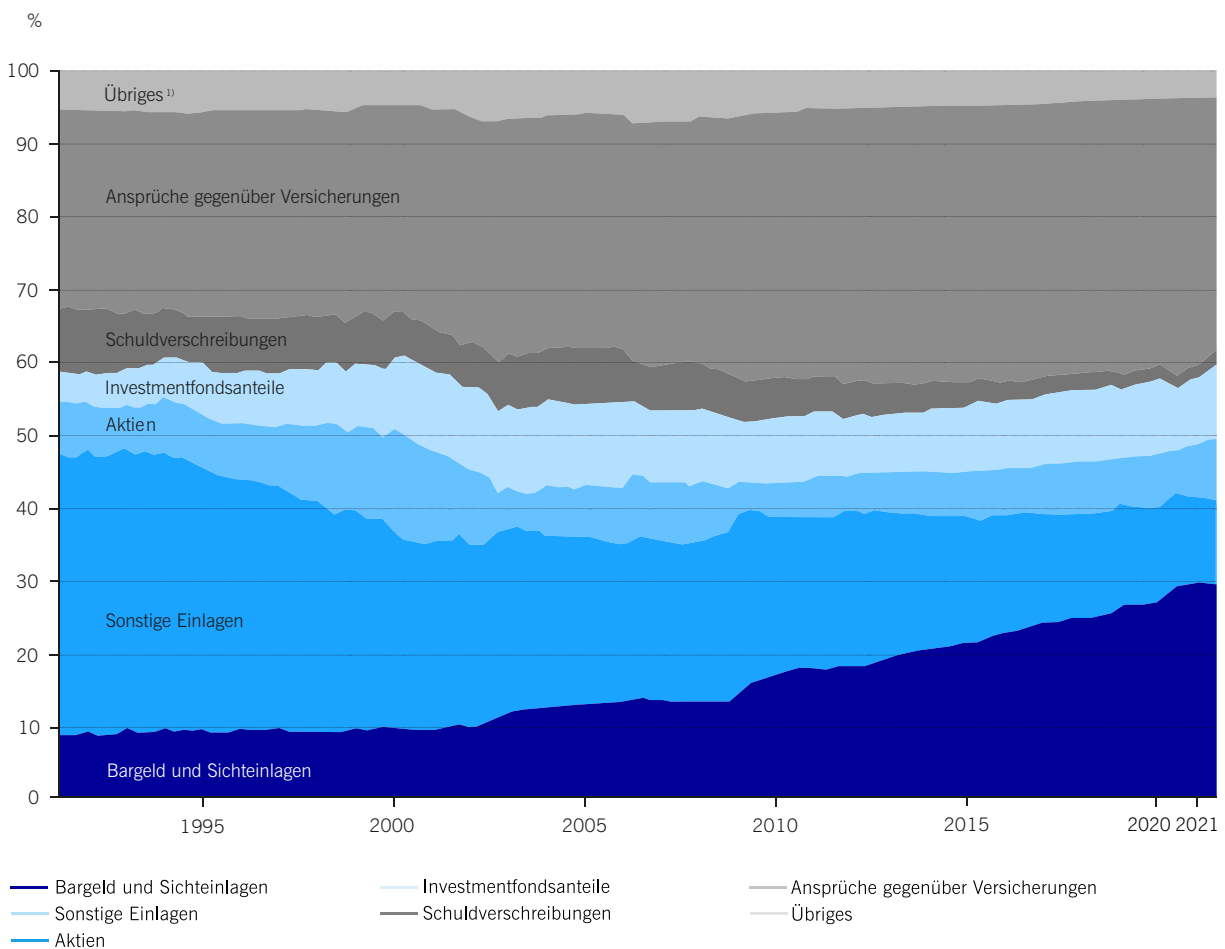
DAI.⁷³⁾ Es zeigt, dass sich nur bei kurzen Anlagehorizonten und Verkauf in Krisenzeiten negative Renditen ergeben. Wenn aber trotz möglicher Krisen und zwischenzeitlichen Kursrückgängen die Aktienanlage langfristig in jedem möglichen Marktumfeld eine bessere Performance aufweist als jede andere Anlageform, dann sollten auch sehr risikoscheue Anleger zu der Einsicht gelangen, dass die Anlage in Aktien langfristig die zu bevorzugende Alternative ist. Das gilt natürlich nicht nur für eine einmalige Anlage wie im oben dargestellten Beispiel, sondern auch in Bezug auf regelmäßige und langfristige Anlagen wie die Altersvorsorge.

2.3.2 Das Anlageverhalten privater Haushalte: Bei der Aktie liegen die Deutschen weit zurück

Wohlstandseinbußen für deutsche Haushalte durch niedrig verzinsliche Vermögensanlage

Obgleich dieses klaren – und in vielen Publikationen aufgezeigten – Renditevorteils der Aktienanlage ist das Anlageverhalten in Deutschland ein anderes, obwohl die privaten Haushalte über ein immenses liquides Vermögen verfügen. Das Geldvermögen der privaten Haushalte in Deutschland ist bis zum Ende des ersten Quartals 2021 erneut gestiegen

Abbildung 16: Anlageklassen der deutschen Anleger*innen in der Bundesrepublik



1) Umfasst hier neben sonstigen Forderungen auch sonstige Anteilsrechte

Quelle: Deutsche Bundesbank Monatsbericht August 2021, S. 44

und lag zu diesem Zeitpunkt bei 7,1 Bio. €. ⁷⁴⁾ Das sind gewaltige Summen, die derzeit nicht besonders rentierlich angelegt sind, insbesondere, wenn man davon ausgeht, dass ein längerfristiger Anlagehorizont vorliegt und große Teile der Gelder zinslos auf dem Spargbuch oder in Rentenwerten angelegt wurden. Das ist deshalb bemerkenswert, weil die Anlage in deutschen börsennotierten Unternehmen längerfristig eine sehr gute und rentierliche Investition gewesen wäre. ⁷⁵⁾ Wie die Grafik der Deutschen Bundesbank in Abbildung 16 verdeutlicht, waren Mitte 2021 ein Großteil der Gelder in Deutschland in niedrig verzinslichen Titeln oder zinslos angelegt. Weniger als 20 Prozent waren in Anleihen, Aktien und Investmentfonds-Zertifikaten höher rentierlich investiert. Mit etwa 40 Prozent sind Bargeld und Einlagen weiterhin die bedeutendste Anlageklasse für private Haushalte. Seit Mitte 2016 ist ihre Rendite beinahe ausnahmslos negativ. ⁷⁶⁾ Auch wenn über die letzten drei Jahrzehnte Verschiebungen zu beobachten sind, so hat sich die Grundstruktur, also die Anlage in wenig verzinslichen Titeln, in der Bundesrepublik kaum verändert.

Langfristig ergibt sich daraus ein erschreckender Wohlstandsverlust für die privaten Haushalte in Deutschland, sowohl im europäischen als auch globalen Vergleich. In Zeiten negativer Einlagezinsen fällt dieser sogar noch erheblich dramatischer aus.

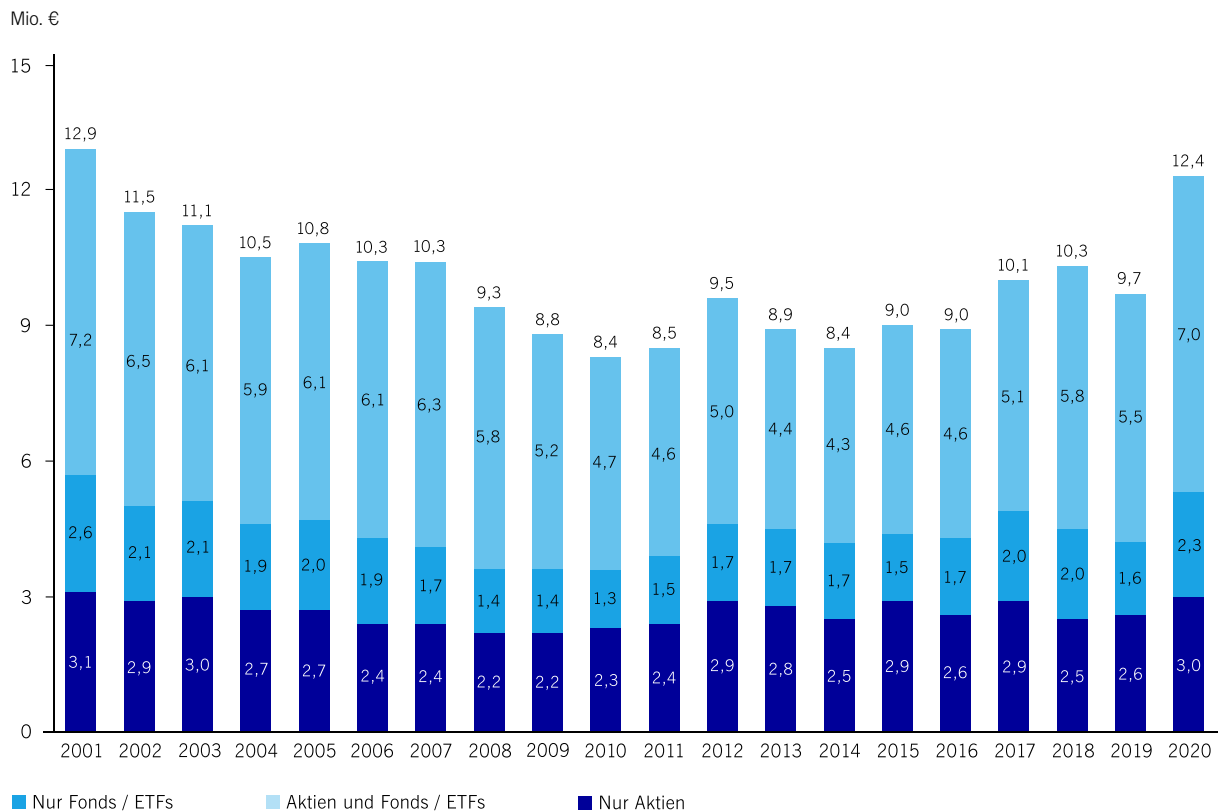
Ein Großteil der Rendite aus deutschen Börsenunternehmen fließt ins Ausland

Ausländischen Investoren dagegen ist die Attraktivität des deutschen Kapitalmarktes seit langem wohl bekannt, und daher war und ist die Anlage in deutschen Aktien unter internationalen Investoren sehr beliebt. Die Erfolge der deutschen Unternehmen haben dazu geführt, dass sich im Jahr 2021 ca. 70 Prozent der deutschen im DAX (1.8.2021) enthaltenen Aktien in ausländischem Besitz befinden, also von ausländischen Investoren oder Investmentfonds gehalten werden.

Das ist in einer arbeitsteiligen Welt mit integrierten Finanzmärkten nicht sonderlich überraschend. Denn die Anlage in Aktien sollte grundsätzlich in einem breit gestreuten und international diversifizierten Portfolio mit optimierten Rendite-Risiko-Strukturen erfolgen. ⁷⁷⁾ Das gilt für ausländische genauso wie für deutsche Investoren. Eine Anlage in Aktien bedeutet für deutsche Anleger*innen also nicht die ausschließliche Investition in deutsche Aktien, vor allem nicht in Aktien des Unternehmens, in dem man selbst beschäftigt ist. Vielmehr sollte eine europäische oder weltweite Streuung der Risiken erfolgen. ETFs, Indexfonds und Investmentfonds eröffnen hier kostengünstige Anlagemöglichkeiten in international breit gestreuten Portfolios.

Nach den negativen Erfahrungen mit der Telekom-Aktie und den Börsengängen am Neuen Markt, die zunächst zu einer Euphorie für die Aktienanlage, anschließend aber zu Ernüchterung und einem Rückgang der Aktionärszahlen geführt haben, ist trotz der kritischen Einschätzung des traditionellen Anlageverhaltens in Deutschland positiv hervorzuheben, dass mittlerweile ein neues Engagement der privaten Haushalte auf dem Kapitalmarkt zu beobachten ist. Das hat kürzlich zu einem deutlichen Aufschwung der Anlage in Aktien geführt. Allein im dritten Quartal 2020 kauften private Haushalte Aktien und Investmentfondsanteile im Wert von 20 Mrd. €. Das entspricht fast dem Dreifachen der durchschnittlichen Zukäufe der vergangenen zehn Jahre. Eine Vermögensbildung über Aktien findet bei knapp 12,4 Mio. Bürger*innen statt (Abbildung 17). Damit ist ungefähr jeder*jede sechste Bundesbürger*in in Aktien investiert. Das ist beachtlich, aber weiterhin unzureichend für einen erfolgreichen Aufbau von Vermögen und für die Altersvorsorge.

Abbildung 17: Aktionäre*innen und Anleger*innen in Fonds/ETFs



Quelle: Deutsches Aktieninstitut e.V.

Die Aktienanlage ist im internationalen Vergleich weiterhin unpopulär

Auch wenn die aktuellen Aktionärszahlen die höchsten seit Jahren sind, so liegt Deutschland wie schon bei anderen internationalen Kapitalmarktvergleichen mit einer Quote von 17,5 Prozent der Bevölkerung im Durchschnitt weit zurück. Zum Vergleich: In den USA ist rund die Hälfte der Bevölkerung an der Börse

investiert. In Schweden liegt der Anteil bei 52 Prozent, weil die Anlage in Aktien dort für die Altersvorsorge auch staatlich verpflichtend ist. Diese relativ hohen Aktienquoten in den USA und einigen anderen europäischen Ländern sind aber nicht nur mit der Neigung der jeweiligen Bewohner*innen für die Aktienanlage zu erklären, sondern insbesondere darauf zurückzuführen, dass die private und staatliche Altersvorsorge in diesen Ländern auch aktienbasiert ist. Vieles deutet darauf hin, dass die Aktien-

anlage in diesen Ländern ein fester Bestandteil des Vermögensaufbaus geworden ist. Die erstrebenswerte Erhöhung der Aktienquote in Deutschland auf ein internationales Niveau kann nur erreicht werden, wenn der Aktie eine größere Bedeutung in der privaten und staatlichen Altersvorsorge zugemessen wird. Schweden ist ein hervorragendes europäisches Beispiel dafür, wie der Staat eine solche Strategie gezielt umsetzen kann.

Die ökonomische Bildung muss verbessert werden

Insgesamt zeigt sich auch am Anlageverhalten, dass die ökonomische Bildung in Deutschland dringend verbessert werden muss. Bund und Länder sollten ein sach- und fachgerechtes schulisches Unterrichtsangebot sowie den einfachen Zugang zu Weiterbildungsangeboten für Erwachsene sicherstellen. Zum langfristigen Vermögensaufbau und zur Sicherung des Lebensstandards – insbesondere im Alter – sind grundlegende Kenntnisse zum Thema Geldanlage erforderlich.

2.3.3 Das Anlageverhalten institutioneller Anleger

Research und Spezialwissen in Wachstumsbranchen fehlen

Im deutschen Kapitalmarkt verfügen Kapitalsammelstellen wie Pensionskassen oder Versicherungen über große Mengen an Kapital, können es aber meist nur zu einem geringen Teil am Aktienmarkt anlegen. Deshalb war die Aktienquote deutscher institutioneller Investoren 2020 mit nur 25 Prozent im internationalen Vergleich außerordentlich niedrig (Schweden 59 Prozent, Großbritannien 40 Prozent, Niederlande 32 Prozent).⁷⁸⁾ Auch Anlagen in der Assetklasse Private Equity sind äußerst gering, wenn sie in Deutschland überhaupt vorkommen. Faktoren, die eine Mobilisierung des Kapitals für Wachstumsunternehmen, aber auch die Aktienanlage verhindern bzw. begrenzen, sind neben der kulturellen Prägung beispielsweise die hohen Eigenkapitalanforderungen nach Solvency II, aber auch fehlendes Research und Spezialwissen zu risikoreicheren Wachstumsbranchen wie Biotech. Dies trägt auch dazu bei, dass nationale Wagniskapitalfonds in der Regel nicht über eine kritische Masse hinauswachsen, die es ihnen ermöglichen würde, insbesondere die erfolgreichen Wachstumsunternehmen in späteren Finanzierungsrunden (>30 Mio. €) weiter zu unterstützen.

Ein Blick ins Ausland zeigt, dass es dagegen Möglichkeiten und Anreizstrukturen für Kapitalsammelstellen gibt, um die Aktienquote erheblich zu stärken.

Wachstumsfinanzierung durch Pensionskassen

Pensionskassen in **Schweden** dürfen bis zu 40 Prozent ihres Kapitals in illiquide Assets investieren, was dazu führt, dass sie in der Regel bis über 50 Prozent in den Bereichen Public und Private Equity investiert sind. Dies zahlt sich auch für die skandinavische Venture-Capital-Industrie aus. Diese konnten bis zu 16 Prozent ihrer Fondsinvestments von lokalen Pensionskassen finanzieren. In Deutschland, Österreich und der Schweiz entfallen nur 2 Prozent der eingesammelten Venture-Capital-Fondsvolumina auf die heimischen Pensionskassen.

Auch in **Italien** ist es Pensionskassen seit der Einführung des neuen Haushaltsgesetzes von 2019 erlaubt, bis zu 10 Prozent ihrer Assets in italienische und EU Venture-Capital-Fonds zu investieren. Gepaart mit der verpflichtenden Allokation von 3,5 Prozent in KMU-Unternehmen des AIM-Segmentes und 3,5 Prozent in Venture-Capital-Fonds im Rahmen des Long Term Investment Plans (PIRs) für Asset Manager aus dem Jahre 2017 ergibt sich eine sichtbare Vitalisierung des italienischen Startup-Ökosystems und ein Anstieg der Börsengänge von KMU.

Frankreich hingegen belegt institutionelle Investoren mit einer geringeren Kapitalertragssteuer, wenn die Anteile an Venture-Capital-Fonds und Gesellschaften für mind. 5 Jahre gehalten werden und die Ausschüttung der daraus resultierenden Gewinne mindestens 2 Jahre nach Investitionszeitpunkt erfolgt.

Diese Beispiele verdeutlichen, welche positiven Effekte gezielte staatliche Maßnahmen sowohl für die Vermögensanlage als auch für die Innovationsfinanzierung haben können. Sie zeigen darüber hinaus ihren gesamtgesellschaftlichen Nutzen.

2.3.4 Das Altersvorsorgesystem in Deutschland im internationalen Vergleich: Kapitalbedarf und Finanzierung

Bei der Altersvorsorge geht es um den langfristigen Vermögensaufbau

Die finanzielle und sichere Vorsorge für das Alter und den Lebensabend hat für viele Menschen naturgemäß einen sehr hohen Stellenwert. „Die Rente ist sicher“, ist daher ein beliebtes politisches Schlagwort, aber die entscheidende Frage ist, auf welchem Niveau diese Sicherheit besteht und ob es ausreicht, den Lebensstandard auch im Alter aufrechtzuerhalten.

Ein aktuelles Gutachten für das BMWi⁷⁹⁾ kommt zu dem Ergebnis, dass in der Basisprojektion das Sicherungsniveau (Standardrente vor Steuern) von derzeit 47% in den nächsten Jahrzehnten auf ein Mindestniveau von 44% (2040) und 42% (2060) fallen könnte, wenn keine geeigneten Maßnahmen ergriffen werden. Der Begriff „Altersarmut“ ist immer öfter zu hören und ein Indiz dafür, dass das aktuelle Rentensystem in Deutschland leider nicht mehr ausreicht, um den Lebensunterhalt im Alter zu sichern.

Andere Länder zeigen den enorm positiven Effekt aktienbasierter Altersvorsorge

Es müssen daher geeignete Maßnahmen ergriffen werden, die private aber auch die staatliche Altersvorsorge in den kommenden Jahren sehr intensiv auszubauen. Die Wertsteigerungen des Aktienmarktes können gezielt dazu beitragen, um langfristig Vermögen aufzubauen und so für das Alter angemessen vorzusorgen. Wie dies funktionieren könnte zeigt der Blick in andere Länder, und ins-

besondere in jene, die ihr Rentensystem vor einigen Jahren umgestellt haben. Eine Studie des DAI⁸⁰⁾ verdeutlicht diese Zusammenhänge. In Deutschland kommen nur 25 Prozent der gezahlten Bruttorente von Durchschnittsverdienenden, also der gesamten Rentenbezüge, aus einem Ansparverfahren in Aktien. Im Vergleich liegt dieser Wert in Australien bei 100 Prozent, gefolgt von Dänemark mit 83 Prozent und den Niederlanden mit 70 Prozent. In Großbritannien, den USA und Kanada wird etwa die Hälfte der Altersbezüge über das Ansparverfahren finanziert.

Deutschland liegt bei Aktienansparplänen für die Altersvorsorge weit zurück

Auch liegt Deutschland bei den Volumen der Wertpapiere zurück, die zur Altersvorsorge erworben wurden. Mit nur etwas mehr als der Hälfte des Bruttoinlandsprodukts bildet Deutschland in diesem Vergleich das deutliche Schlusslicht. In den USA, der Schweiz, Kanada, den Niederlanden oder in Dänemark liegt das Volumen der für Altersvorsorgezwecke angelegten Wertpapiere oftmals deutlich über dem jeweiligen Bruttoinlandsprodukt – Schweden 90 Prozent, USA 145 Prozent, Niederlande 184 Prozent und Dänemark 208 Prozent.⁸¹⁾

Erfolg aktienbasierter Altersvorsorge in anderen Ländern

Länder wie Schweden, Australien, UK und die USA zeigen, welchen enormen Effekt eine aktienbasierte Altersvorsorge auf die Aktienkultur und wirtschaftliche Teilhabe der Bürger an der Wertschöpfung dieser Unternehmen haben kann.

In **Schweden** etwa wird ein Teil der gesetzlichen Altersvorsorge über den Kapitalmarkt erwirtschaftet. Die Schweden sind so zum Volk von Aktionären geworden – und profitieren sehr davon. Die dortige Prämienrente ist ein Ansparverfahren, das auf einer reinen Beitragszusage basiert; zusätzliche Garantien gibt es nicht. 2,5 Prozent

des Bruttoeinkommens werden monatlich angespart und Arbeitnehmer*innen können, je nach Risikobereitschaft, aus verschiedenen Fonds wählen. Wer nichts wählt, spart in den Standardfonds AP7 SÅfa, der vor allem in Aktien investiert.⁸²⁾

Die durchschnittliche, kapitalgewichtete Rendite lag hier zwischen 2000 und 2020 bei 10,1 Prozent. Darüber hinaus sind auch Private Equity Investments über Mutual Funds möglich, die weiterhin für gute Finanzierungsmöglichkeiten im pre-IPO Bereich sorgen.

In anderen Ländern sichern Aktien die Altersvorsorge und das Rentensystem

Die Erfahrungen in anderen Ländern weisen also deutlich darauf hin, dass die Aktienanlage eine sehr sinnvolle und zielführende Alternative und Erweiterung zum staatlichen Rentensystem darstellt und möglicherweise auch in dieses integriert werden könnte. Ein höherer Anteil des Ansparvolumens auf Aktienbasis trägt zur Sicherung der Rentensysteme sowie eines angemessenen Auskommens im Rentenalter bei. Gleichzeitig mobilisiert er riesige Summen an Kapital. In Ländern mit einem gewichtigen Anteil von Aktien im nationalen Rentensystem sind große private wie staatliche Pensionsfonds entstanden, die nach lukrativen Geldanlagen am Kapitalmarkt suchen und mittlerweile auch in Venture

Capital und Private Equity investieren. Aufgrund dieses sehr großen internationalen Anlagevolumens wird der Finanzierungsbedarf deutscher Unternehmen mit Eigenkapital überwiegend aus dem Ausland gedeckt. Dies zeigen die oben beschriebenen hohen Anteile an ausländischen Investoren in deutschen DAX-Unternehmen. Damit gehen gleichzeitig die Erfolge und Gewinne der deutschen Unternehmen zu einem großen Teil ins Ausland und vermehren das Vermögen dort und nicht hier. Eine vermehrte direkte und indirekte Anlage in Aktien würde daher auch den inländischen gelisteten Unternehmen zugutekommen. Zudem würde es für Unternehmen die Attraktivität eines Börsengangs erhöhen.

3. Die drei Eckpfeiler einer Kapitalmarktstrategie zur Stärkung von Zukunftsfähigkeit, Wirtschaft und Wohlstand

Eine Vielzahl von Studien bestätigt die Schwächen des deutschen Kapitalmarktes

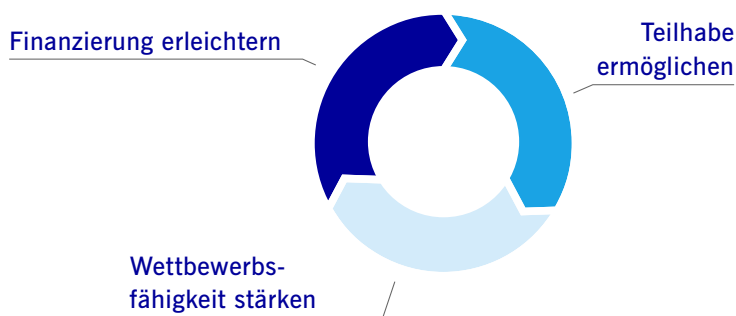
Wie die Analyse in Abschnitt 2 verdeutlicht hat, ist die Position Deutschlands – aber auch die Europas – in vielen Bereichen des Kapitalmarktes im internationalen Vergleich schwächer als sie es mit den geeigneten Maßnahmen sein könnte. Die Gründe hierfür sind vielschichtig und reichen von kulturellen Prägungen bis zu konkreten gesetzlichen Beschränkungen und steuerlichen Nachteilen. Diese strukturellen Schwächen des deutschen Kapitalmarktes werden seit vielen Jahren intensiv analysiert und diskutiert, und die Schlussfolgerungen fallen stets ähnlich und eindeutig aus. Denn über die strukturellen Ursachen besteht erstaunliche Einigkeit. Dies trifft auch dann zu, wenn die Autoren unterschiedliche Ziele verfolgen oder verschiedene Perspektiven einnehmen, wie z.B. die der Stakeholder, also der Unternehmen und Finanzmarktakteure, aber auch die der Wissenschaft. Diese Zusammenhänge wurden über die letzten Jahre in einer Vielzahl von Studien immer wieder dokumentiert.⁸³⁾

Die Notwendigkeit, die Rahmenbedingungen am Kassamarkt zu verbessern, wurde bereits 2014/2015 im Rahmen des Round Table „Mehr Börsengänge von jungen Wachstumsunternehmen in Deutschland“ erkannt und in einem umfangreichen Diskussionspapier vorgestellt.⁸⁴⁾ Vor allem der Ausbau der Förderinstrumente im Bereich der Wagniskapitalfinanzierung und in Bezug auf die gesetzlichen Rahmenbedingungen für Gründungsfinanzierungen sind verbessert worden. Das ist aber immer noch nicht ausreichend. Zudem wurden die strukturellen Defizite, die gegenüber anderen Ländern vor allem in den Rahmenbedingungen für den Kapitalmarkt und der Aktienanlage bestehen, immer noch nicht angegangen. Die Analyse bekräftigt, was viele Studien bereits aufzeigen: Zur Steigerung der Attraktivität von Börsengängen gibt es keine bestimmte einzelne

Maßnahme. Vielmehr ist es ein Zusammenspiel von mehreren Faktoren, die ganzheitlich angegangen werden müssen.

Die entscheidende Frage als Ausgangspunkt und als Ziel jeder durchdachten Kapitalmarktstrategie sollte lauten: Wie lässt sich die Anzahl der Börsengänge in Deutschland und Europa steigern und welche Kernpunkte sind kritisch für den langfristigen Erfolg? Nachfolgend sollen die vielfältigen Lösungsvorschläge nur skizziert werden, denn viele der Punkte sind bereits wohlbekannt. Mit diesen Vorschlägen stehen wir nicht allein da: Die Einleitung struktureller Maßnahmen ist drängender denn je, um das Ökosystem Aktie nachhaltig zu verbessern und zu stärken. Der Handlungsdruck wächst mit jedem Jahr. So bedarf es dringend einer ganzheitlichen, nationalen Kapitalmarktstrategie, die durch eine Anpassung der Rahmenbedingungen für Unternehmen sowie für institutionelle und private Investoren in Deutschland eine Wachstumsspirale in Gang setzen kann. Eine Strategie zur Stärkung des deutschen Kapitalmarktes sollte dabei auf drei Säulen fußen (Abbildung 18).

Abbildung 18: Aktionsbereiche einer Strategie für den deutschen Kapitalmarkt



Eigenkapitalbasierte Unternehmensfinanzierung und Innovationsfinanzierung erleichtern

- Bessere steuerliche Bedingungen für Eigenkapitalfinanzierung, insbesondere für innovative Start-up-Unternehmen
- Bessere staatliche Förderung für Wachstumsunternehmen, vor allem im Bereich des Late-Stage Funding

Wettbewerbsfähigkeit des Kapitalmarktes stärken

- Flexiblere gesetzliche und regulatorische Rahmenbedingungen für Börsengänge, vor allem für kleine und mittlere Unternehmen
- Schaffung von Aktien mit Mehrfachstimmrechten entsprechend dem internationalen Standard
- Stärkung der transparenten Preisfindung und Reduzierung der Fragmentierung am Sekundärmarkt und an regulierten Börsen, die IPOs unterstützen
- Vereinheitlichung europäischer Rahmenbedingungen und Umsetzung der Vorschläge zur Kapitalmarktunion
- Kapitalmarktorientierte Reform des Unternehmensrechts, insbesondere mehr Flexibilität für Start-up-Unternehmen

Teilhabe am wirtschaftlichen Erfolg ermöglichen

- Steuernachteile für den direkten und indirekten Aktienbesitz abbauen oder sogar beseitigen
- Stärkung des privaten Vermögensaufbaus und der privaten Altersvorsorge mit Aktien
- Erhöhung der Aktienquote bei institutionellen Investoren durch gezielte Fördermaßnahmen
- Stärkung der ökonomischen Bildung und politische Unterstützung einer Kultur der langfristigen Aktienanlage in Deutschland

Die drei Säulen einer Kapitalmarktstrategie für Deutschland

Die drei wesentlichen Aktionsbereiche lassen sich wie folgt zusammenfassen:

1. Eigenkapitalbasierte Unternehmensfinanzierung und Innovationsfinanzierung erleichtern

- Bessere steuerliche Bedingungen für Eigenkapitalfinanzierung, insbesondere für innovative Start-up-Unternehmen
- Bessere staatliche Förderung für Wachstumsunternehmen, vor allem im Bereich des Late-Stage Funding

2. Wettbewerbsfähigkeit des Kapitalmarktes stärken

- Kapitalmarktorientierte Reform des Unternehmensrechts und insbesondere mehr Flexibilität für Start-up-Unternehmen
- Flexiblere gesetzliche und regulatorische Rahmenbedingungen für Börsengänge, vor allem für kleine und mittlere Unternehmen
- Schaffung von Aktien mit Mehrfachstimmrechten entsprechend dem internationalen Standard
- Stärkung der transparenten Preisfindung und Reduzierung der Fragmentierung am Sekundärmarkt und an regulierten Börsen, die IPOs unterstützen
- Vereinheitlichung europäischer Rahmenbedingungen und Umsetzung der Vorschläge zur Kapitalmarktunion

3. Teilhabe am wirtschaftlichen Erfolg ermöglichen

- Steuernachteile für den direkten und indirekten Aktienbesitz abbauen und beseitigen
- Stärkung des privaten Vermögensaufbaus und der privaten Altersvorsorge mit Aktien
- Erhöhung der Aktienquote bei institutionellen Investoren durch gezielte Fördermaßnahmen
- Stärkung der ökonomischen Bildung und politische Unterstützung einer Kultur der langfristigen Aktienanlage in Deutschland

Die Analyse ist eindeutig – auf die Umsetzung kommt es an: wir brauchen einen Aktionsplan Kapitalmarkt

Im Anhang werden diese wesentlichen, dringenden Aktionsfelder detaillierter skizziert und ein Überblick der umfangreichen vorhandenen Papiere mit Vorschlägen gegeben. Im Schwerpunkt der Diskussion sollte aber die Umsetzung stehen. Für die Formulierung einer nationalen Kapitalmarktstrategie sollten alle relevanten Akteure zusammenkommen und einen **Aktionsplan Kapitalmarkt** für die neue Legislaturperiode erarbeiten. Dabei geht es um die Formulierung eines ganzheitlichen Ansatzes. Denn obwohl man diese drei Teilbereiche auch getrennt behandeln und optimieren könnte, sind die maximale Wirkung und das optimale Ergebnis erst im Zusammenspiel aller drei Teilbereiche realisierbar. Diese Strategie sollte durch ein dediziertes **Kapitalmarktkabinett** der Bundesregierung begleitet werden.

4. Ausblick: Das Potential des Kapitalmarktes für eine nachhaltige Gesellschaft

Die abnehmende Bedeutung der Kapitalmärkte in Deutschland und der EU ist besorgniserregend. Wenn große Finanzierungen zumeist nur noch mit Hilfe globaler Investoren im außerbörslichen Bereich erfolgen können, dann nimmt die Bindung an die nationalen Kapitalmärkte und deren Relevanz weiter ab. Die Abhängigkeit deutscher Unternehmen von der Funktionsfähigkeit ausländischer Kapitalmärkte steigt. Dadurch wächst die Gefahr der Abwanderung innovativer Unternehmen an die amerikanischen Börsen. Diese Unternehmen entwickeln aber gerade jetzt wichtige Innovationen zur Bewältigung transformativer Herausforderungen wie Klimawandel und Digitalisierung.

Deutschland steht vor enormen Veränderungen. Um ihnen zu begegnen, sind hohe Investitionen und innovative Unternehmen erforderlich. Gleichzeitig ist der deutsche Kapitalmarkt weit davon entfernt, sein Potential voll auszuschöpfen. Dennoch sind die Voraussetzungen für eine erfolgreiche Zukunft mehr als gegeben. Das liegt vor allem am veränderten „Mindset“ der jungen Generationen, die mit ihrem wachsenden Unternehmer- und Erfindergeist einen wichtigen technologischen Beitrag zur Bewältigung der Herausforderungen Klimawandel und Digitalisierung leistet. Damit sich dieses Potential voll entfalten und wachsen kann, müssen bessere Bedingungen geschaffen werden. Denn die Wirtschaftskraft der Unternehmen von heute und morgen trägt nicht nur zur Zukunftsfähigkeit Deutschlands bei, sondern sichert auch Beschäftigung.

Es ist unbestritten, dass Politik, Gesellschaft und Wirtschaft gemeinsam und mit höchster Priorität am Erreichen der Klimaziele arbeiten müssen. Hier besteht eine hohe Verantwortung gegenüber den nachfolgenden Generationen. Der jüngste Bericht des Weltklimarates unterstreicht die Dringlichkeit.⁸⁵⁾

Zur Nachhaltigkeit gehört jedoch auch die Sicherung der wirtschaftlichen Lebensqualität für die nächsten Generationen während des Berufslebens und im

Rentenalter. Die Bereitschaft, die Altersvorsorge über den Kapitalmarkt abzusichern, steigt zunehmend. Und auch hier müssen die Bedingungen geschaffen werden, um die Zukunftssicherung zu gewährleisten. Nachhaltigkeit und eine starke Wirtschaft bedingen sich gegenseitig.

Die Ergebnisse dieser Studie verdeutlichen nachdrücklich, dass in Deutschland eine enorme Wirtschafts- und Innovationskraft für die Bewältigung der großen Herausforderungen vorhanden ist. Sie bedarf nur noch größerer und effektiverer Förderung und Umsetzung. Dazu kann ein starker und effizienter Kapitalmarkt beitragen. Zum Teil ist er auch die Voraussetzung, denn durch die Bereitstellung von Kapital für Innovation, Wachstum und Beschäftigung, die effektive Absicherung von Risiken sowie die nachhaltige und langfristige Teilhabe am wirtschaftlichen Erfolg, leistet der Kapitalmarkt einen wesentlichen Beitrag.

Die aufgezeigten Maßnahmen machen deutlich, dass ein ganzheitlicher Ansatz notwendig ist, der aber auch viele schnelle Anpassungen von Unternehmens-, Kapitalmarkt- und Steuerrecht auf nationaler sowie europäischer Ebene erfordert.

Die neue Legislaturperiode bietet die Chance, neue Impulse und einen neuen Aufbruch zu starten, eine nationale Kapitalmarktstrategie zu entwickeln und umzusetzen. Dies schließt die aktive und zielführende Gestaltung des europäischen Kapitalmarktes durch Deutschland mit ein.

Diese Studie soll dazu einen Anstoß geben. Die Deutsche Börse wird alle Maßnahmen zur Stärkung des deutschen und europäischen Kapitalmarktes mit aller Kraft unterstützen. Die Zeit drängt.

Anhang: Empfehlungen für einen Aktionsplan Kapitalmarkt

1. Eigenkapitalbasierte Unternehmens- und Innovationsfinanzierung erleichtern

Aktionsbereich	Anpassungsbedarf	Umsetzungsempfehlungen	Ebene
Förderung und Verbesserung der Finanzierung von Start-ups und Wachstumsunternehmen	Schaffung von (steuerlichen) Anreizen für institutionelle Investoren, die in Start-ups und Wachstumsunternehmen investieren	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Reduzierung der Kapitalertragsteuer auf Dividenden und Zinsen bei längerfristigen Investitionen in Start-ups und Wachstumsunternehmen ▪ Verpflichtung für institutionelle Investoren, mindestens 1 % ihres verwalteten Vermögens in Start-ups und Wachstumsunternehmen zu investieren¹⁾ ▪ Reduzierung der Steuerpflicht bei Re-Investition der Gewinne aus Unternehmensanteilsverkäufen in die jeweils gleiche Assetklasse ▪ Steuerfreistellung bei Veräußerung von Unternehmensanteilen nach einer Mindesthaltedauer von drei Jahren (Vorbild: UK Enterprise Investment Scheme (EIS))²⁾ 	National
	Neuregelung zur Übertragbarkeit von GmbH-Anteilen	Herstellung der Fungibilität von GmbH-Anteilen durch Abschaffung des Erfordernisses einer notariellen Beurkundung ³⁾ im Falle der Übertragung bzw. Abtretung (Vorbild: englische oder US-amerikanische LLC)	National/ EU
	Ausweitung staatlicher Förderprogramme auf Later Stage Funding und Börsengänge von Wachstumsunternehmen zur Mobilisierung der Investitionsmittel von institutionellen Investoren	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Schaffung eines KMU Wachstumsfonds auf europäischer Ebene (IPO SME Fund) mit Mindestvolumen von 5 Mrd. €. ⁴⁾ ▪ Ausweitung bestehender Förderprogramme für Wachstumsunternehmen (Coparion, HTGF DeepTech Future Fonds, Zukunftsfonds etc.) auf und/oder im Anschluss an den Börsengang 	National/ EU

1) DAJ, Auslandslistings von BioNTech, CureVac & Co. / Handlungsempfehlungen an die Politik für mehr Börsengänge in Deutschland, 2021, S. 33.

2) <https://www.growthcapitalventures.co.uk/5-things-investors-need-to-know-about-eis-investments-in-2020/>

3) Vgl. § 15 GmbHG

4) https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/a_public-private_fund_to_support_the_eu_ipo_market_for_smes_final_report_updated.pdf

2. Wettbewerbsfähigkeit des Kapitalmarktes stärken

Aktionsbereich	Anpassungsbedarf	Umsetzungsempfehlungen	Ebene
Kapitalmarktorientierte Reform des Unternehmensrechts	Flexibilität hinsichtlich der Art und Ausgabe von Wertpapieren ermöglichen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Zulässigkeit der Ausgabe von Aktien mit unterschiedlichen Stimmrechten (Dual-Class Shares) gemäß internationalem Standard⁶⁾ ▪ Zulässigkeit der Ausgabe von Aktien unter einem Mindestnennwert von einem Euro (Nennbetragsaktie) oder bei nennwertlosen Aktien (Stückaktien) unter einem rechnerischen Betrag am Grundkapital von einem Euro 	National
	Einführung elektronischer Aktien ⁶⁾	Erweiterung des Anwendungsbereichs des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG) auch für (Namens-) Aktien	National
	Erhöhung des Spielraums bei Maßnahmen der Kapitalaufnahme und Kapitalerhöhung	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Erhöhung des Höchstbetrages, derzeit max. 50% des Grundkapitals möglich, bei Kapitalerhöhung aus genehmigtem und bedingtem Kapital ▪ Ausweitung der 10%-Grenze im Falle des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses ▪ Flexibilisierung des zulässigen Abschlags auf den Ausgabepreis (derzeit: max. 5% auf den Börsenpreis)⁷⁾ 	National
	Erweiterung der Unternehmensrechtsformen um eine „SPAC-AG“ (Special Purpose Acquisition Company) nach deutschem Aktienrecht	Schaffung eines Investitionsvehikels nach dem Vorbild der REIT-AG (besondere Ausprägung der Aktiengesellschaft im Immobiliensektor ⁸⁾) für die Zwecke des Börsengangs einer „SPAC-AG“	National
Bessere Rahmenbedingungen für Börsengänge	Vereinfachung einzelner Regelungen im Börsen- und Wertpapierprospektgesetz	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Abschaffung der Rolle des sog. Mittragstellers (begleitendes Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut) für das börsenrechtliche Zulassungsverfahren von Wertpapieren ▪ Streichung der Prospekthaftung im deutschen Wertpapierprospektgesetz entsprechend den Vorgaben der europäischen ProspektVO ((EU) 2017/1129), die keine Prospektverantwortlichkeit bzw. -haftung zu Lasten des Mittragstellers regelt 	National/ EU
	Anpassung der Börsenzulassungsanforderungen an internationale Standards ⁹⁾	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Herabsetzung des Mindeststrebessitzanteils von 25% auf eine absolute Zahl von 350.000 Aktien im Streubesitz sowie Aufhebung der geografischen Beschränkung der Mindeststreuung auf den EU-/EWR-Raum ▪ Herabsetzung der Mindestmarktkapitalisierung auf 1 Mio. € ▪ Zur Herstellung der Transparenz mittels historischer Finanzzahlen ist zukünftig nur auf eine dreijährige Bilanzpublizität unter Aufhebung des Erfordernisses des dreijährigen Bestehens eines Emittenten abzustellen 	National/ EU
	Verbesserung der Durchlässigkeit zwischen KMU Wachstumsmarkt und reguliertem Markt durch erleichterte Prospektpflichten ¹⁰⁾	<p>Streichung des Erfordernisses eines neuen, vollständigen Prospektes bei einem sog. technischen Uplisting von einem KMU-Wachstumsmarkt in den regulierten Markt, wenn:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ bereits ein (Wachstums-)Prospekt erstellt wurde, ▪ die Wertpapiere bereits für einen bestimmten Zeitraum an einem KMU-Wachstumsmarkt gehandelt werden und ▪ dort allen Transparenzverpflichtungen nachgekommen wurde 	National/ EU
	Einführung einer Übergangsphase zur Erfüllung von Transparenz- und Berichtspflichten für junge Wachstumsunternehmen (analog US JOBS Act) ¹¹⁾	Reduzierung der Offenlegungsvorschriften (z.B. Vereinfachung hinsichtlich des Führens von Insiderlisten, Reduzierung des Umfangs von Finanzberichten und Anpassung der Meldeschwellen bei Stimmrechtsmitteilungen) sowie Ermöglichung einer erleichterten Ansprache von Investoren vor dem Börsengang	National/ EU

3. Teilhabe am wirtschaftlichen Erfolg ermöglichen

Aktionsbereich	Anpassungsbedarf	Umsetzungsempfehlungen	Ebene
Steuerliche (Gleich-) Behandlung von privaten Eigenkapitalinvestitionen	Beseitigung von Steuernachteilen für den direkten und indirekten Aktienbesitz gegenüber anderen Anlageklassen	<ul style="list-style-type: none"> Herabsetzung der Abgeltungssteuer im Zusammenhang mit privaten Aktienerträgen ab einer Haltedauer von über einem Jahr Zulässigkeit einer vollständigen Verrechnung von Verlusten aus Aktienanlagen mit anderen Kapitalerträgen (Entsprechende Anpassung von § 20 Abs. 6 EstG) 	National
	Steuerliche Gleichbehandlung von Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung / Vermeidung von Steuerdiskriminierung der Eigenkapitalfinanzierung	<ul style="list-style-type: none"> Einführung eines kalkulatorischen Zinsabzugs für Eigenkapitalinstrumente („national interest deductions“)¹²⁾ Indexierung von Kapitalerträgen zur Vermeidung einer Übermaßbesteuerung durch die Kapitalertragsteuer bei steigender Inflation 	National
	Weitere Förderung von Mitarbeiterbeteiligungen durch Anpassung der Regeln an internationale Standards	<ul style="list-style-type: none"> Etablierung eines kostengünstigen und digitalen Ausgabe- sowie Übertragungsprozesses von Mitarbeiterbeteiligungen International wettbewerbsfähige Ausgestaltung der Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen: Versteuerung des „Dry Income“¹³⁾ als Kapitalertrag mit dem niedrigeren Abgeltungssteuersatz von 25% (mithin nicht als Einkommen mit dem Einkommenssteuersatz) 	National
	Etablierung einer kapitalmarktorientierten Altersvorsorge für breite Bevölkerungsschichten als Ergänzung zur umlagefinanzierten gesetzlichen Rente	<ul style="list-style-type: none"> Einführung von Ansparverfahren mit Aktien (Opt-Out-System) sowie Abbau regulatorischer Hindernisse für die Aktienanlage der Kapitalsammelstellen, insbes. der Versicherungsunternehmen und dadurch Stärkung und Ausbau einer kapitalgedeckten Altersvorsorge auch über Aktien Erweiterung der Abzugsfähigkeit von Sonderausgaben bei der Altersvorsorge in qualifizierte, aktienbasierte Anlagevehikel 	National
Erhöhung der Aktienquote bei Kapitalsammelstellen	Abbau regulatorischer Hindernisse und Schaffung von Anreizen für Kapitalsammelstellen, stärker in Aktien zu anzulegen	Überprüfung der „Solvabilitätsanforderungen“ (Solvency II) sowie der Bilanzierungsvorschriften nach dem Handelsgesetzbuch in Bezug auf die Bewertung insbesondere von börsennotierten Aktien, um dem langfristigen Anlagemodell von Kapitalsammelstellen besser Rechnung zu tragen ¹⁴⁾	National/ EU
Ökonomische Bildung	Formulierung einer nationalen Strategie für ökonomische Bildung	Sicherstellung eines gesicherten Zugangs zu sach- und fachgerechten schulischen Unterrichtsangeboten und entsprechender Weiterbildung, insbesondere mit dem Schwerpunkt Geldanlage und Vermögensaufbau	National

Fußnoten zu: 2. Wettbewerbsfähigkeit des Kapitalmarktes stärken

- 5) NZG 2020, 161 (167), Fleischer/Mock: Gesellschaftsverträge und Satzungen im Wandel der Zeiten
- 6) DB 2021, 1384 (1384), RAin Dr. Susanne Lenz/RA Markus Joachimsthaler, Das Gesetz über elektronische Wertpapiere – Beginnt jetzt die Zukunft?
- 7) DAI, Auslandslistings von BioNTech, CureVac & Co. / Handlungsempfehlungen an die Politik für mehr Börsengänge in Deutschland, 2021, abgerufen unter <https://www.dai.de/veroeffentlichungen/dokumententitel/auslandslistings-von-biontech-curevac-co/>
- 8) § 2 Rn. 17, Hoffmann-Becking in Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Bd. 4, 5. Auflage 2020
- 9) Richtlinie 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Mai 2001 über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen
- 10) https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/final_report_on_sme_gms_-_mifid_ii.pdf
- 11) Rüdiger Veil, Kapitalmarktzugang für Wachstumsunternehmen – Reformen aus rechtsvergleichender und rechtsdogmatischer Perspektive (2016), S. 11 ff.

Fußnoten zu: 3. Teilhabe am wirtschaftlichen Erfolg ermöglichen

- 12) <https://finance.belgium.be/en/enterprises/corporation-tax/tax-benefits/notional-interest-deduction>
- 13) DAI, Auslandslistings von BioNTech, CureVac & Co. / Handlungsempfehlungen an die Politik für mehr Börsengänge in Deutschland, 2021, S. 33.
- 14) DVFA, Zeit für die Umsetzung der Kapitalmarktunion ist reif, 6. Mai 2021, S. 1.4.) § 2 Rn. 17, Hoffmann-Becking in Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Bd. 4, 5. Auflage 2020

Abbildungsverzeichnis

- 8 Abbildung 1:**
Strukturelle Herausforderungen und die Rolle des Kapitalmarktes
- 11 Abbildung 2:**
Die Rolle des Kapitalmarktes zwischen Unternehmen sowie Privatanleger*innen und institutionellen Investoren
- 13 Abbildung 3:**
Deutschland stark in der Grundlagenforschung, aber schwach in der Kommerzialisierung und Skalierung
- 14 Abbildung 4:**
Entwicklung eines Unternehmens und Finanzierungsmöglichkeiten
- 15 Abbildung 5:**
Entwicklung des Wagniskapitals nach Finanzierungsphasen in Deutschland (in Mrd. €)
- 16 Abbildung 6:**
Venture Capital in Deutschland im internationalen Vergleich Investitionen als % BIP im Jahr 2020
- 18 Abbildung 7:**
Abhängigkeit deutscher Wachstumsunternehmen von ausländischen Investoren nach Wachstumsphasen (2000–2020)
- 19 Abbildung 8:**
Entwicklung der Anzahl von Börsengängen in den verschiedenen Regionen weltweit
- 21 Abbildung 9:**
Entwicklung der Anzahl börsennotierter Unternehmen in den verschiedenen Marktsegmenten
- 23 Abbildung 10:**
Marktkapitalisierung deutscher Unternehmen im Vergleich zu den größten Unternehmen der Welt
- 24 Abbildung 11:**
Die Leistungsfähigkeit und Organisation des deutschen Kapitalmarktes
- 36 Abbildung 12:**
Intransparenz und Fragmentierung des Aktienhandels in Europa
- 37 Abbildung 13:**
Globaler IPO-Markt dominiert durch amerikanische Banken – und keine deutsche Investmentbank ist aktuell noch unter den Top 10
- 38 Abbildung 14:**
Ranking globaler Asset Manager nach Assets under Management (in Mio. US\$)
- 45 Abbildung 15:**
Vergleich der Performance bei Anlagen in Aktien oder Anleihen in Deutschland, 1988–2020
- 46 Abbildung 16:**
Anlageklassen der deutschen Anleger in der Bundesrepublik
- 48 Abbildung 17:**
Aktionäre*innen und Anleger*innen in Fonds/ETFs
- 54 Abbildung 18:**
Aktionsbereiche einer Strategie für den deutschen Kapitalmarkt

Institutionelle Literatur

Alliance Advisors, 2021, Was the Exxon Fight a Bellwether?, 24. Juli 2021; abgerufen unter: <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/07/24/was-the-exxon-fight-a-bellwether/>

AP7, 2021, Seventh AP Fund - About us, September 2021, abgerufen unter: <https://www.ap7.se/english/about-us/>

ASIC, 2021, Australian Securities & Investments Commission Market Supervision Update Issue 45, 30 März.2021; abgerufen unter: <https://asic.gov.au/about-asic/corporate-publications/newsletters/asic-market-supervision-update/asic-market-supervision-update-previous-issues/asic-market-supervision-update-issue-45/>

BMWi, 2015, Abschlussbericht des Round Tables „Mehr Börsengänge von jungen Wachstumsunternehmen in Deutschland“, September 2015, abgerufen unter: https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Downloads/M-O/mehrboersengaenge-von-jungen-wachstumsunternehmen-in-deutschland.pdf?__blob=publicationFile&v=5

Bauguess, Scott, Rachita Gullapalli, und Vladimir Ivanov, Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2014, October 2015, abgerufen unter: <https://www.sec.gov/dera/staff-papers/white-papers/unregistered-offering10-2015.pdf>

BMWi, 2021a, Vorschläge für eine Reform der gesetzlichen Rentenversicherung, Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi); abgerufen unter https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Publikationen/Ministerium/Veroeffentlichung-Wissenschaftlicher-Beirat/wissenschaftlicher-beirat-vorschlaege-reform-gutachten.pdf?__blob=publicationFile&v=14

BMWi, 2021b, Überblick zu Förderinstrumenten zur Gründungs- und Wachstumsfinanzierung, Bundesministerium für Wissenschaft und Energie (BMWi), Mai 2021; abgerufen unter <https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Downloads/U/ueberblick-zu-foerderinstrumenten-zur-gruendungs-und-wachstumsfinanzierung.pdf>

Bundesverband Deutsche Startups, Deutsche Börse Group, Internet Economy Foundation, Roland Berger, 2021, „Für ein Wirtschaftswunder 2.0. Wie Startups und Scaleups den deutschen Arbeitsmarkt beflügeln“, Juni 2021; abgerufen unter <https://deutschestartups.org/wp-content/uploads/2021/06/Studie-Wirtschaftswunder-2.0.pdf>

CB Insights, 2021, The Complete List of Unicorn Companies, 8. Juli 2021; abgerufen unter: <https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>

CFA Institute, 2016, “Payment for Order Flow in the United Kingdom”, 17. August 2016; abgerufen unter [https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/payment-for-order-flow-united-kingdom.ashx#:~:text=Payment%20for%20order%20flow%20\(PFOF\)%20is%20the%20practice%20of%20market.order%20flow%20by%20market%20makers](https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/payment-for-order-flow-united-kingdom.ashx#:~:text=Payment%20for%20order%20flow%20(PFOF)%20is%20the%20practice%20of%20market.order%20flow%20by%20market%20makers)

CSA/IIROC Konsultationspapier 23-406, 2019, “Internalization within the Canadian Equity Market”, 12. März 2019; abgerufen unter https://www.osc.ca/sites/default/files/pdfs/irps/csa_20190312_internalization-within-the-canadian-equity-market.pdf

DAI, 2019, „Altersvorsorge mit Aktien zukunftsfest machen - Was Deutschland von anderen Ländern lernen kann“, Juni 2019; abgerufen unter https://www.dai.de/fileadmin/dokumente/studien/190730_Studie_Altersvorsorge.pdf

DAI, 2021a, DAX-Rendite-Dreieck des Deutschen Aktieninstituts (DAI) vom 21. Januar 2021 unter: <https://www.dai.de/rendite-dreiecke/>

DAI, 2021b, Auslandslistings von BioNTech, CureVac & Co. / Handlungsempfehlungen an die Politik für mehr Börsengänge in Deutschland, Juli 2021, abgerufen unter https://www.dai.de/fileadmin/user_upload/210714_Studie_Auslandslistings_von_BioNTech_CureVac_Co..pdf

Deutsche Börse, 2021a, Deutsche Börse Venture Network, Report: The Road to IPO and Beyond - Private and Public Growth Companies in DACH, in cooperation with Dealroom.co, Januar 2021; abgerufen unter <https://www.venture-network.com/dbvn-en/news/Report-The-road-to-IPO-and-beyond-Private-and-public-growth-companies-in-DACH-2398174>

Deutsche Börse, 2021b, Marktstruktur. Primärmarktstruktur der Deutschen Börse, abgerufen unter <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-de/primary-market/marktstruktur>

Deutsche Bundesbank, 2017, „Die Studie zur wirtschaftlichen Lage privater Haushalte (PHF)“, 12. Januar 2017; abgerufen unter <https://www.bundesbank.de/resource/blob/801988/f84f9dda4e2cb119260433895ce79478/mL/2021-01-15-geldvermoe-gen-anlage-data.pdf>

Deutsche Bundesbank, 2021, Geldvermögensbildung und Außenfinanzierung in Deutschland im dritten Quartal 2020, 15. Januar 2021; abgerufen unter <https://www.bundesbank.de/resource/blob/604882/79b133e44cdbb3f9346d0c399b3d94d5/mL/die-studie-zur-wirtschaftlichen-lage-privater-haushalte-data.pdf>

Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. (DVFA), 2021, Die Zeit ist reif für die Umsetzung der Kapitalmarktunion, 6. Mai 2021, abgerufen unter <https://www.dvfa.de/der-berufsverband/veroeffentlichungen/stellungnahmen.html>

Euronext, 2021, Types of Listing, abgerufen unter <https://www.euronext.com/en/raise-capital/how-go-public/types-listing>

European Commission, 2020a, Communication on the Sustainable Europe Investment Plan and the European Green Deal Investment Plan, abgerufen unter https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/fs_20_48

European Commission, 2020b, Primary and secondary equity markets in the EU, Final report written by Oxera Consulting LLP, November 2020, abgerufen unter <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/54e82687-27bb-11eb-9d7e-01aa75ed71a1/language-en>

European IPO Task Force, 2020, Recommendations to improve conditions for European IPO markets, The European IPO Report 2020, März 2020, abgerufen unter <https://www.fese.eu/blog/press-release-european-ipo-task-force-launches-report-on-how-to-improve-conditions-for-european-ipo-markets/>

European Securities and Markets Authority (ESMA), 2020, ESMA Annual Statistical Report on EU securities markets, November 2020, abgerufen unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1355_mifid_asr.pdf

European Securities and Markets Authority (ESMA), 2021a, Report on Trends, Risks and Vulnerabilities No. 1 2021, März 2021, abgerufen unter <https://www.esma.europa.eu/document/esma-report-trends-risks-and-vulnerabilities-no1-2021>

European Securities Markets Authority (ESMA), 2021b. ESMA warns firms and investors about risks arising from payment for order flow, 13. Juli 2021, abgerufen unter <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-warns-firmsand-investors-about-risks-arising-payment-order-flow>

EY, 2018, Analyzing the Macroeconomic Impacts of the Tax Cuts and Jobs Act on the US Economy and Key Industries, Mai 2018, abgerufen unter: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/growth/growth-pdfs/ey-tax-reform-projected-to-grow-us-economy.pdf

EY, 2021, EY Startup-Barometer Europa, April 2021, abgerufen unter https://www.ey.com/de_de/news/2021/04/ey-startup-barometer-europa-2021

Federal Public Service Finance, Notional Interest Deduction: an innovative Belgian tax incentive, abgerufen unter <https://finance.belgium.be/en/enterprises/corporation-tax/tax-benefits/notional-interest-deduction>

Growth Capital Ventures Ltd., 2020, 5 things investors need to know about EIS investments in 2020, abgerufen unter <https://www.growthcapitalventures.co.uk/5-things-investors-need-to-know-about-eis-investments-in-2020/>

IPCC, 2021, Beitrag Arbeitsgruppe I zum Sechsten IPCC-Sachstandsbericht (AR6-WGI), 9. August 2021, abgerufen unter: <https://www.de-ipcc.de/350.php>

High Level Forum on the Capital Markets Union, 2020, A new Vision for Europe's capital markets, Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union, Juni 2020, abgerufen unter https://ec.europa.eu/info/news/cmu-high-level-forum-final-report_en

IW, 2020, Mangel es den Deutschen an Wachstumsfantasien?, Michael Hüther, 17. Februar 2020, abgerufen unter: https://www.iwkoeln.de/fileadmin/user_upload/Studien/policy_papers/PDF/2020/IW-Policy-Paper_2020_Ohne_Wachstumsphantasie.pdf

KfW, 2020, KfW Venture Capital Studie 2020. VC-Markt in Deutschland: Reif für den nächsten Entwicklungsschritt, September 2020, abgerufen unter: <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Studien-und-Materialien/KfW-Venture-Capital-Studie-2020.pdf>

McKinsey & Company, 2021a, Deutschland 2030: Kreative Erneuerung, 23. Juni 2021, abgerufen unter: https://www.mckinsey.de/~ /media/mckinsey/locations/europe%20and%20middle%20east/deutschland/publikationen/2021-06-23%20deutschland%202030%20artikel/mckinsey_report_deutschland_2030_kreative_erneuerung_2021.pdf

McKinsey & Company, 2021b, Net-Zero Deutschland - Chancen und Herausforderungen auf dem Weg zur Klimaneutralität bis 2045, September 2021, abgerufen unter: https://www.mckinsey.de/~ /media/mckinsey/locations/europe%20and%20middle%20east/deutschland/news/presse/2021/2021-09-10%20net-zero%20deutschland/210910_mckinsey_net-zero%20deutschland.pdf

Nasdaq Private Market, 2014, How the JOBS Act Revolutionized Small-Company. New rules offer more options for private companies looking to raise funds.

Nasdaq, 2021, List on Nasdaq for end-to-end capital raising solutions, abgerufen unter: <https://www.nasdaq.com/solutions/list-your-company>

NYSE, 2021, Choose Your Path to Public, abgerufen unter: <https://www.nyse.com/direct-listing>

OECD, 2018, Pension Markets in Focus, abgerufen unter: <https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2018.pdf>

Securities and Exchange Commission (SEC), 2021a, SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws, Öffentliche Stellungnahme des Acting Director of the Division of Corporation Finance John Coates, 8. April 2021, <https://www.sec.gov/news/public-statement/spacs-ipos-liability-risk-under-securities-laws>

Securities and Exchange Commission (SEC), 2021b, Prepared Remarks at the Global Exchange and FinTech Conference, Rede des Chairman Gary Gensler, 9. Juni 2021, abgerufen unter: <https://www.sec.gov/news/speech/gensler-global-exchange-fintech-2021-06-09>

Skadden, 2016, The JOBS Act: Did It Accomplish Its Goals?, Juni 2016, abgerufen unter: https://www.skadden.com/~ /media/files/publications/2016/06/the_jobs_act_did_it_accomplish_its_goals.pdf

Statista, 2021, Europäische Union: Prognose zur Staatsverschuldung in den Mitgliedstaaten von 2020 bis 2023, abgerufen unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/207261/umfrage/prognose-der-staatsverschuldung-von-ausgewaehlten-europaeischen-laendern/>

Technical Expert Stakeholder Group (TESG), 2021, Empowering EU capital markets for SMEs – Making listing cool again, Final Report of the Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs, Mai 2021, abgerufen unter: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/growth_and_investment/documents/210525-report-tesg-cmu-smes_en.pdf

TechCrunch, 2013, Welcome To The Unicorn Club: Learning From Billion-Dollar Startups, Aileen Lee, 2. November 2013, abgerufen unter: <https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club>

UK Listing Review, 2021, UK Listing Review, chaired by Lord Jonathan Hill, März 2021, abgerufen unter: <https://www.gov.uk/government/publications/uk-listings-review>

White, Mary Jo, 2015, Building a Dynamic Framework for Offering Reform, Keynote-Rede am 47. Annual Securities Regulation Institute, 28. Oktober 2015, abgerufen unter: <https://www.sec.gov/news/speech/building-dynamic-framework-for-offering-reform.html>

Akademische Literatur

- Acharya, Viral, und Zhaoxia Xu, 2017**, Financial Dependence and Innovation: The Case of Public versus Private Firms, *Journal of Financial Economics* 124, 223–243.
- Aggarwal, Dhruv, Ofer Eldar, Yael Hochberg, und Lubomir Litov, 2021**, The Rise of Dual-Class Stock IPOs, NBER Working Paper.
- Allen, Franklin, Marlene Haas, Erik Nowak, und Angel Tengulov, 2021**, Market Efficiency and Limits to Arbitrage: Evidence from the Volkswagen Short Squeeze, *Journal of Financial Economics* (forthcoming).
- Akey, Pat, und Ian Appel, 2020**, Environmental Externalities of Activism, Working Paper.
- Anand, Amber, Mehrdad Samadi, Jonathan Sokobin und Kumar Venkataraman, 2021**, Institutional Order Handling and Broker-Affiliated Trading Venues, *The Review of Financial Studies* 34, 3364-3402.
- Bai, Jessica, Angela Ma, und Miles Zheng, 2021**, Reaching for Yield in the Going-Public Market: Evidence from SPACs, Working Paper.
- Barber, Brad M., Xing Huang, Terrance Odean, und Chris Schwarz, 2021**, Attention-Induced Trading and Returns: Evidence from Robinhood Users, Working Paper.
- Bebchuk, Lucian, und Scott Hirst, 2019**, Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy, *Columbia Law Review* 119, 2029–2145.
- Becht, Marco, Yuliya Kamisarenka, und Anete Pajuste, 2020**, Loyalty Shares with Tenure Voting: Does the Default Rule Matter? Evidence from the Loi Florange Experiment, *The Journal of Law and Economics* 63, 473–499.
- Beck, Philippe van der, und Coralie Jaunin, 2021**, The Equity Market Implications of the Retail Investment Boom, Working Paper.
- Belot, Francois, Edith Ginglinger, und Laura T. Starks, 2019**, Encouraging Long-Term Shareholders: The Effects of Loyalty Shares with Double Voting Rights, Working Paper.
- Bessler, Wolfgang, 1999**, Equity Returns, Bond Returns, and the Equity Premium in the German Capital Market, *European Journal of Finance* 5 (3), 186-201.
- Bessler, Wolfgang, Johannes Beyenbach, Marc S. Rapp, und Marco Vendrasco, 2021**, The Global Financial Crisis and Stock Market Migrations: An Analysis of Family and Non-family Firms in Germany, *International Review of Financial Analysis* 74, 101692.
- Bessler, Wolfgang, Thomas Book, und Andreas Preuß, 2006**, Elektronischer Handel versus Parketthandel – Der Wechsel in der Marktführung im Bund-Future-Handel von der LIFFE zur DTB, in: W. Bessler (ed.), *Börsen, Banken und Kapitalmärkte*, Duncker und Humblot, Berlin, 157-186.
- Bessler, Wolfgang, Wolfgang Drobetz, und Julian Holler, 2015**, The Returns to Hedge Fund Activism in Germany, *European Financial Management* 21, 106-147.
- Bessler, Wolfgang, Wolfgang Drobetz, und Martin Seim, 2014**, Share Repurchases of Initial Public Offerings: Motives, Valuation Effects, and the Impact of Market Regulation, *European Journal of Finance* 20, 232–263.
- Bessler, Wolfgang, und Heinz J. Hockmann, 2021**, Passive Investments, in: Heinz J. Hockmann, und Friedrich Thießen, Hrsg.: *Geschäftsfelder des Investmentbankings: Kapitalmarktgeschäfte - Handel - Assetmanagement* (Schäffer-Poeschel, Stuttgart), 357-380.
- Bessler, Wolfgang, Julian Holler, Martin Seim, und Jan Zimmermann, 2012**, From Ideas to Products: Financing Innovation with Venture Capital and other Innovative Financial Approaches, in: D. Cumming (ed.), *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford University Press, Oxford, 627-665.
- Bessler, Wolfgang, Fred R. Kaen, Phillip Kurmann, und Jan Zimmermann, 2012**, The Listing and Delisting of German firms on NYSE and NASDAQ: Where are the Benefits? *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 22, 1024-1053.
- Bessler, Wolfgang, Fred R. Kaen, und Colin Schneck, 2015**, The Cross-Listing and Cross-Trading of German Companies in the US and of Foreign Companies in Germany, *Journal of Applied Corporate Finance* 27, Fall, 58-67.

- Bessler, Wolfgang, und Andreas Kurth, 2007**, Agency Problems and the Performance of Venture-backed IPOs in Germany: Lock-up Periods, Bank Ownership and Exit Strategies, *European Journal of Finance*, 2007, 29-63.
- Bessler, Wolfgang, Alexander Leonhardt, und Dominik Wolff, 2016**, Analyzing Hedging Strategies for Fixed Income Portfolios: A Bayesian Approach for Model Selection, *International Review of Financial Analysis* 46, 239-246.
- Bessler, Wolfgang, Colin Schneck, und Jan Zimmermann, 2015**, Growth Strategies of Initial Public Offerings in Europe, Working Paper.
- Bessler, Wolfgang, und Matthias Stanzel, 2009**, Conflicts of Interest and Research Quality of Affiliated Analysts: Evidence from IPO Underwriting, *European Financial Management* 15, 757-786.
- Bessler, Wolfgang, Georgi Taushanov, und Dominik Wolff, 2021a**, Optimal Asset Allocation Strategies for International Equity Portfolios: A Comparison of Country versus Sector Optimization, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* 72, 101343.
- Bessler, Wolfgang, Georgi Taushanov, und Dominik Wolff, 2021b**, Factor Investing and Asset Allocation Strategies: A Comparison of Factor versus Sector Optimization, *Journal of Asset Management*, 24, 488-506.
- Bessler, Wolfgang, und Marco Vendrasco, 2021a**, The 2020 European Short-Selling Ban and the Effects on Market Quality, *Finance Research Letters*, 42, 101886.
- Bessler, Wolfgang, und Marco Vendrasco, 2021b**, Corporate Governance and the Relevance of Shares with Unequal Voting Rights in Europe, Working Paper.
- Bessler, Wolfgang, und Dominik Wolff 2014**, Hedging European Government Bond Portfolios during the Sovereign Debt Crisis, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 33, 379-399.
- Bessler, Wolfgang, und Dominik Wolff, 2015**, Do Commodities Add Value in Multi-Asset Portfolios? An Out-of-Sample Analysis for Different Investment Strategies, *Journal of Banking and Finance* 60, 1–20.
- Bharath, Sreedhar T., und Amy K. Dittmar, 2010**, Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets?, *The Review of Financial Studies* 23, 1771–1818.
- Boeh, Kevin K., und Craig G. Dunbar, 2021**, Raising Capital after IPO Withdrawal, *Journal of Corporate Finance* 69, 102020.
- Book, Thomas, 2001**, Elektronischer Börsenhandel und globale Märkte (Deutscher Universitätsverlag, Wiesbaden).
- Bourveau, Thomas, Francois Brochet, und Alexandre Garel, 2021**, The Capital Market Consequences of Tenure-Based Voting Rights: Evidence from the Florange Act, Working Paper.
- Braun, Reiner, Stefan Weik, und Ann-Kristin Achleitner, 2021**, Follow the Money: How Venture Capital Facilitates Emigration of Firms and Entrepreneurs in Europe, Working Paper.
- Chen, Daniel, und Darrell Duffie, 2021**, Market Fragmentation, *American Economic Review* 111, 2247–2274.
- Coffee, John S., Jr., 2021**, The Coming Shift in Shareholder Activism: From “Firm Specific” to “Systematic Risk” Proxy Campaigns, Working Paper.
- Colombo, Massimo G., Douglas J. Cumming, und Silvio Vis-mara, 2016**, Governmental Venture Capital for Innovative Young Firms, *The Journal of Technology Transfer* 41, 10–24.
- Cremers, Martijn, Beni Lauterbach, und Anete Pajuste, 2021**, The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation, Working Paper.
- Dambra, Michael, Laura C. Field, und Matthew T. Gustafson, 2015**, The JOBS Act and IPO Volume: Evidence that Disclosure Costs Affect the IPO Decision, *Journal of Financial Economics* 116, 121-143.
- Dimson, Elroy, Paul Marsh, und Mike Staunton, 2021**, Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2021, März 2021.
- Doidge, Craig, G. A. Karolyi, und René M. Stulz, 2017**, The U.S. Listing Gap, *Journal of Financial Economics* 123, 464–487.

- Eaton, Gregory W., T. C. Green, Brian Roseman, und Yanbin Wu, 2021**, Zero-Commission Individual Investors, High Frequency Traders, and Stock Market Quality, Working Paper.
- Eckbo, B. E., und Markus Lithell, 2021**, Merger-Driven Listing Dynamics, Working Paper.
- Engelen, Peter-Jan, Michele Meoli, Andrea Signori, und Silvio Vismara, 2020**, Effects of Stricter Regulation on the Going Public Decision of Small and Knowledge-Intensive Firms, *Journal of Business Finance & Accounting* 47, 188–217.
- Even-Tov, Omri, Panos N. Patatoukas, und Young S. Yoon, 2021**, The Jobs Act Did Not Raise IPO Underpricing, Working Paper.
- Ewens, Michael, und Joan Farre-Mensa, 2020**, The Deregulation of the Private Equity Markets and the Decline in IPOs, *The Review of Financial Studies* 33, 5463–5509.
- Fontenay, Elisabeth de, 2020**, The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Public Company, *Hastings Law Journal* 68, 445–502.
- Gahng, Minmo, Jay R. Ritter, und Donghang Zhang, 2021**, SPACs, Working Paper.
- Gao, Xiaohui, Jay R. Ritter, und Zhongyan Zhu, 2013**, Where Have All the IPOs Gone?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48, 1663–1692.
- Gill, Andrej, und Uwe Walz, 2016**, Are VC-backed IPOs delayed trade sales? *Journal of Corporate Finance* 37, 356–374.
- Gomber, Peter, Satchit Sagade, Erik Theissen, Moritz C. Weber, und Christian Westheide, 2017**, Competition Between Equity Markets: A Review of the Consolidation Versus Fragmentation Debate, *Journal of Economic Surveys* 31, 792–814.
- Götz, Georg, 2018**, Wettbewerbspolitik, Marktmacht und die Einkommen der oberen Zehntausend – Eine anekdotische Bestandsaufnahme, *List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik* 44, 153–193.
- Gullon, Gustavo, Yelena Larkin, und Roni Michaely, 2019**, Are US Industries Becoming More Concentrated?, *Review of Finance* 23, 697–743.
- Haas, Ralph de, und Alexander A. Popov, 2019**, Finance and Carbon Emissions, Working Paper.
- Helbing, Pia, 2019**, A review on IPO Withdrawal, *International Review of Financial Analysis* 62, 200–208.
- Helbing, Pia, Brian M. Lucey, und Samuel A. Vigne, 2019**, The Determinants of IPO Withdrawal – Evidence from Europe, *Journal of Corporate Finance* 56, 415–436.
- Hell, Patrick, 2021**, The SPACs are back, *BKR - Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht*, 26-31.
- Hong, Harrison, G. Andrew. Karolyi, und José A. Scheinkman, 2020**, Climate Finance, *The Review of Financial Studies* 33, 1011–1023.
- Howell, Sabrina T., 2017**, Financing Innovation: Evidence from R&D Grants, *American Economic Review* 107, 1136–1164.
- Hsu, Po-Hsuan, Xuan Tian, und Yan Xu, 2014**, Financial Development and Innovation: Cross-Country Evidence, *Journal of Financial Economics* 112, 116–135.
- Islam, Emdad, und Jason Zein, 2020**, Inventor CEOs, *Journal of Financial Economics* 135, 505–527.
- Jensen, Marlin R. H., Beverly B. Marshall, und John S. Jaha Jr., 2015**, JOBS Act: Has It Brought Back the IPO? *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, 1-17.
- Kahle, Kathleen M., und René M. Stulz, 2017**, Is the US Public Corporation in Trouble?, *Journal of Economic Perspectives* 31, 67–88.
- Kalcheva, Ivalina, Janet K. Smith, und Richard L. Smith, 2020**, Institutional Investment and the Changing Role of Public Equity Markets: International Evidence, *Journal of Corporate Finance* 64, 101705.
- Kashefi Pour, Eilnaz, und Meziame Lasfer, 2013**, Why Do Companies Delist Voluntarily from the Stock Market, *Journal of Banking & Finance* 37, 4850–4860.

- Kim, Hyunseob, und Roni Michaely, 2019**, Sticking around too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Voting, Working Paper.
- Kingston, Geoffrey, und Susan Thorp, 2019**, Superannuation in Australia: A Survey of the Literature, *Economic Record* 95, 141–160.
- Klausner, Michael D., Michael Ohlrogge, und Emily Ruan, 2021**, A Sober Look at SPACs, *Yale Journal on Regulation*, Forthcoming.
- Krueger, Philipp, Zacharias Sautner, und Laura T. Starks, 2020**, The Importance of Climate Risks for Institutional Investors, *The Review of Financial Studies* 33, 1067–1111.
- Larcker, David F., Brian Tayan, und Edwards M. Watts, 2021**, Stock-Option Financing in Pre-IPO Companies, Working Paper.
- Lattanzio, Gabriele, William L. Megginson, und Ali Sanati, 2021**, Dissecting the Listing Gap: Mergers, Private Equity, or Regulation?, Working Paper.
- Lerner, Josh, und Ramana Nanda, 2020**, Venture Capital's Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn, *Journal of Economic Perspectives* 34, 237–261.
- Lewis, Craig, und Joshua T. White, 2020**, Deregulating Innovation Capital: The Effects of the JOBS Act on Biotech Startups, Working Paper.
- Lin, Chen, Fangzhou Lu, Roni Michaely, und Shihua Qin, 2021**, SPAC IPOs and Sponsor Network Centrality, Working Paper.
- MacLeod, W. Bentley, und Miguel Urquiola, 2021**, Why Does the United States Have the Best Research Universities? Incentives, Resources, and Virtuous Circles, *Journal of Economic Perspectives* 35, 185–206.
- Mazzucato, Mariana, und Gregor Semieniuk, 2017**, Public Financing of Innovation: New Questions, *Oxford Review of Economic Policy* 33, 24–48.
- Mehran, Hamid, und Stavros Peristiani, 2010**, Financial Visibility and the Decision to Go Private, *The Review of Financial Studies* 23, 519–547.
- Naaraayanan, S. L., Kunal Sachdeva, und Varun Sharma, 2021**, The Real Effects of Environmental Activist Investing, Working Paper.
- Nanda, Ramana, und Matthew Rhodes-Kropf, 2017**, Financing Risk and Innovation, *Management Science* 63, 901–918.
- Niblock, Scott, Elisabeth Sinnewe, und Panha Heng, 2017**, A Review of Superannuation Fund Performance Studies, *Accounting Research Journal* 30, 224–240.
- Padilla-Ospina, Ana M., Javier E. Medina-Vásquez, und Jorge A. Rivera-Godoy, 2018**, Financing Innovation: A Bibliometric Analysis of the Field, *Journal of Business & Finance Librarianship* 23, 63–102.
- Ritter, Jay R., Andrea Signori, und Silvio Vismara, 2013**, Economies of Scope and IPO Activity in Europe, in Mario Levis, and Silvio Vismara, eds.: *Handbook of Research on IPOs* (Edward Elgar Publishing).
- Schnyder, Gerhard, Anna Grosman, Kun Fu, Mathias Siems, und Ruth V. Aguilera, 2021**, Legal Perception and Finance: The Case of IPO Firm Value, *British Journal of Management*.
- Schumacher, Brandon, 2020**, A New Development in Private Equity: The Rise and Progression of Special Purpose Acquisition Companies in Europe and Asia, *Northwestern Journal of International Law & Business* 40, 391–415.
- Sieder, Sebastian, und Jörg Baumgartner, 2020**, Direct Listing – Alternative zum klassischen Börsengang?, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 32, 372–384.
- Stroebel, Johannes, und Jeffrey Wurgler, 2021**, What Do You Think about Climate Finance?, *Journal of Financial Economics* 142, 487–498.
- Stulz, René M., 2020**, Public versus Private Equity, *Oxford Review of Economic Policy* 36, 275–290.

Thomsen, Steen, und Frederik Vinten, 2014, Delistings and the costs of governance: a study of European stock exchanges 1996–2004, *Journal of Management & Governance* 18, 793–833.

Veil, Rüdiger, 2016, Kapitalmarktzugang für Wachstumsunternehmen: Reformen aus rechtsvergleichender und rechtsdogmatischer Perspektive, Mohr Siebeck.

Zheng, Miles, 2021, Direct Listing vs. IPO: The Anatomy of the Going-Public Market, Working Paper.

Verweise und weitere Erläuterungen

- 1) Die Verweise auf die akademischen und sonstigen relevanten Studien finden sich jeweils in den angegebenen Endnoten und in den Verzeichnissen zur institutionellen und akademischen Literatur.
- 2) Die Forschung hat eine große Bedeutung für die Bewältigung des Klimawandels. Bemerkenswerterweise hatten die Publikationen im „Finance“ Bereich lange keinen besonderen Fokus auf das Klimarisiko. Das hat sich geändert. Siehe hierzu die Special Issue des Review of Financial Studies zu Climate Risk (Heft 3, 2020) und den Beitrag von Hong, Karolyi und Sheinkman (2020). Siehe hierzu auch die Auswirkungen für internationale Investoren (Krueger, Sautner und Starks, 2020) und die Befragung von 861 Akademikern, Praktiker und Regulatoren zu „Climate Finance“ von Stroebel und Wurgler (2021). Nach den Studienergebnissen sind die meisten Marktteilnehmer der Meinung, dass die aktuellen Aktienbewertungen die Klimarisiken nicht vollständig widerspiegeln.
- 3) Eine wichtige Frage ist, wie der Druck der Anleger auf die Unternehmen am effizientesten ausgeübt werden kann, um die Transformation zu beschleunigen. Reichen „Green Investments“ dazu aus, oder muss die Abstimmung der aktiven und passiven institutionellen Investoren in der Hauptversammlung hinzukommen? Studien dazu sind Akey und Appel (2020), Krueger, Sautner und Starks (2020) und Naaraayanan, Sachdeva und Sharma (2021), die einen positiven Effekt des Shareholder-Aktivismus auf das Umweltverhalten feststellen. Ein aktuelles Beispiel ist ExxonMobil in den USA, in dem der aktivistische Investor Engine No. 1 LLC mit der Unterstützung von Investment- und Indexfonds Strategien zu einer schnelleren Klimaneutralität einforderten und zudem drei Aufsichtsratsmandate gewonnen haben. (Alliance Advisors, 2021). Sie hierzu auch Coffee (2021), der in diesem Zusammenhang von einer Veränderung von „Firm Specific Shareholder Activism“, so wie wir ihn bisher auch in Deutschland kennen (Bessler, Drobetz und Holler, 2015) zu einem „Systematic Risk Proxy Campaigns“ Aktivismus verändert hat. Hier bekommen dann Informationsintermediäre wie Proxy Advisors mit ihren Empfehlungen und passive ETF und Indexfonds, die Stimmrechte ausüben aber kaum ein finanzielles Firm spezifisches Risiko tragen, eine große Bedeutung für Abstimmungen zum Klimawandel oder ESG zu
- 4) Für weitere Informationen zum Investitionsplan für ein zukunftsfähiges Europa („Green Deal“) siehe European Commission (2020a).
- 5) Siehe hierzu McKinsey & Company (2021b).
- 6) De Haas und Popov (2019) finden, dass in Volkswirtschaften mit hoher Eigenkapitalfinanzierung die CO₂-Emissionen pro Kopf geringer sind, da die Aktienmärkte die Investitionen in umweltfreundlichere Sektoren umschichten.
- 7) Zur Bedeutung von Risikokapital für die Finanzierung von Innovationen siehe Lerner und Nanda (2020), Nanda und Rhodes-Kropf (2017) sowie Bessler, Holler, Seim und Zimmermann (2012). Siehe hierzu auch Acharya und Xu (2017) für die Rolle von öffentlichen Eigenkapitalmärkten.
- 8) Wichtige Mechanismen über die eine Eigenkapitalfinanzierung zur Reduzierung von CO₂-Emissionen führt, sind die Aktienmärkte, die mehr Finanzmittel in weniger umweltbelastende Sektoren allokalieren und dabei auch die anderen Sektoren dazu drängen „grünere“ Technologien zu entwickeln (De Haas und Popov, 2019).
- 9) Siehe stellvertretend „Vorschläge für eine Reform der gesetzlichen Rentenversicherung“ des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi, 2021a) mit weiterer Literatur.
- 10) „Dieser Finanzierungsbedarf ist so groß, dass sich die Frage stellt, ob die Gesamtbelastung überhaupt finanzierbar ist, zumal wichtige Zukunftsausgaben (Digitalisierung, Klimawandel und Energiewende, öffentliche Infrastruktur) anstehen. Der Beirat rät daher davon ab, die Illusion von langfristig gesicherten Haltelinien weiter aufrechtzuerhalten. Stattdessen sollte sich die Politik umgehend mit möglichen Alternativen auseinandersetzen.“ BMWi 2021a, S. 20 und S. 53.
- 11) Siehe dazu u.a. die Stellungnahme des DVFA vom 06. Mai 2021 zur Initiative der Kapitalmarktunion (DVFA, 2021). Darin wird auch ein konkreter 7-Punkte-Plan zur Stärkung des Finanzmarktes vorgeschlagen.

- 12) „Laut der aktuellen Prognose der Europäischen Kommission zum Schuldenstand in den Mitgliedstaaten wird die durchschnittliche Schuldenquote der Europäischen Union im Jahr 2021 auf rund 94,4 Prozent des BIP steigen. Tritt die Prognose ein, würde der durchschnittliche Schuldenstand der EU-Mitgliedstaaten das höchste Niveau seit Bestehen der Europäischen Union (EU) erreichen.“ (Statista, 2021)..
- 13) Siehe hierzu Acharya und Xu (2017), Hsu, Tian und Xu (2014), sowie Bessler, Holler, Seim und Zimmermann (2012) für die Bedeutung des Kapitalmarkts für die Finanzierung von Innovationen.
- 14) Zu den positiven Beschäftigungseffekten von Start-Ups siehe Bundesverband Deutsche Startups, Deutsche Börse Group, Internet Economy Foundation, und Roland Berger (2021).
- 15) MacLeod und Urquiol (2021) vergleichen von 1875 an bis heute das Ranking von Universitäten sowie das Ranking von Universitäten mit Nobelpreisträgern. Von 1875 bis 1920 war Deutschland bei Nobelpreisen führend. Danach hat die USA ihre Spitzenstellung ausgebaut und Deutschland ist immer weiter zurückgefallen, und liegt mittlerweile auch hinter U.K. und Frankreich. Von 1855-1900 (1901-1940) waren noch 7 (4) deutsche Universitäten unter den besten 20 weltweit. Von 1941-1980 waren es nur noch eine und danach keine mehr. Aktuell sind 17 von den 20 besten Universitäten in den USA, zwei in U.K. und eine in Japan. Entscheidend für den ökonomischen Erfolg ist aber nicht die Anzahl der Universitäten, sondern die Kooperation dieser Spitzenuniversitäten mit der Wirtschaft. Auch hier hat Deutschland Nachholbedarf. Siehe hierzu auch Alice Gast „Universities can turbo-charge UK innovation policy“ (Financial Times, 07.08.2021).
- 16) Eine frühphasige Förderung durch den Staat erhöht die Wahrscheinlichkeit später Venture Capital zu erhalten. Zudem hat es einen positiven Effekt auf die Patentanmeldungen und Umsätze von Start-ups (Howell, 2017) Zum Erfolg von staatlichen Venture-Capital-Fonds siehe Colombo, Cumming und Vismara (2016). Für die Bedeutung der öffentlichen Finanzierung von strukturellen Herausforderungen, bei denen der Bedarf an disruptiven Innovationen besonders dringend ist siehe Mazzucato und Semienuk (2017).
- 17) Für eine Analyse der Investitionen in europäische Start-ups siehe EY (2021).
- 18) Das Bundesministerium für Wirtschaft koordiniert verschiedene Fördererprogramme für Unternehmensgründer, KMUs und Wachstumsunternehmen. Für einen Überblick zum Stand Mai 2021 siehe BMWi (2021b).
- 19) Die „KfW Venture Capital Studie 2020 VC-Markt in Deutschland: Reif für den nächsten Entwicklungsschritt“ zeigt deutlich auf, dass noch nicht ausreichend Venture Capital für die Phase der Wachstumsfinanzierung in Deutschland vorhanden ist und was getan werden muss (KfW, 2020).
- 20) Stand: 22. August 2021. Eine aktuelle Liste über die Unicorns weltweit ist unter CB Insights (2021) verfügbar.
- 21) Basierend auf VC-finanzierten Unternehmen in Europa finden Braun, Weik und Achleiter (2021), dass insbesondere US-Investoren die Wahrscheinlichkeit eines Exits ins Ausland und die Abwanderung von Unternehmen erhöht.
- 22) Siehe dazu die Studien von Eckbo und Lithell (2021); Lattanzio, Megginson und Sanati (2021); Doidge, Karolyi und Stulz, (2017); Gao, Ritter und Zhu (2013), Ritter, Signori und Vismara (2013).
- 23) Die ersten akademischen Studien, die dieses Phänomen untersuchen sind Gao, Ritter und Zhu (2013), Ritter, Signori und Vismara (2013), Doidge, Karolyi und Stulz (2017) sowie Kahle und Stulz (2017). Weitere aktuelle Arbeiten dazu sind Eckbo und Lithell (2021), Kalcheva, Smith und Smith (2020) sowie Lattanzio, Megginson und Sanati (2021).

- 24) Für eine empirische Analyse der Determinanten und ökonomischen Konsequenzen von Segmentwechselln und Abgängen aus dem Prime Standard der Deutsche Börse, siehe Bessler, Beyenbach, Rapp und Vendrasco (2021).
- 25) Für die Auswirkungen der Deregulierung und Steuererleichterungen von Private Equity in den USA (1996) auf die Anzahl der Börsengänge, siehe Ewens und Farremensa (2020) sowie Fontenay (2017). Stulz (2020) erläutert, wie sich die Vorteile und Kosten einer Börsennotierung relativ zu einer Finanzierung mit Private Equity über die Zeit verändert hat und welche Faktoren dabei bedeutend waren.
- 26) Eine Vielzahl von Studien untersuchten die Motive und Effekte von Delistings. Siehe hierzu Bharath und Dittmar (2010), Kashefi und Lasfer (2013), und Thomsen und Vinten (2014). Zum Börsenrückzug von deutschen Unternehmen aus dem Prime Standard, siehe Bessler, Beyenbach, Rapp und Vendrasco (2021).
- 27) Wachstumsstrategien von Unternehmen vor und nach dem Börsengang nutzen immer öfters Akquisitionen (M&A) und immer weniger eigene Investitionen und Forschung (Bessler, Schneck und Zimmermann, 2015). Insbesondere die großen Technologieunternehmen wie Google, Amazon, Facebook, Apple und Microsoft kaufen fast wöchentlich andere Unternehmen als Teil ihrer Technologie- und Wachstumsstrategie auf. Auch werden Unternehmen zeitnah nach dem Börsengang aufgekauft. Das kann möglicherweise Teil einer Exit-Strategie sein (Gill und Walz, 2016). Zudem werden Unternehmen oftmals in der Phase des Börsengangs erworben, so dass man immer mehr „zurückgezogene Börsengänge“ beobachtet (Helbing, Lucey und Vigne, 2019; Helbing, 2019). In anderen Fällen wird nach einem „zurückgezogenen Börsengang“ weiter privates Eigenkapital eingesammelt (Boeh und Dunbar, 2021).
- 28) In den USA umfassen Leveraged Buyouts (LBO) einen hohen Anteil an den Public-to-Private Transaktionen (Bharath und Dittmar, 2010; Mehran und Peristiani, 2010).
- 29) Diese Daten basieren auf eigenen Berechnungen der Deutschen Börse, Stand 30. August 2021.
- 30) Der National Securities Markets Improvement Act (NSMIA) in 1996 resultierte in einem gestiegenen Angebot von privatem Kapital in der Later-Stage-Phase. Die immer größer werdenden Start-up Unternehmen zieht es somit seltener oder später an die Börse (Ewens und Farremensa, 2020, Fontenay, 2017).
- 31) Insbesondere nach der globalen Finanzkrise (2007-2008) ist die Anzahl der börsennotierten Unternehmen in Deutschland erheblich gesunken, weil immer weniger Unternehmen an die Börse gehen und weil immer mehr Unternehmen die Börse verlassen (Bessler, Beyenbach, Rapp und Vendrasco, 2021).
- 32) Siehe die Studie von Oxera in 2020 unter European Commission (2020b), S 117.
- 33) Siehe die Studie von Oxera in 2020 unter European Commission (2020b), S. 49f., 79, 87.
- 34) Es bleibt ein Netto-Gewinn von ca. 51,7 Prozent. Bei Fremdkapital beträgt dieser 73,6 Prozent. Aktien erträge werden daher mit fast 48,3 Prozent, Erträge festverzinslicher Wertpapiere nur mit ca. 26,4 Prozent belastet. Die Besteuerung bevorzugt damit die Finanzierung mit Fremdkapital und beeinflusst wegen der Verletzung des Prinzips der Neutralität der Besteuerung auch die Anlageentscheidungen privater Investoren. Die Abgeltungssteuer beträgt nach § 32d Abs. 1 Satz 1 EStG 25 Prozent zzgl. Solidaritätszuschlag von 5,5 Prozent (wo noch gültig) sowie ggf. Kirchensteuer. Der Sparerfreibetrag beträgt bei Alleinstehenden 801 Euro, für Verheiratete 1.602 Euro. Darüber liegende Kapitaleinkünfte sind zu versteuern (§ 43a I S. 1 Nr. 1 EStG, § 20 Abs. 9 EStG).
- 35) Siehe hierzu Scheifele und Wenzel „Start-up-Förderung hat weiterhin Schwächen“, Börsenzeitung 17.07.2021, S. 9.

- 36) In den USA haben ca. 80 Prozent der Start-up Unternehmen als Teil der Vergütung Mitarbeiterbeteiligungsprogramme, bei Start-ups im Silicon Valley sind dies sogar 90 Prozent (Larcker, Tayan und Watts, 2021).
- 37) SEC.gov, Spotlight on Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act.
- 38) Siehe hierzu Nasdaq Private Market (2014), Bauguess, Gullapalli, und Ivanov (2015), White (2015), Skadden (2016) und EY (2018).
- 39) Siehe hierzu Veil (2016).
- 40) Siehe hierzu Lewis und White (2020) und für weitere akademische Literatur zum JOBS Act siehe Dambra, Field und Gustafson (2015), Jensen, Marshall und Jahera (2015), und Even-Tov, Patatoukas und Yoon (2021). Für Europa siehe Engelen, Meoli, Signori und Vismara (2020).
- 41) Siehe hierzu DAI (2021b).
- 42) Siehe hierzu Hell (2021).
- 43) Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), als tragende Säule der Aufsicht über den Kapitalmarkt und ihre Marktteilnehmer, unterliegt formalen Vorgaben, die ihren Flexibilitätsspielraum bestimmen und dadurch die Prozesse zum Teil verlangsamen. Beispielsweise im Zusammenhang mit Wertpapierprospektbilligungsverfahren werden die Prüfprozesse der Geschwindigkeit und Dynamik des Kapitalmarktes oft nicht gerecht. Dies ist ein Grund weshalb Unternehmen für die Prospektprüfung häufig die luxemburgische Finanzmarktaufsicht (CSSF) bevorzugen, um anschließend den gebilligten Wertpapierprospekt in einzelne Länder der EU notifizieren zu lassen.
- 44) Siehe dazu das IW-Policy Paper „Mangelt es den Deutschen an Wachstumsfantasien?“ (IW, 2020).
- 45) Siehe hierzu DAI (2021b), S. 34-35.
- 46) Siehe hierzu die aktuelle Studie von Schnyder, Grosman, Fu, und Aguilera (2021), die argumentieren, dass die Wahrnehmung der Qualität der rechtlichen Standards in Deutschland zu einer geringeren Bewertung bei Börsengängen im Vergleich mit anderen Ländern führen. Die rechtlichen und aufsichtsrechtlichen Besonderheiten sowie die Interessenkonflikte im deutschen Universalbankensystem werden durch die Studien von Bessler und Stanzel (2009) zum Underwriter- und Analystenverhalten sowie von Bessler und Kurth (2007) zum Bankenverhalten bei Venture Capital Finanzierungen unterstützt. Genauso sind Aktienrückkäufe im Jahr nach dem Börsengang kein Indiz für eine sinnvolle Regulierung beim IPO (Bessler, Drobetz und Seim, 2014). Auch die aktuelle Studie von Allen, Haas, Nowak und Tengulov (2021) kommt zu keiner positiven Einschätzung des Verhaltens der Aufsichtsbehörden in Bezug auf die Übernahme von Porsche durch Volkswagen ("Short Squeeze") und dem aktuellen "Wirecard Skandal" (Verbot von Leerverkäufen). Andererseits hat die BaFin im Gegensatz zu anderen Ländern (Frankreich, Italien, Spanien) in der aktuellen Corona-Krise kein Leerverkaufsverbot (Short-Selling Ban) erlassen, was sich positiv auf die Marktqualität ausgewirkt hat (Bessler und Vendrasco, 2021a).
- 47) Zur Theorie und Struktur von Börsen und elektronischen Märkten siehe die umfassenden ökonomischen Analysen in Book (2001).
- 48) Aktuelle Informationen über das Deutsche Börse Venture Network sind unter www.venture-network.com verfügbar.
- 49) Für eine Diskussion der aktuellen Literatur zur Unternehmenskonzentrations- und Margenentwicklung und des möglichen Einflusses der Wettbewerbspolitik, siehe Götz (2018). Zur Unternehmenskonzentration in den USA siehe die aktuelle empirische Studie von Grullon, Larkin und Michaely (2019).
- 50) Gomber, Sagade, Theissen, Weber und Westheide (2017) bieten einen umfangreichen und detaillierten Literaturüberblick zur weltweiten Entwicklung der Marktfragmentierung des Börsenhandels und den Konsequenzen daraus. Siehe auch Chen und Duffie (2021) für eine aktuelle theoretische Analyse.

- 51) Vgl. ESMA (2020), S. 18
- 52) Für eine umfassende und detaillierte Statistik zu den europäischen Finanzmärkten, siehe ESMA (2021a).
- 53) Zu den Auswirkungen eines gebührenfreien aber nicht kostenlosen Handels von Kleinanlegern über Plattformen wie Robinhood auf die Marktqualität, siehe Beck und Jain (2021), Barber, Huang, Odean und Schwarz (2021) und Eaton, Green, Roseman und Wu (2021). Zudem kommt eine Studie von Anand et al. (2021) zu dem Ergebnis, dass eine höhere Transparenz darüber wie Orders von Kleinanlegern weitergeleitet werden, die Ausführungsqualität erhöht, denn eine Weiterleitung an affilierte Broker verringert diese (z.B. *lower fill rates and higher implementation shortfall costs*).
- 54) Für das Konsultationspapier „Internalization within the Canadian Equity Market“ der kanadischen Regulierungsbehörden siehe CSA/IIROC (2019).
- 55) CFA Institute (2016) bieten eine ausführliche Studie zum Payment for Order Flow und den Implikationen für die Marktstrukturen in U.K.
- 56) Eine Stellungnahme der australischen Aufsichtsbehörde findet sich unter ASIC (2021).
- 57) Für eine öffentliche Stellungnahme der europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde zum Payment for Order Flow und des gebührenfreien Handels siehe ESMA (2021b).
- 58) Zu den Entwicklungen von passiven Investments siehe Bessler und Hockmann (2021) sowie Bebchuk und Hirst (2019), auch zu der Bedeutung der Ausübung der Stimmrechte für die Corporate Governance.
- 59) Zu den verschiedenen Ausgestaltungsformen der Börsengänge siehe Deutsche Börse (2021b), Euronext (2021), NYSE (2021) und Nasdaq (2021).
- 60) Für aktuelle ökonomische Analysen von Dual-Class Shares in den USA siehe Aggarwal, Eldar, Hochberg und Litov (2021), Cremers, Lauterbach und Pajuste (2021) und Kim und Michaely (2019) sowie für Europa Bessler und Vendrasco (2021b).
- 61) Die Studie von Islam und Zein (2020) verdeutlicht, dass Unternehmen, die weiterhin von den Gründern geführt werden "Inventor CEOs", höherwertige Innovationen und Patente haben und auch mehr Patente anmelden. In den U.S.A. werden mittlerweile ca. 20 Prozent der börsennotierten Unternehmen von den Gründern geführt.
- 62) Die US-Studien von Cremers et al. (2020) und Kim und Michaely (2019) deuten darauf hin, dass Unternehmen mit Dual-Class Shares beim Börsengang eine höhere Bewertung vorweisen können als Single-Class Unternehmen.
- 63) Zu Loyalty Shares siehe Becht, Kamisarenka und Pajuste (2020), Belot, Ginglinger und Starks (2019) sowie Bourveau, Brochet und Garel (2021). Da oftmals institutionelle Investoren insbesondere auch passive Fonds (ETF) ihre Aktien dafür nicht registrieren lassen, bleibt der größte Vorteil oftmals für die Beteiligungen des Staates oder der Gründungsfamilien.
- 64) Für aktuelle Studien zu SPACs in den USA siehe Gahng, Ritter und Zhang (2021) sowie für eine kritische Bewertung Klausner, Ohlrogge und Ruan (2021).
- 65) Sieder und Baumgartner (2020) charakterisieren das Direct Listing nach US Vorbild und analysieren es für die deutsche Jurisdiktion. Für eine vergleichende Studie von Direct Listings in den USA und U.K. siehe Zheng (2021). In den USA können bei einem Direct Listing mittlerweile auch neue Aktien emittiert und damit Eigenkapital aufgenommen werden.
- 66) Zu der Anzahl (2000-2020) und der Performance von Direct Listings in den USA (2018-2021) siehe Maureen Farrell „Direct Share Listing can pay off for Companies flush with Cash“ (Wall Street Journal, 31. August, 2021, Seite B1 und B2).

- 67) Eine detaillierte Untersuchung der Strukturen und Kosten von SPACs findet sich bei Klausner, Ohlrogge und Ruan (2021) und eine ökonomische Analyse der Performance bei Gahng, Ritter und Zhang (2021). Für theoretische Erklärungen zur aktuellen SPAC-Entwicklung siehe Bai, Ma und Zheng (2021) und zur Bedeutung des Netzwerkes der Sponsoren für die SPAC-Performance siehe Lin, Lu, Michaely und Qin (2021).
- 68) Am 8. April 2021 kündigte die SEC eine umfassende Überprüfung der aktuellen Entwicklungen rund um SPACs an (SEC, 2021a). Mittlerweile gibt es auch mehr Prozesse wegen Fehlinformationen bei SPACs (SEC, 2021b).
- 69) Für weitere Informationen zu den Börsengängen von Lakostar SPAC I SE (22.02.2021), 468 SPAC I SE (30.04.2021) und OboTech Acquisition SE (04.05.2021) siehe Deutsche Börse Primärmarktstatistik – Neue Unternehmen.
- 70) Siehe hierzu Schumacher (2020), der argumentiert: "It is puzzling as to why ... European SPAC managers use home-court advantages in terms of market knowledge and investor contacts only to a minor degree. European SPACs would significantly benefit from effectively utilizing these home-court advantages in the future."
- 71) Siehe dazu die Untersuchungen von Dimson, Marsh und Staunton (2021) zur langfristigen Performance von verschiedenen Asset-Klassen.
- 72) Für einen aktuellen Literaturüberblick und empirische Evidenz zur Performance von australischen Pensionsfonds („Superannuation“), siehe Kingston und Thorp (2019) und Niblock, Sinnewe und Heng (2017).
- 73) Siehe hierzu DAI (2021a).
- 74) Siehe die Pressemitteilung der Deutsche Bundesbank zur Geldvermögensbildung und Außenfinanzierung in Deutschland im ersten Quartal 2021 (Deutsche Bundesbank, 2021).
- 75) Für eine Zusammenfassung der empirischen Studien zu langfristigen Aktien- und Anleiherenditen in Deutschland siehe Bessler (1999).
- 76) Deutsche Bundesbank Monatsbericht August 2021, S. 42.
- 77) Zu der Vorteilhaftigkeit einer internationalen Allokation nach Ländern oder Industrien siehe Bessler, Taushanov und Wolff (2021a) für das aktuell beliebte „Factor Investing“ Bessler, Taushanov und Wolff (2021b), und für die Anlage in alternativen Assetklassen Bessler und Wolff (2015).
- 78) Eigene Analyse der Deutschen Börse auf Basis von Assogestioni; BVI; Bundesbank; Cerulli; DNB; EFAMA; IPE; SFAMA; und UK Investment Association.
- 79) Siehe hierzu die Analysen und Prognosen von BMWi (2021a).
- 80) Die Studie des Deutschen Aktieninstitut (2019) zur deutschen Altersvorsorge bietet einen Überblick zum aktienbasierten Ansparverfahren und einen Vergleich mit anderen Ländern, die hier Beispiele sein könnten (z.B. Australien, Schweden, USA).
- 81) Unter OECD (2018) findet sich ein globaler Überblick zur Entwicklung der Rentensysteme.
- 82) Siehe hierzu AP7 (2021).
- 83) Siehe hierzu High Level Forum on the Capital Markets Union (2020), Technical Expert Stakeholder Group (2021) und UK Listing Review (2021).
- 84) Siehe hierzu BMWi (2015). [5](#)
- 85) Siehe hierzu IPCC (2021).

Herausgeber

Deutsche Börse AG
60485 Frankfurt am Main
www.deutsche-boerse.com

September 2021 (angepasste Fassung)

Verzeichnis der eingetragenen Marken

DAX®, MDAX®, Deutsche Börse
Venture Network® und Scale®
sind eingetragene Marken der
Deutsche Börse AG.

Autoren

Prof. Dr. Wolfgang Bessler
Dr. Thomas Book

Die Autoren danken:

Josefin Altrichter, Renata Bandov,
Peter Fricke, Christine Gärtner,
Tobias Kautsch, Verena Menzel,
Dr. Monique Meyerer, Sven Schumann,
Niels Tomm und Marco Vendrasco

Ansprechpartner

Niels Tomm
Head of Stakeholder Management &
Berlin HUB
niels.tomm@deutsche-boerse.com

Peter Fricke
Head of Capital Market Sales
peter.fricke@deutsche-boerse.com