

---

# Wie können Börsengänge für Start-ups in Deutschland erleichtert werden? Internationaler Vergleich und Handlungsempfehlungen

---

Studie im Auftrag des  
Bundesministeriums für Wirtschaft  
und Energie - erstellt durch Oxera  
und Prof. Dr. Christoph Kaserer

*27. September 2021*

---

[www.oxera.com](http://www.oxera.com)

## Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>Hintergrund: Aktienmärkte, Börsengänge insgesamt und Börsengänge von Start-ups in Deutschland</b>	<b>3</b>
<b>3</b>	<b>Unterschiede zwischen Deutschland und den Referenzländern sowie deren Ursachen</b>	<b>12</b>
<b>3.1</b>	<b>Strukturelle Ursachen</b>	<b>12</b>
<b>3.2</b>	<b>Rechtliche Rahmenbedingungen speziell für Börsengänge</b>	<b>26</b>
<b>3.3</b>	<b>Rahmenbedingungen für Börsengänge von Akquisitionsgesellschaften (SPACs)</b>	<b>31</b>
<b>4</b>	<b>Handlungsempfehlungen</b>	<b>40</b>
<b>4.1</b>	<b>Best-Practice Beispiele aus anderen Ländern</b>	<b>40</b>
<b>4.2</b>	<b>Handlungsoptionen</b>	<b>42</b>
<b>4.3</b>	<b>Schematische Übersicht zu den Handlungsoptionen</b>	<b>59</b>

Oxera Consulting LLP ist registriert in England und Wales, Nr. 2589629, in Belgien, Nr. 0651 990 151 und in Rom REA-Nr. RM - 1530473. Eingetragene Firmensitze: Park Central, 40/41 Park End Street, Oxford, OX1 1JD, Großbritannien, Avenue Louise 81, 1050 Brüssel, Belgien, und Via delle Quattro Fontane 15, 00184 Rom, Italien. Oxera Consulting GmbH ist registriert in Deutschland, Nr. HRB 148781 B (Amtsgericht Charlottenburg), eingetragener Firmensitz: Rahel-Hirsch-Straße 10, 10557 Berlin, Deutschland. Oxera Consulting (France) LLP ist registriert in Neuilly-sur-Seine, SIRET 844 900 407 00025, eingetragener Firmensitz: 60 Avenue Charles de Gaulle, CS 60016, 92573 Neuilly-sur-Seine, France. Oxera Consulting (Netherlands) LLP ist registriert in Amsterdam, KvK no. 72446218, eingetragener Firmensitz: Strawinskylaan 3051, 1077 ZX Amsterdam, die Niederlande. Obwohl jede Anstrengung unternommen wurde, die Genauigkeit des Materials und die Integrität der darin dargestellten Analyse zu gewährleisten, übernimmt Oxera keine Haftung für etwaige Handlungen, die auf der Grundlage des Inhalts unternommen werden.

Oxera hat alle Anstrengungen unternommen, um die Richtigkeit des hierin enthaltenen Materials und die Integrität der hierin vorgenommenen Analyse sicherzustellen, übernimmt jedoch keinerlei Haftung für auf Grundlage der Inhalte vorgenommene Handlungen.

Keines der Oxera-Unternehmen ist im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority oder die Prudential Regulation Authority oder in Deutschland durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) oder durch sonstige Finanzaufsichtsbehörden in anderen Ländern zugelassen oder reguliert. Wer eine konkrete Anlage in Erwägung zieht, sollte sich an seinen eigenen Makler oder sonstigen Anlageberater wenden. Der Anleger trifft seine konkrete Anlageentscheidung auf eigene Gefahr und Oxera übernimmt dafür keinerlei Haftung.

© Oxera 2021. Alle Rechte vorbehalten. Kurze Passagen dürfen zum Zwecke der Kritik oder Überprüfung zitiert werden; ansonsten ist die Verwendung oder Vervielfältigung jeglicher Teile nur mit unserer Erlaubnis gestattet.

---

## Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

Abbildung 2.1	Anzahl der öffentlich gehandelten Unternehmen und Börsengänge an der Deutschen Börse, 2010–2021	4
Abbildung 2.2	Marktkapitalisierung (in % des BIP), 2019	5
Abbildung 2.3	Finanzierungsmix (4. Quartal 2019)	6
Abbildung 2.4	Anzahl von Start-ups in 2021 über verschiedene Länder (in Tausend)	7
Abbildung 2.5	Anzahl von Start-ups in 2021 relativ zum BIP (Mrd. USD) über verschiedene Länder	8
Abbildung 2.6	Volumen der Börsengänge im Verhältnis zur Marktkapitalisierung (2004–2020), gleitender Dreijahresdurchschnitt	9
Abbildung 2.7	Volumen der Börsengänge als Prozentsatz zur Marktkapitalisierung, 2019–2021	10
Abbildung 2.8	Aggregierte Marktkapitalisierung von Börsengängen mit einer Bewertung unter einer Mrd. EUR in % der gesamten Marktkapitalisierung je Land, 2010–2020	11
Abbildung 3.1	Vermögensaufteilung der Pensionsfonds, 2019	14
Abbildung 3.2	Aktien und sonstige Anteilsrechte als Anteil am gesamten Finanzvermögen der privaten Haushalte	16
Abbildung 3.3	Venture Capital-Investitionen in Deutschland (Mio. EUR), 2013–2020	18
Abbildung 3.4	Durchschnittliches Wagniskapital-Transaktions- und Fondsvolumen nach europäischen Regionen (Mrd. EUR), 2010–2020	19
Abbildung 3.5	Anteil Dual-class Shares (Aktien mit zwei Klassen) an allen Börsengängen in den USA, 2000–2020	21
Abbildung 3.6	Durchschnittliche Anzahl an Analystenempfehlungen nach Aktiengröße, 2013–2019	28
Abbildung 3.7	SPAC-Börsengänge in Europa und den USA, 2015 – 2021 (Aug.)	32
Abbildung 3.8	Anzahl der SPAC-Notierungen in ausgewählten europäischen Ländern, 2015 - 2021	33
Abbildung 3.9	Verteilung der Emissionsvolumina von SPAC-Notierungen in Europa, 2021 (bis Aug.)	34
Tabelle 3.1	Durchschnittliche Länge (Anzahl an Seiten) der Emissionsprospekte bei Börsengängen, 2019	23
Tabelle 3.2	Unterschiede in den Notierungsregeln der europäischen Börsen, Stand 2021	29
Tabelle 3.3	NYSE: Standards für Erstnotierung inländischer Unternehmen	30
Tabelle 3.4	Nasdaq: Global Select Market Erstnotierungsregeln, Stand 2021	30
Tabelle 3.5	SPAC-Notierungsregeln in Deutschland, den Niederlanden, Schweden, den USA und dem Vereinigten Königreich	35
Tabelle 4.1	Übersicht zu den Handlungsempfehlungen	59

---

Box 3.1	MiFID-II-Regelungen zur Entbündelung (unbundling) und deren Einfluss auf den Markt für Research	26
Box 4.1	Fallstudie Schweden: Best Practice für den IPO-Markt	40
Box 4.2	Best Practice: weitere Beispiele	41

## 1 Einleitung

Das vorliegende Gutachten wurde am 13. August 2021 vom Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi) unter dem Titel „Ursachen der unterschiedlichen Anzahl von Börsengängen von Start-Ups in den USA, Schweden, Großbritannien, Niederlanden und Deutschland“ in Auftrag gegeben. Es betrachtet die Frage, wie Unterschiede in der Anzahl von Börsengängen von Start-ups zwischen Deutschland und den genannten Referenzländern erklärt werden können. Wir untersuchen strukturelle, rechtliche und kulturelle Ursachen für diese Unterschiede und formulieren Handlungsempfehlungen, wie Börsengänge für deutsche Start-ups vereinfacht und attraktiver gemacht werden können.

Obwohl es keine allgemeingültige Definition für „Start-ups“ gibt, geht der Begriff „Start-up“ im Allgemeinen über Unternehmen hinaus, die sich in der Anfangsphase ihrer Entwicklung befinden. Er bezieht sich in der Regel auf technologieorientierte Unternehmen mit hohem Wachstumspotenzial. Damit unterscheiden sich „Start-ups“ von traditionellen Unternehmen in der Frühphase.

Das Autorenteam besteht aus der Oxera Consulting GmbH (Oxera) und Prof. Dr. Christoph Kaserer, ordentlicher Professor an der TU München und Associate bei Oxera. Wir haben seit vielen Jahren zu öffentlichen Debatten zum Thema Aktienmärkte beigetragen, sowohl auf europäischer Ebene als auch in Deutschland, Großbritannien und außerhalb Europas. Im Hinblick auf die rechtlichen Aspekte der vorliegenden Studie wurde das Team von Prof. Dr. Philipp Maume unterstützt, ebenfalls Professor an der TU München.

Unser Team hat jüngst auch eine Studie für die Generaldirektion Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion der Europäischen Kommission (GD FISMA) zum Thema primäre und sekundäre Aktienmärkte durchgeführt.<sup>1</sup> Diese Studie hat einen wesentlichen Beitrag zu der für das Vorantreiben der Kapitalmarktunion (Capital Markets Union, CMU) notwendigen Faktenbasis geleistet. Sie diskutiert unter anderem Maßnahmen zum Herbeiführen eines besseren Umfeldes für die Börsennotierung von Unternehmen unterschiedlicher Größe. Die Studie untersucht auch das Entwicklungspotential dieser Märkte sowie die zukünftige Architektur der EU-Aktienmärkte.

Die hier vorliegende Studie wurde binnen ca. fünf Wochen erstellt und baut wesentlich auf der umfangreichen Expertise des Teams im Bereich der Kapitalmärkte sowie auf bestehende Studien zum Thema Kapitalmärkte und Börsengänge in Deutschland<sup>2</sup> und auf Untersuchungen von Regulierungsbehörden in anderen Finanzzentren auf.<sup>3</sup> Dabei haben wir insbesondere auf Einblicken aus den Analysen und Umfragen, die wir im Zusammenhang mit unserer Studie für die GD FISMA durchgeführt haben, aufgebaut. Gleichzeitig haben wir aktuelle Veröffentlichungen berücksichtigt und Interviews mit ausgewählten Akteuren geführt. Gegeben die kurze

---

<sup>1</sup> Oxera (2019), 'Primary and Secondary Equity Markets in the EU', Final Report, <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>.

<sup>2</sup> Siehe z.B. Beck, T., Kaserer, C. und Rapp, M.S. (2015), 'Beteiligungs- und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem: Zustand und Entwicklungsperspektiven', Projekt 27/14 des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie; und DAI (2021), 'Auslandslistings von BioNTech, CureVac & Co.', Juli, [https://www.dai.de/fileadmin/user\\_upload/210714\\_Studie\\_Auslandslistings\\_von\\_BioNTech\\_CureVac\\_Co.pdf](https://www.dai.de/fileadmin/user_upload/210714_Studie_Auslandslistings_von_BioNTech_CureVac_Co.pdf).

<sup>3</sup> Siehe z.B. Financial Conduct Authority (2021), 'Primary Markets Effectiveness Review', Consultation Paper CP21/21, <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp21-21.pdf>.

---

Zeitspanne für die Erstellung der Studie war eine großangelegte Umfrage nicht möglich.

Aus diesen Einblicken und weiteren Analysen leiten wir eine Reihe von Handlungsempfehlungen ab. Hierbei berücksichtigen wir bestehende Empfehlungen, die in der öffentlichen Debatte zum Thema Börsengänge bereits vorgebracht wurden und entwickeln darüber hinaus eigene Handlungsempfehlungen. Dabei liegt der Fokus in erster Linie auf Empfehlungen, die durch die deutsche Politik in einem überschaubaren Zeitraum umsetzbar sind – in manchen Fällen in Koordination mit den europäischen Behörden. Außerdem konzentrieren wir uns auf Empfehlungen, die einen hinreichend direkten Bezug zur vorliegenden Fragestellung haben. Während wir über das Thema Börsengänge hinausgehende Themen wie z.B. die Modernisierung des deutschen Gesellschaftsrechtes oder die Reform der Altersvorsorge diskutieren, würde es über den Umfang dieser Studie hinausgehen, hierzu detaillierte Vorschläge zu entwickeln.<sup>4</sup>

Der Aufbau der Studie ist wie folgt. Kapitel 2 untersucht zunächst die für die vorliegende Fragestellung wesentlichen allgemeinen Parameter des deutschen Aktienmarktes und vergleicht diese mit den USA, Schweden, Großbritannien und den Niederlanden. Die Einblicke aus unseren Untersuchungen und Analysen zu den Ursachen der Unterschiede in der Anzahl an Börsengängen, insbesondere solcher von Start-ups, werden in Kapitel 3 dargestellt. Kapitel 4 beschreibt die Handlungsempfehlungen, die wir hieraus ableiten.

---

<sup>4</sup> Andere in der öffentlichen Debatte vorgebrachte Handlungsempfehlungen, die über die vorliegende Fragestellung hinausgehen, sind beispielsweise Empfehlungen zur Anpassung der europäischen OGAW-Richtlinie, die Entwicklung eines European Single Access Point (ESAP) für den zentralen Zugang zu finanziellen und nicht-finanziellen investitionsrelevanten Informationen, sowie eine Reform der EU Prospectus Regulation und Market Abuse Regulation (MAR). Siehe beispielsweise Oxera (2019), 'Primary and Secondary Equity Markets in the EU', Final Report, <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>. und TESG (2021), 'Empowering EU Capital Markets- Making listing cool again Final report of the Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs', der Technical Expert Stakeholder Group (TESG) zu KMU.

---

## 2 Hintergrund: Aktienmärkte, Börsengänge insgesamt und Börsengänge von Start-ups in Deutschland

Gut funktionierende öffentliche Aktienmärkte bieten Investoren eine effektive Möglichkeit der Risikoteilung und erlauben eine effiziente Kapitalallokation in einer Volkswirtschaft. Wachsende Unternehmen nutzen den Markt für Erstemissionen (initial public offering, IPO), um an zusätzliches Kapital zu gelangen, bisherigen Eigentümern (z.B. den Gründern oder Wagniskapitalgebern) einen Exit zu ermöglichen und ihr Profil zu schärfen.<sup>5</sup> Darüber hinaus führen öffentliche Aktienmärkte auch zu erhöhter Marktdisziplin im Hinblick auf das Organisationsverhalten der Unternehmen und erlauben eine transparente Bewertung.

Start-ups sind bei der Beschaffung von Finanzmitteln auf öffentlichen Märkten mit einer Reihe von Herausforderungen konfrontiert. Obwohl viele dieser Herausforderungen auch für größere bzw. etabliertere Unternehmen gelten, sind manche für Start-Ups besonders relevant.<sup>6</sup> Zu diesen gehören die hohe Unsicherheit bei der Bewertung dieser Unternehmen, die komplexere Due-Diligence-Prüfung durch die Investoren, sowie die unterdurchschnittlichen Emissionsvolumina, die zu einer Erhöhung der relativen Emissionskosten führen. Viele dieser Herausforderungen liegen in vielen Finanzzentren gleichermaßen vor.

Während Deutschland eine durchaus nennenswerte und innovative Start-up-Szene aufweist, ist die Zahl der hierzulande getätigten Börsengängen von Start-ups eher gering. Zudem ist auch gut dokumentiert, dass sich verschiedene erfolgreiche in Deutschland gegründete Unternehmen zu einem Börsengang in einem anderen Finanzzentrum, insbesondere in den USA, entschieden haben.<sup>7</sup>

Dieses Gutachten konzentriert sich auf Gründe für die unterschiedliche Zahl von Börsengängen in Deutschland und anderen großen Finanzzentren. Auftragsgemäß werden dabei die folgenden Vergleichsländer betrachtet: Großbritannien, die Niederlande, Schweden und die USA. Viele dieser Gründe gelten für Börsengänge ganz allgemein, also unabhängig davon, welchen Hintergrund in Bezug auf Branche oder Größe der Emittent hat. Nichtsdestotrotz werden wir auftragsgemäß ein besonderes Augenmerk auf Börsengänge von Start-ups legen.

Im Folgenden vergleichen wir für die zu untersuchenden Länder einige wesentliche Parameter im Hinblick auf deren Aktienmärkte, Start-up-Aktivität und das Investorenverhalten. Diese Einblicke dienen als Kontext für die Analyse der Unterschiede in der Anzahl von Start-up IPOs in Kapitel 3.

---

<sup>5</sup> Laut einer Studie des deutschen Aktieninstitutes (DAI) ist einer der zentralen Vorteile eines Börsengangs der Zugewinn an Bekanntheit und Reputation. Eine Mehrheit der dort befragten Firmen berichtet von erheblichen Absatzsteigerungen nach dem Börsengang. Siehe DAI (2018), 'Börsengang und Börsennotiz aus Sicht kleiner und mittlerer Unternehmen: Ergebnisse einer Umfrage bei KMUs und Kapitalmarktexperten', März, [https://www.dai.de/files/dai\\_usercontent/dokumente/studien/2018-03-01%20Boersengang%20und%20Boersennotierung%20KMUs.pdf](https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/studien/2018-03-01%20Boersengang%20und%20Boersennotierung%20KMUs.pdf).

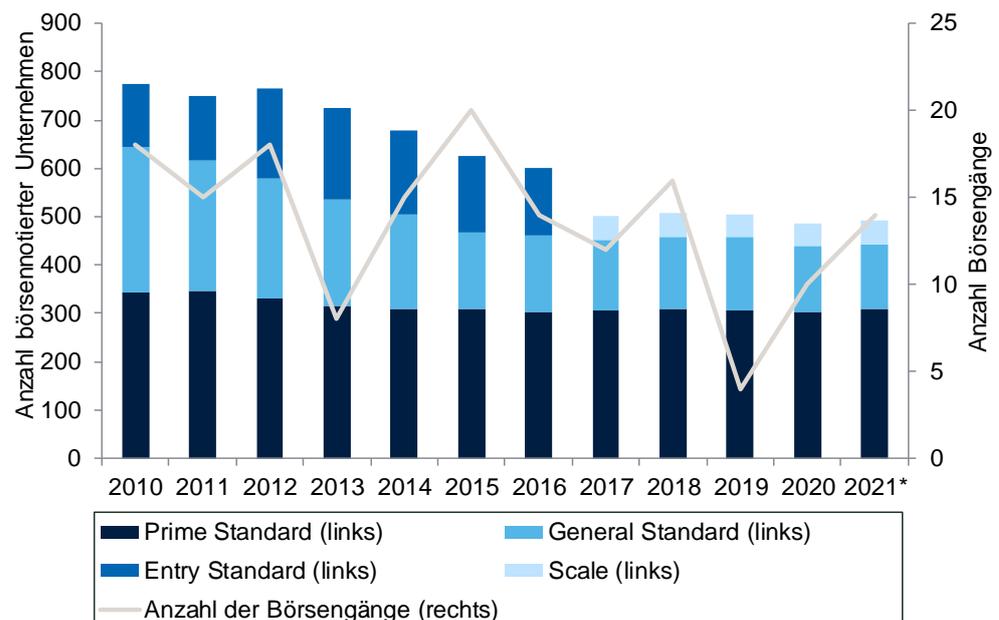
<sup>6</sup> Siehe Kapitel 5 in Oxera (2019), 'Primary and Secondary Equity Markets in the EU', Final Report, <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>.

<sup>7</sup> Deutsches Aktien Institut (DAI) (2021), 'Auslandslistings von BioNTech, CureVac & Co.', Juli, S. 44, [https://www.dai.de/fileadmin/user\\_upload/210714\\_Studie\\_Auslandslistings\\_von\\_BioNTech\\_CureVac\\_Co\\_.pdf](https://www.dai.de/fileadmin/user_upload/210714_Studie_Auslandslistings_von_BioNTech_CureVac_Co_.pdf).

## Anzahl der Börsengänge in Deutschland verglichen mit anderen Finanzzentren

Abbildung 2.1 zeigt die Anzahl der börsennotierten Unternehmen in den einzelnen Marktsegmenten der Deutschen Börse sowie die Gesamtzahl der Börsengänge (rechte Achse). Diese Daten zeigen, dass die Zahl der börsennotierten Unternehmen in den einzelnen Marktsegmenten im Laufe der Zeit allmählich zurückgegangen ist. Auch wenn die Zahl der Börsengänge über die Zeit variiert, bedeutet dies, dass über die letzten zehn Jahre die Zahl der Börsengänge nicht mit den De-Listings Schritt gehalten hat.<sup>8</sup>

**Abbildung 2.1** Anzahl der öffentlich gehandelten Unternehmen und Börsengänge an der Deutschen Börse, 2010–2021



Anmerkung: Das Jahr 2021 beinhaltet nur Daten bis August 2021. Im März 2021 hat die Deutsche Börse den Entry Standard durch ein neues Marktsegment namens Scale ersetzt. Darüber hinaus hat die Deutsche Börse ein neues Segment für Emittenten des Basis Segments eingeführt, welche die Kriterien für eine Notierung an der Scale nicht erfüllen. Daten über die Anzahl der Unternehmen in diesem Segment sind jedoch nicht verfügbar. IPOs oder technische Notierungen im Basis Segment sind nicht möglich.

Quelle: Oxera-Analyse basierend auf Daten der Deutschen Börse

## Relativ geringe Größe des Aktienmarktes in Deutschland

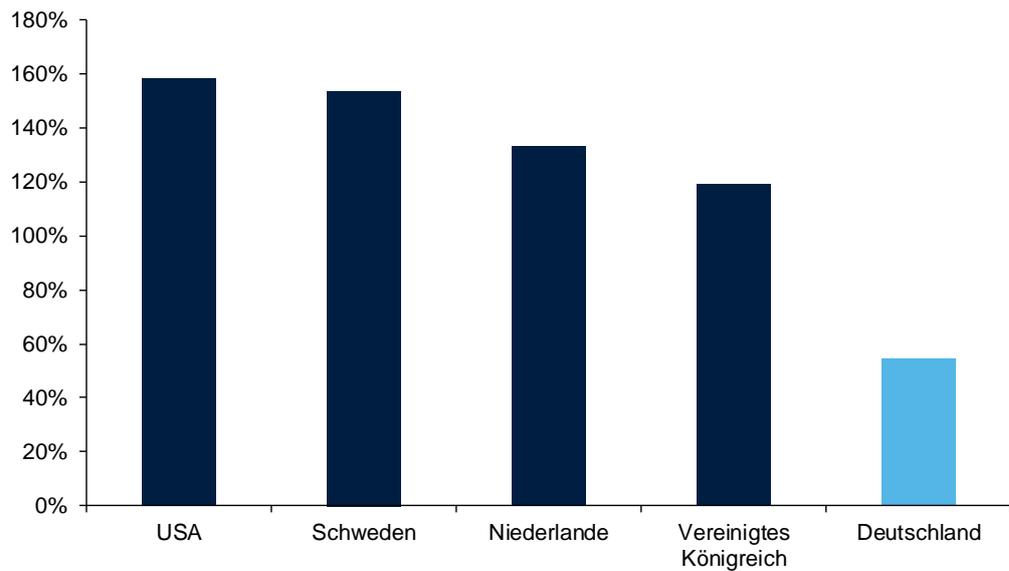
Es ist seit langem bekannt, dass der deutsche Aktienmarkt im Verhältnis zur Größe der deutschen Wirtschaft relativ klein ist. Abbildung 2.2 zeigt die Marktkapitalisierung<sup>9</sup> im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt für Deutschland und die vier Referenzländer.<sup>10</sup>

<sup>8</sup> Dieses Phänomen ist auch in anderen Ländern bekannt; vgl. Oxera (2019), 'Primary and Secondary Equity Markets in the EU', Final Report, S. 33, <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>.

<sup>9</sup> Die Marktkapitalisierung bezeichnet den Gesamtwert der Aktien der börsennotierten inländischen Unternehmen. Sie kann als Maß für die Größe des Aktienmarktes angesehen werden.

<sup>10</sup> Die Abbildung zeigt die Marktkapitalisierung von 2019, da 2020 aufgrund der COVID-19-Pandemie nicht repräsentativ ist.

**Abbildung 2.2**      **Marktkapitalisierung (in % des BIP), 2019**



Anmerkung: Die Marktkapitalisierung umfasst börsennotierte inländische Unternehmen (und ausländische Unternehmen mit einer ausschließlichen Notierung im jeweiligen Land). In den Daten nicht enthalten sind Investmentfonds, Unit Trusts und Unternehmen, deren einziger Geschäftszweck darin besteht, Aktien anderer börsennotierter Unternehmen zu halten.

Quelle: Weltbank und Oxera-Analyse der Daten publiziert von den jeweiligen lokalen Börsen (Euronext, Nasdaq North und London Stock Exchange).

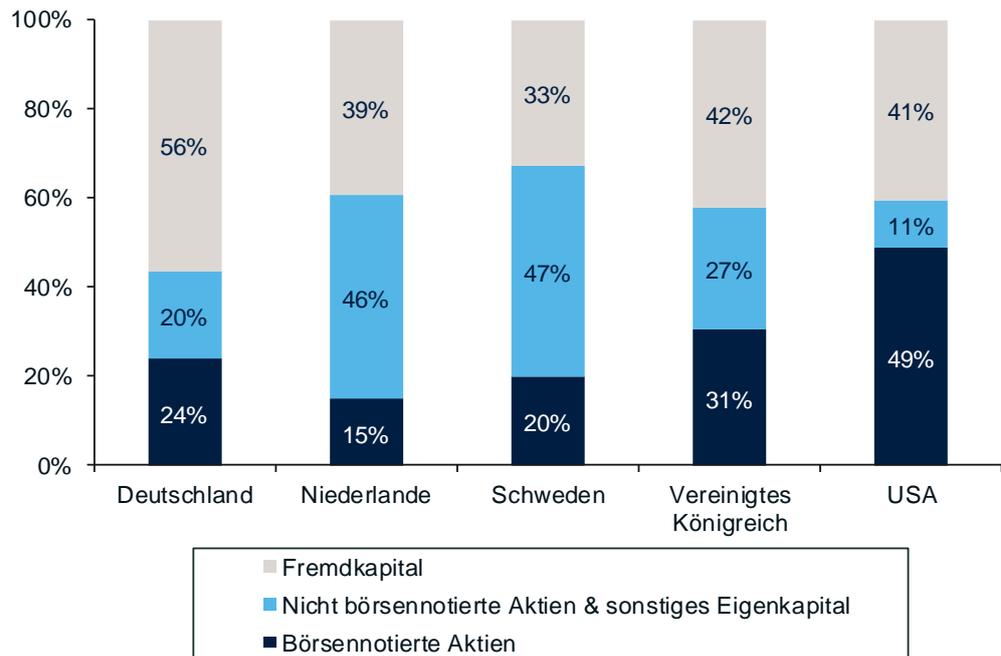
Hier zeigt sich, dass Deutschland gemessen an der Wirtschaftskraft eine deutlich geringere Marktkapitalisierung als alle vier Referenzländer aufweist. Damit bleibt Deutschland nicht nur hinter den USA zurück, die über einen sehr viel größeren Aktienmarkt verfügen (siehe hierzu auch die Diskussionen in Kapitel 3), sondern auch hinter den anderen hier betrachteten europäischen Ländern.<sup>11</sup>

### **Deutsche Unternehmen finanzieren sich weniger über Eigenkapital**

Deutsche Unternehmen finanzieren sich weniger durch Aktien als Unternehmen in den Vergleichsländern. Abbildung 2.3 zeigt den Finanzierungsmix von Unternehmen aus den fünf Ländern.

<sup>11</sup> Vgl. hierzu ausführlicher Beck, T., Kaserer, C. und Rapp, M.S. (2015), 'Beteiligungs- und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem: Zustand und Entwicklungsperspektiven', Projekt 27/14 des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie, S. 37 ff.

**Abbildung 2.3 Finanzierungsmix (4. Quartal 2019)**



Anmerkung: Die Aufgliederung zeigt die gesamten finanziellen Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, die durch börsennotierte Aktien, nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte bzw. durch nicht-eigenkapitalfinanzierte Mittel gedeckt sind. Börsennotierte Aktien sind Dividendenwerte, die an einer Börse notiert sind, wobei es sich um eine anerkannte Wertpapierbörse oder eine andere Form des Sekundärmarktes handeln kann. Nicht börsennotierte Aktien sind Beteiligungspapiere, die nicht an einer Börse notiert sind. Sonstige Anteilsrechte umfassen alle anderen Formen von Anteilsrechten, wie z.B. das Eigenkapital von Personengesellschaften. Nicht-Eigenkapital umfasst alle anderen Formen von finanziellen Verbindlichkeiten, wie Schuldverschreibungen, Darlehen, Pensionsansprüche und Handelskredite.

Quelle: EZB/Eurostat, Federal Reserve System.

Hier zeigt sich, dass die Finanzierung deutscher Unternehmen zwar zu einem größeren Anteil aus börsennotierten Aktien besteht als in den Niederlanden oder in Schweden (24 % vs. 15 % und 20 %), in den USA ist dieser Anteil aber deutlich höher (49 %). Insgesamt ist der Finanzierungsanteil aus Fremdkapital jedoch in Deutschland mit 56 % am höchsten, gefolgt von Unternehmen in Großbritannien mit 42 %. Neben der traditionell großen Bedeutung der bankbasierten Unternehmensfinanzierung in Deutschland spielen hier vermutlich auch die hierzulande verbreiteten Pensionsdirektzusagen eine Rolle, die sich als Verbindlichkeiten in der Bilanz wiederfinden.

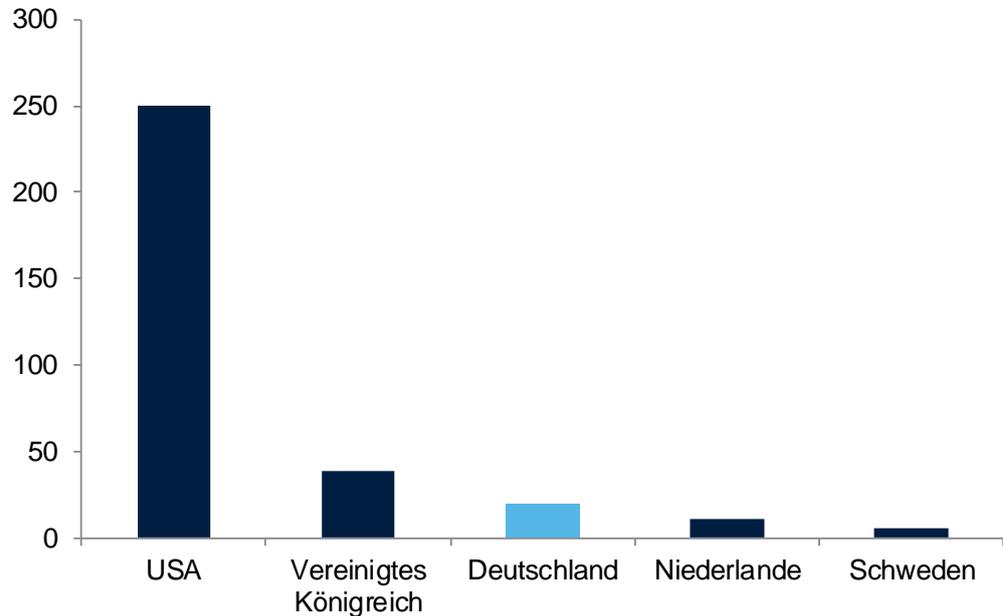
### Unterschiedliche Anzahl von Start-ups

Richtet man nun das Augenmerk auf Start-ups, so ist zunächst festzuhalten, dass deren Anzahl stark zwischen den verschiedenen hier betrachteten Ländern variiert. Abbildung 2.4 zeigt die Anzahl der Start-ups (in Tausend) im Jahr 2021 für die fünf Länder.<sup>12</sup> Während Schweden und die Niederlande weniger Start-ups ausweisen als Deutschland, ist deren Zahl im Vereinigten

<sup>12</sup> Angaben entsprechend der Daten von Dealroom. Dealroom definiert Start-ups als schnell wachsende Unternehmen, welche auf schnelles Wachstum ausgelegt sind (entweder durch die Entwicklung von Technologie oder durch den Einsatz von Technologie für den Betrieb des Unternehmens). Diese sind erstens 'innovative by design', haben also ein innovatives Produkt oder Geschäftsmodell, in den meisten Fällen technologieorientiert. Zweitens zeigen sie eine große Skalierbarkeit, d.h. sie können aufgrund der technologiebasierten Ausrichtung ein großes Wachstum erreichen. Quelle: Erläuterungen von Dealroom.

Königreich fast doppelt so hoch wie in Deutschland, und in den USA um ein Vielfaches höher als in den vier europäischen Ländern.

**Abbildung 2.4** Anzahl von Start-ups in 2021 über verschiedene Länder (in Tausend)

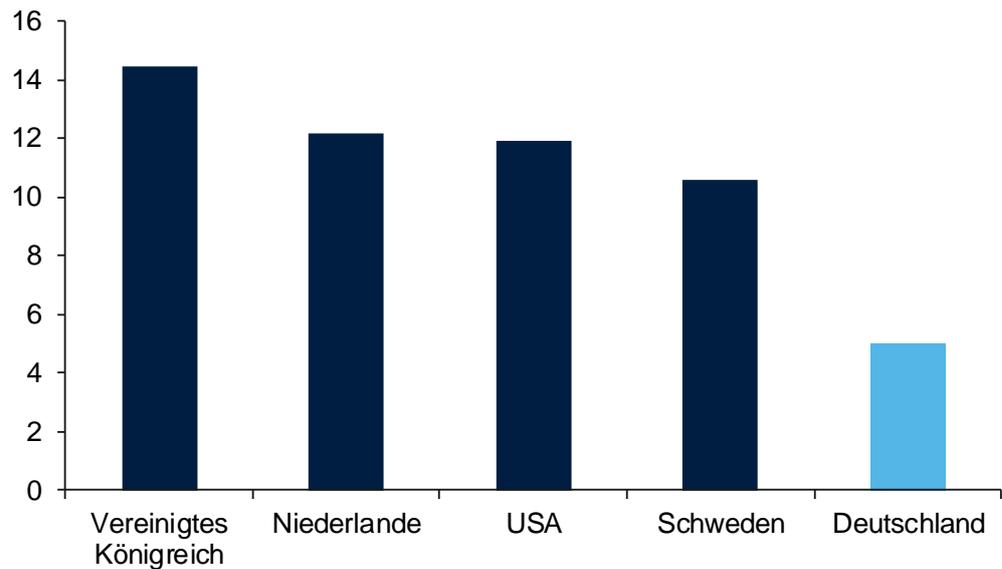


Quelle: Oxera-Analyse basierend auf Daten von Dealroom.

Da sich die Größe der Volkswirtschaften dieser Länder deutlich unterscheidet, besteht ein aussagekräftigerer Vergleich darin, dass man die Anzahl der Start-ups ins Verhältnis zur Wirtschaftskraft des jeweiligen Landes setzt. Entsprechend zeigt Abbildung 2.5 die Anzahl der Start-ups im Jahr 2021 relativ zum jeweiligen Bruttoinlandsprodukt (in Mrd. USD).<sup>13</sup>

<sup>13</sup> Anzahl der Start-ups für 2021, Angaben für das Bruttoinlandsprodukt liegen aktuell nur für 2020 vor.

**Abbildung 2.5** Anzahl von Start-ups in 2021 relativ zum BIP (Mrd. USD) über verschiedene Länder



Anmerkung: Anzahl der Start-ups bis einschließlich August 2021. BIP-Werte für 2020.

Quelle: Oxera-Analyse basierend auf Daten von Dealroom und der Weltbank.

Während Schweden und die Niederlande in absoluten Zahlen weniger Start-ups ausweisen als Deutschland (s.o.), ist die Anzahl der Start-ups relativ zur Wirtschaftsleistung größer als in Deutschland. Dies gilt auch für die Niederlande und die USA.

Das oben beobachtete Muster, dass Deutschland einen relativ zur Wirtschaftsleistung kleinen Kapitalmarkt hat, zeigt sich auch hier für Start-ups. Während deren absolute Zahl der Start-ups nicht aus dem Rahmen fällt (siehe Abbildung 2.4), liegt Deutschland relativ zur Wirtschaftsleistung zurück (Abbildung 2.5). Diese Diskrepanz kann teilweise durch die relativ geringe Größe des Wagniskapitalmarktes in Deutschland erklärt werden.<sup>14</sup>

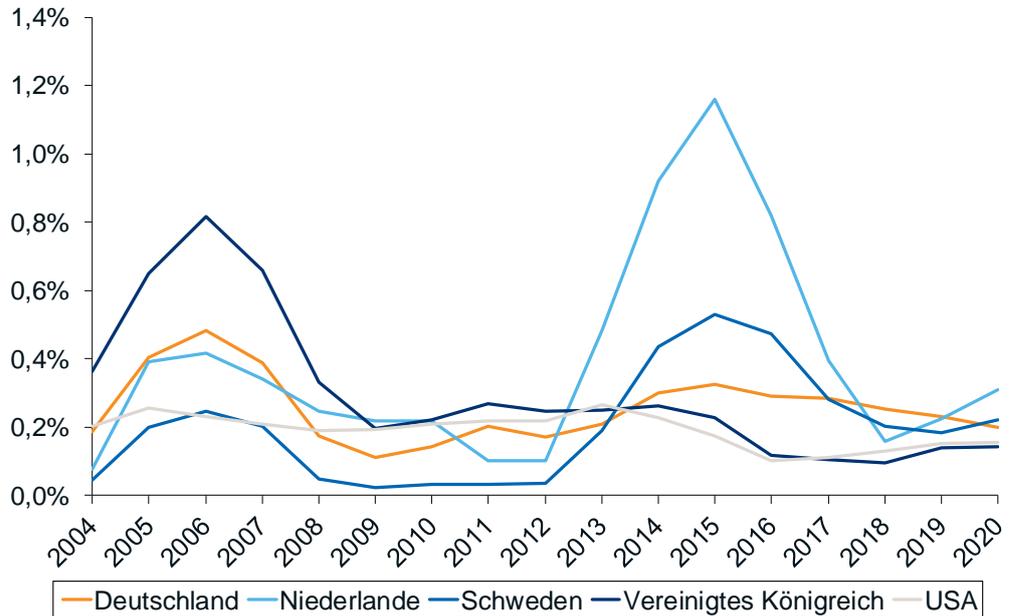
Eine, relativ gesehen, geringere Anzahl an Start-ups kann entsprechend auch eine relativ geringere Anzahl an Börsengängen von Start-ups erklären. Hierbei ist auch die Interaktion mit den oben dargestellten Herausforderungen in der Eigenkapitalfinanzierung in Deutschland zu berücksichtigen: ein schwererer Zugang zu Eigenkapital (beispielsweise durch fehlendes Venture Capital oder Hindernisse bei Börsengängen) kann zu einer geringeren Anzahl an erfolgreichen Gründungen führen.

### **Börsengänge relativ zur Marktkapitalisierung in Deutschland vergleichbar mit anderen Ländern**

Um die Bedeutung von Börsengängen über die verschiedenen Länder hinweg besser vergleichen zu können, ist es sinnvoll, die Volumina der Börsengänge ins Verhältnis zur Größe des Kapitalmarktes (d.h. der Marktkapitalisierung) zu setzen. Abbildung 2.6 zeigt hierfür den gleitenden Dreijahresdurchschnitt über den Zeitraum 2004 bis 2020.

<sup>14</sup> Vgl. hierzu Beck, T., Kaserer, C. und Rapp, M.S. (2015), 'Beteiligungs- und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem: Zustand und Entwicklungsperspektiven', Projekt 27/14 des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie, S. 49 ff.

**Abbildung 2.6** Volumen der Börsengänge im Verhältnis zur Marktkapitalisierung (2004–2020), gleitender Dreijahresdurchschnitt



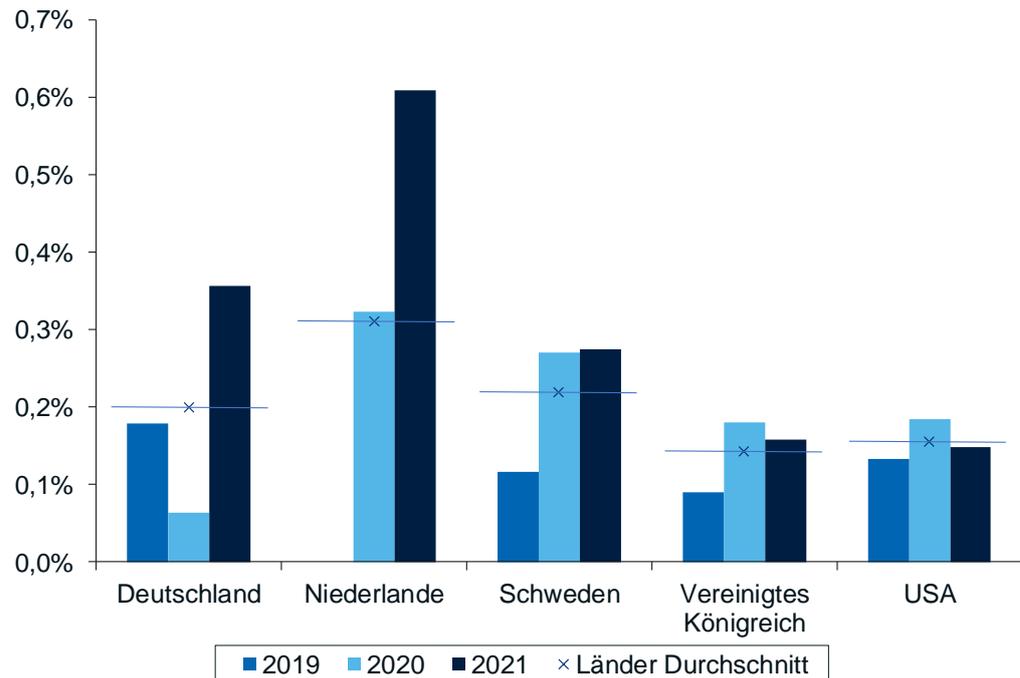
Anmerkung: Der gleitende Dreijahresdurchschnitt gibt den Durchschnitt des jeweiligen Jahres sowie des Vor- und Folgejahres an.

Quelle: Oxera-Analyse basierend auf Daten von Dealogic und Bloomberg.

Der Anteil des Volumens der Börsengänge an der Marktkapitalisierung lag bei allen fünf Ländern zwischen null und einem Prozent (Nur in den Niederlanden kurzzeitig höher), mit einem Mittelwert von ca. 0,2–0,3 %. Deutschland liegt hierbei durchweg im Mittelfeld und zeigt keinen besonders niedrigen (oder hohen) Anteil des Volumens der Börsengänge relativ zur Marktkapitalisierung.

Betrachtet man nur die jüngere Vergangenheit, also die Jahre 2019 bis 2021, dann bestätigt Abbildung 2.7 den Eindruck, dass gemessen an der Größe des inländischen Aktienmarktes Deutschland eine durchaus vergleichbare IPO-Aktivität aufweist im Vergleich zu Ländern wie Schweden, Großbritannien oder die USA. Lediglich die Niederlande liegen in diesem Vergleich vorne.

**Abbildung 2.7** Volumen der Börsengänge als Prozentsatz zur Marktkapitalisierung, 2019–2021



Quelle: Oxera-Analyse basierend auf Daten von Dealogic und Bloomberg.

### Börsengänge von Start-ups bzw. kleinen Unternehmen

Um den Blick auf Börsengänge von Start-ups einzuschränken, müssen wir zunächst definieren, was ein solcher Start-up-Börsengang bzw. was ein Start-up ist. Da die Definition von Start-ups nicht einheitlich ist, sind gerade internationale Vergleiche von solchen Daten schwierig. Wir nutzen daher als Annäherung an Start-ups kleine Unternehmen, was sich einfach und konsistent in den Daten identifizieren lässt.<sup>15</sup> Obwohl dieser Ansatz recht grob ist, helfen uns diese Daten zu verstehen, wie gut der Börsenzugang von kleineren Unternehmen relativ zu größeren Unternehmen funktioniert.<sup>16</sup>

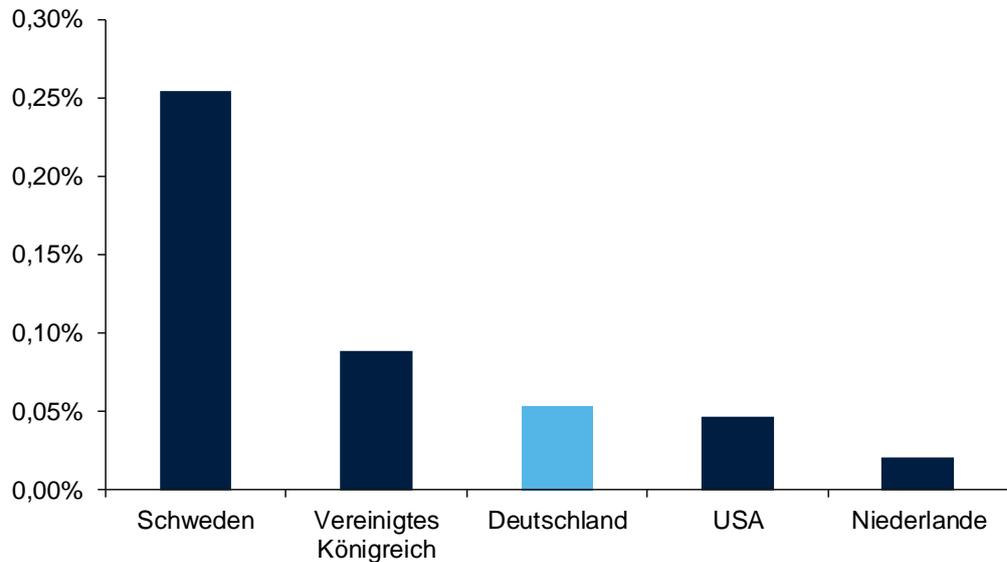
Für die folgende Analyse wurden daher Unternehmen betrachtet, die zum Zeitpunkt des Börsengangs eine Marktkapitalisierung von weniger als einer Mrd. EUR hatten. Die folgende Abbildung 2.8 zeigt die Marktkapitalisierung solcher Börsengänge relativ zur gesamten Marktkapitalisierung über die Jahre 2010-2020. Hier zeigt sich, dass die Marktkapitalisierung dieser ‚kleineren‘ Börsengänge relativ zur gesamten Marktkapitalisierung in Schweden am höchsten ist, gefolgt vom Vereinigten Königreich. Relativ zu den anderen Vergleichsländern liegt Deutschland im Mittelfeld.<sup>17</sup>

<sup>15</sup> Die in Fußnote 12 gegebene Definition von Dealroom lässt sich auf die Daten zur Marktkapitalisierung nicht anwenden, sodass wir diese für die folgende Analyse nicht nutzen können.

<sup>16</sup> Alternativ könnte man jene Börsengänge betrachten, bei denen Venture-Capital-Aktionäre involviert waren. Die Erhebung solcher Daten ist jedoch oft nicht eindeutig und könnte daher auch zu Verzerrungen über die betrachteten Länder führen. Wir wenden daher den einfacheren und konsistenteren Ansatz an.

<sup>17</sup> Die Tatsache, dass die USA hier hinter Deutschland liegen, lässt sich unter Umständen auf die Methode zurückführen: in den USA ist es durchaus üblich, dass auch Start-up-Börsengänge auf eine Marktkapitalisierung von deutlich über einer Mrd. EUR kommen. Diese werden hier nicht berücksichtigt, so dass sich für die USA im Hinblick auf Start-up-Börsengänge ein verzerrtes Bild ergeben könnte.

**Abbildung 2.8** Aggregierte Marktkapitalisierung von Börsengängen mit einer Bewertung unter einer Mrd. EUR in % der gesamten Marktkapitalisierung je Land, 2010–2020



Anmerkung: Die Daten beziehen sich nur auf inländische Börsengänge und schließen bestimmte Investmentfonds und REITs aus.

Quelle: Oxera-Analyse anhand Daten von Dealogic und Bloomberg.

### Schlussfolgerungen

Die obigen Diskussionen zeigen, dass die im internationalen Vergleich geringe IPO-Aktivität in Deutschland ihre wesentliche Ursache in der unterdurchschnittlichen Größe des hiesigen Kapitalmarktes hat. Korrigiert man für diesen Effekt, dann zeigt sich eine mit anderen Ländern durchaus vergleichbare IPO-Aktivität.

Grundsätzlich hat Deutschland eine lebendige und innovative Start-up-Szene, womit auch eine große Anzahl von Start-ups einher geht. Allerdings ist die Zahl an Start-ups relativ zur Wirtschaftsleistung geringer als in den Referenzländern. Verglichen mit den USA und dem Vereinigten Königreich ist auch die absolute Anzahl von Start-ups geringer. Hierfür ist unter anderem die fehlende Größe des vorbörslichen Beteiligungsmarktes, insbesondere Venture Capital, verantwortlich. Auch dies ist vermutlich eine Folge der fehlenden Größe des inländischen Kapitalmarktes, die sich sowohl auf die Verfügbarkeit von Investoren im vorbörslichen Segment als auch auf die Wahrscheinlichkeit eines Exits über die Börse negativ auswirkt.

Insgesamt ergibt sich daraus, dass wir sowohl Handlungsempfehlungen zur Verbesserung der Voraussetzungen für Börsengänge allgemein als auch spezifisch für Start-ups entwickeln müssen.

Im Folgenden beleuchten wir zuerst strukturelle und rechtliche Ursachen im Detail (Kapitel 3) und erarbeiten dann Handlungsempfehlungen, welche Maßnahmen getroffen werden können, um die Finanzierungs- und damit Wachstumsmöglichkeiten von Start-ups zu verbessern (Kapitel 4).

### **3 Unterschiede zwischen Deutschland und den Referenzländern sowie deren Ursachen**

Das vorliegende Kapitel beleuchtet mögliche Ursachen für die Unterschiede in der Anzahl an Börsengängen von Start-ups zwischen Deutschland und den Referenzländern.

Das Kapitel ist wie folgt gegliedert:

- Abschnitt 3.1 erörtert einige der wichtigsten Unterschiede für die unterschiedliche Anzahl von Börsengängen von Start-ups;
- Abschnitt 3.2 diskutiert die wichtigsten rechtlichen Aspekte für Börsengänge von Start-ups in Deutschland;
- Abschnitt 3.3 skizziert die Rahmenbedingungen für Börsengänge von SPACs (Special Purpose Acquisition Vehicles).

#### **3.1 Strukturelle Ursachen**

##### **3.1.1 Kulturelle und strukturelle Unterschiede**

Einer der Faktoren, der die relativ niedrige IPO-Aktivität in Deutschland erklären kann, ist das weniger stark ausgeprägte und ausdifferenzierte Ökosystem für Börsengänge. Zu diesem Ökosystem gehören institutionelle und private Investoren, Finanzintermediäre, Berater und Analysten sowie die Unternehmen selbst. Im Folgenden werden einige der wesentlichen Ursachen dargestellt, warum diese Gruppen in Deutschland im Vergleich zu anderen Ländern generell weniger kapitalmarktorientiert sind.

##### **Altersvorsorgesystem**

Es gibt einen starken Zusammenhang zwischen der Ausgestaltung des Altersvorsorgesystems und der Größe von Kapitalmärkten.<sup>18</sup> In einem kapitalgedeckten System muss ein Kapitalstock zur Deckung der geplanten Alterseinkünfte gebildet werden. Dieser Kapitalstock besteht aus Finanzanlagen an den Kapitalmärkten. Insoweit ist es nicht verwunderlich, dass Länder mit einem stark ausgeprägten kapitalgedeckten Altersvorsorgesystem typischerweise über große Kapitalmärkte verfügen.<sup>19</sup>

Deutschland ist im internationalen Vergleich ein Land mit einem stark ausgeprägten umlagefinanzierten Altersvorsorgesystem und einer nur mäßig und selektiv entwickelten kapitalgedeckten Altersvorsorge, etwa im Bereich betrieblicher Rentenvereinbarungen. Angesichts der angespannten Situation in den öffentlichen Rentenkassen und des bevorstehenden Renteneintritts der Babyboomer-Generation, wird schon seit geraumer Zeit der weitere Ausbau einer privaten, kapitalgedeckten Altersvorsorge gefordert.<sup>20</sup>

<sup>18</sup> Für eine ausführliche Analyse dieses Zusammenhangs vgl. Beck, T., Kaserer, C. und Rapp, M.S. (2015), 'Beteiligungs- und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem: Zustand und Entwicklungsperspektiven', Projekt 27/14 des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie, S. 87 ff., [https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Publikationen/Studien/beteiligungsfinanzierung-kapitalmarktfinanzierung-deutsches-finanzsystem-zustand-entwicklungsperspektiven.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=3](https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Publikationen/Studien/beteiligungsfinanzierung-kapitalmarktfinanzierung-deutsches-finanzsystem-zustand-entwicklungsperspektiven.pdf?__blob=publicationFile&v=3).

<sup>19</sup> Einen positiven Einfluss einer kapitalgedeckten Altersvorsorge auf Größe und Liquidität von Aktienmärkten stellen Impavido/Musalem/Tressel (2003), 'The Impact of Contractual Savings Institutions on Securities Markets', World Bank Policy Research Working Paper 2948, <http://ssrn.com/abstract=636310>, fest.

<sup>20</sup> Entsprechende Vorschläge finden sich auch in der von der Bundesregierung im Jahr 2018 eingesetzten Kommission Verlässlicher Generationenvertrag, <https://www.bmas.de/DE/Soziales/Rente-und-Altersvorsorge/Kommission-Verlaesslicher-Generationenvertrag/Bericht-der-Kommission/bericht-der-kommission.html>.

Darüber hinaus ist zu beachten, dass die Bedeutung von kapitalgedeckten Altersvorsorgesystemen für den inländischen Kapitalmarkt zu einem gewissen Grad durch den auch bei Altersvorsorgeeinrichtungen zu beobachtenden „Home Bias“ verstärkt wird. Dabei zeigt sich, dass etwa Pensionsfonds einen überdurchschnittlich großen, nicht gänzlich durch Risikoüberlegungen zu erklärenden Anteil in Aktien inländischer Unternehmen investieren.<sup>21</sup>

Die stärker entwickelten öffentlichen Aktienmärkte (in den Niederlanden, Schweden, den USA und dem Vereinigten Königreich) befinden sich in den Ländern mit großen kapitalgedeckten Rentensystemen. So lag das Gesamtvermögen der Altersvorsorge in den Vergleichsländern im Jahr 2019 zwischen 100 % und 194 % des BIP, während es in Deutschland nur 7 % waren.<sup>22</sup>

Dieser relativ kleine Pool an Pensionsfondsvermögen in Deutschland wird darüber hinaus auch nur zu einem kleineren Anteil in Aktien investiert als in den Vergleichsländern. Abbildung 3.1 zeigt, dass die Aktienanlagen deutscher Pensionsfonds nur 6 % des Gesamtbestandes ausmachen - ein deutlich niedrigerer Wert als in den anderen Ländern.

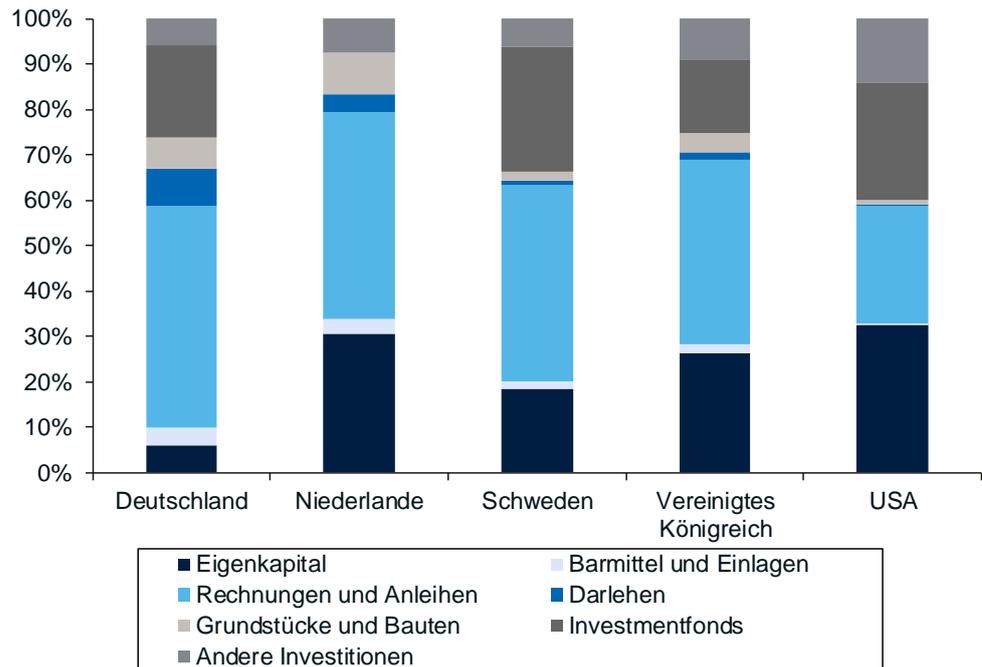
---

<sup>21</sup> Vgl. Oxera (2019), 'Primary and Secondary Equity Markets in the EU', Final Report, S. 22, <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>; Siehe auch z.B. die Marktforschungsergebnisse von FTSE Russel: <https://www.ftserussell.com/research/appraising-home-bias-exposure-using-ftse-global-equity-index-series>; Oxera (2007), 'The effect of cross-border investment restrictions on certain pension schemes in the EU', erstellt für die Europäische Kommission und die GD Binnenmarkt und Dienstleistungen, April.

<sup>22</sup> Siehe Figure 1.3 in OECD (2020), 'Pension Markets in Focus 2020', <https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2020.pdf>. Bei diesen Zahlen ist allerdings zu beachten, dass für Deutschland nicht alle Durchführungswege in der betrieblichen Altersvorsorge erfasst sind, so dass der Vergleich etwas irreführend ist.

---

**Abbildung 3.1 Vermögensaufteilung der Pensionsfonds, 2019**



Anmerkung: Für Deutschland und das Vereinigte Königreich zeigen die OECD-Daten eine Aufschlüsselung der Arten von Vermögenswerten, die durch Investmentfonds gehalten werden. Das Vermögen von Investmentfonds wurde daher, soweit möglich, anderen Vermögensklassen zugewiesen. Für die Niederlande, Schweden und die USA ist eine Aufschlüsselung der in Investmentfonds gehaltenen Vermögenswerte nicht verfügbar. Die sonstigen Kapitalanlagen umfassen die folgenden OECD-Kategorien: nicht zugewiesene Versicherungsverträge, Hedge-Fonds, Private Equity, strukturierte Produkte und sonstige Kapitalanlagen.

Quelle: Oxera-Analyse anhand Daten der OECD Rentenversicherungsstatistik.

### Regulierungseffekte

Es zeigt sich also, dass in Deutschland selbst dort, wo ein privater Kapitalstock für die Altersvorsorge aufgebaut wird, also insbesondere in der betrieblichen Altersvorsorge, nur ein relativ kleiner Teil am Kapitalmarkt angelegt wird. Dies hat insbesondere auch regulatorische Gründe, die sich aus einer Kombination von versicherungsaufsichtsrechtlichen Regelungen und garantierten Zahlungsverprechen in den relevanten Durchführungswegen ergeben.

Insbesondere durch das Zusammenspiel von Solvenzvorschriften und Leistungszusagen in den Altersvorsorgeverträgen wird die Risikotragfähigkeit der Kapitalsammelstellen stark eingeschränkt.<sup>23</sup> Hierzu passt z.B. der Befund, dass Pensionskassen, bei denen dieser aufsichtsrechtliche Effekt greift, im Jahr 2014 lediglich 5 % ihrer Anlagen in Aktien angelegt hatten, wohingegen es bei ausgelagerten Pensionsvermögen aus Direktzusagen, die außerhalb der Versicherungsaufsicht stehen, immerhin 24 % waren.<sup>24</sup>

Wegen dieser Problematik und der andauernden Niedrigzinsphase haben mittlerweile zahlreiche Anbieter ihre Altersvorsorgeprodukte derart umgestellt, dass Zinsgarantien reduziert oder gar eliminiert wurden. Auch in der betrieblichen Altersvorsorge ist die Möglichkeit einer reinen Beitragszusage

<sup>23</sup> Eine ausführliche Analyse dieses Zusammenhangs findet sich in Beck, T., Kaserer, C. und Rapp, M.S. (2015), 'Beteiligungs- und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem: Zustand und Entwicklungsperspektiven', Projekt 27/14 des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie, S. 97 ff.

<sup>24</sup> Vgl. ebenda, S. 100.

ohne Leistungsgarantie eingeführt worden. Insoweit ist davon auszugehen, dass es zu einer Zunahme der Risikotragfähigkeit sowohl bei privaten als auch betrieblichen Altersvorsorgeverträgen kommt. Allerdings wird man erst in einigen Jahren sagen können, ob, und ggf. wie sich diese Entwicklung in der tatsächlichen Kapitalallokation bemerkbar macht.<sup>25</sup>

### **Liquiditätseffekte**

Hinzu kommt aus der Sicht institutioneller Investoren, dass der deutsche Aktienmarkt wegen seiner fehlenden Tiefe auch nicht die Liquidität aufweist, die man in anderen stärker kapitalmarktorientierten Ländern finden kann.<sup>26</sup> Für die großen börsennotierten Unternehmen, wie etwa die DAX-Unternehmen, mag dieser Unterschied unerheblich sein, bei kleineren Unternehmen kommt er aber deutlich zum Tragen.<sup>27</sup> Daher gibt es auch eine Zurückhaltung in solche kleinere Unternehmen zu investieren.

Gleichzeitig sind die effektiven Handelskosten an den europäischen Börsen in der letzten Dekade deutlich gefallen.<sup>28</sup> Insoweit mögen diese liquiditätsbasierten Hemmnisse kleiner geworden sein, für kleine Unternehmen, also insbesondere KMU und Start-ups, sind sie aber bis heute relevant.

### **Kapitalmarktorientierte Privatinvestoren**

Ein häufig genannter Grund für die relativ geringe Zahl an Börsengängen von Start-ups in Deutschland ist der im Vergleich zu anderen Finanzzentren geringe Risikoappetit der Investoren. Im Hinblick auf institutionelle Investoren wurde bereits ausgeführt, dass hierfür Regulierungseffekte mit verantwortlich sind. Für Privatanleger sind neben kulturellen Ursachen auch steuerliche Effekte von Bedeutung. Dies soll im Folgenden etwas näher erläutert werden.

Dabei geht es aber keinesfalls um die unmittelbare Beteiligung von Privatinvestoren an IPOs oder gar Start-up-IPOs. Hierfür fehlt dieser Investorengruppe nicht nur die Expertise, sondern es wäre auch unter Diversifikationsgesichtspunkte wenig sinnvoll. Vielmehr stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage, wie Kapital von Privatanlegern für den Aktienmarkt insgesamt – und damit indirekt auch für den Primärmarkt – mobilisiert werden kann. Sofern das gelingen würde, wäre dann eine Beteiligung an IPOs u.a. über entsprechend ausgerichtete Fonds möglich.

Obwohl Privatanleger eine wichtige Quelle für Beteiligungskapital für Start-ups sein können, wird oft die Risikoscheue und Zurückhaltung der deutschen Haushalte bei Aktienanlagen betont. In diesem Zusammenhang ist es wichtig zu erwähnen, dass Deutschland im europäischen Vergleich kein signifikanter Ausreißer ist. Die nachstehende Abbildung 3.2 zeigt, dass die Aktieninvestitionen der deutschen Haushalte im Großen und Ganzen mit denen der Niederlande und des Vereinigten Königreichs vergleichbar sind,

<sup>25</sup> Ausweislich der Zahlen des GDV ist die Aktienallokation von Lebensversicherungen in den Jahren 2018 bis 2020 bei rund 5% der Bilanzsumme relativ konstant geblieben; vgl. <https://www.gdv.de/de/zahlen-und-fakten/versicherungsgebiete/kapitalanlagen-24042#Struktur>.

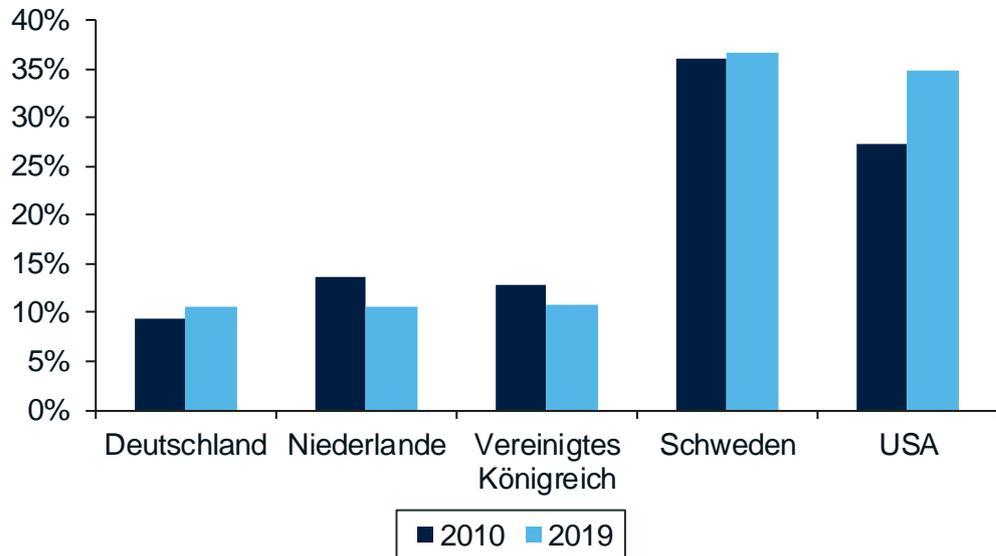
<sup>26</sup> Vgl. eck, T., Kaserer, C. und Rapp, M.S. (2015), 'Beteiligungs- und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem: Zustand und Entwicklungsperspektiven', Projekt 27/14 des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie, S. 150 ff.

<sup>27</sup> Für eine Diskussion der Liquidität auf europäischen Kapitalmärkten, siehe Oxera (2019), 'Primary and Secondary Equity Markets in the EU', Final Report, S. 188 ff., <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>.

<sup>28</sup> Vgl. Oxera (2019), 'Primary and Secondary Equity Markets in the EU', Final Report, S. 188 ff., <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>.

aber deutlich unter denen der USA und Schwedens liegen (was in Abschnitt 4.1 näher erläutert wird).

**Abbildung 3.2** Aktien und sonstige Anteilsrechte als Anteil am gesamten Finanzvermögen der privaten Haushalte



Quelle: Oxera-Analyse von OECD-Daten.

Nichtsdestotrotz gibt es Gründe, welche die Attraktivität von Aktienanlagen von Privatanleger in Deutschland reduzieren. Zunächst muss man beachten, dass die Direktanlage am Kapitalmarkt aus steuerlicher Sicht benachteiligt wird. Dies gilt jedenfalls im Vergleich zu Anlagen über zertifizierte Verträge (insb. Riester- und Rürupverträge) nach dem Einkommensteuergesetz.

Zum besseren Verständnis sei hier etwas ausgeholt. Historisch gab es in Deutschland einen gewissen Konsens, dass Altersvorsorge steuerlich entlastet werden sollte. Früher wurde dies etwa durch die steuerliche Privilegierung von Lebensversicherungsverträgen realisiert. Im Jahr 2004 hat man mit dem so genannten Alterseinkünftegesetz einen einheitlichen steuersystematischen Rechtsrahmen geschaffen.<sup>29</sup> Konkret wurde das Privileg der nachgelagerten Besteuerung in § 10 (2) EStG für bestimmte zertifizierte Altersvorsorgeverträge eingeführt.<sup>30</sup> Dieses Privileg führt wiederum dazu, dass Kapitalerträge unter vereinfachenden Annahmen de facto steuerfrei vereinnahmt werden können, wobei allerdings bestimmte Übergangsfristen zu beachten sind, in denen diese Regelung nur teilweise greift. Zertifizierte Verträge müssen bestimmte technische Voraussetzungen erfüllen und können wiederum nur von bestimmten Finanzintermediären, wie etwa Versicherungen, Pensionsfonds, Kapitalverwaltungsgesellschaften oder berufsständischen Versorgungseinrichtungen, angeboten werden.<sup>31</sup> Zudem sind Höchstgrenzen für die Abzugsfähigkeit zu berücksichtigen, die nach § 10 (3) EStG für das Jahr 2021 bei 92 % des Höchstbeitrags zur knappschaftlichen Rentenversicherung liegt. Letzterer beträgt im laufenden Jahr 25.787 EUR.

<sup>29</sup> Die folgenden Überlegungen finden sich in ähnlicher Weise auch in Beck, T., Kaserer, C. und Rapp, M.S. (2015), 'Beteiligungs- und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem: Zustand und Entwicklungsperspektiven', Projekt 27/14 des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie, S. 113 ff. und 151 ff.

<sup>30</sup> Vgl. Gesetz zur Neuordnung der einkommensteuerlichen Behandlung von Altersvorsorgeaufwendungen und Altersbezügen vom 5. Juli 2004, BGBl. I, S. 1427.

<sup>31</sup> Vgl. Gesetz über die Zertifizierung von Altersvorsorge- und Basisrentenverträgen vom 26. Juni 2001, zuletzt geändert durch Gesetz vom 25. Juli 2014, BGBl. I, S. 1266.

Somit ist eine in den Genuss des Privilegs der nachgelagerten Besteuerung kommende Anlage am Kapitalmarkt nur über solche zertifizierten Verträge möglich. Für eine Direktanlage gilt dieses Privileg nicht. Und mit der Abschaffung der Möglichkeit im Jahr 2008, Kursgewinne steuerfrei vereinnahmen zu können, ist die steuerliche Benachteiligung einer Direktanlage weiter erhöht worden.

Und schließlich ist auch die Rolle des Finanzdienstleistungssektors zu beachten. Bemerkenswerterweise verfügt Deutschland in der EU über den zweitgrößten Markt für strukturierte Anlageprodukte (Zertifikate). Angesichts der hohen Kosten und der Komplexität dieser Produkte ist dieser Befund durchaus überraschend, jedenfalls dann, wenn man ihn in Verbindung setzt zu der Zurückhaltung deutscher Privatanleger bei Aktienanlagen. Eine mögliche Erklärung dafür könnte sein, dass deutsche Privatanleger hier vorrangig risikoarme Produkte wählen.<sup>32</sup> Zudem könnten hier Defizite bei der Anlageberatung eine Rolle spielen.

Nach den jüngsten Erhebungen des DAI gibt es gewisse Anzeichen dafür, dass die direkte Aktienmarktanlage in Deutschland etwas beliebter zu werden scheint.<sup>33</sup> Ob es sich hierbei allerdings nur um einen vorübergehenden Effekt handelt, der mit der Niedrigzinsphase oder der Covid19-Krise zusammenhängt, oder ob es eine langfristige Trendwende ist, lässt sich derzeit nicht sagen.

### **Finanzierungslandschaft für kleine und mittlere Unternehmen**

Deutschland ist dafür bekannt, dass sein System der Unternehmensfinanzierung von Banken dominiert ist.<sup>34</sup> Ein solches ist aber für die Finanzierung von Start-ups weniger geeignet. Für die Finanzierung risikoreicher Neugründungen spielen insbesondere Venture-Capital-Beteiligungen eine große Rolle, und in diesem Bereich liegt Deutschland hinter dem europäischen Durchschnitt zurück.<sup>35</sup> Hier können öffentliche Finanzierungsprogramme helfen. Für die Spätphase der Frühphasenfinanzierung ist jedoch ein liquider und umfassender Risikokapitalmarkt erforderlich.<sup>36, 37</sup> Wie auch im Oxera-Bericht für die GD FISMA erläutert, ist zur Finanzierung von Start-ups und KMU sowohl ein dynamischer privater als auch ein öffentlicher Kapitalmarkt erforderlich.<sup>38</sup>

Betrachtet man den Risikokapital- und Private-Equity-Markt in Deutschland, so zeigt sich, dass der Wert der Risikokapitalinvestitionen in deutsche Start-ups stetig gestiegen ist. Abbildung 3.3 zeigt, dass die Wagniskapitalinvestitionen in Deutschland über die Zeit insgesamt stark gestiegen sind. Der Wert der Seed-

<sup>32</sup> Siehe auch Beck, T., Kaserer, C. und Rapp, M.S. (2015), 'Beteiligungs- und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem: Zustand und Entwicklungsperspektiven', Projekt 27/14 des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie, S. 126.

<sup>33</sup> Vgl. <https://www.dai.de/aktionaerszahlen/>, zuletzt abgerufen am 24.09.2021.

<sup>34</sup> Für einen internationalen Vergleich siehe Beck, T., Kaserer, C. und Rapp, M.S. (2015), 'Beteiligungs- und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem: Zustand und Entwicklungsperspektiven', Projekt 27/14 des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie, S. 33.

<sup>35</sup> Siehe Beck, T., Kaserer, C. und Rapp, M.S. (2015), 'Beteiligungs- und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem: Zustand und Entwicklungsperspektiven', Projekt 27/14 des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie, S. 51.

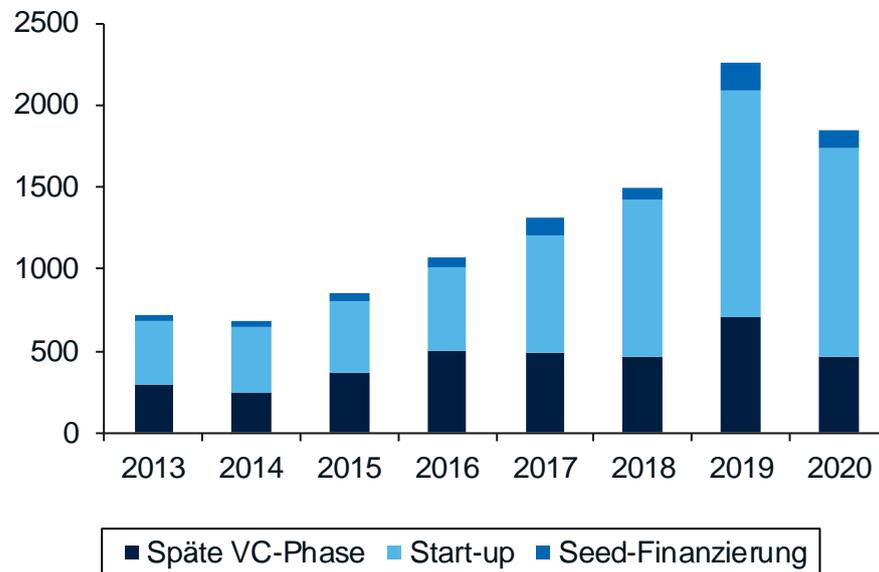
<sup>36</sup> Vgl. hierzu u.a. Buchner, A., Häberle, U., Schmidt, D., Kaserer, C. and Wahrenburg, M. (2010), 'Rendite- und Risikostrukturen von Venture Capital Fonds mit Investitionsfokus Deutschland', Projekt 9/10 des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie.

<sup>37</sup> Eine jüngere Studie zur Rolle von Beteiligungskapital bei Börsengängen, siehe Lattanzio, G., Megginson, W.L. and Sanati, A. (2021), 'Dissecting the listing gap: Mergers, Private Equity, or Regulation?', Working Paper, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3329555](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3329555).

<sup>38</sup> Oxera (2019), 'Primary and Secondary Equity Markets in the EU', Final Report, <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>.

Finanzierung<sup>39</sup> in deutschen Start-ups stieg kontinuierlich von 677 Mio. EUR im Jahr 2014 auf knapp 2,3 Mrd. EUR im Jahr 2019 an.

**Abbildung 3.3** Venture Capital-Investitionen in Deutschland (Mio. EUR), 2013–2020



Anmerkung: Die Zahlen beziehen sich auf Investitionen in Deutschland, unabhängig von der Herkunft des investierenden Unternehmens.

Quelle: BVKAP (2021), „The German private equity market in 2020“, [https://www.bvkap.de/sites/default/files/page/presentation\\_bvk\\_annual\\_statistics\\_2020.pdf](https://www.bvkap.de/sites/default/files/page/presentation_bvk_annual_statistics_2020.pdf).

Trotz der zunehmenden Finanzierung deutscher Start-ups durch privates Beteiligungskapital sind bei der Betrachtung der Auswirkungen auf Börsengänge in Deutschland zwei Faktoren zu berücksichtigen.

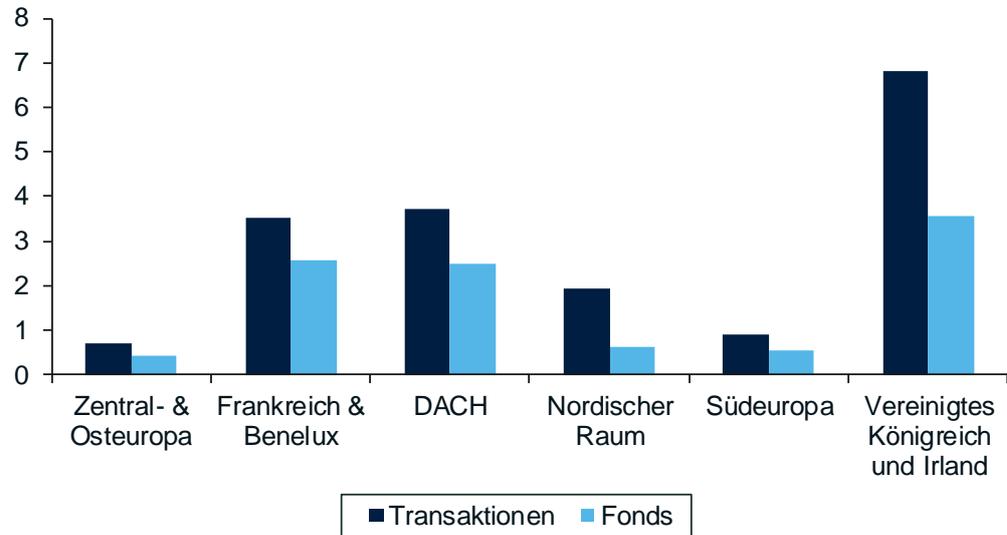
Erstens zeigt eine Analyse der KfW, dass sich an 90 % der VC-Finanzierungsrunden ausländische Investoren beteiligt haben.<sup>40</sup> Dies kann die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass sich Start-ups für einen Börsengang an dem Finanzplatz entscheiden, an dem der VC-Fonds ansässig ist.

Zweitens deuten die Daten darauf hin, dass der deutsche Markt für privates Beteiligungskapital immer noch hinter dem Vereinigten Königreich und den USA zurückliegt. Abbildung 3.4 zeigt das durchschnittliche Wagniskapital-Transaktions- und Fondsvolumen nach europäischen Regionen. Daraus geht hervor, dass dieses Volumen im Vereinigten Königreich und in Irland höher ist als in der DACH-Region, obwohl Deutschland über eine größere Wirtschaftsleistung verfügt.

<sup>39</sup> Seed-Finanzierungen sind Finanzierungen in der Frühphase eines Start-ups. Diese sind aufgrund der zu diesem Zeitpunkt herrschenden Unsicherheit über die Entwicklung der Start-ups besonders risikoreich.

<sup>40</sup> KfW (2020), 'VC-Markt in Deutschland: Reif für den nächsten Entwicklungsschritt', <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Studien-und-Materialien/KfW-Venture-Capital-Studie-2020.pdf>.

**Abbildung 3.4** Durchschnittliches Wagniskapital-Transaktions- und Fondsvolumen nach europäischen Regionen (Mrd. EUR), 2010–2020



Quelle: Pitchbook (2021), 'European Venture Report Q1 2021', <https://pitchbook.com/news/reports/q1-2021-european-venture-report>.

Die Gründe hierfür ähneln vermutlich jenen, die dazu führen, dass der deutsche Aktienmarkt im internationalen Vergleich relativ klein ist. Ein kleiner Kapitalmarkt erschwert es auch VC-Unternehmen Kapital einzusammeln, weil sowohl das Kapital für solche Anlagen fehlt, als auch die Erfolgsaussichten wegen des schwierigeren Umfelds bei Börsengängen zurückhaltender beurteilt wird. Darüber hinaus weisen frühere Untersuchungen auf spezifische rechtliche und steuerliche Aspekte hin, die dieses Problem noch verschärfen.<sup>41</sup>

### Kontrolle und Agency-Kosten

Weitere Gründe, welche die Zurückhaltung deutscher Start-ups gegenüber einem Börsengang erklären könnten, sind der mit einem Börsengang verbundenen Kontrollverlust sowie die damit verbundenen Kosten.

Wenn Vermögens- und Stimmrechte der Aktionäre proportional zueinander sind, können Unternehmen nicht an die Börse gehen, ohne ein gewisses Maß an Kontrolle aufzugeben. Dies ist zwar ein klassisches Spannungsverhältnis in jedem Prozess der Kapitalbeschaffung, jedoch handelt es sich hierbei um einen besonders wichtigen Aspekt für Start-ups und KMU. In Ländern wie Deutschland, in denen ein Großteil der Unternehmen im Familienbesitz (bzw. bei Start-ups im Besitz oder unter Kontrolle der Gründer) ist, wird der Verlust der Kontrolle als ein gewichtiger Nachteil eines Börsengangs angesehen.

Im Zuge der „one share one vote“-Debatte der 1990er Jahre haben viele Länder die Verwendung von Mehrfachstimmrechtsaktien (Dual Class Shares) eingeschränkt oder gar verboten.<sup>42</sup> In Deutschland sind diese mit dem

<sup>41</sup> Für einen umfassenden Überblick über den deutschen Private-Equity-Markt und dessen institutionellen Rahmen, siehe: Kaserer, C., Achleitner, A.K., von Einem, C. and Schiereck, D. (2007), "Erwerb und Übernahme von Firmen durch Finanzinvestoren (insbesondere Private-Equity-Gesellschaften)", Projekt 3/06 des Bundesministeriums der Finanzen.

<sup>42</sup> Ein Überblick zu dieser Debatte und den empirischen Befunden findet sich in Adams/Ferreira (2008), 'One Share-One Vote: The Empirical Evidence', *Review of Finance*, 12, S. 51-91.

KonTraG<sup>43</sup> zum 1.6.2003 abgeschafft worden, sofern ihre Fortgeltung nicht durch eine qualifizierte Hauptversammlungsmehrheit beschlossen wurde. Auch ist die Bedeutung stimmrechtsloser Vorzugsaktien seit den 90er Jahren in Deutschland stark zurückgegangen.<sup>44</sup> Interessant ist dabei, dass es in den 1980er Jahren zu einem starken Zuwachs in der Anzahl von Vorzugsaktien kam. Diese Entwicklung scheint vor allem durch Börsengänge von Familienunternehmen getrieben worden zu sein.<sup>45</sup>

Zudem können zusätzliche „Agency-Kosten“ entstehen, wenn die Eigentumsverhältnisse nach einem Börsengang fragmentiert sind und die Interessen der Eigentümer nicht mit den Interessen des Managements übereinstimmen.<sup>46</sup> Damit entstehen den Anteilseignern Kosten für die Überwachung und Kontrolle der Manager, welche sich wiederum negativ auf die Bewertung der Aktie auswirken.

Aus ökonomischer Sicht ist die Frage, ob Mehrfachstimmrechtsaktien zulässig sein sollten, durch eine Abwägung ihrer Vor- und Nachteile zu untersuchen. Als Vorteile zählen dabei u.a. die verbesserten Investitions- und Innovationsanreize für das Management und erhöhte Kontrollanreize für jene Aktionärsgruppen, die über diese Mehrfachstimmrechte verfügen. Dem stehen Nachteile wie insbesondere die mögliche Übervorteilung von Minderheitsaktionären durch die Vereinnahmung privater Kontrollvorteile gegenüber.<sup>47</sup> Unter empirischen Gesichtspunkten ist die Frage, ob, und ggf. in welcher Höhe, Wohlfahrtsverluste durch die Existenz solcher asymmetrischer Stimmrechtsverteilungen existieren, umstritten.<sup>48</sup>

Bemerkenswerterweise hat sich gezeigt, dass es in den USA seit den 2000er Jahren zu einer gegenteiligen Bewegung gekommen ist, nämlich einem starken Anstieg von Dual Class Shares, wie man in der nachfolgenden Abbildung 3.5 sehen kann. Über den Zeitraum 2008 bis 2013 gab es bei rund jedem sechsten IPO eine solche Aktiengattung. Und gemessen am Emissionsvolumen lag dieser Anteil sogar bei über einem Drittel. Dabei wird diese Entwicklung vor allem durch technologieorientierte IPOs getrieben. Auch in Schweden sind Mehrfachstimmrechtsaktien weit verbreitet, wohingegen sie in Großbritannien bis heute eine untergeordnete Rolle spielen.<sup>49</sup>

---

<sup>43</sup> Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich vom 27. April 1998, BGB I vom 30. April 1998, S. 786 ff..

<sup>44</sup> Vgl. Daske (2018), 'Vorzugsaktien in Deutschland', Berlin, S. 194.

<sup>45</sup> Vgl. ebenda, S. 194.

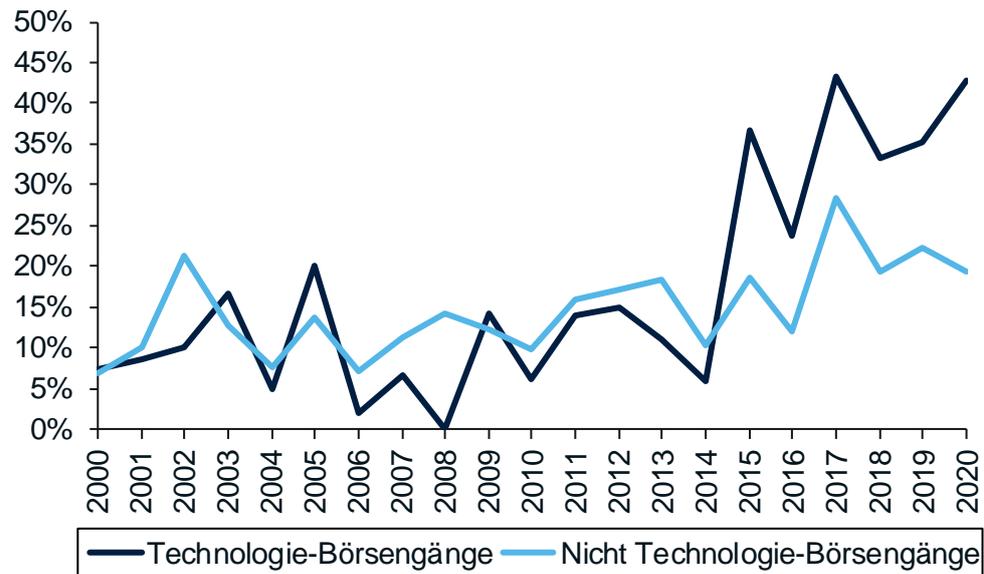
<sup>46</sup> Jensen (1989) ist eine der ersten Arbeiten, die sich mit den mit fragmentierten Eigentumsverhältnissen verbundenen Agenturkosten befasst. Siehe: Jensen, M. (1989), 'Eclipse of the Public Corporation', *Harvard Business Review*, September–Oktober.

<sup>47</sup> Für eine ausführliche Diskussion dieser Vor- und Nachteile vgl. Adams/Ferreira (2008), One Share-One Vote: The Empirical Evidence, *Review of Finance* 12, S. 52 f.

<sup>48</sup> Eine gute Zusammenfassung der Literatur findet sich ebenda.

<sup>49</sup> Vgl. zu diesen Zahlen Oxera (2019), 'Primary and Secondary Equity Markets in the EU', Final Report, S. 45 f., <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>.

**Abbildung 3.5 Anteil Dual-class Shares (Aktien mit zwei Klassen) an allen Börsengängen in den USA, 2000–2020**



Anmerkung: Börsengänge mit einem Angebotspreis von mindestens 5,00 USD; ausgenommen sind American Depositary Receipts, Unit Offerings, geschlossene Fonds, REITs, Natural Resource Limited Partnerships, kleine Best-Effort-Angebote, Banken und Sparkassen sowie Aktien, die nicht im CRSP gelistet sind (CRSP umfasst Amex-, NYSE- und NASDAQ-Aktien).

Quelle: Ritter, J.R. (2019), „Initial Public Offerings: Dual Class IPOs“, <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/>.

Im Vereinigten Königreich führt die FCA derzeit eine Konsultation zu der Frage durch, ob die Verwendung von Aktiengattungen mit unterschiedlichen Stimmrechten innerhalb des Premium-Listing-Segments erlaubt werden soll. Diese Vorschläge würden die Notierung einer Aktienklasse mit Mehrfachstimmrechten erlauben, sofern sie die folgenden Bedingungen erfüllen:<sup>50</sup>

- Maximales gewichtetes Stimmrechtsverhältnis von 20:1
- Dürfen nur von Direktoren des Unternehmens oder Begünstigten des Nachlasses eines solchen Direktors gehalten werden
- Gewichtete Stimmrechte gelten nur für: (i) eine Abstimmung über die Abberufung des Inhabers als Vorstandsmitglied zu einem beliebigen Zeitpunkt und (ii) nach einem Kontrollwechsel (um als Abschreckung gegen eine Übernahme zu wirken)
- Sie würden in börsennotierte Stammaktien bei Übertragung an eine andere Person als ein Vorstandsmitglied oder einen Begünstigten aus dem Nachlass des Vorstandsmitglieds umgewandelt werden

Die Zulassung von Mehrfachstimmrechtsaktien kann zwar die Probleme im Zusammenhang mit der Kontrolle und den Agency-Kosten mildern, doch kann die Beseitigung eines Marktversagens prinzipiell auch ein anderes verschlimmern. Eigentümer können, selbst wenn sie keine Mehrheitsbeteiligung an dem Unternehmen haben, private Vorteile aus solchen kontrollverstärkenden Mechanismen ziehen, wie etwa die Berufung von bestimmten Personen in den Vorstand oder andere

<sup>50</sup> Siehe Financial Conduct Authority (2019), 'Primary markets effectiveness review', CP21/21, <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp21-21.pdf>.

Managementpositionen oder die Durchführung von Transaktionen mit verbundenen Parteien.<sup>51</sup> Die in den Vorschlägen der FCA geforderten spezifischen Bedingungen machen deutlich, dass sich die Behörde dieser Probleme bewusst ist und daher der Verwendung von Mehrfachstimmrechtsaktien enge Grenzen setzt.

Soweit man aus einer deutschen Perspektive auf diese Debatte blickt, sollte man noch darauf hinweisen, dass es hierzulande die Möglichkeit der Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien gibt. Zudem kann man über den Weg der Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) die Einflussnahme durch außenstehende Aktionäre deutlich einschränken.

Allerdings sind solche Konstruktionen gerade bei Start-ups keine wirkliche Alternative, um die oben genannten Investitions- und Kontrollanreize zu verbessern. Insbesondere steht dem die bei solchen Unternehmen notwendige VC-Finanzierung im Wege, bei der die Möglichkeit der Einflussnahme durch den Kapitalgeber konstituierendes Element ist. Beim IPO-basierten Exit muss der Wagniskapitalgeber daher in der Lage sein, seine mit Stimmrecht ausgestatteten Aktien zu verkaufen. Wenn also nach dem IPO für die Gründer der Kontrollverlust begrenzt werden soll, wird man dies viel eher über Mehrfachstimmrechtsaktien lösen können, als über die Ausgabe von Vorzugsaktien.

### **Kosten von Regulierung und Compliance**

Frühere Untersuchungen haben auch gezeigt, dass die Kosten für die Einhaltung von Vorschriften und die Offenlegung von Informationen zu den am häufigsten genannten Faktoren gehören, die Start-ups und KMU von einem Börsengang in Europa abhalten.<sup>52</sup>

Jüngste Analysen von Oxera deuten darauf hin, dass ein erheblicher Teil der Zeit der Unternehmensleitung (zwischen 30 und 50 % der Zeit von CEO und CFO in den sechs Monaten vor dem Börsengang) für Börsengänge aufgewendet wird.<sup>53</sup> Die mit der Börsennotierung verbundenen Kosten enden jedoch nicht mit Abschluss des Börsenganges. Vielmehr sind es die laufenden Kosten der Börsennotierung (z. B. regelmäßige Berichterstattung und Offenlegungspflichten), die als wesentlicher Faktor bei der Entscheidung für oder wider eine Börsennotierung genannt werden.<sup>54</sup>

An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass Probleme bzgl. der Regulierungslast und Compliance-Kosten nicht nur im deutschen Markt bestehen. In ihrem „CMU Action Plan“ verweist die Europäische Kommission auf Folgendes:<sup>55</sup>

Eine Börsennotierung ist insbesondere für KMU zu umständlich und kostspielig. Eine gezielte Vereinfachung der bestehenden Vorschriften für die Börsennotierung wird die Befolgungskosten für KMU senken und ein erhebliches Hindernis beseitigen, das diese davon abhält, sich öffentliche Märkte zu erschließen. Der hohe Verwaltungsaufwand sowie die hohen

<sup>51</sup> Bebchuk, L and Kastiel, K. (2017), 'The untenable case for perpetual dual-class stock', Virginia Law Review, 103, S. 585–631.

<sup>52</sup> Siehe z.B. Oxera (2019), 'Primary and Secondary Equity Markets in the EU', Final Report, <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>; und European IPO Task Force (2015), 'EU IPO Report: Rebuilding IPOs in Europe: Creating Jobs and Growth in European Capital Markets', 23 March.

<sup>53</sup> Siehe Oxera (2019), 'Primary and Secondary Equity Markets in the EU', Final Report, <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>.

<sup>54</sup> Oxera (2019), 'Primary and Secondary Equity Markets in the EU', Final Report, <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>.

<sup>55</sup> Siehe Maßnahme 2 im <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020DC0590&from=EN>.

Kosten für die Notierung und Einhaltung der Börsenvorschriften halten viele Unternehmen vom Zugang zu öffentlichen Märkten ab. Dies schränkt das Spektrum der verfügbaren Finanzierungsmöglichkeiten für Unternehmen ein, die expandieren und wachsen wollen.

Während die mit fortwährender Einhaltung der Vorschriften verbundenen Kosten schwer zu quantifizieren sind, gibt es Anhaltspunkte dafür, dass Deutschland in Bezug auf die Länge der Emissionsprospekte – also der erforderlichen Dokumentation, die kaufinteressierten Aktionären relevante Informationen zur Verfügung stellt – im Mittelfeld liegt, wie man in Tabelle 3.1 sehen kann.

**Tabelle 3.1 Durchschnittliche Länge (Anzahl an Seiten) der Emissionsprospekte bei Börsengängen, 2019**

	Alle Daten			Durchschnitt, nach Marktkapitalisierung		
	Median	Mittelwert	Max.	<150 Mio. EUR	150 Mio. - 1 Mrd. EUR	>1 Mrd. EUR
Frankreich	447	217	683	376	368	668
Deutschland	390	183	591	296	392	468
Italien	807	563	1,367	818	831	839
Niederlande	266	105	389	192	249	280
Spanien	481	216	674	266	517	500
<b>Gesamt</b>	<b>400</b>	<b>105</b>	<b>1,367</b>	<b>342</b>	<b>577</b>	<b>514</b>

Anmerkung: Die Analyse basiert auf den 10 jüngsten Börsengängen je Mitgliedstaat (Stand: März 2019).

Quelle: Assonime (2019), "Osservazioni di Assonime e Confindustria al documento di consultazione Consob per l'adeguamento al Regolamento (UE) 2017/1129, relativo al prospetto", März, <http://www.assonime.it/layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=http://www.assonime.it/attivita-editoriale/interventi/Documents/consultazioni%203-2019A.pdf>.

### 3.1.2 Allgemeine rechtliche, insbesondere gesellschafts- und steuerrechtliche Rahmenbedingungen

Die öffentlichen Aktienmärkte unterliegen einem komplexen Rechtsrahmen, der eine Reihe von internationalen und länderspezifischen Rechtsvorschriften sowie börsenspezifische Regeln umfasst.

Was die Besteuerung betrifft, so ist ein wichtiger Faktor im vorliegenden Kontext die steuerliche Behandlung von Investitionen in Start-ups.<sup>56</sup> Mehrere der größten oder am schnellsten wachsenden KMU-orientierten öffentlichen Märkte (Nasdaq First North, AIM Italia und AIM UK) befinden sich in Ländern, die Steueranreize für Investitionen in börsennotierte KMU bieten.<sup>57</sup> Deutschland bietet vergleichbare Anreize nur sehr eingeschränkt oder gar nicht.

Trotz eines Rückgangs der Börsenzulassungen in den letzten Jahren ist der britische AIM-Markt nach wie vor der größte europäische Markt für KMU-Zulassungen. Einer der Gründe, die von den Marktteilnehmern für den Erfolg dieses Marktes angeführt werden, sind die steuerlichen Anreize. Investitionen in AIM-notierte Unternehmen sind von der Erbschaftssteuer befreit, wenn sie länger als zwei Jahre gehalten werden. Und die Anleger können auch

<sup>56</sup> Die mögliche Rolle von steuerlichen Investitionsanreizen in Deutschland wird in BJDW (2021), „Börsengänge Deutscher Startups“, Positionspapier, diskutiert.

<sup>57</sup> Für Fallstudien zu den auf KMU ausgerichteten Märkten in Schweden, Italien und Großbritannien (einschließlich der Rolle von Steueranreizen), siehe Oxera (2019), 'Primary and Secondary Equity Markets in the EU', Final Report, <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>

Einkommens- und Kapitalertragssteuererleichterungen in Anspruch nehmen, wenn die Investitionen in bestimmten Steuerstrukturen gehalten werden (z.B. über Enterprise Investment Schemes, individuelle Sparkonten, Risikokapitalfonds).

Darüber hinaus haben unsere Interviews mit Interessenvertretern, die wir im Rahmen unserer Arbeit für die GD FISMA durchgeführt haben, auch die Rolle hervorgehoben, welche die Möglichkeit der Nutzung unterschiedlicher Rechtsstrukturen (KGaA, AG usw.) für die Attraktivität einer Börsennotierung in Deutschland haben kann.<sup>58</sup>

### **Gesellschaftsrechtliche Besonderheiten in Deutschland**

An dieser Stelle kann selbstverständlich keine abschließende Diskussion der nationalen gesellschaftsrechtlichen Rahmenbedingungen in der EU und in den USA erfolgen. Bestimmte deutsche Besonderheiten haben aber jedenfalls Einfluss auf die Attraktivität eines Börsengangs.

In Deutschland besteht eine strikte Trennung zwischen dem Recht der AG und dem der GmbH. Aufgrund der zur Anteilsübertragung notwendigen notariellen Mitwirkung (§ 15 GmbHG) ist die GmbH nicht börsenfähig. Für einen Börsengang müsste die betreffende Gesellschaft daher zunächst in eine börsenfähige Rechtsform (AG, SE, KGaA) umgewandelt werden. Hierfür steht im UmwG ein eigenes Verfahren zur Verfügung. Zwar sind die für die Umwandlung an sich notwendigen Kosten (Notar, Registergericht, Kapitalerhöhung) überschaubar. Die Umsetzung der notwendigen gesellschaftsrechtlichen Schritte ist aber zeitaufwändig und erfordert eine detaillierte Planung.

Dabei darf nicht unterschätzt werden, dass sich die interne Governance der Gesellschaft durch die Umwandlung grundsätzlich ändert. So haben AG-Gesellschafter keine direkten Einsichts- und Auskunftsrechte gegenüber dem Vorstand. Auch agiert der Vorstand rechtlich unabhängig von der Jahreshauptversammlung. Hinzu kommt, dass auch kleine Aktiengesellschaften verpflichtend einen Aufsichtsrat benötigen.<sup>59</sup> Als Folge verschiebt sich daher die interne Aufgaben- und Machtverteilung. Der Schritt an die Börse kommt daher gerade für KMU einer kompletten Wesensveränderung gleich. Dies baut eine zusätzliche Hürde in jenen Rechtsordnungen auf, in denen nur eine Gesellschaftsform bzw. einander ähnlichere Gesellschaftsformen für einen Börsengang existieren.

Eine Auflösung dieses Problems ist nicht realistisch. Es scheint nicht mehrheitsfähig, für „börsennotierte“ GmbHs auf die Mitwirkung eines Notars zu verzichten.<sup>60</sup> Auch sind bestimmte Grundprinzipien des GmbH-Rechts (z.B. die weitgehende Gestaltungsfreiheit im Innenverhältnis) nicht kompatibel mit einem auf Standardisierung ausgelegten Marktumfeld.

Denkbar wäre hingegen die Schaffung einer neuen Gesellschaftsform, angesiedelt zwischen GmbH und AG. Dies wird im Zuge der Digitalisierung

---

<sup>58</sup> In der Literatur wird auch argumentiert, dass die Wahrnehmung der 'Qualität' von Gesetzen für die Erklärung der länderspezifischen Unterschiede bei den Bewertungen von Börsengängen wichtiger ist als die tatsächliche Qualität dieser Gesetze. Deutschland liege hier hinter anderen Ländern zurück. Siehe Schnyder, G., Grosman, A., Fu, K., Siems, M und Aguilera, R.V. (2021), 'Legal perception and finance: the case of IPO firm value', ECGI Working Paper No. 587/2021.

<sup>59</sup> Zwar müssen auch GmbHs mit mehr als 500 Arbeitnehmern nach § 1 Abs. 1 DrittelbG einen Aufsichtsrat bilden. Empirische Studien legen aber nahe, dass dies in vielen Unternehmen (gerade in Familienbesitz) in praxi nicht erfolgt.

<sup>60</sup> Ein entsprechender Vorschlag wurde jüngst von der Deutschen Börse unterbreitet; siehe Deutsche Börse Group (2021), 'Strategien zur nachhaltigen Finanzierung der Zukunft Deutschlands', September, S. 58.

und insbesondere der steigenden Popularität der Blockchain in verschiedenen Ländern diskutiert. Auch in Deutschland wird in der juristischen Literatur die Schaffung einer eigenen Blockchain-Rechtsform zumindest kurz angerissen.<sup>61</sup> Denkbar wäre auch eine Verankerung auf EU-Ebene, gerade auch vor dem Hintergrund der Digitalisierungsstrategie der Europäischen Kommission. Dies ist aber Zukunftsmusik und führt weit über dieses Gutachten hinaus.

### 3.1.3 Weitere wichtige Marktcharakteristika

Neben kulturellen bzw. strukturellen Faktoren und dem allgemeinen rechtlichen Rahmen gibt es weitere Merkmale, die die Attraktivität eines Marktes als Standort für Beteiligungskapital beeinflussen können.

#### Expertise und Spezialisierung von Investoren

Bereits in vorangegangenen Studien wurde immer wieder hervorgehoben, dass kleine Unternehmen, welche eine Börsennotiz anstreben, Schwierigkeiten haben Investoren mit entsprechender Branchenexpertise zu finden.<sup>62</sup>

Informationsasymmetrien auf Seiten der Investoren können sich auf die Eigenkapitalkosten auswirken, insbesondere bei Erstemissionen.<sup>63</sup> Dies bedeutet, dass Unterschiede in der Expertise zwischen Finanzzentren dazu führen können, dass sich Unternehmen aus ähnlichen Branchen auf jene Märkte konzentrieren, auf denen die Expertise der Anleger am größten ist. Dies ist ein sich selbst verstärkender Prozess, da mehr Unternehmen eines bestimmten Sektors von denjenigen Finanzzentren angezogen werden, an denen ihre Konkurrenten bereits notiert sind, was wiederum zur Expertise der Investoren beiträgt.

So stellte die britische Finanzaufsichtsbehörde (FCA) in einer Studie über den britischen Primärmarkt fest, dass das Vereinigte Königreich in Bezug auf das Fachwissen der Anleger in der Rohstoffbranche als weltweit führend gilt, im Technologiebereich (insbesondere in der Biotechnologie) jedoch relativ schwach ist.<sup>64</sup>

In derselben Studie wurde auch festgestellt, dass die USA der dominierende Markt für Biotechnologie- bzw. Pharma-Börsengänge sind, da dort eine größere Anzahl und Vielfalt von Investoren, spezialisierten Analysten und eine besondere Expertise bei der Bewertung von Unternehmen, welche noch keine Umsätze erzielen, vorliegt. Dies hat dazu geführt, dass sich einige deutsche Biotechnologieunternehmen für eine Börsennotierung in den USA entschieden haben; zwei bekannte Beispiele aus jüngster Zeit sind BioNTech und CureVac.

Allerdings können auch regulatorische Änderungen eine Rolle bei der Entwicklung der USA zu einem Zentrum für Biotechnologie-Börsengänge gespielt haben. In der Literatur wird argumentiert, dass das rasche Wachstum der Biotechnologie-Börsengänge in den USA zum Teil auf die Einführung des JOBS Act im Jahr 2012 zurückzuführen ist.<sup>65</sup> Dieser ermöglichte Start-ups, erste IPO-Dokumente vertraulich einzureichen, und sah ein „testing-the-water“ Prozess vor, in dem Start-ups das Interesse des Marktes an einem möglichen

<sup>61</sup> Siehe z.B. Möslein/Omlor/Urbach (2020), in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2021, 2149; Maume (2021), Die Blockchain im Recht der GmbH, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (erscheint Mitte September).

<sup>62</sup> Deutsches Aktieninstitut (2018), 'Börsengang und Börsennotiz aus Sicht kleiner und mittlerer Unternehmen: Ergebnisse einer Umfrage bei KMUs und Kapitalmarktexperten', März, S.7.

<sup>63</sup> Siehe z.B. Rock, K. (1986), "Why new issues are underpriced", *Journal of Financial Economics*, 15, S. 187-212.

<sup>64</sup> Financial Conduct Authority (2017), 'Review of the Effectiveness of Primary Markets: The UK Primary Markets Landscape', Discussion Paper, <https://www.fca.org.uk/publication/discussion/dp17-02.pdf>.

<sup>65</sup> Lewis, C.M. und White, J.T. (2020), 'Deregulating innovation capital: The effects of the JOBS Act on biotech startups', Working Paper.

Börsengang durch Diskussionen mit institutionellen Investoren prüfen konnten, bevor sie den formalen Prozess einleiten mussten.

## **Die Rolle des KMU-Ökosystems**

Viele Märkte stützen sich auf ein System von Beratern zur Unterstützung von KMU-Börsengängen. Wirtschaftliche Anreize können jedoch dazu führen, dass die meisten Berater es vorziehen, mit großen Emittenten zusammenzuarbeiten, bei denen die erwarteten Einnahmen deutlich höher sind. Dies kann dazu führen, dass einige Start-ups Schwierigkeiten haben, das für einen Börsengang erforderliche Investmentbanking- (oder sonstige Beratungs-)Know-how zu finden.

In einer früheren Analyse von Oxera wurde beispielsweise festgestellt, dass die Zahl der Berater an Scale-Segment der Deutschen Börse von 87 im Jahr 2014 auf 69 im Jahr 2019 zurückgegangen ist.<sup>66</sup>

Die gedämpften Anreize für Berater und Banken, kleinere börsennotierte Unternehmen zu betreuen, haben sich auch auf die Bereitstellung von KMU-Research ausgewirkt (was in Abschnitt 3.2.1 näher erläutert wird).

## **3.2 Rechtliche Rahmenbedingungen speziell für Börsengänge**

### **3.2.1 Research: MiFID-II-Regelungen zur Entbündelung und das Problem positiver Externalitäten**

In Europa wird derzeit eine Debatte zur Entflechtung von Handelsausführungs- und Research-Gebühren im Zusammenhang mit MiFID II<sup>67</sup> und ihre potenziellen Auswirkungen auf das KMU-Research geführt (siehe Box 3.1).

#### **Box 3.1 MiFID-II-Regelungen zur Entbündelung (unbundling) und deren Einfluss auf den Markt für Research**

Vor MiFID II erhielten die Fondsmanager als Gegenleistung für die Handelsprovisionen nicht nur die Handelsausführung, sondern auch zusätzliche Produkte und Dienstleistungen (vor allem in Form von Research) von ihren Brokern. Die Bedingungen, zu denen diese zusätzlichen Dienstleistungen erbracht wurden, wurden nicht immer ausdrücklich vereinbart, aber in der Regel bestand Einverständnis darüber, dass der Anlageverwalter im Gegenzug für die zusätzlichen Dienstleistungen ein bestimmtes Geschäftsvolumen für die Makler generieren würde.

Hierbei bestand die Befürchtung, dass diese gebündelten Brokerage-Vereinbarungen dazu führen könnten, dass Fondsmanager einen Anreiz hätten, Broker auf der Grundlage der Qualität und Quantität ihres Researchs auszuwählen, anstatt die Geschäfte an den Broker zu schicken, der sie am besten ausführen kann. Darüber hinaus wurde befürchtet, dass diese Praxis bestimmte Marktteilnehmer - wie reine Ausführungsmakler und externe Research-Anbieter - benachteiligen würde gegenüber Maklern, die Handelsausführungsdienstleistungen und Research gebündelt anbieten.

MiFID II erfordert, dass Fondsmanager und Broker die Gebühren für Handelsausführung und Research getrennt ausweisen, und dass Fondsmanager das Research selbst bezahlen (d.h. die Kosten über die

<sup>66</sup> Oxera (2019), 'Primary and Secondary Equity Markets in the EU', Final Report, <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>.

<sup>67</sup> Markets in financial instruments directive – MiFID, siehe [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/securities-markets/investment-services-and-regulated-markets-markets-financial-instruments-directive-mifid\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/securities-markets/investment-services-and-regulated-markets-markets-financial-instruments-directive-mifid_en).

Fondsmanagementgebühren decken) oder mit ihren Kunden eine separate Research-Gebühr vereinbaren.

Die mit MiFID II eingeführten Vorschriften wurden im Rahmen des EU-Pakets zur Wiederbelebung der Kapitalmärkte, das im Februar 2021 vom Rat der EU unterzeichnet wurde, teilweise rückgängig gemacht. Nach diesen Änderungen dürfen Wertpapierfirmen für die Bereitstellung von Analysen und die Ausführung von Geschäften gebündelt bezahlen, wenn sich die Analysen auf Emittenten beziehen, deren Marktkapitalisierung unter 1 Mrd. EUR liegt. Ob sich dadurch allerdings die Bereitstellung von KMU-spezifischem Research am Markt verändern wird, ist mehr als fraglich.

Quelle: Oxera.

Die Auswirkungen von MiFID II auf die Bereitstellung von Research für KMU werden in der Literatur nicht einheitlich bewertet. Einige empirische Analysen haben ergeben, dass MiFID II zu einer Verringerung der Research-Abdeckung von KMU beigetragen hat, während andere Arbeiten darauf hindeuten, dass MiFID II nur begrenzte Auswirkungen hatte.<sup>68</sup> Eine kürzlich von der ESMA durchgeführte Studie kam zu dem Schluss, dass es infolge von MiFID II keine wesentliche Veränderung bei der Research-Abdeckung von KMU im Vergleich zu großen Unternehmen gegeben hat.<sup>69</sup> Unabhängig von den unterschiedlichen empirischen Ergebnissen ist klar, dass die MiFID II-Vorschriften (obwohl sie die Bedenken hinsichtlich problematischer Anreize ausräumen sollen) ein möglicherweise bedeutendes Marktversagen in Bezug auf KMU-Research nicht vollständig beheben.

Aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht wird die Erstellung, Verbreitung und Bepreisung von Research durch ein potenzielles Marktversagen beeinflusst, das als positive Externalität bezeichnet wird. Diese Aktivitäten sind für Dritte von Nutzen, die möglicherweise nicht dafür bezahlen. Zu diesen positiven Externalitäten, die sich aus einer größeren Marktabdeckung von Research ergeben, gehören auch eine verbesserte Marktliquidität und niedrigere Kapitalkosten für die betreffenden Unternehmen. Unter normalen Marktbedingungen, bei denen die Marktteilnehmer solche positiven Externalitäten nicht berücksichtigen, führt eine solche Situation nach der ökonomischen Theorie zu einer Unterversorgung mit Research. Besonders akut sind diese Probleme bei KMU, da dort die Informationsasymmetrien noch ausgeprägter sind und wegen der fehlenden Liquidität ohnehin nur eine kleine Gruppe von Analysten dem Unternehmen folgt.

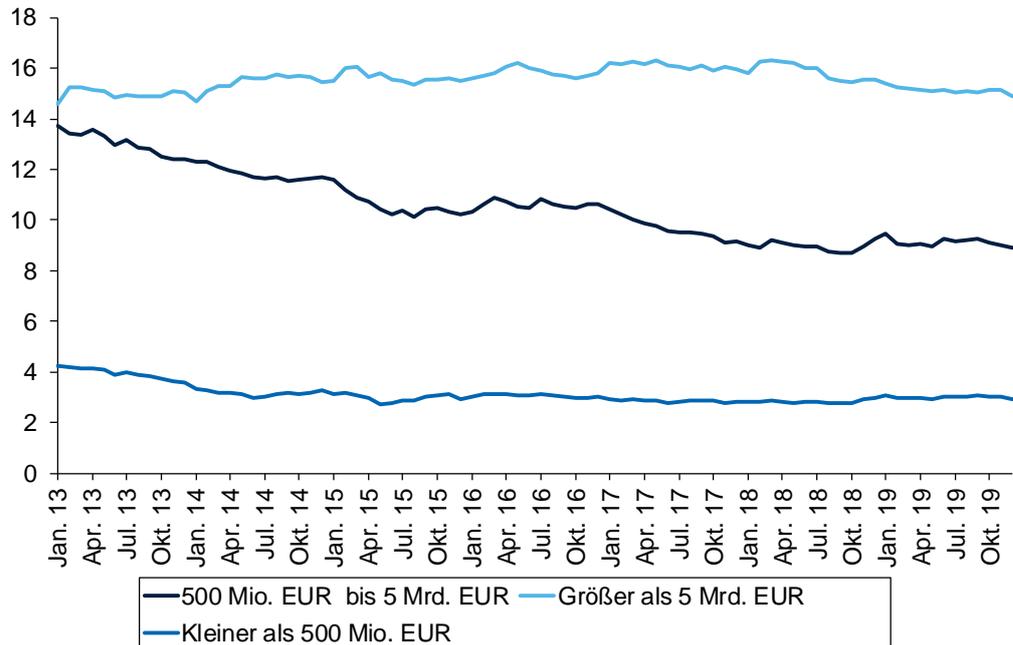
Diese großen Unterschiede bezüglich des Niveaus der Analystenabdeckung für Small Caps relativ zu Large Caps verdeutlicht folgende Abbildung 3.6.<sup>70</sup>

<sup>68</sup> Siehe z.B. Fang, B., Hope, O.K., Huang, Z. und Moldovan, R. (2020), 'The effects of MiFID II on sell-side analysts, buy-side analysts and firms', *Review of Accounting Studies*, **25**, S. 855-902; Eli-Namer, J. und Giami, T. (2020), 'Reviving research in the wake of MiFID II: Observations, issues and recommendations', January, <https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-02/20200124-rapport-mission-recherche-projet-va-pm.pdf>; Guo, Y. und Mota, L. (2021), 'Should information be sold separately? Evidence from MiFID II', *Journal of Financial Economics*, **142**:1, S. 97-126.

<sup>69</sup> Amzallag, A., Guagliano, C. und Lo Passo, V. (2021), 'MiFID II research unbundling: assessing the impact on SMEs', ESMA Working Paper No. 3 2021, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma\\_50-165-1269\\_research\\_unbundling.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_50-165-1269_research_unbundling.pdf).

<sup>70</sup> Für diese Analyse bezeichnen wir Small Caps als Unternehmen mit Marktkapitalisierung unter 500 Mio. EUR, Mid Caps als Unternehmen mit Marktkapitalisierung zwischen 500 Mio. EUR und 5 Mrd. EUR und Large Caps als solche mit einer Marktkapitalisierung über 5 Mrd. EUR.

**Abbildung 3.6** Durchschnittliche Anzahl an Analystenempfehlungen nach Aktiengröße, 2013–2019



Anmerkung: Die Aktienanalyse auf aggregierter EU-Ebene wird als gewichteter Durchschnitt der monatlichen Analystenempfehlungen für die EU-14 geschätzt (keine Daten für Werte zwischen 500 Mio. EUR und 5 Mrd. EUR in Bulgarien und der Slowakei, größer als 5 Mrd. EUR und kleiner als 500 Mio. EUR in der Slowakei). Die Gewichte werden anhand der Aktienmarktkapitalisierung für jedes Land in jedem Jahr berechnet (d.h. Länder mit höherer Aktienmarktkapitalisierung werden höher gewichtet).

Quelle: Oxera-Analyse anhand von Bloomberg-Daten.

### 3.2.2 Zugangsregeln an verschiedenen Börsen

Der Zugang zur Börse wird an verschiedenen Börsenplätzen unterschiedlich gehandhabt. Da die für eine Notierung notwendigen Voraussetzungen bzw. Regulierungen Auswirkungen auf die Entscheidung haben können, wo ein Unternehmen an die Börse geht, zeigen wir im Folgenden einen Überblick über die wichtigsten Notierungsregeln verschiedener Börsenplätze.

Tabelle 3.2 fasst die wichtigsten Unterschiede zwischen den Anforderungen an die Erstnotierung an den größten europäischen Börsen zusammen. Hier zeigt sich, dass die zentralen Anforderungen (beispielsweise verlangen die meisten Börsen, dass potenzielle Emittenten seit mindestens drei Jahren operativ arbeiten) im Wesentlichen vergleichbar sind zwischen der Deutschen Börse und anderen europäischen Börsenplätzen.

Obwohl die Mindestanforderungen an die Marktkapitalisierung auf den anderen Finanzmärkten bei ca. 1 Mio. EUR liegen (entsprechend dem in der Börsenzulassungsrichtlinie festgelegten Mindeststandard),<sup>71</sup> hat die Deutsche Börse eine etwas höhere Marktkapitalisierungsanforderung für General und Prime Standard. Die Deutsche Börse Scale hat etwas höhere Anfangsanforderungen als andere auf KMU ausgerichtete Märkte; dies gilt insbesondere im Vergleich zur First North-Markt der Nasdaq Stockholm.

<sup>71</sup> Richtlinie 2001/34/EC, Artikel 43.

**Tabelle 3.2 Unterschiede in den Notierungsregeln der europäischen Börsen, Stand 2021**

Börse	Marktsegment	Streubesitz (in %)	Marktkapitalisierung (in m EUR)	Alter (Jahre operativer Tätigkeit)	Betriebsgeschichte geprüft	Notwendigkeit von Umsätzen	Anf. zu Umlaufvermögen u. Vermögenswerten
<b>Euronext Amsterdam</b>	Hauptmarkt	25 oder 5m EUR	x <sup>1</sup>	3 (2 für KMU)	✓	x	x
<b>Frankfurt Stock Exchange</b>	General Standard	25	1,25	3	✓	x	x
	Prime Standard	25	1,25	3	✓	x	x
	Scale	20 oder min. 1m EUR	30	2	✓	✓	x
<b>London Stock Exchange</b>	Premium	25 <sup>2</sup>	0,8 <sup>3</sup>	3	✓	✓ <sup>4</sup>	✓ <sup>5</sup>
	Standard	25 <sup>2</sup>	0,8 <sup>3</sup>	3 <sup>6</sup>	✓	x	✓ <sup>5</sup>
	High growth segment <sup>1</sup>	10 (min. 30m GBP)	x	3 <sup>6</sup>	✓	✓ <sup>7</sup>	✓ <sup>5</sup>
	AIM	x	x	3 <sup>6</sup>	✓	x	✓ <sup>5</sup>
<b>Nasdaq Stockholm</b>	Nordic Main Market	25	1 <sup>8</sup>	3	✓	x	✓ <sup>5</sup>
	First North	10	x	x	x	x	x
	First North Premier	25	10	x	x	x	x

Anmerkung: <sup>1</sup> Euronext Amsterdam hat 3 Abteilungen für unterschiedliche Höhen von Marktkapitalisierung. <sup>2</sup> Die FCA berät derzeit Vorschläge zur Senkung der Streubesitzanforderung auf 10 %. <sup>3</sup> Umgerechnet von GBP in EUR. Die FCA berät derzeit über Vorschläge zur Erhöhung der Mindestanforderung auf 50 Mio. GBP. <sup>4</sup> 75 % der Geschäftstätigkeit des Antragstellers, gestützt durch einen dreijährigen Ertragsnachweis. Die FCA berät derzeit über Vorschläge, mehr Ausnahmen von dieser Regel zuzulassen. <sup>5</sup> Ausreichendes Betriebskapital für mindestens die nächsten 12 Arbeitsmonate. <sup>6</sup> Oder ein entsprechend kürzerer Zeitraum, in dem der Emittent tätig ist. <sup>7</sup> 20 % CAGR bei den Einnahmen über die letzten drei Jahre. <sup>8</sup> Nasdaq hat 3 Abteilungen für unterschiedliche Höhen von Marktkapitalisierung.

Quelle: Oxera-Analyse der Anforderungen an die Börsennotierung.

Obwohl sowohl die NYSE als auch die Nasdaq Mindestanforderungen an die Börsennotierung stellen, scheint die Nasdaq in Bezug auf diese Anforderungen eine gewisse Flexibilität zu bieten. Wie die Tabelle 3.3 und Tabelle 3.4 zeigen, können Unternehmen, die einen Börsengang an einer dieser beiden Börsen durchführen, je nach ihren spezifischen Umständen aus verschiedenen Kriterienkatalogen wählen. Zudem schreibt keine der beiden US-Börsen einen prozentualen Streubesitz vor, sondern stattdessen eine Mindestanzahl von Aktionären und eine absolute Mindestanzahl von Aktien in öffentlichem Besitz.

**Tabelle 3.3 NYSE: Standards für Erstnotierung inländischer Unternehmen**

<b>Test 1 (muss einen der folgenden Standards erfüllen)</b>	
Ertragstest	Test der globalen Marktkapitalisierung (falls bereits anderswo gelistet)
Bereinigtes Ergebnis vor Steuern	>=11m USD insgesamt über die drei letzten Geschäftsjahre, keine Verluste
Globale Marktkapitalisierung	200m USA
<b>Test 2 (muss alle der folgenden Standards erfüllen)</b>	
Aktionäre	400
Mindeststreubesitz	1000000 Aktien
Mindestmarktwert des Streubesitzes	40m USD
Minimaler Aktienpreis	4 USD

Anmerkung: Die NYSE hat gleichwertige Standards für Nicht-US-Unternehmen.

Quelle:

[https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE\\_Initial\\_Listing\\_Standards\\_Summary.pdf](https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE_Initial_Listing_Standards_Summary.pdf).

**Tabelle 3.4 Nasdaq: Global Select Market Erstnotierungsregeln, Stand 2021**

	Standard 1	Standard 2	Standard 3	Standard 4
Ergebnis vor Steuern	>=11m USD insgesamt über die drei letzten Geschäftsjahre, keine Verluste			
Cashflows		>=27.5m USD über die letzten drei Geschäftsjahre, keine Verluste		
Marktkapitalisierung		Durchschnittlich >= 550m USA über die letzten 12 Monate	Durchschnittlich >= 850m USD über die letzten 12 Monate	160m USD
Revenue		>=110m USD im vergangenen Steuerjahr	>=90m USD im vergangenen Steuerjahr	
Gesamtvermögen				80m USD
Eigenkapital der Aktionäre				55m USD
Angebotspreis		4 USD		
Mindestanzahl der Aktionäre		450 unbeschränkt oder 2200 insgesamt		
Mindeststreubesitz		1250000 Aktien		
Mindestmarktwert des Streubesitzes		45m USD		

Anmerkung: Nasdaq US betreibt 3 verschiedene Börsensegmente. Die Anforderungen an Nasdaq Global Select sind am strengsten. Die nächst niedrigere Stufe ist der Nasdaq Global Market, gefolgt vom Nasdaq Capital Market.

Quelle: <https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide.pdf>.

### 3.3 Rahmenbedingungen für Börsengänge von Akquisitionsgesellschaften (SPACs)

#### 3.3.1 Einleitung: SPACs

Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) sind Mantelfirmen, welche eigens für die Übernahme von Start-ups gegründet und an die Börse gebracht werden. SPACs führen mit Hilfe von Investoren/Sponsoren, welche typischerweise eine branchenspezifische Expertise haben, einen Börsengang durch. Mit den finanziellen Mitteln des Börsengangs wird innerhalb einer vorgegebenen Frist (oftmals 24 Monate) eine Übernahme eines Start-ups oder Wachstumsunternehmens angestrebt. Bei dem Börsengang des SPACs verkauft das Unternehmen sogenannte „Units“, welche aus einer Stammaktie und einen Optionsschein besteht, der typischerweise nach der Übernahme ausgeübt werden kann. Bis zu einer geeigneten Übernahme wird der Emissionserlös des SPACs verwahrt; in Deutschland geschieht dies auf einem Treuhandkonto.<sup>72</sup>

Das Zielunternehmen muss bei der Notierung noch nicht definiert sein, jedoch sollte im Prospekt darauf verwiesen werden, in welcher Branche oder in welchem Bereich der SPAC sein Übernahmeziel suchen wird. Die Zielbranche ist oftmals an die Expertise der SPAC-Inhaber (Investoren) gekoppelt. Durch Zusammenführung der Anteile des SPACs und des Übernahmeziels wird das übernommene Unternehmen zu einem börsennotierten Unternehmen, ohne dass es dafür einen Börsengang durchführen musste.<sup>73</sup>

SPACs können Start-ups und Wachstumsunternehmen einen einfacheren Weg zur Börsennotierung als ein klassischer Börsengang ermöglichen. Zunächst erlauben SPACs Start-ups und Wachstumsunternehmen mit geringerem Zeit- und Personalaufwand an die Börse zu bringen als es durch eine reguläre Notierung möglich wäre. Den Prozess effizient zu gestalten ist besonders für Start-ups und Wachstumsunternehmen, welche häufig mit kleinen Teams in dynamischen Märkten agieren, von großer Bedeutung. Des Weiteren können SPAC-Inhaber und Sponsoren Start-ups durch ihre Branchenexpertise unterstützen und beraten. Das Vertrauen, welches sie in die ausgewählten Start-ups stecken, kann eine Signalwirkung haben und die Bereitschaft des Marktes in diese Wachstumsunternehmen zu investieren stärken.

Unter ökonomischen Gesichtspunkten könnte man sagen, dass bei SPACs die Reduktion der Informationsasymmetrie in Bezug auf die Zukunftsperspektiven des Zielunternehmens durch die Sponsoren erfolgt. Bei einem regulären Börsengang hingegen übernehmen der Konsortialführer (*Lead Underwriter*) und die am Bookbuilding beteiligten institutionellen Investoren diese Rolle. Daher haben beide Wege eines Börsengangs ihre Vor- und Nachteile.

SPACs erfreuen sich seit einigen Jahren besonders in den USA großer Beliebtheit—doch auch in Europa werden Akquisitionsgesellschaften immer häufiger genutzt. Aufsichtsbehörden, welche für Themen wie Anlegerschutz verantwortlich sind, wenden sich daher zunehmend dem Thema SPACs zu. Zum Beispiel veröffentlichte die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) im Juli 2021 Leitlinien zum Anlegerschutz und Offenlegungskriterien für SPACs.<sup>74</sup> Im folgenden Abschnitt werden SPACs im zeitlichen und internationalen Vergleich betrachtet.

<sup>72</sup> Quelle: Deutsche Börse. Für weitere Details siehe: <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/primary-market/going-public/SPAC>.

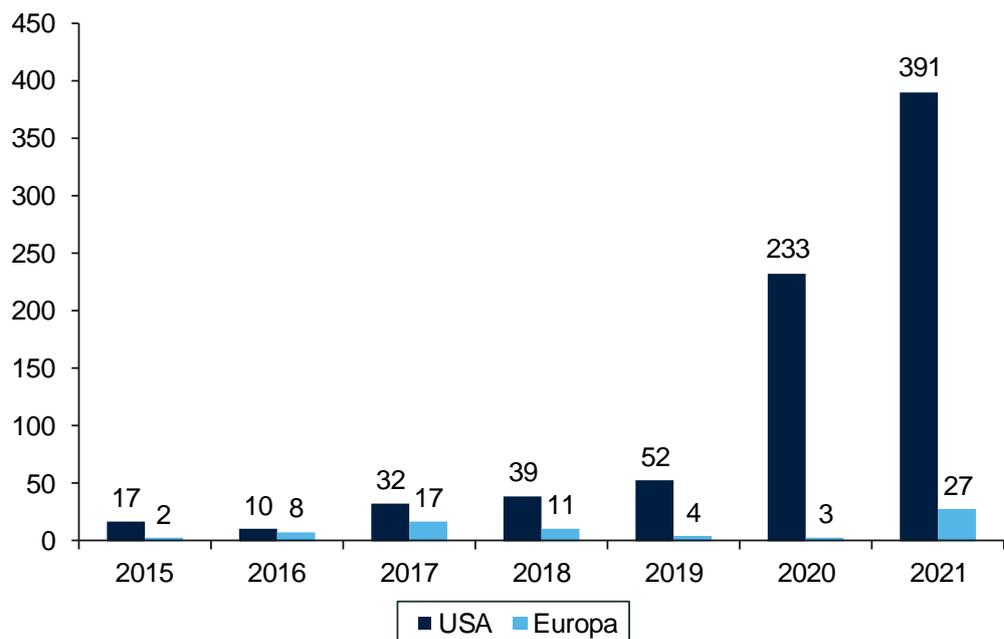
<sup>73</sup> T. Jenkinson and M. Sousa (2011), 'Why SPAC Investors Should Listen to the Market', *Journal of Applied Finance*, 21:2. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2691586](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2691586).

<sup>74</sup> Für die Stellungnahme der ESMA siehe: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-disclosure-and-investor-protection-guidance-spacs>.

### 3.3.2 SPACs im zeitlichen und internationalen Vergleich

Weltweit werden SPACs in den vergangenen Jahren mehr und mehr genutzt. Hierbei bestehen aber große regionale Unterschiede, insbesondere zwischen den USA und dem europäischen Kontinent. Abbildung 3.7 zeigt die Anzahl der SPAC-Börsengänge zwischen 2015 und 2021 in den USA und Europa. In den USA fand ein regelrechter „SPAC-Boom“ statt—mit über 390 SPAC-Notierungen allein zwischen Januar und August 2021. In Europa hingegen werden SPACs bisher nur vereinzelt für die Börsennotierung genutzt.<sup>75</sup>

**Abbildung 3.7** SPAC-Börsengänge in Europa und den USA, 2015 - 2021 (Aug.)



Quelle: Oxera-Analyse anhand von Eikon-Daten.

Die USA stellt jedoch auch insgesamt einen deutlich größeren Aktienmarkt dar. Zur Einordnung der Zahlen aus Abbildung 3.7 ist es daher hilfreich, das Verhältnis des Emissionsvolumens von SPACs zum gesamten Emissionsvolumen aller Börsengänge zu betrachten.<sup>76</sup> SPACs machten 2021 in den USA mehr als die Hälfte des gesamten Emissionsvolumens aus. In Europa und Deutschland sind es hingegen jeweils knapp 13% und 8% des gesamten Emissionsvolumens.<sup>77</sup> Demnach kommt SPACs in den USA auch im Verhältnis zum gesamten Aktienmarkt eine größere Bedeutung zu.

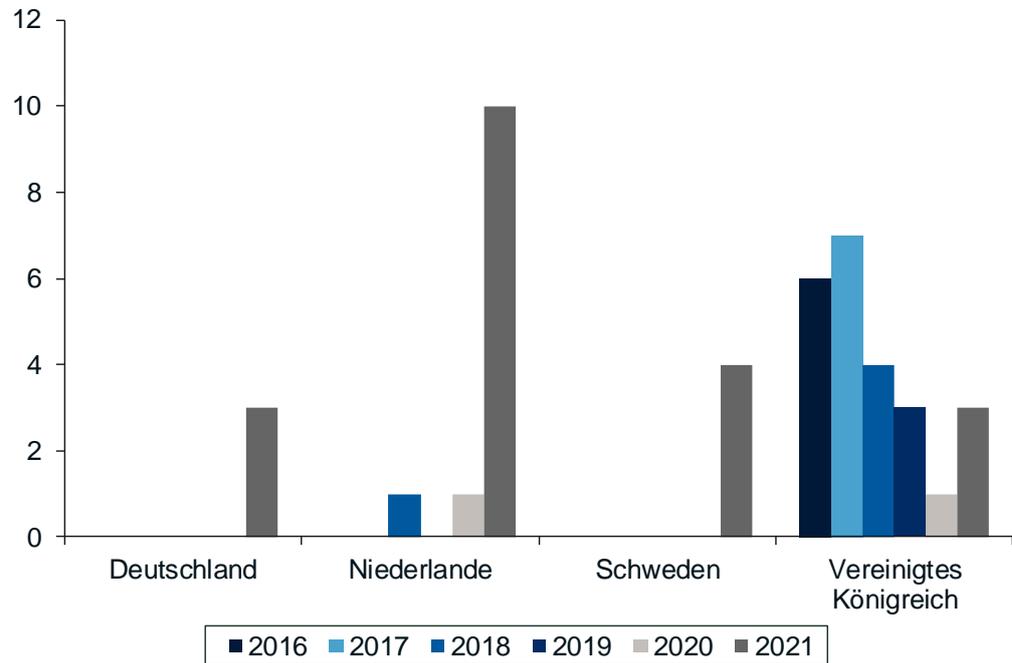
Auch innerhalb Europas gibt es große regionale Unterschiede. Abbildung 3.8 zeigt die Anzahl der SPAC-Notierungen zwischen 2016 und 2021 in Deutschland, den Niederlanden, Schweden und dem Vereinigten Königreich. Hier zeigt sich deutlich, dass die Notierungen von SPACs in Länder wie den Niederlanden, Deutschland und Schweden erst in den letzten ein bis zwei Jahren zugenommen hat. Im Gegensatz dazu sind SPAC-Börsengänge im Vereinigten Königreich über die letzten Jahre rückläufig.

<sup>75</sup> In Deutschland fanden 2021 drei SPAC-Börsennotierungen statt.

<sup>76</sup> Als Emissionsvolumen bezeichnen wir die Anzahl der Aktien multipliziert mit dem Emissionskurs.

<sup>77</sup> Oxera-Analyse anhand von Eikon-Daten.

**Abbildung 3.8** Anzahl der SPAC-Notierungen in ausgewählten europäischen Ländern, 2015 - 2021

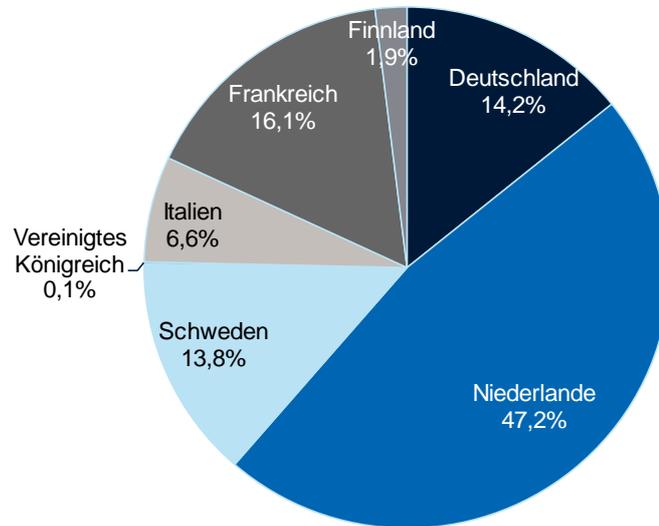


Quelle: Oxera-Analyse anhand von Eikon-Daten.

Ein ähnliches Bild ergibt die Betrachtung der Verteilung der Emissionsvolumina. Abbildung 3.9 zeigt die Verteilung der Emissionsvolumen von SPAC Börsengängen zwischen Januar und August 2021 in Europa. Hier ist zu erkennen, dass sich innerhalb Europas insbesondere die Niederlande zu einem attraktiven Standort für die Notierung von SPACs entwickeln. Deutschland befindet sich mit Blick auf die Anzahl sowie das Emissionsvolumen der SPAC-Notierungen im europäischen Mittelfeld. Stand August 2021 sind in Deutschland drei SPACs an der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) gelistet.<sup>78</sup> Schlusslicht der hier betrachteten Märkte in Bezug auf Emissionsvolumina ist das Vereinigte Königreich—obwohl es über den größten europäischen Aktienmarkt verfügt.

<sup>78</sup> In Deutschland sind Stand August 2021 drei SPACs an die Börse gegangen: OboTech Acquisition SE, 468 SPAC I SE und Lakestar SPAC I SE jeweils ersten Handelstagen am 04.05.2021, 30.04.2021 und 21.02.2021. Siehe Deutsche Börse Cash Market Website, <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-de/primary-market/going-public/spac>. Zuvor fanden bereits zwei SPAC Börsengänge in Frankfurt statt: Helikos SE im Jahr 2010, welche im Jahr 2011 die exceet Group AG übernahm und European CleanTech I SE, auch im Jahr 2010, welche im Jahr 2012 Electrawinds NV übernahm. Siehe Anfrage des Deutschen Bundestages bei der Bundesregierung, S. 2-3: <https://www.fdpbt.de/sites/default/files/2021-05/1929343.pdf>.

**Abbildung 3.9** Verteilung der Emissionsvolumina von SPAC-Notierungen in Europa, 2021 (bis Aug.)



Quelle: Oxera-Analyse basierend auf Daten von Eikon.

Grund für die Unterschiede in der Anzahl und im Emissionsvolumen von SPACs sind unter anderem Notierungsregeln sowie regulatorische Rahmenbedingungen. Diese Unterschiede werden im folgenden Unterkapitel genauer betrachtet.

### 3.3.3 Vergleich des regulatorischen Rahmens zur Notierung von SPACs

Die Anzahl sowie das Emissionsvolumen von SPACs hängt unter anderem von den Notierungsregelungen im jeweiligen Markt ab. Ein vereinfachter internationaler Vergleich der SPAC-Notierungsregeln ist in der nachfolgenden Tabelle 3.5 zu sehen.

**Tabelle 3.5 SPAC-Notierungsregeln in Deutschland, den Niederlanden, Schweden, den USA und dem Vereinigten Königreich**

<b>Regelung</b>	<b>USA</b>	<b>Deutschland</b>	<b>Niederlande</b>	<b>Vereinigtes Königreich</b>	<b>Schweden</b>
<b>Zustimmung der Aktionäre bei der Akquisition eines Start-ups</b>	Akquisitionen benötigen eine Zustimmung der Mehrheit der Aktionäre	Der Ertrag des Börsengangs muss in einem Treuhandkonto gehalten werden und Akquisitionen benötigen eine Zustimmung der Mehrheit der Aktionäre	Akquisitionen brauchen eine Mehrheit von 70% aller Aktionäre, und der SPAC Investor darf sich an der Wahl nicht beteiligen	In der Vergangenheit war keine Mehrheit der Aktionäre für eine Akquisition erforderlich (einer der markantesten Unterschiede des UK Markts)	Mindestens 90% des Ertrags einen Börsengang muss in einem nicht frei zugänglichen Bankkonto aufbewahrt werden. Jede angestrebte Akquisition braucht die Zustimmung der Mehrheit der Aktionäre
<b>Abstimmung / Einlösen</b>	Aktionäre können ihre Anlagen zurückfordern, unabhängig davon, ob sie für oder gegen die Übernahme stimmen	Gleich wie in den USA. Aktionäre müssen auch nicht an der Hauptversammlung teilnehmen	In der Vergangenheit gab es viele Arten von SPACs in den Niederlanden, da dies sehr flexibel geregelt ist. Teilweise konnten Aktionäre nur dann ihre Anlagen zurückfordern, wenn sie gegen die Übernahme stimmten. Es kommt aber immer häufiger vor, dass die Rücknahmerechte der Aktionäre nicht an die Abstimmung gekoppelt sind.	Bisher hatten SPACs in dem Vereinigten Königreich keine solche Regelung, um Aktionäre es zu erlauben ihre Anlagen zurückzufordern	SPAC-Aktionäre haben die Option ihre Anteile selbst nach der Ankündigung der Übernahme zurückzufordern (ähnlich wie in USA und Deutschland)
<b>Rücknahmen der Anteile durch Aktionäre</b>	Bis zu 100% der SPAC-Anteile können zurückgefordert werden (solange der SPAC ein Netto-Sachvermögen von mind. 5 Millionen USD hat)	Bis zu 100% der SPAC-Anteile können zurückgegeben werden, je nach Verfügbarkeit in dem Treuhandkonto	Da Übernahmen eine Zustimmung von mind. 70% der Aktionäre benötigt, können nur 30% der SPAC-Anteile zurückgegeben werden. Wenn der SPAC jedoch als BV gelistet ist, besteht nach niederländischem Recht kein Limit	Es besteht genügend Flexibilität um eine Regelung nach dem Modell USA zu folgen. Siehe unten den Text über die FCA Vorschläge	Der SPAC muss gewährleisten, dass Aktionäre ihre Anteile unter gewissen Voraussetzungen zurückfordern können

Regelung	USA	Deutschland	Niederlande	Vereinigtes Königreich	Schweden
<b>Größe des Übernahmeziels</b>	Der gesamte Marktwert der Übernahme muss mindestens 80% des Wertes der Vermögenswerte auf dem Treuhandkonto betragen	In Deutschland besteht keine derartige 80% Regelung, oder eine Obergrenze für die Anzahl an Übernahmezielen	Gleich wie in Deutschland	Es besteht keine Begrenzung für die Größe des Übernahmeziels	Innerhalb von maximal 36 Monaten muss ein Übernahmeziel gefunden werden, dessen Akquisition einen Gesamtwert von min. 80% des Wertes auf dem Treuhandkonto entspricht.

Quellen: Freshfields Briefing 08 Sep 2021 zu SPACs, siehe: <https://www.freshfields.us/insights/knowledge/briefing/2021/09/spac-momentum-continues-in-europe-with-further-listings-in-amsterdam-and-frankfurt-and-reform-in-london/>. Insbesondere für das Vereinigte Königreich, Norton Rose von Oktober 2020 zu 'SPACs: The London Alternative', siehe: <https://www.nortonrosefulbright.com/en-gb/knowledge/publications/94734f5e/spacs-the-london-alternative>. Die Regelungen des Nasdaq Stockholm in Schweden kann auf alle Märkte der Nordic Markets angewandt werden, siehe Nordic Main Market Regelhandbuch für Emittenten: [https://www.nasdaq.com/docs/2021/04/08/Nordic-Main-Market-Rulebook-for-Issuers-of-Shares-1-February-2021\\_0.pdf](https://www.nasdaq.com/docs/2021/04/08/Nordic-Main-Market-Rulebook-for-Issuers-of-Shares-1-February-2021_0.pdf) (S. 18-19) sowie <https://www.nasdaq.com/solutions/spac-nordic> für das 'SPAC Product Sheet' der Nasdaq Nordic Markets.

Einer der Hauptunterschiede in den aufsichtsrechtlichen Regelungen besteht darin, dass im Vereinigten Königreich der Handel mit SPACs ausgesetzt wird, sobald die Übernahme eines Zielunternehmens angekündigt wird. Der Handel bleibt ausgesetzt bis ein von der FCA genehmigter Prospekt von der Übernahmegesellschaft (also dem SPAC) veröffentlicht wird. Damit haben SPAC-Aktionäre keine Möglichkeit, ihre Aktien vor Vollendung der Übernahme zu verkaufen. Zudem haben sie kein Mitspracherecht bei der Auswahl der Übernahmegesellschaften und dem für diese Übernahmen gezahlten Preis. Dies ist anders als in Deutschland, den Niederlanden, Schweden und den USA, wo die SPACs-Aktionäre über die Übernahme abstimmen und ihr Geld zurückfordern können, bevor die Übernahme stattfindet.

Um London als Finanzzentrum für SPACs attraktiver zu machen, hat die FCA vorgeschlagen, die Regelung an die anderer Finanzzentren anzugleichen, indem sie den Handel des SPACs nicht mehr länger zwischen der Ankündigung der Übernahme und der Prospekt-Veröffentlichung aussetzt. Zudem will die FCA Aktionären erlauben, über Übernahmen abzustimmen und ihre Investition zurückzufordern. Die FCA schlägt auch ganz allgemein vor, den Anlegerschutz zu stärken. Beispielsweise sollen die aus dem Börsengang gesammelten Gelder sicher auf einem Konto aufbewahrt werden, wie es bereits in den USA und Deutschland der Fall ist, und nicht länger einzig der Kontrolle der SPAC-Inhaber unterliegen.<sup>79, 80</sup>

### 3.3.4 Regulatorische Besonderheiten für SPACs in Deutschland

Wie in Abschnitt 3.3.2 ausgeführt, hat es in den letzten Jahren eine Welle von SPAC-IPOs gegeben. Nur eine sehr geringe Anzahl davon hat allerdings in Deutschland stattgefunden. Hierfür werden drei Hauptursachen ins Feld geführt.

Erstens biete das deutsche Aktienrecht zu wenig Flexibilität, um die notwendigen Strukturelemente eines SPAC hinreichend abzubilden. Zweitens wird auf kapitalmarkt- und prospektrechtliche Unsicherheiten verwiesen, die es im Zusammenhang mit SPACs gäbe. So wird gelegentlich die Frage aufgeworfen, ob SPACs als AIFs<sup>81</sup> einzustufen wären. Auch die Frage einer erneuten Prospektspflicht bei Vollzug der Business Combination wird diskutiert. Und drittens wird auf Probleme im Zulassungsverfahren verwiesen, etwa der Vorschrift in § 3 BörsZulV, wonach ein Emittent mindestens für drei Jahre bereits bestanden haben muss.

---

<sup>79</sup> Der Vorschlag sieht unter anderem vor, dass der Handel mit SPACs zwischen der Ankündigung und der Veröffentlichung des Prospekts *nicht* mehr ausgesetzt wird, sofern eine Reihe von Anlegerschutzmaßnahmen umgesetzt wird. Darüber hinaus sieht der Vorschlag der FCA vor, dass die von den Anlegern aufgenommenen Mittel entweder zur Finanzierung einer Akquisition oder zur Rückzahlung an die Anleger gehalten werden sollten. Dies spiegelt die Regelung in den USA/Deutschland wider, wonach die Gelder auf einem Treuhandkonto hinterlegt werden. Darüber hinaus sollen SPACs den Anlegern in Zukunft Rückgaberechte einräumen. Diese Regelung wurde u.a. in Deutschland, den USA und den Niederlanden bereits umgesetzt: Hier können die Aktionäre ihre Investitionen zurückfordern, bevor die Fusion zwischen der Übernahmegesellschaft und dem Unternehmen abgeschlossen ist. Für eine eingehende Analyse der Funktion von Rücknahmerechten siehe T. Jenkinson und M. Sousa (2011). 'Why SPAC Investors Should Listen to the Market', *Journal of Applied Finance*, 21:2, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2691586](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2691586).

<sup>80</sup> Norton Rose Artikel vom Mai 2021 zu den Vorschlägen der FCA, siehe: <https://www.nortonrosefulbright.com/en-gb/knowledge/publications/222a1b00/uk-fca-consults-on-enhanced-investor-protection-measures-for-spacs>. Für die Konsultation der FCA siehe: <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-10.pdf> und eine generelle Stellungnahme der FCA: <https://www.fca.org.uk/publications/policy-statements/ps21-10-investor-protection-measures-spacs-listing-rules>

<sup>81</sup> Alternative Investmentfonds sind Fonds welche, anders als die meisten klassischen Fonds, nicht aus Effekten, also z.B. Aktien oder Anleihen bestehen.

Wie relevant diese Einschränkungen für die Entwicklung eines SPAC-Marktes in Deutschland tatsächlich sind, ist keineswegs offensichtlich. Denn erstens können die **gesellschaftsrechtlichen Hürden** einfach dadurch umgangen werden, dass die Gesellschaft nach ausländischem Recht gegründet wird. Dies wurde in der Praxis auch gemacht, wobei hierfür vor allem das niederländische oder luxemburgische Recht<sup>82</sup> gewählt wurde. Dies steht einer Zulassung der Aktien an einer deutschen Börse nicht im Wege.

Die sich im deutschen Recht stellenden Probleme scheinen jedenfalls teilweise lösbar.<sup>83</sup> Sollten im Ausland etablierte Elemente eines SPAC nach deutschem Aktienrecht nicht umsetzbar sein, so führt dies zudem meist nicht zu einer Unmöglichkeit des SPAC per se, sondern „nur“ zur Nichtumsetzbarkeit des betreffenden Features nach deutschem Recht (was dem SPAC allerdings teilweise die Attraktivität nehmen könnte). Als potentiell problematisch wurden bislang identifiziert:<sup>84</sup>

- die Zahlung auf ein Treuhandkonto als „endgültiges Zurverfügungstellen“ der Einlage zu Händen der Gesellschaft (§§ 188 Abs. 2, 36 Abs. 2 AktG, § 54 Abs. 3 AktG);
- der üblicherweise vereinbarte Zustimmungsvorbehalt der Aktionäre (80 %-Regel) gegenüber der freien Geschäftsführung durch den Vorstand (§ 76 Abs. 1 AktG);
- die Möglichkeit eines Opt-Out (redemption right) gegenüber dem Verbot der Einlagenrückgewähr (§ 57 AktG) bzw. dem eingeschränkten Erwerb eigener Anteile (§ 71 AktG);
- die Ausgestaltung unterschiedlicher Aktienklassen für Investoren und Sponsoren (insb. stimmrechtslose Aktien bei Gründung);
- die Ausgabe von sog. naked warrants als Optionsscheine vor dem Hintergrund der grundsätzlichen Beschränkung von Bezugsrechten auf Aktionäre (§ 187 AktG)
- die automatische Liquidation, da zwar die Befristung einer Aktiengesellschaft möglich ist (§ 262 Abs. 1 AktG), allerdings nicht die Festlegung einer auflösenden Bedingung.

Die **kapitalmarktrechtlichen Bedenken** scheinen auch nicht durchzugreifen.<sup>85</sup> Die nachfolgend diskutierten Aspekte basieren entweder unmittelbar (EU-Prospektverordnung) oder mittelbar (KAGB, WpÜG) auf EU-Recht, weshalb dieser Verweis das unterschiedliche Aktivitätsniveau etwa zwischen den Niederlanden und Deutschland nur schwerlich erklären kann. Möglicherweise gibt es hier Unterschiede im grundsätzlich den Mitgliedstaaten obliegenden Rechtsvollzug und steuerlichen Fragen. Diese müssten aber noch näher untersucht werden. Zu bedenken ist hier aus deutscher Sicht, dass die BaFin keine prinzipiellen Einwände gegen SPACs zu haben scheint. Bislang

<sup>82</sup> Alle drei in 2021 an der Frankfurter Wertpapierbörse neugelisteten SPACs wurden als luxemburgische SE gegründet.

<sup>83</sup> Für einen Überblick zu diesen gesellschaftsrechtlichen Problemen und Gestaltungsmöglichkeiten vgl. Schanz (2011), 'SPACs – Neue Finanzierungsform und deutsches Recht', NZG 34/2011, S. 1407-1413.

<sup>84</sup> Ausführlich zu den einzelnen Punkten Swalve (2021), Special Purpose Acquisition Companies, NZG 2021, S. 909-914; Siehe Schalast/Geurts/Türkmen, SPACs: Mode, Boom oder doch ein 'Must have'?, in: Betriebs-Berater 2021, 1283-1288.

<sup>85</sup> So ausdrücklich Swalve, ebenda, S. 910 ('keine grundsätzlichen Hindernisse').

wurden lediglich Kleinanleger vor zu komplexen Investments gewarnt.<sup>86</sup> Dass die kapitalmarktrechtlichen Regelungen SPACs in Deutschland nicht entgegenstehen, wird auch dadurch indiziert, dass im Jahr 2021 bereits drei neue SPACs an der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet wurden und weitere demnächst hinzukommen werden.<sup>87</sup>

Einer drohenden Einordnung als AIF (und damit einer Erlaubnispflicht nach KAGB sowie zusätzlicher Regulierung) kann durch Nutzung der vorhandenen Ausnahmetatbestände begegnet werden. Eine Einordnung als AIF wird in der jüngeren rechtswissenschaftlichen Literatur auch nicht als Problem diskutiert.

Ähnliches gilt für eine mögliche Prospektpflicht. Bei Listing des SPAC greift die EU-Prospektverordnung.<sup>88</sup> Hier müssen die Erwerbsstrategie und die abstrakten Charakteristika möglicher Targets so genau wie möglich dargestellt werden.<sup>89</sup> Auch die sich aus der SPAC-Struktur ergebenden besonderen Risikofaktoren müssen genau beschrieben werden. Dies bewegt sich aber im Rahmen der allgemeinen Prospektregeln und wird in der Literatur nicht als Hindernis gesehen.

Für die Übernahme der Zielgesellschaften gelten die allgemeinen WpÜG-Regelungen. Diese erfordern nach den §§ 35 WpÜG bei Kontrollwerb eines auf einem regulierten Markt gelisteten Zielunternehmens die Abgabe eines Angebots. Dieses muss eine Angebotsunterlage nach § 11 WpÜG enthalten, die in Struktur und Umfang einem Prospekt ähnlich ist. Andersherum könnte es zu einer entsprechenden Pflicht kommen, wenn die Altaktionäre der Zielgesellschaft durch Aktientausch die Mehrheit der SPAC-Anteile erwerben.<sup>90</sup> Dies kann aber dadurch umgangen werden, dass das SPAC im Freiverkehr (und damit außerhalb des Anwendungsbereichs des WpÜG) gelistet wird. Zudem ist eine Befreiung durch die BaFin nach § 37 WpÜG denkbar. Auch dies sind aber alles allgemeine, EU-weit harmonisierte übernahmerechtliche Aspekte, bei denen nicht ersichtlich ist, warum für SPACs etwas Anderes gelten sollte.

Und schließlich ist hinsichtlich der genannten Einschränkung durch die **BörsZuIV** zu erwähnen, dass dort auch die Möglichkeit vorgesehen ist, von dieser Vorschrift abzuweichen. Dies steht nach § 3 Abs. 2 BörsZuIV im Ermessen der Börsengeschäftsführung. Im Fall der Frankfurter Wertpapierbörse ist dies in der Vergangenheit bereits erfolgt,<sup>91</sup> die Geschäftsführung gilt diesbezüglich als offen.<sup>92</sup>

Zusammenfassend muss man daher wohl das vorläufige Fazit ziehen, dass auch die fehlende Aktivität im Bereich der SPAC-IPOs nicht zuvorderst gesellschafts- oder kapitalmarktrechtliche Ursachen hat, sondern als ein weiteres Symptom der fehlenden Kapitalmarktiefe hierzulande gesehen werden muss.

<sup>86</sup> BaFin, SPAC-Aktien: BaFin rät zur Vorsicht bei riskanten Investments (2.7.2021), [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Verbrauchermitteilung/weitere/2021/meldung\\_210\\_702\\_Information\\_zu\\_SPACs.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Verbrauchermitteilung/weitere/2021/meldung_210_702_Information_zu_SPACs.html).

<sup>87</sup> Siehe Schalast/Geurts/Türkmen, SPACs: Mode, Boom oder doch ein „Must have“?, in: Betriebs-Berater 2021, 1283-1288 (insb. S. 1283 unten: „die Pipeline ist gut gefüllt“).

<sup>88</sup> Siehe oben Fn. 121.

<sup>89</sup> Hell (2021), 'The SPACs are back, in: Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht', S. 26-32 (insb. S. 29).

<sup>90</sup> Zu übernahmerechtlichen Fragen siehe Hell, ebenda, S. 30.

<sup>91</sup> Siehe ausführlich Harrer, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, § 4 Rn. 4.175 ff.

<sup>92</sup> Heidelberg, in: Schwark/Zimmer, 5. Aufl. 2020, BörsZuIV § 3 Rn. 4.

## 4 Handlungsempfehlungen

In den vorangegangenen Abschnitten wurde die Situation in Bezug auf IPOs, insbesondere solcher von Start-ups, in Deutschland im internationalen Vergleich analysiert. Aufbauend auf diese Analysen sollen im Folgenden Handlungsempfehlungen für den Gesetzgeber und die Regulierungsbehörden herausgearbeitet werden.

Wir konzentrieren uns dabei auf Handlungsempfehlungen, welche jene, die bereits auf europäischer Ebene ausgearbeitet wurden, komplementieren. Das Funktionieren des europäischen Eigenkapitalmarktes ist bereits seit längerem im Fokus der politischen Diskussion. Das von der Kommission auf den Weg gebrachte Projekt der Kapitalmarktunion war auch getrieben durch den Wunsch, den Gang an die öffentlichen (Eigenkapital-)Märkte für kapitalsuchende Unternehmen zu erleichtern.<sup>93</sup> Im Jahr 2020 wurde ein zweiter Aktionsplan veröffentlicht.<sup>94</sup> Auch in diesem ist die Erleichterung des Zugangs zu öffentlichen Kapitalmärkten ein zentrales Thema.

Im Folgenden werden wir vorrangig die Frage der IPO-Aktivität – und zwar insbesondere jener von jungen technologieorientierten Unternehmen (Start-ups) – in den Blick nehmen. Die Finanzierungsmöglichkeiten von Start-ups auf privaten Beteiligungsmärkten, also insbesondere im Bereich des Venture Capital, ist durch die für diese Studie vorgegebene Fragestellung nicht abgedeckt.<sup>95</sup>

Obwohl der Fokus unserer Diskussion die IPO-Aktivität von Start-ups ist, ist die Frage, was getan werden kann, um diese IPO-Aktivität zu verbessern, kaum zu trennen von der Frage, was insgesamt zur Verbesserung der IPO-Aktivität in Deutschland unternommen werden kann. Insoweit zielen viele der folgenden Ausführungen auf die Verbesserung der IPO-Aktivität insgesamt ab. Gelingt eine solche, werden davon unmittelbar auch Start-ups profitieren. Soweit für letztere tatsächliche spezifische Maßnahmen erforderlich sind, werden diese benannt werden.

### 4.1 Best-Practice Beispiele aus anderen Ländern

Im Folgenden zeigen wir einige Fallstudien von Ländern, Institutionen oder Initiativen, welche den IPO-Prozess in verschiedenen europäischen Nachbarländern unterstützen. Box 4.1 fasst die Vorgehensweise in Schweden zusammen und Box 4.2 zeigt einzelne Beispiele bzw. Initiativen aus weiteren europäischen Ländern.

#### Box 4.1 Fallstudie Schweden: Best Practice für den IPO-Markt

In den Interviews im Rahmen der Arbeit für GD FISMA hat Oxera Best-Practice-Verfahren in Schweden identifiziert:

Seit Mitte der 1990er Jahre hat sich der schwedische IPO-Markt positiv entwickelt. Seit 2010 ist die Zahl der Börsennotierungen an den schwedischen Börsen um 80 % gestiegen. Im Jahr 2017 gab es an den vier schwedischen Börsen (First North Sweden, Nordic MTF, Nasdaq Stockholm und Spotlight) 115 IPOs. Obwohl Schweden ein relativ kleiner Markt ist, gehört es zu den fünf führenden EU-Mitgliedstaaten bezogen auf die Anzahl

<sup>93</sup> Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, 30. September 2015, COM(2015) 468 final.

<sup>94</sup> Eine Kapitalmarktunion für die Menschen und Unternehmen – neuer Aktionsplan, 24. September 2020, COM(2020) 590 final.

<sup>95</sup> Für eine ökonomische Analyse des Wagniskapitalmarktes, siehe Beck, T., Kaserer, C. und Rapp, M.S. (2015), 'Beteiligungs- und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem: Zustand und Entwicklungsperspektiven', Projekt 27/14 des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie.

der erstellten Prospekte. Obwohl dieser Erfolg auf verschiedene Faktoren zurückzuführen ist, spielen die Einfachheit und Attraktivität der Börsennotierung in Schweden eine wichtige Rolle, insbesondere in Bezug auf das Verfahren, die Erfahrung der Regulierungsbehörde, die Qualität der Offenlegung sowie das Verständnis und die Erfahrung der Käuferseite. Einige Interessengruppen in Schweden sind beispielsweise der Meinung, dass das Börsenzulassungsverfahren innerhalb von 8-10 Wochen abgeschlossen werden kann. Emittenten wünschen sich ein schnelles und zuverlässiges Verfahren, damit die Zeit, in der sie sich nicht auf ihr Kerngeschäft konzentrieren können, minimiert wird.

Im Allgemeinen ist es die jeweilige Börse und nicht die *Finansinspektionen* (die schwedische Finanzaufsichtsbehörde), die eine Notierung genehmigt. Während die *Finansinspektionen* die Börsenzulassungsregeln der schwedischen Börsen genehmigt und überwacht, sind die Börsen für die Börsenzulassung und die Zulassung zum Handel verantwortlich. Die *Finansinspektionen* genehmigen jedoch Prospekte, wenn dies gesetzlich vorgeschrieben ist. In diesem Fall folgt sie einem klaren und bestimmten Zeitplan, was von Finanz- und Rechtsberatern sehr geschätzt wird. In vielen Fällen ist ihre Genehmigung jedoch nicht erforderlich, und die Börse verlangt einen „Mini-Prospekt“ (der nicht von der Aufsichtsbehörde genehmigt werden muss).

Im Allgemeinen besteht ein gutes Verhältnis zwischen der Aufsichtsbehörde, den Börsen und den Beratern, und es ist allgemeiner Konsens, dass der schwedische IPO-Prozess gut funktioniert. Höhere Transparenz wird im Allgemeinen eher als Vorteil denn als Belastung angesehen. Diese enge Beziehung hängt wahrscheinlich mit der starken Aktienkultur in Schweden zusammen. Dies wiederum liegt zum Teil daran, dass Schweden 2012 das „*investeringssparkonto*“ (eine Art Sparkonto) eingeführt hat, um das Sparen und Investieren der Haushalte in Aktien/Wertpapiere zu fördern und die Besteuerung in diesem Bereich zu vereinfachen. Die Steuer auf das *investeringssparkonto* wird automatisch erhoben und vierteljährlich auf den Wert der Bestände berechnet. Es gibt keine Steuer auf Gewinne, Zinsen oder Dividenden. Dies macht es für schwedische Haushalte einfach, in Wertpapieren zu investieren.

Wahrscheinlich gibt es auch eine positive Rückkopplungsschleife, bei der politische Änderungen zu mehr Börsengängen geführt haben, die es der Regulierungsbehörde ermöglicht haben, ein strafferes Verfahren zu entwickeln, das wiederum mehr Börsengänge erleichtert.

Quelle: Oxera, Übersetzung von Box 3.1 aus Report für DG FISMA, S. 49. Die Erkenntnisse basieren auf den Ergebnissen strukturierter Interviews.

#### **Box 4.2 Best Practice: weitere Beispiele**

Unsere Analyse und Befragungen haben die folgenden Best-Practice-Beispiele zutage gebracht:

##### **Der UK Listing Authority Helpdesk**

Die britische Börsenzulassungsbehörde hat einen Helpdesk für Emittenten eingerichtet, der es ermöglicht, komplexe Fragen zum Börsengang oder im Zusammenhang mit wichtigen Transaktionen vor der Einreichung von Unterlagen zu erörtern und zu klären. Der Helpdesk kann Anfragen von Emittenten, Geschäftsführern, ehemaligen Geschäftsführern oder Sponsoren (oder gegebenenfalls von Bevollmächtigten in deren Namen) zu

allen Fragen im Zusammenhang mit den Börsenzulassungsregeln entgegennehmen und individuell telefonische Hilfestellung leisten.

### **Der „Progress Market“ (regionaler Börsenzulassungsprozess in Kroatien und Slowenien)**

Mit Unterstützung der EBWE (Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung) hat die Zagreber Börse einen regionalen KMU-Wachstumsmarkt eingerichtet, der den kroatischen und den slowenischen Markt umfasst, und die Aufgabe hat, KMU zu helfen, die in der Region an die Börse gehen wollen. Im Rahmen dieses Modells führen zugelassene Berater potenzielle Emittenten durch den Börsenzulassungsprozess und helfen ihnen, die erforderlichen Anforderungen zu erfüllen. Der erste Emittent trat dem Progress Market 2018 bei. In diesem Jahr gab es insgesamt 21 zugelassene Berater: 13 für den kroatischen Markt und 8 für den slowenischen Markt. Dies scheint ein Modell dafür zu sein, wie kleine Länder zusammenarbeiten können, um das Börsenzulassungsverfahren für potenzielle Emittenten in der Region zu erleichtern.

### **Waivers (Verzichtserklärungen)**

Eine Reihe von Börsen haben Vereinbarungen mit anderen Börsen getroffen, um die Pflichten der Emittenten zu begrenzen. So erhalten Unternehmen mit einer Erstnotierung an der Oslo Børs eine Befreiung von zusätzlichen Verpflichtungen, wenn sie eine Zweitnotierung an der SGX vornehmen.

### **Best-Practice-Leitfaden**

GPW (die Warschauer Börse) hat in Zusammenarbeit mit Marktexperten und der polnischen Finanzaufsichtsbehörde (KNF) einen Best-Practice-Leitfaden entwickelt.<sup>96</sup> Ziel ist es, börsennotierte Unternehmen bei der Entwicklung von Instrumenten für ein effizientes Management und für die Kommunikation mit Kleinanlegern zu unterstützen. Der Leitfaden enthält eine Reihe von Empfehlungen und Vorgehensweisen, um sicherzustellen, dass Kleinanleger denselben Zugang zu Informationen haben wie institutionelle Anleger.

Quelle: Oxera, Übersetzung von Box 3.2 aus Report für DG FISMA, S. 50. Die Erkenntnisse stammen aus Erkenntnissen aus strukturierten Interviews und von der UK Financial Conduct Authority (FCA) Internetseite und der EBRD (Börse Zagreb).

## **4.2 Handlungsoptionen**

Die von uns herausgearbeiteten Handlungsempfehlungen werden in vier Themenbereiche gegliedert. Zunächst wird die Frage betrachtet, welche Maßnahmen man insgesamt ergreifen kann, um die Tiefe und Breite der hiesigen Eigenkapitalmärkte zu verbessern (Abschnitt 4.2.1). Dies wirkt sich dann auch insgesamt auf das sogenannte Ökosystem der Aktienmärkte aus. Danach diskutieren wir die Frage, inwieweit durch eine Verbesserung der Rahmenbedingungen die Neigung von Unternehmen, sich über öffentliche Eigenkapitalmärkte zu finanzieren, zumindest punktuell verbessert werden kann (Abschnitt 4.2.2). Da in diesem Zusammenhang der Zulassungsprozess für eine Börsennotierung eine besondere Rolle spielt, werden wir uns diesem gesondert widmen (Abschnitt 4.2.3). Danach gehen wir der Frage nach, welche Maßnahmen ergriffen werden können, um die Investitionsbereitschaft von Investoren, insbesondere von institutionellen Investoren, zu verbessern (Abschnitt 4.2.4). Schließlich diskutieren wir weitere Maßnahmen, welche von

<sup>96</sup> Siehe Webseite der GPW, <https://www.gpw.pl/best-practice2021>.

der Bundesregierung ergriffen werden können, um die Aufmerksamkeit auf das Thema zu erhöhen (Abschnitt 4.2.5).

#### **4.2.1 Tiefe und Breite von Aktienmärkten**

Die Analysen in Abschnitt 3.1.1 haben gezeigt, dass die IPO-Aktivität in Deutschland gemessen an der Größe des hiesigen Kapitalmarktes als durchschnittlich betrachtet werden kann. Jedenfalls weicht das IPO-Emissionsvolumen gemessen als Prozentsatz der inländischen Marktkapitalisierung im Durchschnitt nicht wesentlich von jenem ab, welches in den Vergleichsländern Niederlande, Schweden, Großbritannien und USA zu beobachten ist.

Insoweit muss man davon ausgehen, dass eine der wichtigsten Determinanten für das jährliche Neuemissionsvolumen die Größe des inländischen Aktienmarktes ist. In Kapitel 2 wurde bereits darauf hingewiesen, dass die Größe des Aktienmarktes in Deutschland gemessen an der Größe der Volkswirtschaft im internationalen Vergleich deutlich zurück liegt.

Ohne eine Schließung dieser Lücke ist es kaum vorstellbar, wie Deutschland den heute vorhandenen Rückstand in der IPO-Aktivität wettmachen kann. Dabei sei am Rande erwähnt, dass auch die Größe des privaten Beteiligungsmarktes, also im Wesentlichen von Private Equity einschließlich Venture Capital, mit der Größe des öffentlichen Kapitalmarktes korreliert. Volkswirtschaften mit großen Kapitalmärkten haben typischerweise auch deutlich höhere Private-Equity-Investments.<sup>97</sup> Da eine Venture-Capital-Finanzierung eine Voraussetzung dafür ist, dass ein Start-up überhaupt in eine Größenordnung wachsen kann, die für einen Börsengang notwendig ist, wirkt sich die fehlende Größe des Aktienmarktes somit bereits auf die vorbörsliche Finanzierung negativ aus. Mit anderen Worten, es wird sowohl ein dynamischer privater als auch öffentlicher Kapitalmarkt benötigt, um Start-ups und KMU zu finanzieren.

Daher konzentriert sich unser erster Strauß von möglichen Maßnahmen darauf, wie die Tiefe und Breite des hiesigen Aktienmarktes verbessert werden kann.

#### **Kapitalgedecktes Altersvorsorgesystem**

Eine entscheidende Stellschraube zur Vergrößerung des Kapitalmarktes ist eine Stärkung der privaten Altersvorsorge. Auf diesen Zusammenhang wurde bereits in Abschnitt 3.1.1 ausführlich hingewiesen. Die Frage, wie eine solche Stärkung aussehen sollte, ist Gegenstand zahlreicher Diskussionen sowohl im politischen als auch im akademischen Bereich. Es würde den Auftrag dieser Studie deutlich überschreiten, wollte man diese Diskussion zusammenfassen und bewerten.

Daher sei hier lediglich festgehalten, dass alle Maßnahmen, die dazu führen, dass der für Altersvorsorgezwecke aufgebaute gesamtwirtschaftliche Kapitalstock vergrößert wird, geeignet sind, die Größe und Liquidität der hiesigen Kapitalmärkte zu verbessern. Voraussetzung dabei ist natürlich, dass es den Altersvorsorgeeinrichtungen erlaubt wird, ihre Anlagepolitik so zu gestalten, dass sie zu einem nennenswerten Teil risikobehaftete Wertpapiere erwerben können. Das impliziert in letzter Konsequenz den weitgehenden Verzicht auf Beitrags- und Zinsgarantien in diesen Verträgen. Ansonsten greifen zahlreiche regulatorischen Beschränkungen, insbesondere aus dem Bereich der Versicherungsaufsicht, die zu einer starken Einschränkung der

---

<sup>97</sup> Vgl. hierzu ebendort, S. 48 f.

Risikotragfähigkeit der entsprechenden Kapitalsammelstellen führen. Auf diesen Aspekt wird in Abschnitt 4.2.3 zurückzukommen sein.

Es kann hier grundsätzlich offenbleiben, ob eine solche Ausdehnung der privaten Altersvorsorge über eine Verbreiterung der betrieblichen Altersvorsorgesysteme und/oder über Verbesserung der Rahmenbedingungen für eine rein individuelle Altersvorsorge erreicht wird. Letzteres könnte etwa durch eine Neugestaltung der Riester- bzw. Rürup-Förderung erreicht werden. Es sind ja bereits von verschiedenen Seiten Vorschläge gemacht worden, wie man die bisherige Förderung von Riester- und Rürup-Verträgen vereinheitlichen und durch ein Standardprodukt deutlich vereinfachen könnte. Letzteres muss im Unterschied zu den bisherigen zertifizierten Verträgen aber so ausgestaltet werden, dass auch ein signifikanter Anteil der Spargelder zur Vereinnahmung von Risikoprämien am Kapitalmarkt zur Verfügung steht.

Auch sollte genau evaluiert werden, wie sich das sogenannte Paneuropäische Private Pensionsprodukt (PEPP) am Markt etablieren wird.<sup>98</sup> Da mit den ersten Angeboten im laufenden Jahr gerechnet wird, ist es für eine Beurteilung dieser Maßnahme der Kommission noch zu früh.

*Maßnahme 1: Stärkung der privaten Altersvorsorge über eine kapitalmarktbasierte Verbreiterung der betrieblichen Altersvorsorgesysteme und/oder eine Verbesserung der Rahmenbedingungen der individuellen Altersvorsorge.*

### **Steuerliche Rahmenbedingungen**

Wie in Abschnitt 3.1.1 ausgeführt, hat die Einschränkung der mit dem Privileg der nachgelagerten Besteuerung einhergehenden 3. Säule der Altersvorsorge auf zertifizierte Verträge in der Vergangenheit dazu geführt, dass der aufgebaute Kapitalstock nur zu einem sehr geringen Teil am Aktienmarkt angelegt wurde. Dies lag daran, dass vornehmlich Anlageprodukte mit Zinsgarantien angeboten wurden und damit die Risikotragfähigkeit stark eingeschränkt wurde. Zwar haben viele Anbieter mittlerweile auf Produkte ohne solche Garantien umgestellt, welchen konkreten Effekt dies auf die Kapitalallokation seitens der Anbieter hat, kann derzeit noch nicht verlässlich abgeschätzt werden.

Zudem sind diese Produkte typischerweise mit hohen Kosten belastet. Die letztendliche Konsequenz einer solchen Regelung ist aber, dass für weite Teile der Bevölkerung eine direkte Vermögensanlage am Kapitalmarkt nur außerhalb dieser steuerlichen Privilegierung möglich ist. Damit wird verliert diese erheblich an Attraktivität.

Zu beachten ist, dass es durchaus Länder gibt, wie etwa die Schweiz oder die USA, in denen es den Anlegern erlaubt wird, einen Teil ihrer Altersvorsorge auch bei direkter Anlage steuervergünstigt zu vereinnahmen.<sup>99</sup> Ein in der Tendenz ähnliches Modell ist das in Schweden im Jahr 2012 eingeführte ISK-Konto (*investeringssparkonto*, siehe auch Box 4.1). Über ein solches Konto kann eine direkte Kapitalmarktanlage erfolgen. Versteuert werden muss lediglich ein hypothetischer Ertrag, der sich am Wert des Portfolios multipliziert mit einer kalkulatorischen Rendite orientiert. Letztere leitet sich aus der

<sup>98</sup> Vgl. Verordnung (EU) 2019/1238 über ein Paneuropäisches Privates Pensionsprodukt (PEPP) vom 20. Juni 2019.

<sup>99</sup> Für eine Beschreibung dieser beiden Systeme vgl. Beck, T., Kaserer, C. und Rapp, M.S. (2015), 'Beteiligungs- und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem: Zustand und Entwicklungsperspektiven', Projekt 27/14 des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie, S. 152 ff.

Verzinsung von Staatsanleihen zuzüglich einer 1 %-igen Risikoprämie ab.<sup>100</sup> Auch in Italien wurde mit dem sogenannten PIR ein steuerbegünstigtes Modell für die private Kapitalmarktanlage eingeführt.<sup>101</sup>

Eingedenk dieser Beispiele und der bisher faktisch kaum gelungenen Mobilisierung der individuellen Altersvorsorge für Kapitalmarktanlagen könnte man erwägen, das Privileg der nachgelagerten Besteuerung unter bestimmten Voraussetzungen auf die individuelle Anlage am Kapitalmarkt auszudehnen. Ein solcher Ansatz hätte auch unter steuersystematischen Gesichtspunkten den Vorteil, dass nicht einzelne steuerliche Eingriffe, wie etwa die Steuerfreiheit von Kursgewinnen, mit ihren potentiellen Substitutionseffekten und der Komplexität in der Umsetzung zu beurteilen sind. Vielmehr gäbe es einen einheitlichen Rahmen für eine steuerbegünstigte Kapitalanlage für Altersvorsorgezwecke.

Dies könnte zum einen im Zusammenhang mit der bereits im vorangegangenen Abschnitt erwähnten Umgestaltung der heute existierenden Riester- und Rürup-Verträge geschehen. Zum anderen sei hier noch auf eine alternative – oder auch nur ergänzende – Variante hingewiesen. So könnte man Sparern in bestimmten Grenzen die Möglichkeit geben, auch im Rahmen einer für Altersvorsorgezwecke getätigten Direktanlage in den Genuss der nachgelagerten Besteuerung zu kommen. Um sicher zu stellen, dass die so getätigten Anlagen auch tatsächlich für die Altersvorsorge eingesetzt werden, müsste diese Anlage auf einem bis zum Erreichen des Rentenalters gesperrten Konto erfolgen. Auf diesem Konto dürfen dann grundsätzlich Kapitalanlagen jeglicher Art getätigt werden, wobei man die Einhaltung bestimmter Diversifikations- und Risikobegrenzungsvorschriften vorschreiben müsste. Dies könnte durch die Einschränkung auf bestimmte Produkte geschehen, wobei diese Auswahl in die Verantwortung der das gesperrte Konto anbietenden Institution gelegt werden könnte.

Beide Lösungen hätten zudem den Vorteil, dass sie Kapitalerträge steuerfrei stellen unabhängig davon, aus welchen Quellen sie stammen. Wegen der mittlerweile eingeführten Vorabbesteuerung auf Fondsebene könnte es allerdings Verzerrungseffekte in der Wahl zwischen einer direkten oder einer fondsbasierten Kapitalmarktanlage geben. Wie sich solche Verzerrungen beseitigen oder zumindest reduzieren ließen, ist eine technische Frage, die hier nicht näher geprüft werden kann.

Insgesamt ist von einer solchen Lösung auch nach den Erfahrungen aus anderen Ländern zu erwarten, dass deutlich mehr privates Vorsorgekapital für Kapitalmarktanlagen mobilisiert werden könnte. Zudem hätte eine in der Bevölkerung weit verbreitete Direktanlage den Effekt, dass das Kapitalmarktverständnis sich langfristig verbessern würde.

*Maßnahme 2: Ausdehnung des Privilegs der nachgelagerten Besteuerung auf die private kapitalmarktbasiertere Altersvorsorge, sofern diese im Rahmen eines bis zum Renteneintrittsalter gesperrten und mit gewissen*

<sup>100</sup> Vgl. Oxera (2019), 'Primary and Secondary Equity Markets in the EU', Final Report, S. 49 f., <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>. Eine Erklärung zur Funktion und Besteuerung des IKS-Kontos findet sich z.B. hier: <https://thewahman.com/swedish-isk/>.

<sup>101</sup> Es handelt sich um sogenannte Piani Individuali di Risparmio (PIR), die mit dem Gesetz vom 11. Dezember 2016, Nr. 232, eingeführt wurden. Bei der Anlage sind eine Reihe von Anlagevorschriften zu beachten. Die Steuerbefreiung setzt frühestens nach 5 Jahren ein. Seit 2019 gibt es zudem eine Vorschrift, die eine Mindestanlage in KMU-Wertpapiere und Venture-Capital-Beteiligungen erfordert. Eine genauere Beschreibung findet sich hier: <http://www.quellocheconta.gov.it/it/strumenti/bancari-finanziari/piani-individuali-risparmio>.

*Anlagerestriktionen ausgestatteten Kontos erfolgt. Dabei wäre zu prüfen, ob eine Mindestanlagequote für KMU oder vorbörsliche Beteiligungsfinanzierungen vorgeschrieben werden sollte.*

#### **4.2.2 Verbesserung der Rahmenbedingungen für Unternehmen**

Unternehmen wägen bei der Entscheidung über einen Börsengang die damit verbundenen Vor- und Nachteile gegeneinander ab. Es liegt dabei auf der Hand, und wird auch durch zahlreiche Befragungen bestätigt,<sup>102</sup> dass zu den Nachteilen insbesondere der mit einem Börsengang einhergehende Kontrollverlust sowie die damit verbundenen Kosten und rechtlichen Risiken zählen. Dabei werden die Kosten auch maßgeblich durch die Komplexität der kapitalmarktrechtlichen Regeln bestimmt. Insoweit ist es nicht verwunderlich, dass von Unternehmensseite immer wieder die hohe Komplexität der Anforderungen an ein börsennotiertes Unternehmen als Hürde für einen Börsengang angeführt wird.

Allerdings darf dabei nicht vergessen werden, dass ein wesentlicher Teil der kapitalmarktrechtlichen Vorschriften dem Ziel des Investorenschutzes geschuldet ist. Ohne einen solchen würde das Vertrauen in die Integrität der Kapitalmärkte schnell verloren gehen und damit die gesamtwirtschaftliche Rolle dieser Märkte erst recht bedroht werden.

Da neben den kapitalmarkt- auch gesellschaftsrechtliche Regelungen diesen Investorenschutz sicherstellen sollen, ist auch die Frage zu diskutieren, ob unser Gesellschaftsrecht anpassungsfähig genug ist, um den sich ändernden Anforderungen internationaler Kapitalmärkte gerecht zu werden. In diesem Zusammenhang ist gelegentlich davon die Rede, dass das deutsche Gesellschaftsrecht sich modernisieren müsste, um diesem internationalen Wettbewerb Stand zu halten. Diese Frage geht natürlich weit über das Thema dieses Gutachtens hinaus. Allerdings wird sich an einigen spezifischen Stellen, die im Folgenden noch diskutiert werden, zeigen, dass es tatsächlich Änderungsbedarf gibt.

Schließlich kann man festhalten, dass es hinsichtlich der Frage, wie man die Attraktivität eines Börsengangs für Unternehmen erhöhen kann, auf die richtige Balance zwischen Komplexitätsreduktion auf der einen Seite und Investorenschutz auf der anderen Seite ankommt. Das Austarieren dieser beiden Ziele ist keinesfalls einfach und muss ständig neu überdacht werden. Im Folgenden sollen daher einige Vorschläge gemacht werden, wie man die Attraktivität von Börsengängen aus Sicht der Unternehmen erhöhen kann, ohne eine zu weit gehende Abschwächung des Investorenschutzes in Kauf nehmen zu müssen.

#### **Mehrfachstimmrechtsaktien**

Wie in Abschnitt 3.1.1 beschrieben, hat die Frage, ob man die Anreize für einen Börsengang durch die Möglichkeit der Einführung von Mehrfachstimmrechtsaktien erhöhen sollte, in jüngster Zeit wieder an Bedeutung gewonnen. Insbesondere die Erfahrungen aus den USA, wo sich solche Dual Class Shares gerade bei Börsengängen aus dem Start-up-Bereich verbreitet haben, deutet darauf hin, dass es gewichtige ökonomische Gründe für deren Existenz geben könnte. Gerade bei Start-ups, wo das spezifische Know-How der Gründer und die hohen organisationsspezifischen Investitionen

<sup>102</sup> Eine Zusammenfassung dieser Diskussion findet sich in Vgl. Oxera (2019), 'Primary and Secondary Equity Markets in the EU', Final Report, S. 61 ff. und 116 ff., <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>.

ein zentrales Element für den Unternehmenserfolg sind, könnten die Investitions- und Innovationsanreize beeinträchtigt werden, wenn nach dem Börsengang ein Kontrollverlust der Gründer und/oder eine Übernahme durch Wettbewerber droht. In abgemilderter Weise könnte dieses Argument auch für andere inhabergeführte Unternehmen gelten, wohingegen es für Unternehmen, die aus Konzernstrukturen herausgelöst werden, sicherlich weniger relevant ist.

In Anbetracht dieser Überlegungen ist es nicht völlig überraschend, dass die FCA in Großbritannien derzeit ein Konsultationsverfahren zur Einführung von Dual Class Shares durchführt.<sup>103</sup> Konkret wird vorgeschlagen, dass Unternehmen Mehrfachstimmrechtsaktien für einen begrenzten Zeitraum von fünf Jahren ausgeben können. Diese Aktien dürfen nur von Organmitgliedern (Directors) gehalten werden und dürfen maximal ein 20-faches Stimmrecht haben. Zudem kann das Mehrfachstimmrecht nur bei bestimmten Entscheidungen im Zusammenhang mit Übernahmen oder Änderungen von Organbesetzungen ausgeübt werden.

In ähnlicher Weise könnte man auch hierzulande mit einem solchen Mehrfachstimmrecht experimentieren. Denn wie bereits in Abschnitt 3.1.1 ausgeführt wurde, sind die bereits existierenden Elemente asymmetrischer Stimmrechtsverteilungen, wie die Vorzugsaktie oder die Rechtsform der KGaA, nicht ausreichend, um gerade bei Start-ups die genannten Innovations- und Investitionsanreize zu schützen. Daher sollte darüber nachgedacht werden, Mehrfachstimmrechte im Aktiengesetz wieder einzuführen. Eingedenk der obigen Ausführungen sollte man diese daran knüpfen, dass die Aktien von einem Organmitglied gehalten werden. Denn es geht dabei lediglich darum, die Investitions- und Innovationsanreize von inhabergeführten Unternehmen, zu denen insbesondere auch Start-ups zählen, zu verbessern. Für börsennotierte Unternehmen sollten sie nur dann zugelassen werden, wenn sie zum Zeitpunkt des Börsengangs bereits eingeführt worden sind. Und zudem würde eine zeitliche Beschränkung, etwa auf 5 oder 10 Jahre, sinnvoll sein, da es vor allem auf die genannten Investitions- und Innovationsanreize während der Wachstumsphase des Unternehmens ankommt. Nach einer Übergangsphase von mehreren Jahren wäre wissenschaftlich zu evaluieren, ob dieser nicht ganz unerhebliche Eingriff in das Gesellschaftsrecht auch die gewünschten Ergebnisse gezeitigt hat.

*Maßnahme 3: Wiedereinführung von Mehrfachstimmrechtsaktien (Dual Class Shares) für nicht börsennotierte Unternehmen, wobei diese dann auch nach dem Börsengang für einen Zeitraum von 5 bis 10 Jahren Bestand haben sollten. Die Mehrfachstimmrechte können nur aus Aktien im Eigentum von Organmitgliedern wahrgenommen werden.*

## Tokenisierung von Aktien

Am 10. Juni 2021 ist das Gesetz zur Einführung elektronischer Wertpapiere (eWpG) in Kraft getreten.<sup>104</sup> Damit können bestimmte Wertpapiere nun entmaterialisiert gehandelt werden. Sie werden entweder in zentralen elektronischen Registern oder in einem Kryptowertpapierregister geführt.

<sup>103</sup> Financial Conduct Authority (2021), Primary Markets Effectiveness Review, Konsultationspapier, S. 29 f., <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp21-21.pdf>. Der Vorschlag geht zurück auf ein von der Regierung in Auftrag gegebenes Gutachten zur Überprüfung der britischen Börsenzulassungsvorschriften; vgl. UK Listing Review 2021, <https://www.gov.uk/government/publications/uk-listings-review>.

<sup>104</sup> Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren vom 3. Juni 2021, BGBl I vom 9. Juni 2021, S. 1423 ff.

Letzteres ist Voraussetzung für eine rechtsichere Übertragung von tokenisierten Rechten<sup>105</sup> und damit für einen Blockchain-basierten Handel.

Allerdings ist dieses Gesetz nur auf Inhaberschuldverschreibungen anzuwenden. Somit bleiben die Rechtsfragen um die Tokenisierung von Aktien ungeklärt.<sup>106</sup> In den Gesetzgebungsmaterialien zum eWpG wurde mehrfach festgestellt, dass die Bundesregierung die Ausweitung des eWpG-Regelwerks auf Aktien in Erwägung zieht. Die genaue Ausgestaltung und der Zeitplan sind aber unklar. Die Schwierigkeit liegt darin, dass die Ausweitung auf Aktien ungleich komplexer ist als die jüngst eingeführte Regelung für Inhaberschuldverschreibungen, da Blockchain-Aktien ohne Wertungswidersprüche in das über Jahrzehnte gewachsene deutsche Aktiengesellschaftsrecht eingepasst werden müssen. Dies wird derzeit im BMJV geprüft.<sup>107</sup>

Gleichzeitig hat die Vielzahl an sogenannten Initial Coin Offerings (ICOs), also Token-basierten Neuemissionen, die in den letzten Jahren stattgefunden haben, gezeigt, dass es zumindest ein Instrument ist, mit dem Start-up-Unternehmen neue Finanzierungswege beschreiten können.<sup>108</sup> Die Attraktivität für Unternehmen liegt erstens in einer Reduzierung der Transaktionskosten und damit der Kosten der Kapitalaufnahme, sowie zweitens in der Erschließung neuer Investorengruppen, wie etwa ein technikaffines, jüngeres Publikum.

Unabhängig davon gibt es mittlerweile zahlreiche Initiativen, die die Vorteile einer Blockchain-basierten Handelsabwicklung ausloten. An solchen Projekten beteiligt sich auch die Deutsche Bundesbank und die Deutsche Börse.<sup>109</sup> Dabei steht die Integration eines Blockchain-basierten Wertpapierhandels mit den existierenden Wertpapier- und Handelsabwicklungssystemen (TARGET2) im Vordergrund.

Zudem entstehen derzeit regulierte „Kryptobörsen“, die von der BaFin die Zulassung als multilaterale Handelssysteme erhalten haben.<sup>110</sup> Dies würde – die Schaffung „echter“ Aktientoken vorausgesetzt – den Blockchain-basierten Handel von Aktientoken auf Grundlage des EU-Regelwerks (z.B. der Marktmissbrauchsverordnung) ermöglichen.

Im Sinne einer Modernisierung der Primär- und Sekundärmärkte und im Einklang mit der Blockchain-Strategie der Bundesregierung sollte daher ein rechtssicherer Rahmen für eine Tokenisierung von Aktien und damit auch einen entsprechenden Token-basierten Primär- und Sekundärmarkt geschaffen werden.

---

<sup>105</sup> Das rechtliche Problem ist, dass ohne Schaffung von Sonderregelungen die gleichzeitige Übertragung von Token und tokenisiertem Recht nicht sichergestellt werden kann, siehe eingehende Maute (2020), in: Maume/Maute/Fromberger, *Rechtshandbuch Kryptowerte*, § 5.

<sup>106</sup> Eine ausführliche Auseinandersetzung mit der Frage, ob Aktien bereits nach geltendem Recht in Token-Form begeben werden können, findet sich in Maume/Fromberger (2021), *Die Blockchain-Aktie*, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 185, S. 507-555; siehe auch Guntermann (2021), *Die elektronische Aktie und das eWpG*, in: *Die Aktiengesellschaft 2021*, S. 449-457.

<sup>107</sup> Eine Einführung von elektronischen Aktien wird auch von der Deutschen Börse vorgeschlagen, siehe Deutsche Börse Group (2021), *Strategien zur nachhaltigen Finanzierung der Zukunft Deutschlands*, September, S. 59.

<sup>108</sup> Für eine ausführliche empirische Untersuchung vgl. Fahlenbrach/Frattaroli (2021), *'ICO Investors'*, *Financial Markets and Portfolio Management*, **35**, S. 1-59.

<sup>109</sup> Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Börse 2020, S. 108, sowie

<https://www.bundesbank.de/de/presse/presenotizen/abwicklung-von-dlt-basierten-wertpapieren-in-zentralbankgeld-erfolgreich-getestet-861438>. Darüber hinaus ist auch die Blockchain-Initiative der Kommission zu beachten, in deren Rahmen solche Initiativen gefördert werden.

<sup>110</sup> Siehe insbesondere die Börse Stuttgart Digital Exchange (BSCDEX), eine Tochter der Börse Stuttgart.

*Maßnahme 4: Schaffung eines rechtssicheren Rahmens für Token-basierte Aktien und deren Handel auf Blockchains.*

### **Compliance-Kosten und Marktmissbrauchsverordnung**

Hinsichtlich der mit einem Börsengang verbundenen Kosten wird von vielen Seiten auf die hohen Compliance-Aufwendungen verwiesen.<sup>111</sup> Diese entstehen in Verbindung mit der Notwendigkeit, umfangreiche regulatorische Vorschriften, etwa im Zusammenhang mit Rechnungslegungs-, Transparenz-, Governance- und Marktmissbrauchsregelungen, einzuhalten. Häufig werden dabei die umfangreichen und auslegungsbedürftigen Insiderregelungen und die damit in Verbindung stehenden Offenlegungsvorschriften genannt, wie sie sich aus der Marktmissbrauchsverordnung<sup>112</sup> ergeben. Hierzu gehört insbesondere auch das Führen von Insiderlisten. So wertete etwa die von der Kommission eingesetzte TSEG gerade die derzeit geltenden Insiderrechtlichen Regelungen als besonders belastend für kleinere Unternehmen. Daher wurde in deren Bericht eine Neufassung der Insiderdefinition sowie eine Abschaffung der Verpflichtung zur Führung von Insiderlisten durch KMU gefordert.<sup>113</sup>

Welche Bedeutung dieses Problem bei der Entscheidung für oder gegen einen Börsengang tatsächlich hat, ist schwer einzuschätzen. Jedenfalls gibt es hierzu keine großzahligen empirischen Untersuchungen. Interessanterweise kommt das DAI in einer Befragung von KMU zu dem Ergebnis, dass der bei weitem wichtigste Kostenfaktor eines Börsengangs in der Finanzberichterstattung besteht. Rund 40 % sehen hier eine hohe Kostenbelastung. Hingegen sehen nur 16 % der Unternehmen eine hohe Kostenbelastung bei der Einhaltung der Offenlegungsverpflichtungen einschließlich der Führung von Insiderlisten.<sup>114</sup>

Hinzu kommt vermutlich, dass die Fokussierung auf einzelne Offenlegungsverpflichtungen dem Problem einer hohen Kostenbelastung durch die Gesamtheit der mit einem Börsengang einhergehenden Verpflichtungen kaum gerecht wird. Selbst wenn es etwa bei der Führung von Insiderlisten zu Erleichterungen käme, wäre die Auswirkung auf die gesamten Compliance-Kosten eines Börsengangs vermutlich eher gering.

Und schließlich darf man nicht vergessen, dass der allergrößte Teil der genannten Rechnungslegungs-, Transparenz-, Governance- und Marktmissbrauchsregelungen durch EU-Recht festgelegt ist. Zwar mag es Unterschiede in der Auslegung durch die nationalen Behörden geben, wie man etwa bei bestimmten Aspekten des Zulassungsverfahrens in Abschnitt 4.2.3 noch sehen wird, dennoch sollte dieser lokale Regulierungseffekt nicht die zentrale Rolle spielen.

Unabhängig davon sind mit der Verordnung (EU) 2019/2115 bereits KMU-spezifische Erleichterungen bei der Führung von Insiderlisten eingeführt worden, wobei die Bedingung dafür ist, dass das Unternehmen an einem KMU-Wachstumsmarkt notiert ist. Die ESMA ist in ihrem Bericht über die Funktionsweise von KMU-Wachstumsmärkten zu dem Schluss gekommen, dass jenseits dieser bereits umgesetzten Erleichterung weitere mögliche

<sup>111</sup> So hat sich etwa der Bericht Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs, <https://europa.eu/!kv97kn>, hat sich mit dieser Frage intensiv beschäftigt.

<sup>112</sup> Verordnung (EU) Nr. 596/2014 vom 16. April 2014.

<sup>113</sup> Vgl. Bericht Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs, S. 29 f., <https://europa.eu/!kv97kn>.

<sup>114</sup> Vgl. DAI (2018), 'Börsengang und Börsennotiz aus Sicht kleiner und mittlerer Unternehmen', S. 19.

Maßnahmen auf EU-Ebene erst noch zu überprüfen wären. Worum es sich hierbei genau handeln könnte, wird nicht näher spezifiziert.<sup>115</sup>

Insoweit lässt sich in Bezug auf diese Problematik keine einfache Handlungsempfehlung ableiten. Dies liegt auch daran, dass derzeit die Bedeutung des Problems mangels Untersuchungen von unabhängiger Seite nicht klar beschrieben werden kann. Daher muss in einem ersten Schritt besser verstanden werden, welche Bedeutung die Compliance-Kosten, die im Zusammenhang mit der Marktmissbrauchsverordnung – und ggf. weiterer Offenlegungsvorschriften – entstehen, tatsächlich haben. Und dabei wäre auch zu klären, inwieweit durch den spezifischen Rechtsvollzug im Inland zusätzliche Kosten im Vergleich zu anderen EU-Ländern entstehen.

Hierfür könnte eine Studie einschließlich einer groß angelegten und eingehenden Befragung in Auftrag gegeben werden. Auf der Grundlage der dann vorliegenden Ergebnisse könnte entschieden werden, inwieweit durch eine Anpassung der nationalen Umsetzung der Marktmissbrauchsverordnungs-spezifischen Offenlegungsvorschriften Erleichterungen für die Unternehmen möglich sind. Oder ob es einer gesetzlichen Initiative auf EU-Ebene bedarf.

*Maßnahme 5: Durchführung einer Studie zu der Frage, welche Bedeutung Compliance-Kosten, insbesondere im Zusammenhang mit der Marktmissbrauchsverordnung, für Start-up-Unternehmen und KMU im Zusammenhang mit einem Börsengang haben.*

#### 4.2.3 Vereinfachung des Zulassungsprozesses

Zu den Nachteilen einer Börsennotierung gehören zweifellos auch die hohen Kosten, die anlässlich einer Börsenzulassung entstehen. Da diese Kosten zumindest teilweise fixen Charakter haben, sind sie insbesondere aus Sicht von kleineren Unternehmen, und damit auch für Start-ups, von erheblicher Relevanz.<sup>116</sup> Gleichzeitig gilt natürlich auch hier, dass die Vorschriften zu den Zulassungsvoraussetzungen zumindest teilweise durch Investorenschutz zu begründen sind. Insofern muss man auch hier die richtige Balance zwischen dem Wunsch nach Vereinfachung von Zulassungsvoraussetzungen und dem notwendigen Investorenschutz finden.

Hinzu kommen im Übrigen Eintrittshürden, wie etwa die Free-Float-Regelung, die wiederum von jungen Unternehmen nicht ohne weiteres erfüllt werden können. Zu diesen Hürden gehören auch die Verwaltungsprozesse bei den zuständigen Aufsichtsbehörden.

Vor diesem Hintergrund lassen sich unter Berücksichtigung der zahlreichen Vorschläge, die von anderer Seite bereits gemacht worden sind, drei aus unserer Sicht relevante Maßnahmen identifizieren.

#### Free-Float-Regelung

Derzeit gilt nach § 9 BörsZulV für eine Zulassung zum regulierten Markt die Vorschrift, dass Aktien ausreichend gestreut sind. Dies ist dann der Fall, wenn der Free-Float mindestens 25 % beträgt. Ist er niedriger kann eine Zulassung

<sup>115</sup> Vgl. ESMA (2021), 'MiFID II Review Report on the Functioning of the Regime for SME Growth Markets', vom 25. März 2021, ESMA70-156-4103, S. 11.

<sup>116</sup> Für einen ausführlichen Überblick vgl. Oxera (2019), 'Primary and Secondary Equity Markets in the EU', Final Report, S. 45 f., <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>.

nur dann erfolgen, wenn zu erwarten ist, dass es nach dem Börsengang zu einer ausreichenden Streuung kommen wird. Die Regelung geht auf Art. 48 der Börsenzulassungsrichtlinie 2001/34/EG zurück.

Hintergrund dieser Regelung ist die Vorstellung, dass eine hinreichende Liquidität im Handel einer Aktie nur bei einem ausreichenden Streubesitz gewährleistet werden kann.<sup>117</sup> Gleichzeitig darf man nicht vergessen, dass Kapitalmärkte heute deutlich liquider sind als noch vor 20 Jahren. Auch hat die Deutsche Börse, ähnlich wie andere Börsen, mit der Etablierung von Designated Sponsors für eine Mindestliquidität im Handel einer Aktie gesorgt.

Vor diesem Hintergrund wäre zu überlegen, diese Mindestvorschrift abzumildern. Die FCA schlägt aktuell die Reduktion des Mindest-Free-Floats auf 10 % vor.<sup>118</sup> Ein solcher Vorschlag erscheint sinnvoll, wenngleich man zu bedenken geben muss, dass es keine belastbaren Zahlen darüber gibt, wie oft Börsengänge tatsächlich an dieser Vorschrift gescheitert sind. Eingedenk der Tatsache allerdings, dass man nach deutschem Aktienrecht mit 25 % der Stimmrechte über eine Sperrminorität verfügt und derzeit mit Ausnahme der Ausgabe von Vorzugsaktien keine asymmetrischen Stimmrechtsverteilungen möglich sind, ist nicht auszuschließen, dass eine solche Vorschrift zu einer relevanten Hürde wird.<sup>119</sup>

Da die Börsenzulassungsrichtlinie bereits heute Abweichungen von der 25 %-Hürde erlaubt, wäre ggf. zu prüfen, ob im Rahmen eines Verwaltungsaktes der BaFin den Börsenbetreibern nicht ein einfacher und transparenter Auslegungshinweis an die Hand gegeben werden könnte, der unter klar definierten Voraussetzungen eine rechtssichere Abweichung von § 9 BörsZulV erlaubt. Zu diesen Voraussetzungen könnte z.B. der Nachweis gehören, dass in Kooperation mit einem Designated Sponsor eine von der Aufsichtsbehörde zu definierende Mindestliquidität eingehalten wird.

Am Rande sei erwähnt, dass es neben einem Mindest-Free-Float auch eine Mindestgröße für eine Börsenzulassung gibt. Nach § 2 BörsZulV muss die Marktkapitalisierung der zuzulassenden Aktien mindestens 1,25 Mio. EUR betragen. Die Untergrenze gemäß Börsenzulassungsrichtlinie 2001/34/EG liegt bei 1 Mio. EUR. Zwar wird gelegentlich auch über die Notwendigkeit dieser Regelung diskutiert. Angesichts der wirtschaftlichen Kosten, die mit einem Börsengang verbunden sind, ist aber nicht davon auszugehen, dass diese Regelung ein relevantes Hindernis darstellt. Gleichzeitig gibt es aber auch keinen zwingenden Grund, warum man sich hier nicht an der im EU-Recht vorgegebenen Mindestschwelle orientieren sollte.

*Maßnahme 6: Reduktion der Free-Float-Regelung nach § 9 BörsZulV von 25 auf 10 %. Da dies nur vom europäischen Gesetzgeber verfügt werden kann, ist zu prüfen, inwieweit die bestehenden Ausnahmeregelungen durch eine transparente verwaltungsrechtliche Praxis abgemildert werden können. Zudem sollte die Mindestmarktkapitalisierung auf das nach EU-Recht vorgegebenen Mindestniveau von 1 Mio. EUR herabgesenkt werden.*

<sup>117</sup> Tatsächlich wurde gezeigt, dass es zwischen Free-Float und Liquidität eine positive Korrelation gibt; vgl. Ding/Zhong (2016), 'Free Float and Market Liquidity around the World', *Journal of Empirical Finance*, **38**, S. 236-257.

<sup>118</sup> Financial Conduct Authority (2021), Primary Markets Effectiveness Review, Konsultationspapier, S. 29 f., <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp21-21.pdf>.

<sup>119</sup> Es gibt auch andere Vorschläge zur Anpassung der Free-Float-Regelung. In einem neulich erschienenen Beitrag schlägt die Deutsche Börse AG vor, den Mindeststreubesitzanteil von 25 % auf absolut 350.000 Aktien abzuändern und gleichzeitig geografische Beschränkungen auf den EU- bzw. EWR-Raum aufzuheben. Siehe Deutsche Börse Group (2021), 'Strategien zur nachhaltigen Finanzierung der Zukunft Deutschlands', September, S. 59.

## IPO-Zulassungsverfahren

Von Unternehmensseite wird immer wieder die hohe Komplexität des Börsengangs als wesentliches Hindernis genannt. Diese Kritik bezieht sich insbesondere auf die Erstellung eines umfangreichen Prospekts, aber auch auf die mit dem Börsengang verbundenen Verwaltungsverfahren. Es zeigt sich, dass Prospekte mittlerweile einen durchschnittlichen Umfang von 400 Seiten haben, bei großen Emittenten sogar über 500. Und zudem gibt es große Unterschiede zwischen den einzelnen EU-Ländern. Deutschland scheint dabei etwa im Mittelfeld zu liegen.<sup>120</sup>

Soweit es um Prospekte bei der Zulassung an KMU-Wachstumsmärkte geht, hat der EU-Gesetzgeber bereits reagiert und in der Prospektverordnung ein entsprechend vereinfachtes sogenanntes Wachstumsprospekt eingeführt.<sup>121</sup> Eine Evaluierung der Wirkung dieser Maßnahme liegt bislang nicht vor.

Da der Prospekt ein unter haftungsrechtlichen Gesichtspunkten zentrales Dokument ist, berührt jeder Eingriff in denselben die Risikoverteilung der Investoren. Zudem zeigt sich im Vergleich der EU-Staaten, dass trotz eines einheitlichen Rechtsrahmens ein durchschnittlicher Prospekt in Italien mehr als 800 Seiten, in den Niederlanden aber weniger als 300 Seiten umfasst.<sup>122</sup>

Insoweit scheint die Komplexität der Prospekterstellung, aber auch die Komplexität der sonstigen mit einem Börsengang einhergehenden Verwaltungsprozesse, auch durch die gelebte Verwaltungspraxis bestimmt zu werden. Tatsächlich zeigen Interviews, dass Praktiker die Rolle der Aufsichtsbehörde im IPO-Prozess sehr unterschiedlich wahrnehmen.

Als Best-Practice-Beispiele gelten Schweden und Großbritannien sowie verschiedene Initiativen in anderen europäischen Ländern, die unter Abschnitt 4.1 bereits diskutiert wurde. Vor diesem Hintergrund sollte unter der Leitung der BaFin eine Task-Force IPO-Zulassungsverfahren mit Vertretern aller beteiligten Parteien, also BaFin, Berater, Börsen, Banken und Emittenten, eingesetzt werden. Diese könnte sich die genannten Best-Practice-Beispiele genauer ansehen und prüfen, ob daraus Maßnahmen für Deutschland abgeleitet werden können. Auch die in den USA eingeführte „testing-the-water“-Regelung, also eine informelle Ansprache der Investoren vor dem IPO, könnte dabei geprüft werden. Darauf aufbauend ließen sich dann in Gesprächen mit allen Beteiligten vermutlich Wege finden, um die Prozesse rund um einen Börsengang insgesamt zu verschlanken und für die Emittenten attraktiver zu machen.

*Maßnahme 7: Einsetzung einer Task-Force IPO-Zulassungsverfahren unter Führung der BaFin mit dem Ziel, in Gesprächen mit allen Beteiligten und durch die Auswertung von Best-Practice-Beispielen die Prozesse rund um den Börsengang zu verschlanken.*

## Anpassung der Preisspanne im Bookbuilding

Es ist bekannt, dass IPOs in Europa, und insbesondere auch in Deutschland, fast immer zu Emissionspreisen führen, die innerhalb der Bookbuildingspanne

<sup>120</sup> Vgl. hierzu Tabelle 3.1, S. 23.

<sup>121</sup> Verordnung (EU) 2017/1129 vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist. Konkretisiert wird diese Bestimmung in der Delegierten Verordnung (EU) 2019/980 der Kommission vom 14. März 2019.

<sup>122</sup> Vgl. hierzu Tabelle 3.1, S. 23.

liegen. In den USA ist dies deutlich anders.<sup>123</sup> Hieraus wurde gelegentlich abgeleitet, dass das Fehlen der Möglichkeit, außerhalb der Bookbuildingpreisspanne zu bepreisen, zu einem zusätzlichen Risiko bei Start-up-IPOs führen könnte, da die Preisfindung dort besonders schwierig ist.

Hierbei muss man allerdings zwei Aspekte berücksichtigen. Erstens ist unklar, ob eine solche Anpassung, wenn man sie überhaupt durchsetzen wollte, möglich wäre. Natürlich muss die Preisspanne im Prospekt festgelegt werden. Das heißt aber nicht, dass sie nicht geändert werden kann. Fraglich ist dabei nur, ob dann ein Nachtrag zum Prospekt nach Art. 23 EU-Prospektverordnung erforderlich ist oder nicht.

In Art. 18 der Delegierten Verordnung (EU) 2019/979 werden die Fälle, in denen ein Nachtrag zum Prospekt notwendig wird, präzisiert. Danach wäre nicht davon auszugehen, dass eine Abweichung von der Bookbuildingspanne eine Nachtragspflicht auslöst. Allerdings könnte man auch argumentieren, dass es sich hierbei um eine erhebliche Abweichung vom Prospekt handelt und daher unabhängig von dieser Rechtsvorschrift ein Nachtrag notwendig wäre. Sicherlich kommt es dabei im Einzelfall darauf an, ob eine mögliche Änderung der Preisspanne bereits im Prospekt angedeutet wird.

Hinzu kommt, dass in solchen Fragen die Einschätzung der BaFin eine wesentliche Rolle spielt und diese möglicherweise eine sehr strikte Auslegung des Prospektrechts verfolgt. Und schließlich darf man in diesem Zusammenhang auch zivilrechtliche Risiken und Usancen im Geschäftsverkehr nicht außer Acht lassen. Insoweit sind die Gründe, warum man bei IPOs in Deutschland kaum Abweichungen des Zuteilungspreises von der Bookbuildingspanne beobachtet, nicht einfach zu identifizieren.

Zweitens ist in der Literatur gezeigt worden, dass der Verzicht auf eine Anpassung jenseits der oberen Bookbuildingspanne auch als Ergebnis eines Gleichgewichtsmechanismus gesehen werden kann, bei welchem insgesamt der Preisfindungsprozess im IPO verbessert wird.<sup>124</sup> Dies hängt im Wesentlichen damit zusammen, dass mit einer solchen Festlegung die Anreize für institutionelle Investoren, im Rahmen des Bookbuildingprozesses private Informationen offen zu legen, steigen. Insoweit ist unklar, ob Unternehmen von einer höheren Flexibilität bei der Festsetzung des Zuteilungspreises auch Gebrauch machen würden.

Vor diesem Hintergrund wäre aus unserer Sicht zweierlei zu prüfen. Erstens müsste in Gesprächen mit Emittenten, Beratern und Banken erörtert werden, ob es bei der Festlegung des Zuteilungspreises tatsächlich einer größeren Flexibilität bedarf. Unter dieser Voraussetzung wäre dann zweitens zu klären, ob die aktuellen EU-rechtlichen Regelungen dem tatsächlich entgegenstehen oder ob dieses Ziel gegebenenfalls auch durch eine Auslegungspraxis seitens der BaFin zu erreichen wäre. Beide Fragestellungen könnten von der bereits nach der Handlungsempfehlung 7 einzusetzenden Task Force geklärt werden.

*Maßnahme 7a: Die gemäß Maßnahme 7 eingesetzte Task Force sollte auch prüfen, ob es bei der Festlegung des Zuteilungspreises einer größeren Flexibilität bedarf, insbesondere wenn es um Abweichungen desselben von der Bookbuildingspanne geht. Gegebenenfalls wäre zu prüfen, ob eine solche Flexibilität durch Auslegungspraxis von EU-Recht zu erreichen wäre, oder ob es Maßnahmen seitens des EU-Gesetzgebers bedarf.*

<sup>123</sup> Vgl. Jenkison et al. (2006), 'Why are European IPOs so rarely priced outside the indicative price range?', *Journal of Financial Economics*, **80**, S. 185-209.

<sup>124</sup> Vgl. ebenda für ein einschlägiges Modell.

#### 4.2.4 Verbesserung der Rahmenbedingungen für institutionelle Investoren

Es wurde bereits in Abschnitt 4.2.1 darauf hingewiesen, dass eines der zentralen Probleme in Deutschland die fehlende Tiefe des Kapitalmarktes, insbesondere des Aktienmarktes ist. Dort wurde auch darauf hingewiesen, dass dieser Zustand eine Folge unseres Systems der Altersvorsorge ist, in welchem eine private, kapitalgedeckte Vorsorge eine zu geringe Bedeutung hat. Dies wird zusätzlich dadurch verschärft, dass selbst dort, wo ein Kapitalstock aufgebaut wird, nur ein sehr kleiner Teil am Aktienmarkt angelegt wird und, dass davon ein noch kleinerer Anteil in kleine Unternehmen investiert wird.<sup>125</sup>

##### Vermögensallokation von institutionellen Investoren

Institutionelle Investoren verfolgen hierzulande eine ungewöhnlich konservative Anlagepolitik. Dies gilt sowohl in der betrieblichen als auch in der privaten Altersvorsorge. Mit ursächlich hierfür ist die Interaktion aus aufsichtsrechtlichen Regelungen mit bestimmten Leistungszusagen, insbesondere die Kombination aus Solvenzvorschriften und Zinsgarantien.

Vor diesem Hintergrund wäre zu prüfen, inwieweit für Teile der betrieblichen Altersversorgung die strengen versicherungsaufsichtsrechtlichen Solvenzvorschriften gelockert werden könnten, wie es heute schon bei Planvermögen im Rahmen der Direktversicherung (mit subsidiärer Weiterhaftung des Arbeitgebers) oder bei reinen Beitragszusagen der Fall ist. Damit im Zusammenhang steht auch die Frage, ob es für langfristige Altersvorsorgeverträge Zins- oder Leistungsgarantien braucht. Natürlich geht es dabei um komplexe Risiko-Renditeabwägungen, die hier nicht näher ausgeführt werden können. Die Tatsache allerdings, dass es in vielen Ländern Altersvorsorgeverträge mit mehr oder weniger stark eingeschränkten Leistungsgarantien gibt, man denke etwa an die sogenannten „defined contribution“-Pläne, zeigt, dass es rationale Gründe für einen solchen Verzicht gibt. Jedenfalls würde dadurch die Risikotragfähigkeit der Einrichtungen der privaten Altersvorsorge deutlich erhöht werden.

Da es hierbei um einen nicht unerheblichen Eingriff in das Versicherungsaufsichtsrecht geht, müsste dieser ausführlich geprüft werden. Dies gilt insbesondere für die für die Versicherten dabei entstehenden Risiken. Eine solche Prüfung liegt weit außerhalb des Rahmens der hier vorliegenden Studie. Daher soll hier lediglich ein Anstoß zur detaillierten Prüfung dieser Frage gegeben werden.

*Maßnahme 8: Entkoppelung der Kombination aus Solvenzvorschriften und Leistungsgarantien in der Altersvorsorge, so dass Anbieter von Altersvorsorgeprodukten eine deutlich höhere Risikotragfähigkeit hätten. Dies würde höhere Aktienquoten erlauben.*

##### Fonds und KMU-Wachstumsmärkte

Das Anlagespektrum von OGAW-konformen Fonds ist in § 193 ff. KAGB geregelt.<sup>126</sup> Diese Regelungen sind unübersichtlich und teilweise sprachlich nicht mehr in Einklang mit der allgemeinen Terminologie des EU-Kapitalmarktrechts. Dies führt zu Rechtsunsicherheit.

<sup>125</sup> Vgl. hierzu Abschnitt 3.1.1.

<sup>126</sup> Kapitalanlagegesetzbuch vom 4. Juli 2013, BGBl I S. 1981.

So dürfen Fonds grundsätzlich nur in Wertpapiere investieren, die an „Börsen“ oder „organisierten“ Märkten bzw. vergleichbaren Märkten in Drittländern gehandelt werden. Andernfalls ist die Anlage nach § 198 KAGB auf 10 % des Wertes des OGAW beschränkt. Die Unterteilung zwischen Börse und organisiertem Markt entspricht aber nicht dem in der MiFID II<sup>127</sup> verwendeten Dreiklang von geregelter Markt, multilateralem Handelssystem und organisiertem Handelssystem (Art. 4(1)(21)-(23) MiFID II), der in anderen zentralen Regelwerken wie der Marktmissbrauchsverordnung Anwendung findet. Wahrscheinlicher Grund ist, dass sowohl § 193 KAGB als auch die zugrunde liegende OGAW-IV Richtlinie<sup>128</sup> vor der Schaffung der MiFID II in Kraft getreten sind.

Die sprachliche Abweichung führt zu der Frage, ob KMU-Wachstumsmärkte „organisierte Märkte“ im Sinne von § 193 KAGB sind. Nach Art. 4(1)(12) MiFID II ist ein KMU-Wachstumsmarkt ein multilaterales Handelssystem, das bei der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörde einen entsprechenden Antrag stellt. Richtigerweise wäre solch ein Markt „organisiert“ im Sinne von § 193 KAGB.<sup>129</sup> Die sprachliche Fassung von § 193 KAGB führt aber zu Rechtsunsicherheit und zu der verbreiteten Auffassung, dass OGAW-Fonds nur bis zu 10 % ihres Wertes an KMU-Wachstumsmärkten investieren dürfen. Hier wäre eine Klärung der in § 193 KAGB verwendeten Begrifflichkeiten durch den Gesetzgeber wünschenswert.

Dabei muss man aber beachten, dass die generelle Öffnung von KMU-Wachstumsmärkten – oder ähnlicher Börsensegmente – für OGAW-konforme Fonds unter den aktuellen Rahmenbedingungen, insbesondere im Hinblick auf die tägliche Rücknahmeverpflichtung der Fondsanteile, keine große Bedeutung entfalten wird. Hierfür ist die Liquidität in diesen Aktien typischerweise zu gering, so dass ein Fonds kurzfristig nur unter Inkaufnahme hoher Preisabschläge aus seinen Investments aussteigen könnte.

Statt einer generellen Öffnung wäre auch zu überlegen, ob die in § 193 KAGB geregelte 10 %-Grenze angehoben wird. Dies ist jüngst im Rahmen des Fondsstandortgesetzes durch eine Änderung von § 284 Abs. 3 KAGB (Erhöhung auf 20 % für inländische Spezial-AIF<sup>130</sup> mit festen Anlagebedingungen) erfolgt. Dies müsste aber wohl auf EU-Ebene erfolgen, da die OGAW IV-Richtlinie insofern keine Möglichkeit der Abweichung vorsieht.

Folglich müsste hier wohl eine spezielle Fondskategorie geschaffen werden, welche hinsichtlich ihrer Rückgabeverpflichtungen eine etwas größere Flexibilität hat. Ob hierfür notwendigerweise der EU-Gesetzgeber die Initiative ergreifen müsste, oder ob in bestimmten Grenzen solche Erleichterungen auch durch den nationalen Gesetzgeber eingeführt werden könnten, ist eine rechtliche Frage, zu der wir keine finale Einschätzung abgeben können. Die besseren Gründe sprechen aber dafür, dass durch die OGAW IV-Richtlinie grundsätzlich eine Vollharmonisierung angestrebt wird, so dass ein nationaler Alleingang wohl nicht möglich ist.

Die Existenz solcher auf Wachstumsmärkte spezialisierter Fonds könnte zudem einen Ansatzpunkt für staatlich geförderte Ko-Finanzierungsangebote,

<sup>127</sup> Richtlinie 2014/65/EU vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente.

<sup>128</sup> Richtlinie 2009/65/EG vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW).

<sup>129</sup> Der Begriff 'organisierter Markt' nach § 193 KAGB ist deckungsgleich mit dem 'multilateralen Handelssystem' iSd MiFID II zu verstehen, siehe Maume/Kreutzmann/Hildebrandt (2020), Erwerb tokenisierter Wertpapiere durch OGAW-Fonds, in: BKR 2020, S. 622-628 (insb. S. 626). Der Grund für die sprachlichen Abweichung ist wohl in der Gesetzgebungsgeschichte der OGAW-IV-Richtlinie zu suchen.

<sup>130</sup> Alternative Investmentfonds sind Fonds welche, anders als die meisten klassischen Fonds, nicht aus Effekten, also z.B. Aktien oder Anleihen bestehen.

Fördermaßnahmen oder regulatorische bzw. steuerliche Anreize bieten. So könnten beispielsweise die bereits existierenden Förderinstrumente – wie z.B. HTGF DeepTech Future Fonds oder der Zukunftsfonds – dahingehend erweitert werden, dass auch gezielt in börsennotierte Wachstumsunternehmen investiert werden kann. Eine detaillierte Diskussion solcher Ansätze würde aber den Rahmen dieses Gutachtens sprengen.

*Maßnahme 9: Ergänzung bzw. Klarstellung des KAGB hinsichtlich der Möglichkeit, auf KMU-Wachstumsmärkten gehandelte Wertpapiere zu erwerben; Ergänzung des KAGB dergestalt, dass Fondstypen erlaubt werden, die schwerpunktmäßig in KMU-Wachstumsmärkten investieren können. Dabei wäre zu prüfen, ob letztere Maßnahme auch durch den nationalen Gesetzgeber auf den Weg gebracht werden könnte.*

### **Verbesserung der Rahmenbedingungen für SPACs**

Wir haben in Abschnitt 3.3 die Rahmenbedingungen für SPACs sowie ihre – zumindest in manchen Ländern – wachsende Popularität in den letzten Jahren dargestellt (Abschnitt 3.3.2). In Abschnitt 3.3.4 haben wir die Argumente diskutiert, warum nur wenige von diesen SPAC-Börsengängen in Deutschland stattgefunden haben. Allerdings konnten hier gerade nur bedingt gesellschafts- oder kapitalmarktrechtlichen Ursachen für diese Unterschiede identifiziert werden.

Insoweit ist es auch schwierig, eine auf SPACs zugeschnittene Maßnahme zu identifizieren, selbst wenn man der Meinung wäre, dass eine höhere IPO-Aktivität in diesem Bereich wünschenswert wäre. Dennoch sollten die spezifischen Probleme, insbesondere auch im Zusammenhang mit dem Rechtsvollzug und der Praxis des Zulassungsverfahrens, nicht außer Acht gelassen werden. Zudem gibt es aus der Praxis Vorschläge, wonach die Etablierung eines spezifischen SPAC-Investitionsvehikels, etwa nach dem Vorbild der REIT-AG, ein Ansatz zur Belebung dieses Marktes sein könnte.<sup>131</sup>

Diesen Vorschlägen könnte durch ein Konsultationsverfahren der BaFin, bei welchem alle Stakeholder die Möglichkeit haben, auf die aus ihrer Sicht relevanten Probleme hinzuweisen, auf den Grund gegangen werden. Danach kann entschieden werden, ob, und ggf. welche konkreten Maßnahmen zu ergreifen sind.

*Maßnahme 10: Durchführung eines Konsultationsverfahrens durch die BaFin zur Frage, welche konkreten Hinderungsgründe, insbesondere im Zusammenhang mit dem Vollzug von EU-Kapitalmarkt und der Praxis der Börsenzulassung, es für SPAC-IPOs derzeit gibt.*

### **Research bei Start-up IPOs**

Das Fehlen einer hinreichenden Zahl von Finanzanalysten, die kleinere Unternehmen bzw. Start-ups während und nach ihren IPO regelmäßig beobachten und Berichte erstellen, wurde immer wieder als eine zentrale Herausforderung dieser Unternehmen genannt, für institutionelle Investoren ein attraktives Anlageziel zu sein. Obwohl die Diskussion darüber schon alt ist, wurde sie mit der Einführung der MiFID II<sup>132</sup> und der damit verbundenen Vorschrift, dass Analysetätigkeit und die Ausführung von

<sup>131</sup> Ein solcher Vorschlag findet sich in Deutsche Börse Group (2021), 'Strategien zur nachhaltigen Finanzierung der Zukunft Deutschlands', September, S. 59.

<sup>132</sup> Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente vom 15. Mai 2014.

Wertpapiergeschäften wirtschaftlich getrennt werden müssen (unbundling), neu entfacht.

Mittlerweile hat die Kommission einen Vorschlag gemacht, für kleinere Unternehmen die Regelungen zum Unbundling wieder außer Kraft zu setzen. Diese Änderungen an MiFID II wurden am 26. Februar 2021 im Amtsblatt der EU veröffentlicht und heben die Entflechtungsanforderungen für die Analyse von Emittenten mit einer Marktkapitalisierung von höchstens 1 Mrd. EUR auf.<sup>133</sup> Wie in Abschnitt 3.2.1 erläutert, werden die Auswirkungen von MiFID II auf die Bereitstellung von Research für KMU in der Literatur nicht einheitlich bewertet. Unabhängig von den unterschiedlichen empirischen Ergebnissen ist klar, dass die MiFID II-Vorschriften (obwohl sie die Bedenken hinsichtlich problematischer Anreize ausräumen sollen) ein möglicherweise bedeutendes Marktversagen in Bezug auf KMU-Research nicht beheben.

Vor diesem Hintergrund bleiben derzeit vor allem die Börsen und die liquiditätsbereitstellenden Makler (Specialists, Designated Sponsors), die einen Anreiz haben sollten, für eine verbesserte Research-Aktivität zu sorgen. Denn sie profitieren unmittelbar davon, wenn neue institutionelle Investoren durch leicht verfügbare Aktienanalysen für diesen Markt gewonnen werden. Entsprechend gibt es heute Modelle, bei denen die Betreiber (z.B. Deutsche Börse) oder die Makler (z.B. AIM Italia) in bestimmten Grenzen für dieses Research bezahlen bzw. dieses selber bereitstellen.

Möglicherweise könnten diese Aktivitäten durch einen leichteren Zugang zu Unternehmensdaten unterstützt werden, wie man ihn etwa aus der von der SEC betriebenen Edgar-Database in den USA kennt. Dies würde die Kosten für die Erstellung von Research-Berichten senken und damit möglicherweise das Aufkommen neuer Wettbewerber fördern. Die Kommission hat vor wenigen Monaten ein Konsultationsverfahren zur Etablierung eines European Single Access Point (ESAP) durchgeführt. Es handelt sich hierbei um eine aus den Zielsetzungen der Kapitalmarktunion abgeleitete Maßnahme, mit der die Bereitstellung von unternehmensspezifischen Finanz- und Nachhaltigkeitsinformationen verbessert werden soll.

Vor diesem Hintergrund muss man festhalten, dass die faktische Kenntnis des Problems derzeit zu gering ist, als dass man daraus konkrete Handlungsempfehlungen ableiten könnte. Wir schlagen daher vor, dass zuerst das faktische Wissen um die Verfügbarkeit von KMU- bzw. Start-up-spezifischem Research und die Existenz eines eventuellen Marktversagens im Rahmen einer Studie überprüft wird.

*Maßnahme 11: Die Bundesregierung sollte prüfen, inwieweit die elektronische Bereitstellung von Daten von börsennotierten Unternehmen unter Berücksichtigung einschlägiger Aktivitäten auf EU-Ebene verbessert werden kann. Darüber hinaus sollten die Aktivitäten der Börsenbetreiber und Market Maker zur Finanzierung von KMU- bzw. Start-up-spezifischem Research genau beobachtet werden. Unter Berücksichtigung der Erfahrungen mit dem Rebundling von KMU-spezifischem Research wäre zu prüfen, ob diese Aktivitäten durch finanzielle Anreize verbessert werden könnten.*

<sup>133</sup> Richtlinie (EU) 2021/338 des europäischen Parlaments und des Rates vom 16. Februar 2021 zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU.

#### **4.2.5 Weitere Maßnahmen**

Das fehlende Ökosystem für Aktienmärkte hierzulande spiegelt sich auch darin wider, dass diese trotz ihrer gesamtwirtschaftlichen Bedeutung auf politischer Ebene nur sehr wenig Aufmerksamkeit erfahren. Dabei gibt es auf fachlicher Ebene durchaus ein Bewusstsein dafür, welche wichtige Rolle diese Märkte für die Unternehmens- und Innovationsfinanzierung, die Altersvorsorge und die Finanzmarktstabilisierung spielen. Hinzu kommt die Tatsache, dass diese Märkte eine nicht unerhebliche Zahl hochqualifizierter Arbeitsplätze sichern. Das Projekt der Kapitalmarktunion kann als ein Beleg für diese Behauptung gewertet werden.

Bemerkenswert ist, dass zwar Standortinteressen in einem gewissen Rahmen von einigen Finanzplatzinitiativen verfolgt werden. Eine breitere politische Aufmerksamkeit für Kapitalmärkte gibt es hierzulande aber nicht. Daher stellt sich die Frage, ob sich eine solche in einem bestimmten Rahmen institutionell herstellen ließe. Eine Möglichkeit dies zu erreichen bestünde darin, die Bundesregierung zur Abgabe eines jährlichen Berichts zur Lage der Kapitalmärkte zu verpflichten. Damit würden Kapitalmärkte zum einen stärker in den Fokus des politischen Diskurses gerückt werden. Und zum anderen würden sie auch eine stärkere Aufmerksamkeit in der Öffentlichkeit erfahren. In Großbritannien scheint man damit jedenfalls gute Erfahrungen gemacht zu haben.

<p><i>Maßnahme 12: Jährlicher Fortschrittsbericht der Bundesregierung zur Lage der Kapitalmärkte in Deutschland.</i></p>
--

### 4.3 Schematische Übersicht zu den Handlungsoptionen

Tabelle 4.1 Übersicht zu den Handlungsempfehlungen

Maßnahme	Zuständigkeit			zeitliche Perspektive		
	EU	Bund <sup>1</sup>	BaFin	kurz	mittel	lang
1. Altersvorsorge		x				x
2. nachgelagerte Besteuerung		x		x	(x)	
3. Mehrfachstimmrechtsaktien		x			x	
4. Token-basierte Aktie		x			x	
5. Studie zu Compliance-Kosten der MAR		x		x		
6. Reduktion des Mindest-Free-Float	(x)		x	x		
7. Task-Force IPO-Zulassungsverfahren			x	x		
7a. Prüfung Flexibilität bzgl. Bookbuildingrange		x	x	x		
8. Erhöhung der Risikotragfähigkeit von institutionellen Investoren		x				x
9. Neue Fondstypen für KMU-Wachstumsmärkte	x	x			x	
10. Konsultation der BaFin zu SPACs			x	x		
11. Studie zu KMU-Research		x		x		
12. Fortschrittsbericht zum Aktienmarkt		x		x		

Anmerkungen: <sup>1</sup> Bundesregierung und Bundesgesetzgeber.

Quelle: Eigene Darstellung.

[www.oxera.com](http://www.oxera.com)