

STUDIEN DES DEUTSCHEN AKTIENINSTITUTS

BÖRSENGANG UND BÖRSENNOTIZ AUS SICHT KLEINER UND MITTLERER UNTERNEHMEN

ERGEBNISSE EINER UMFRAGE
BEI KMUs
UND KAPITALMARKTEXPERTEN



Herausgeber: Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main
www.dai.de

In Kooperation mit: Berenberg
Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
www.berenberg.de

Deutsche Bank AG
Taunusanlage 12
60325 Frankfurt am Main
www.db.com/de

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

Goldman Sachs AG
Friedrich-Ebert-Anlage 49
60308 Frankfurt am Main
www.goldmansachs.com

**BÖRENGANG UND BÖRENNOTIZ AUS SICHT KLEINER UND
MITTLERER UNTERNEHMEN – ERGEBNISSE EINER UMFRAGE
BEI KMUs UND KAPITALMARKTEXPERTEN**



INHALT

Das Wichtigste im Überblick	6
Einleitung: Die Finanzierung über die Börse stärken	10
1. Zielsetzung und Design der Umfrage	12
2. Die Chancen der Wachstumsfinanzierung über die Börse	14
2.1. Einschätzungen der Unternehmen	14
2.2. Einschätzungen der Kapitalmarktexperten	15
3. Herausforderungen einer Börsennotiz	16
3.1. Einschätzungen der Unternehmen	16
3.2. Einschätzungen der Kapitalmarktexperten	17
4. Die Kosten der Börsennotiz.	19
4.1. Einschätzungen der Unternehmen	19
4.2. Einschätzungen der Kapitalmarktexperten	20
5. Wie kann die Finanzierung über die Börse erleichtert werden?	21
5.1. Bereits existierende Maßnahmen – Einschätzungen der Unternehmen	21
5.2. Bereits existierende Maßnahmen – Einschätzungen der Kapitalmarktexperten	23
5.3. Bislang nur diskutierte Maßnahmen – Einschätzungen der Unternehmen	25
5.4. Bislang nur diskutierte Maßnahmen – Einschätzungen der Kapitalmarktexperten	26
5.5. Stärkung der Aktienkultur – Einschätzungen der Unternehmen	27
5.6. Stärkung der Aktienkultur – Einschätzungen der Kapitalmarktexperten	28
6. Drei Empfehlungen für mehr Börsengänge in Deutschland.	29

Das Wichtigste im Überblick

In den letzten Jahren hat die Zahl der Börsengänge und der börsennotierten Unternehmen in Deutschland stetig abgenommen. Die Börse als ein wichtiges Finanzierungsinstrument für Wachstum, Innovation und Beschäftigung verliert offensichtlich an Attraktivität. Mehr Börsengänge sind dringend erforderlich, um insbesondere den technologischen Wandel in Deutschland zu finanzieren. Unterschiedliche Initiativen auf EU- und auf nationaler Ebene haben konsequenterweise zum Ziel, die Rahmenbedingungen so zu optimieren, dass sich beispielsweise auch kleinere, schnell wachsende Technologieunternehmen wieder besser über die Börse finanzieren können. Dazu gehören etwa das Projekt „Kapitalmarktunion“ der Europäischen Kommission sowie der Roundtable zum Börsengang von jungen Wachstumsunternehmen, initiiert durch das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie in Deutschland.

Die vorliegende Studie greift diese Problematik auf. Basierend auf einer Umfrage unter kleineren börsennotierten Unternehmen gibt sie Antworten auf folgende Fragen: Was sind die Vorteile der Börsennotiz? Welche Faktoren erschweren die Börsennotiz? Wie beurteilen die Umfrageteilnehmer bereits vorliegende Vorschläge, die die Rahmenbedingungen der Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen (KMUs) über die Börse verbessern sollen?

Die Einschätzungen der Unternehmen wurden mit den persönlichen Erfahrungen von Kapitalmarktexperten aus Kapitalverwaltungsgesellschaften, Industrie- und Handelsunternehmen, Banken sowie weiteren Dienstleistern im Rahmen einer zweiten Befragung verglichen und validiert.

Die wichtigsten Ergebnisse der Studie sind:

- Ein wesentlicher **Vorteil** der Wachstumsfinanzierung über die Börse ist, dass der Bekanntheitsgrad sowie die Reputation des Unternehmens und seiner Produkte erhöht werden. Außerdem werden Anschlussfinanzierungen erleichtert, was wiederum die Unabhängigkeit von anderen Kapitalgebern in der Unternehmensfinanzierung fördert. Dazu passt, dass mehr als zwei Drittel der antwortenden Unternehmen nach ihrem Börsengang mindestens eine Kapitalerhöhung durchgeführt haben. Der Börsengang bildet also die Basis für eine dauerhafte und wiederholte Stärkung sowohl der Eigen- als auch der Fremdkapitalbasis, die für unternehmerisches Wachstum genutzt werden kann. Tatsächlich berichtet die Mehrheit der an der Umfrage teilnehmenden Unternehmen, dass sie ihren Umsatz nach dem Börsengang um mehr als 50 Prozent steigern konnten; 42 Prozent haben zudem die Zahl der Arbeitsplätze um mehr als die Hälfte erhöht. Das ist deutlich mehr als der Anstieg der Beschäftigtenzahlen aller deutschen Unternehmen in einem vergleichbaren Zeitraum.

- Die größte **Herausforderung** kleiner und mittlerer Unternehmen ist für mehr als die Hälfte der antwortenden Unternehmen die geringe Liquidität ihrer Aktien an der Börse. Damit korrespondiert der Wunsch, dass institutionelle Investoren und Analysten mehr Interesse zeigen. Die Kapitalmarktexperten konstatieren zudem, dass kleine und mittlere Unternehmen Probleme haben, Investoren mit einer entsprechenden Branchenexpertise zu finden. Außerdem sehen sie eine zu geringe Zahl an Emissionsbanken, die Neuemissionen mit einer voraussichtlichen Marktkapitalisierung von weniger als 100 Millionen Euro begleiten. Investoren und Emissionsbanken sind aber wichtige Bestandteile des Ökosystems Börse, dessen Funktionsfähigkeit wiederum Grundvoraussetzung für eine erfolgreiche Börsennotiz ist. Dagegen ist aus Sicht der Kapitalmarktexperten die Höhe der Unternehmensbewertungen bei Börsengängen an deutschen Handelsplätzen kein Nachteil gegenüber ausländischen Handelsplätzen.
- Die verschiedenen **Regularien** zu erfüllen, die mit der Finanzierung über die Börse verbunden sind, ist für mehr als die Hälfte der Unternehmen mit signifikanten Kosten verbunden. Insbesondere die **IFRS-Bilanzierung** stellt eine hohe Kostenbelastung dar. Diese betrifft aber nur Unternehmen des regulierten Marktes. **Berichtspflichten**, die im Rahmen des Jahres- oder Halbjahresabschlusses anfallen, liegen mit Blick auf die Kostenbelastung auf Platz zwei. Etwas geringer, aber keinesfalls unbedeutend werden die Kosten zur Erfüllung der **Mitteilungspflichten**, wie etwa Ad-hoc-Meldungen, sowie der Anforderungen an die **Corporate Governance** eingeschätzt. Letztere betreffen ebenfalls größtenteils nur Emittenten des regulierten Marktes.¹ Der gesamte Aufwand zur Erfüllung der regulatorischen Pflichten wird von fast zwei Dritteln der Umfrageteilnehmer auf 100.000 bis 500.000 Euro pro Jahr eingeschätzt. Für die überwiegende Mehrheit der Unternehmen des Freiverkehrs fallen jährliche Kosten von 50.000 bis 250.000 Euro an.
- Die Auswirkungen bereits umgesetzter **Maßnahmen zur Erleichterung des Zugangs zum Kapitalmarkt** werden von den Umfrageteilnehmern unterschiedlich beurteilt. Positiv gesehen werden Maßnahmen der Handelsplatzbetreiber wie die direkte Teilnahmemöglichkeit von Privatanlegern bei der Zeichnung von Aktien, Börsensegmente für KMUs wie Scale oder m:access, ein KMU-Börsenindex oder die zentrale Bereitstellung von Research durch die Börsenbetreiber.
- Gegenüber den bisherigen **Maßnahmen des Gesetzgebers** herrscht aber große Skepsis bis Ablehnung. Dazu gehört die Einführung einheitlicher Rahmenbedingungen für sogenannte **EU-KMU-Wachstumsmärkte**, die von den Umfrageteilnehmern äußerst zurückhaltend beurteilt werden. Das Ziel des EU-Gesetzgebers, mit diesem Konzept die Börsennotiz kleiner und mittlerer Unternehmen zu erleichtern, wurde bislang nicht erreicht. Die Erweiterung der **Marktmissbrauchsverordnung** auf Freiverkehrsegmente wie Scale oder m:access und das Verbot der kostenlosen Bereitstellung von **Research** durch den Broker erschweren nach Meinung der Umfrageteilnehmer die Börsennotiz kleiner und mittlerer Unternehmen sogar.

¹ Sowohl die Entsprechenserklärung für den Deutschen Corporate Governance Kodex als auch die gesetzlichen Pflichten zur Corporate Governance, etwa zur Vorstandsvergütung, sind grundsätzlich nur von börsennotierten Unternehmen des regulierten Marktes zu beachten. Die Pflicht trifft aber auch Emittenten, die andere Wertpapiere, wie zum Beispiel Anleihen, zum Handel an einem organisierten Markt ausgegeben haben, wenn gleichzeitig ihre Aktien auf ihre Veranlassung hin im Freiverkehr gehandelt werden.

- Die bereits verabschiedeten gesetzlichen Maßnahmen wie der EU-KMU-Wachstumsmarkt müssen aus Sicht der Umfrageteilnehmer um weitere ergänzt werden, um die Finanzierung über die Börse wesentlich zu erleichtern. Ein Teil der antwortenden Unternehmen und Kapitalmarktexperten regt beispielsweise eine **generelle Prospektfreiheit bei Sekundäremissionen** an. Allerdings wird dies auch – mit Blick auf die Transparenzbedürfnisse von Investoren – kritisch gesehen.
- Als zielführend werden die **Stärkung der direkten und indirekten Aktienanlage unter privaten Anlegern** sowie die **Erhöhung der Reputation von Kapitalmarkt und Börse in der Öffentlichkeit** angesehen. Um das Vermögen privater Anleger stärker für die Aktienanlage zu mobilisieren, werden überwiegend die aktienbasierte **Altersvorsorge** und eine **Verringerung der steuerlichen Diskriminierung von Eigen- gegenüber Fremdkapital** als hilfreich eingestuft.

Aus den Ergebnissen der Studie lassen sich verschiedene **Handlungsempfehlungen** für den Gesetzgeber ableiten.

1. Kapital für Börsengänge über die Altersvorsorge mobilisieren

Die Umfrageteilnehmer plädieren insbesondere für eine **Stärkung der Aktienkultur** bei privaten Anlegern über den Weg der kapitalgedeckten Altersvorsorge. Der vermehrte Einsatz von Aktien in der deutschen Altersvorsorge löst das von den Umfrageteilnehmern angesprochene Problem, dass die Zahl der institutionellen Investoren in Deutschland mit Interesse an kleinen und mittleren Unternehmen deutlich ausbaufähig ist. Andere Länder wie die USA oder Schweden zeigen, dass die stärkere Nutzung von Aktien in der Altersvorsorge und dem langfristigen Vermögensaufbau auch die Finanzierung von KMUs über Börsengänge erleichtert. Damit werden die enormen Wachstumschancen genutzt, aber auch die größeren Risiken gut diversifiziert. Dieses Potenzial muss auch in Deutschland durch anreizgerechte Rahmenbedingungen gehoben werden. Dazu gehört insbesondere eine explizite Aktienförderung in der Altersvorsorge.

2. Finanzierung über die Börse entbürokratisieren

Weiterhin gehören die aktuellen regulatorischen Rahmenbedingungen auf den Prüfstand. Ziel muss eine Entbürokratisierung von Börsengang und Börsennotiz bei angemessenem Anlegerschutz sein. Generell zeigt die Studie, dass die Umsetzung der umfassenden Regeln von Börsengang und Börsennotierung mit einem beträchtlichen, teilweise bürokratischen Aufwand verbunden ist, der gerade für KMUs nicht verhältnismäßig ist. Zur Erhöhung des Aufwands hat insbesondere die Erweiterung der Marktmissbrauchsverordnung auf Freiverkehrssegmente geführt, mit der Folge, dass unter anderem die Pflicht zu Ad-hoc-Mitteilungen und die detaillierten und komplexen Veröffentlichungen von Wertpapiergeschäften des Managements (Managers' Transactions-Meldungen²) nunmehr auch für diese gelten. Die zahlreichen Auslegungsschwierigkeiten machen die Anwendung dieser Anforderungen äußerst schwierig. Es sollte daher den Börsenbetreibern für die Segmente des Freiverkehrs weiterhin möglich sein, im Interesse der Emittenten und Investoren angemessene und an den besonderen Bedürfnissen der KMU ausgerichtete Transparenzanforderungen festlegen zu können. Ferner müssen verbliebene

² Mit der Überarbeitung der Marktmissbrauchsregulierung wurde der Begriff „Directors' Dealings“ in „Managers' Transactions“ geändert.

Möglichkeiten der Differenzierung zwischen reguliertem Markt und Freiverkehr erhalten bleiben. Dazu zählt insbesondere auch die Möglichkeit, nach nationalen Rechnungslegungsstandards – wie dem HGB – bilanzieren zu können.

Begrüßenswert ist, dass die Europäische Kommission eine entsprechende Auswirkungsstudie mit Fokus auf kleine und mittlere Unternehmen plant. Grundsätzlich muss aber gelten, dass Regulierungen, die generell keinen Mehrwert für den Anlegerschutz bieten, für alle Unternehmen unabhängig von ihrer Größe überdacht werden müssen. Dazu gehört beispielsweise eine deutliche Entschlackung der Anforderungen an die Prospekterstellung bei Sekundäremissionen.

3. Reputation der Börse in Politik und Öffentlichkeit stärken

Schließlich ist es ein besonderes Anliegen der Umfrageteilnehmer, das **Ansehen einer Börsennotiz** zu verbessern. Es ist daher sinnvoll, dass auch die Unternehmen selbst die Chancen der Finanzierung über die Börse in der Öffentlichkeit stärker herausstellen. Und auch die Politik sollte den Nutzen eines funktions- und leistungsfähigen Kapitalmarktes für die gesamte Volkswirtschaft – also einschließlich der Arbeitnehmer, Konsumenten und Anleger – anerkennen und entsprechende Maßnahmen zu seiner Stärkung ergreifen.

Einleitung: Die Finanzierung über die Börse stärken

Die Börse ist ein ideales Instrument zur Finanzierung von Wachstum, Beschäftigung und Innovation. Allerdings hat die Attraktivität der Eigenkapitalbeschaffung über die Börse in den letzten Jahren nachgelassen. Gerade einmal 89 Unternehmen, davon lediglich 57 aus Deutschland, sind im Zeitraum von Anfang 2010 bis Dezember 2017 in Deutschland an die Börse gegangen.³ Pro Jahr sind dies im Durchschnitt insgesamt knapp zehn Unternehmen, was deutlich unter dem Niveau vor der Finanzkrise mit rund 139 in den Jahren 2005 bis 2007 liegt und weit entfernt ist von der Zahl der Börsengänge in anderen Ländern wie den USA. Außerdem ist die Zahl der an der Frankfurter Wertpapierbörse notierten deutschen Unternehmen im Prime und General Standard von 605 Anfang 2010 auf 407 im Dezember 2017 gesunken.⁴ Jedes dritte Unternehmen hat also in diesem Zeitraum die Börse verlassen.

Damit hat die Börse als eine Säule der Unternehmensfinanzierung in den vergangenen Jahren weiter an Bedeutung eingebüßt und droht ihre volkswirtschaftliche Rolle als Wachstums- und Beschäftigungsmotor zu verlieren. Unter anderem scheinen ungünstige Rahmenbedingungen ein wesentlicher Grund dafür zu sein, dass die Aufnahme von Eigenkapital über einen Börsengang weniger attraktiv ist. Deshalb sind politische Maßnahmen gefordert, die der Börsennotiz neuen Schwung verleihen. In diesem Sinne soll die Initiative der Europäischen Kommission zur Implementierung einer Kapitalmarktunion wirken, die unter anderem zum Ziel hat, den Börsengang kleiner und mittlerer Unternehmen zu erleichtern.⁵ Auf nationaler Ebene hat der Roundtable zum Börsengang von jungen Wachstumsunternehmen, der vom damaligen Bundeswirtschaftsminister Sigmar Gabriel einberufen wurde, im September 2015 seinen Abschlussbericht mit zahlreichen Empfehlungen vorgelegt.⁶ Auch das Deutsche Aktieninstitut hat 2014 Anregungen zur Stärkung des Börsengangs veröffentlicht,⁷ die 2015⁸ und 2017⁹ jeweils aktualisiert wurden.

Vorschläge, wie die Attraktivität der Börsennotiz erhöht werden kann, liegen also vor. Einige davon wurden bereits Anfang 2018 umgesetzt, wie etwa der EU-regulierte KMU-Wachstumsmarkt. Bei diesem handelt es sich um einen vom EU-Gesetzgeber geschaffenen Regulierungsrahmen für Börsensegmente von kleinen und mittleren Unternehmen insbesondere mit einer Marktkapitalisierung bis zu 200 Millionen Euro.

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

⁴ Siehe Deutsche Börse AG: Monatsstatistik Kassamarkt.

⁵ Siehe European Commission: Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan, Brüssel 2017, S. 11f.

⁶ Siehe Round Table bei Bundesminister Sigmar Gabriel: Mehr Börsengänge von jungen Wachstumsunternehmen in Deutschland, Abschlussbericht der Arbeitsgruppen, September 2015, sowie den im Juli 2017 veröffentlichten Fortschrittsbericht.

⁷ Siehe Deutsches Aktieninstitut: Wachstumsmotor Börse stärken: Kapital mobilisieren – Regulierung entschlacken, Dezember 2014.

⁸ Siehe Deutsches Aktieninstitut: Wachstumsfinanzierung über die Börse stärken – Empfehlungen des von Bundesminister Gabriel einberufenen Round Table IPO umsetzen, Dezember 2015.

⁹ Siehe Deutsches Aktieninstitut: Den Börsengang in Deutschland stärken. Fünf Handlungsempfehlungen, die mit Priorität verfolgt werden sollten, März 2017.

Für die weitere Implementierung von Maßnahmen zur Stärkung der Börsennotiz ist daher eine konkrete Einschätzung der direkt Betroffenen hilfreich. Diese wird in der vorliegenden Studie dargestellt. In einer Umfrage wurden Finanzvorstände bzw. IR-Verantwortliche aus kleinen und mittleren börsennotierten Unternehmen zu dem Thema Chancen und Herausforderungen der Finanzierung über die Börse befragt. Um die Aussagen zu validieren, wurde parallel die persönliche Meinung von Kapitalmarktexperten aus Banken, Kapitalverwaltungsgesellschaften und Industrie- und Handelsunternehmen herangezogen.

Die Studie ist wie folgt aufgebaut:

- Der *erste Abschnitt* gibt einen Überblick über die Zielsetzung der Studie und das Umfragedesign.
- Die *Abschnitte zwei bis vier* behandeln die Antworten der Umfrageteilnehmer zu den Chancen, Herausforderungen und Kosten der Finanzierung über die Börse. Diese grundlegende Analyse zeigt den betriebswirtschaftlichen und volkswirtschaftlichen Nutzen der Börse auf und legt die Herausforderungen kleiner und mittlerer Unternehmen bei der Börsennotierung sowie die damit verbundenen Kosten für die Compliance mit den unterschiedlichen Kapitalmarktregeln dar.
- Der *fünfte Abschnitt* gibt die Einschätzung der Umfrageteilnehmer zu den Auswirkungen unterschiedlicher bereits beschlossener Regulierungen, Maßnahmen und Instrumente auf die Attraktivität von Börsengang sowie Börsennotierung wieder. Dabei wird auch die Frage gestellt, ob hierüber hinaus weitere Maßnahmen notwendig sind.
- Der *sechste Abschnitt* beschreibt die Handlungsempfehlungen auf Basis der Studienergebnisse.

1. Zielsetzung und Design der Umfrage

Im Sommer 2017 wurden 475 börsennotierte Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von weniger als einer Milliarde Euro insbesondere aus dem Prime und General Standard der Frankfurter Wertpapierbörse sowie aus Freiverkehrssegmenten wie Scale der Deutschen Börse und m:access der Börse München in Form eines Online-Fragebogens angeschrieben. 61 Unternehmen haben geantwortet, was einer Rücklaufquote von 13 Prozent entspricht. Davon stammen 38 Prozent aus dem Freiverkehr und 62 Prozent sind im regulierten Markt notiert. Zwei Drittel der befragten Unternehmen hat eine Marktkapitalisierung unter 250 Millionen Euro.

Die angeschriebenen Unternehmen wurden weitgehend anhand von Daten aus dem Hoppenstedt-Aktienführer ermittelt. Dabei wurden nur Unternehmen angeschrieben, für die sich ein Ansprechpartner mit einer entsprechenden E-Mail-Adresse aus dem Vorstandsressort Finanzen oder dem Bereich Investor Relations ermitteln ließ.

Was die Repräsentativität des Rücklaufs angeht, zeigt sich eine leichte Verzerrung zugunsten größerer Unternehmen, da diese über mehr Ressourcen für die Beantwortung eines Fragebogens verfügen.¹⁰ Bei der Interpretation der Ergebnisse wird diese Verzerrung berücksichtigt. Bei Fragen, bei denen eine Differenzierung sinnvoll ist, wird das Antwortverhalten getrennt voneinander ausgewertet.

Parallel zu den börsennotierten Gesellschaften wurden in einer zweiten Umfrage Kapitalmarktexperten zum gleichen Thema befragt. Sie kommen aus Kapitalverwaltungsgesellschaften, Beteiligungsgesellschaften, Versicherungsunternehmen, Banken, größeren Industrie- oder Handelsunternehmen, Anwaltskanzleien, von Handelsplatzbetreibern, sonstigen Dienstleistern wie IR-Agenturen, unabhängigen Corporate-Finance-Beratungen oder Analysehäusern sowie aus der Wissenschaft und den Medien. Im Vordergrund stand dabei nicht die Unternehmenssicht, sondern die persönliche Expertenmeinung. Die Antworten der Experten dienen der Validierung sowie breiteren Abstützung der Antworten der Unternehmensvertreter aus der ersten Befragung.

¹⁰ Bei dieser Analyse wurden die Daten aus dem Rücklauf mit den Daten aus dem Hoppenstedt-Aktienführer verglichen. Gerade bei den Größenklassen von weniger als 25 Millionen Euro und mehr als 500 Millionen Euro Marktkapitalisierung ergaben sich Unterschiede von rund 10 Prozentpunkten.

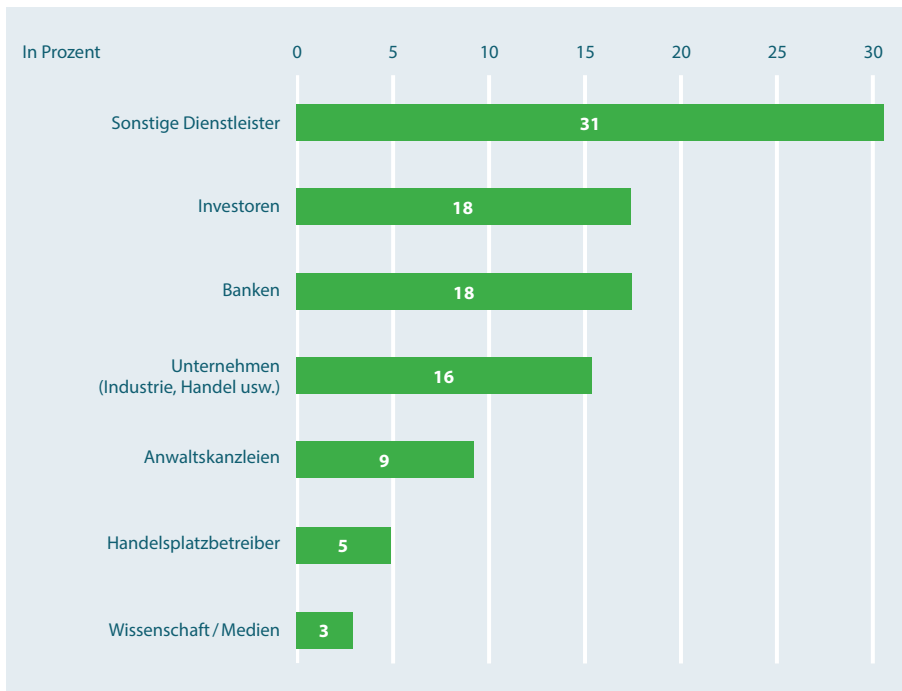


Abbildung 1: Rücklauf der Expertenumfrage

Insgesamt haben 96 Experten an der Umfrage teilgenommen, weitgehend aus dem Bereich der sonstigen Dienstleister, von Banken und von Investorensseite, von Industrie- und Handelsunternehmen sowie Anwaltskanzleien (siehe Abbildung 1).

2. Die Chancen der Wachstumsfinanzierung über die Börse

2.1. EINSCHÄTZUNGEN DER UNTERNEHMEN

In der Regel bietet die Wachstumsfinanzierung über einen Börsengang eine Reihe von Chancen, die in Abbildung 2 aufgelistet sind. Die börsennotierten Unternehmen, die sich an der Umfrage beteiligt haben, halten drei Aspekte für besonders vorteilhaft: Die Steigerung des Bekanntheitsgrads bzw. der Reputation des Unternehmens und seiner Produkte, die Stärkung der Finanzierungsfähigkeit über Kapitalerhöhungen und die größere Unabhängigkeit in der Unternehmensfinanzierung. Alle drei Aspekte wurden jeweils von rund 60 Prozent der Unternehmen mit „trifft zu“ beantwortet.

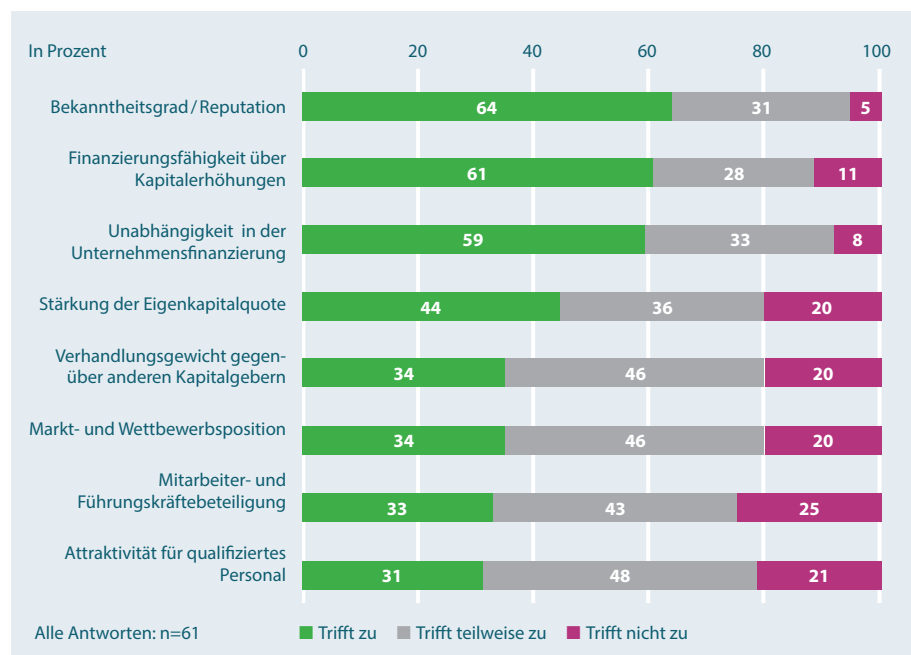


Abbildung 2: Chancen der Finanzierung über die Börse

Interessant ist, dass fast zwei Drittel der Freiverkehrsemittenten mit der Börsennotiz ihren Bekanntheitsgrad bzw. die Reputation ihres Unternehmens steigern wollen, während dieses Motiv nur von 40 Prozent der Unternehmen aus dem regulierten Markt genannt wurde.

Kapitalerhöhungen spielen für die Umfrageteilnehmer eine wichtige Rolle bei der Entscheidung „Pro Börsengang“. So sind viele Unternehmen an der Börse notiert, um wiederholend über Kapitalerhöhungen (Sekundäremissionen) Eigenkapital aufnehmen zu können und auf diese Weise Wachstum und Beschäftigung zu finanzieren. Die Hälfte der Umfrageteilnehmer hat den Börsengang für eine Kapitalerhöhung genutzt und 70 Prozent führten nach ihrem Börsengang mindestens eine weitere Kapitalerhöhung durch.

Andere wichtige, aber weniger prominent genannte Chancen der Finanzierung über die Börse sind die Stärkung der Eigenkapitalbasis, gefolgt von einem größeren Verhandlungsgewicht gegenüber anderen Kapitalgebern, einer Verbesserung der Markt- und Wettbewerbssituation, der Nutzung von Aktien als Instrument der Führungskräfte- und Mitarbeiterbeteiligung sowie einer gesteigerten Attraktivität als Arbeitgeber, insbesondere in Bezug auf qualifiziertes Personal.

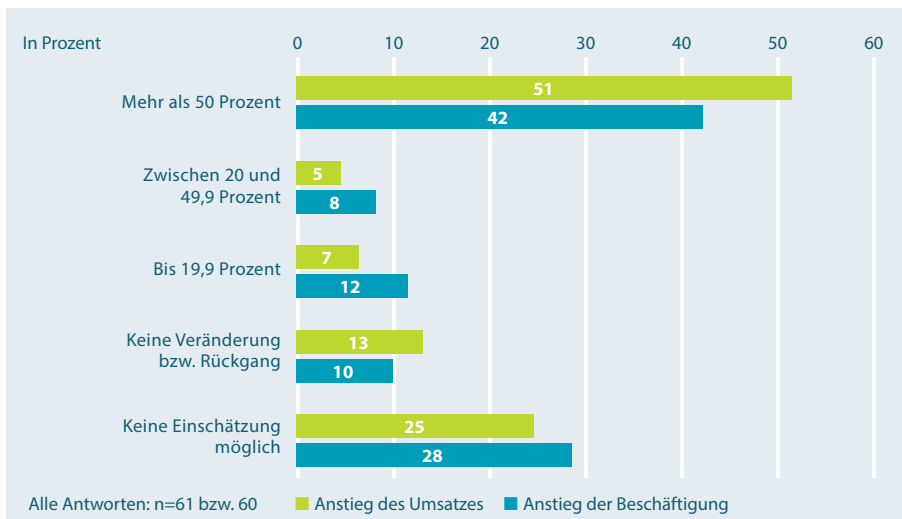


Abbildung 3: Entwicklung der Beschäftigung / des Umsatzes nach dem Börsengang

Von Bedeutung sind ebenfalls die Auswirkungen eines Börsengangs auf Umsatz- und Beschäftigungszahlen, die sich bei der überwiegenden Mehrheit der antwortenden Unternehmen nach dem Börsengang positiv entwickelt haben (siehe Abbildung 3). 51 Prozent der Unternehmen geben an, dass sie ihren Umsatz um mehr als die Hälfte steigern konnten. 42 Prozent berichten von einem Anstieg der Beschäftigtenzahlen von mehr als 50 Prozent nach dem Börsengang. Dies liegt deutlich über dem gesamtwirtschaftlichen Anstieg der Zahl der Erwerbstätigen in Deutschland, die seit der Wiedervereinigung um rund acht Prozent zugelegt hat.¹¹ Keine Veränderung oder sogar einen Rückgang der Umsatz- und Beschäftigtenzahlen konstatiert nur rund ein Zehntel der Befragten.¹²

2.2. EINSCHÄTZUNGEN DER KAPITALMARKTEXPERTEN

Die Kapitalmarktexperten unterscheiden hinsichtlich der einzelnen Vorteile weit weniger. Sie schätzen aus ihrer Gesamtschau heraus alle Motive des Börsengangs als mehr oder weniger gleich wichtig ein. Für die Kapitalmarktexperten ist die Motivation der Mitarbeiter und Führungskräfte über Kapitalbeteiligungsprogramme ganz besonders wichtig und wird neben der Steigerung der Reputation und der Stärkung der Finanzierungsfähigkeit als wichtigstes Motiv für den Börsengang genannt.

¹¹ Siehe Statistisches Bundesamt: Statistisches Jahrbuch 2016, Wiesbaden, S. 348.

¹² Bei über 80 Prozent der Befragten liegt der Börsengang allerdings mehr als zehn Jahre zurück. Ein kausaler Zusammenhang zwischen den obigen Effekten und dem Börsengang ist daher schwierig nachzuweisen. Dies erklärt wohl auch, warum sich rund ein Viertel der Umfrageteilnehmer keine Einschätzung der Beschäftigungs- und Umsatzwirkungen zutraut. Außerdem bleibt festzuhalten, dass hier ein „Survivorship-Bias“ zu berücksichtigen ist, da nur Unternehmen gefragt wurden, die weiterhin erfolgreich an der Börse notiert sind, und nicht solche, die nach einem weniger gelungenen Börsengang aufgrund einer Insolvenz oder aus einem anderen Grund ein Delisting vorgenommen haben.

3. Herausforderungen einer Börsennotiz

3.1. EINSCHÄTZUNGEN DER UNTERNEHMEN

Trotz dieser positiven Effekte des Börsengangs werden die befragten Unternehmen auch mit einer Reihe unterschiedlicher Herausforderungen konfrontiert (siehe Abbildung 4). Im Vordergrund steht dabei eine zu geringe Liquidität in der eigenen Aktie, die von der Hälfte der Umfrageteilnehmer bejaht wird (Antwortoption „trifft zu“). Diese Aussage wird dadurch verstärkt, dass sich fast 40 Prozent der Unternehmen ein größeres Interesse institutioneller Investoren wünschen. Ein Grund hierfür ist möglicherweise, dass viele institutionelle Investoren entsprechend ihrer Anlagerichtlinien fast ausschließlich in größere Unternehmen investieren.

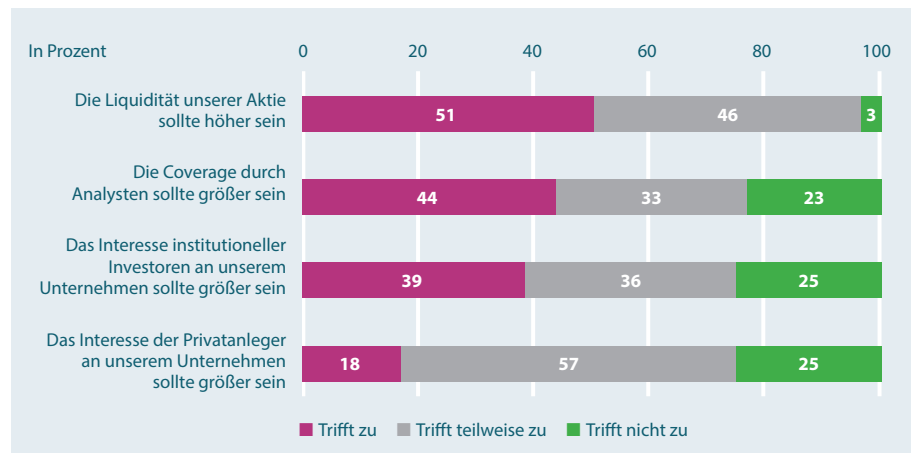


Abbildung 4: Herausforderungen für die Börsennotiz – Einschätzungen der Unternehmen

Ebenfalls passt hierzu, dass über 40 Prozent der Umfrageteilnehmer ihre Analystencoverage als zu gering einschätzen. Diese ist Voraussetzung für ein angemessenes Investoreninteresse und damit für eine ausreichende Liquidität der Aktie. Geringe Liquidität wird zudem durch den zunehmenden Marktanteil von Indexfonds verstärkt. Die Umschichtung der verwalteten Fondsgelder aus aktiv gemanagten Fonds in Indexfonds beeinträchtigt die Liquidität von Unternehmen, die keinem Index angehören. Dies sind in der Regel kleine und mittlere Emittenten.



Herausforderungen der Börsennotiz – Zitate der Umfrageteilnehmer

„Zurückhaltung institutioneller Investoren gegenüber Micro- und SmallCaps“

„Eher geringes Sell side und Buy side Research“

„Zu geringe Handelsliquidität, zu hohe Volatilität“

Eine zu geringe Liquidität der Aktie ist insbesondere ein Problem kleinerer Unternehmen und wird daher auch uneingeschränkt von zwei Dritteln der Umfrageteilnehmer

mit einer Marktkapitalisierung von weniger als 100 Millionen Euro als Herausforderung genannt. Nur ein Unternehmen dieser Größenklasse gibt an, dass die Aktie über ausreichend Liquidität verfügt. Ein ähnliches Bild ergibt sich - in abgeschwächter Form - bei dem Interesse institutioneller Investoren an den Unternehmen. Mehr als 50 Prozent der Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von bis zu 100 Millionen Euro schätzen dieses uneingeschränkt als zu gering ein.

Am wenigsten kritisch sehen die Umfrageteilnehmer das Interesse der Privatanleger an ihrem Unternehmen, das nur von jedem Fünften voll und ganz als zu gering bezeichnet wird. Dies entspricht der Erfahrung, dass die Aktien von kleinen und mittleren Unternehmen überwiegend von Privatanlegern erworben werden, die oftmals in derselben Region wohnen oder geschäftliche Beziehungen pflegen und daher das Unternehmen gut kennen. Privatanleger kompensieren damit in gewissem Umfang die Lücke, die durch das geringere Interesse der institutionellen Anleger entsteht. Der überwiegende Teil der Emittenten mit einer Marktkapitalisierung von weniger als 25 Millionen Euro wünscht sich hingegen ein höheres Interesse von Privatanlegern an ihrem Unternehmen.

3.2. EINSCHÄTZUNGEN DER KAPITALMARKTEXPERTEN

Die Kapitalmarktexperten bestätigen die in Abbildung 4 aufgelisteten Herausforderungen der Finanzierung über die Börse für Emittenten mit einer Marktkapitalisierung von bis zu 200 Millionen Euro (siehe Abbildung 5).

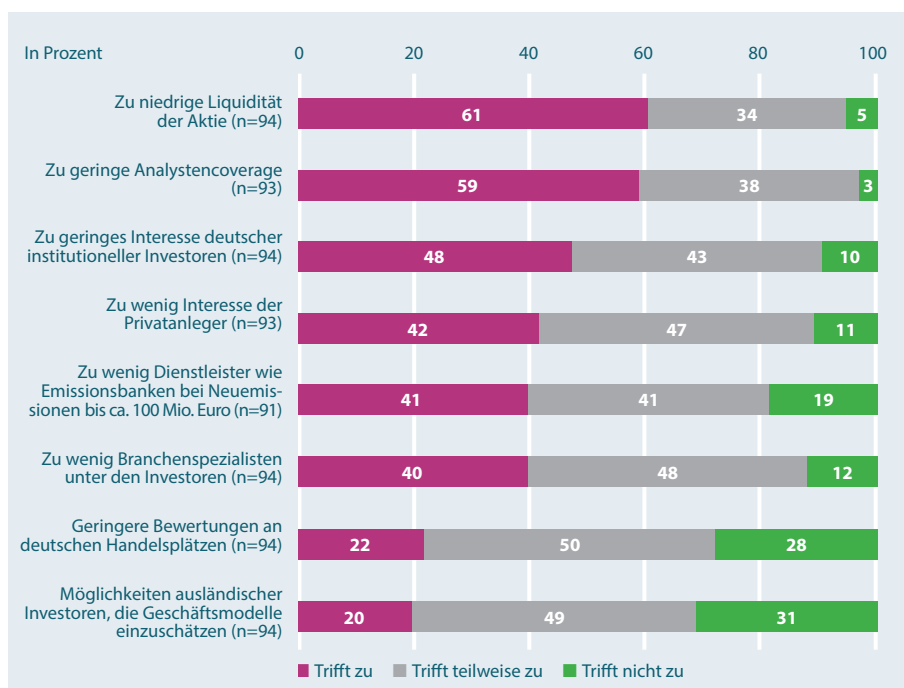


Abbildung 5: Herausforderungen von Emittenten mit einer Marktkapitalisierung von bis zu 200 Millionen Euro – Einschätzungen der Kapitalmarktexperten¹³

¹³ Anders als bei den Emittenten wurde die Frage an die Kapitalmarktexperten in deutsche und ausländische institutionelle Investoren unterschieden, um hier nochmals differenzieren zu können.

Die Kapitalmarktexperten wurden zudem zu weiteren Aspekten des „Ökosystems Börse“ befragt. Dazu gehören nicht nur Investoren, sondern auch Dienstleister wie Emissionsbanken, die einen Börsengang mit ihrer Expertise und ihrem großen Kapitalmarktnetzwerk begleiten. Fast die Hälfte bzw. 40 Prozent halten es für zutreffend, dass das Interesse deutscher institutioneller Investoren zu gering ist bzw. dass es zu wenig Branchenspezialisten unter den Investoren gibt. Dies bestätigt die Aussage der Unternehmen. Darüber hinaus betonen über 40 Prozent der Kapitalmarktexperten, dass immer weniger Dienstleister wie Emissionsbanken Neuemissionen von bis zu 100 Millionen Euro begleiten. Das könnte ein Grund dafür sein, warum sich das „Ökosystem Börse“ in Deutschland insgesamt zurückgebildet hat. Dabei spielt die in den letzten Jahren immer weiter abnehmende Zahl der Börsengänge vermutlich eine entscheidende Rolle, da dieses Geschäftsfeld für die unterschiedlichen Marktteilnehmer dadurch zunehmend uninteressanter wird.

Die Kapitalmarktexperten schätzen die Konkurrenz ausländischer Handelsplätze als relativ gering ein. Nur etwas mehr als ein Fünftel stimmt der Aussage uneingeschränkt zu, dass die Bewertungen an deutschen Handelsplätzen weniger attraktiv sind als an ausländischen. Nur 20 Prozent der Kapitalmarktexperten sind der Ansicht, dass ausländische Investoren Schwierigkeiten haben, die Ertragsaussichten deutscher Unternehmen einschätzen zu können. Beide Aspekte scheinen damit aus Sicht der befragten Kapitalmarktexperten keine größeren Hürden für deutsche Unternehmen beim Börsengang zu sein.

4. Die Kosten der Börsennotiz

4.1. EINSCHÄTZUNGEN DER UNTERNEHMEN

Die Finanzierung über die Börse bringt den Unternehmen einen hohen Mehrwert. Sie ist allerdings gleichzeitig – unter anderem aufgrund einer Reihe gesetzlicher Transparenzpflichten – mit hohen Kosten verbunden.

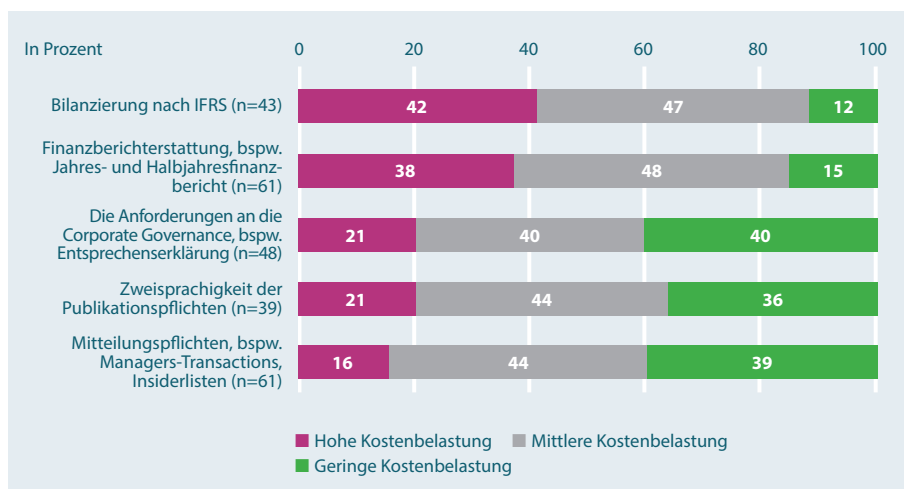


Abbildung 6: Kostenbelastung unterschiedlicher Regularien der Börsennotiz¹⁴

Abbildung 6 gibt die Einschätzung der Unternehmensvertreter wieder, wie hoch die Kostenbelastung durch die jeweiligen Regularien ist. Dabei ist zu beachten, dass diese Pflichten nicht alle Emittenten gleichermaßen betreffen. Die IFRS-Bilanzierung und der größte Teil der Corporate Governance-Anforderungen sind nur von Unternehmen des regulierten Marktes zu erfüllen, nicht dagegen von Freiverkehrsemitenten.¹⁵ Zweisprachige Berichte, also deutsche und englische Fassungen, müssen nur Unternehmen des Prime Standards der Frankfurter Wertpapierbörse veröffentlichen.



Herausforderungen der Börsennotiz – Zitate der Umfrageteilnehmer

„Immer weiter steigende Anforderungen mit Blick auf rechtliche und Governance Themen ohne konkrete Auslegung“

„Immer aufwändigere und vor allem stets sich verändernde Regulierung (drei Jahre ohne Änderungen wären ein Fortschritt)“

„Hoher Regulierungsaufwand durch Marktmissbrauchsverordnung“

„Scheu des Inhabers vor zu viel ‚Öffentlichkeit‘ und keine ‚Fremde‘ im Unternehmen gewollt“

¹⁴ Umfrageteilnehmer, die einzelne Anforderungen wie IFRS nicht erfüllen müssen, haben „nicht relevant“ geantwortet. Diese Antworten wurden daher nicht berücksichtigt.

¹⁵ Zu den Corporate Governance-Pflichten siehe Fußnote 1.

Fast die Hälfte der Unternehmen stuft die Pflicht zur Rechnungslegung nach IFRS als hohe Kostenbelastung ein. Ein ähnlich großer Aufwand ist mit der Finanzberichterstattung verbunden, beispielsweise der Erstellung von Jahresberichten. Fast 40 Prozent der Umfrageteilnehmer empfinden dies als hohe Kostenbelastung.

Mitteilungspflichten wie Ad-hoc- und Managers' Transactions-Meldungen sowie das Erstellen von Insiderlisten sehen die Umfrageteilnehmer weitgehend als mittlere Kostenbelastung an. Mit dem Inkrafttreten der überarbeiteten EU-Marktmissbrauchsverordnung im Juli 2016 müssen Unternehmen des Freiverkehrs diese Regularien erfüllen, von denen sie vorher ausgenommen waren. Daher gibt es hier kaum Unterschiede zwischen den Antworten der Unternehmen aus dem regulierten Markt und dem Freiverkehr.

Als ähnlich kostenintensiv werden die Anforderungen an die Corporate Governance und die Pflicht zur Zweisprachigkeit der Finanzberichterstattung empfunden.

Die Erfüllung der verschiedenen Regularien, die sich aufgrund einer Börsennotiz ergeben, beansprucht nicht nur regelmäßig die personellen und finanziellen Ressourcen der Investor Relations-, Rechnungslegungs- und Rechtsabteilung, sondern auch den Unternehmensvorstand, der für die rechtmäßige Einhaltung der Vorgaben verantwortlich ist. Die Kosten hierfür veranschlagen rund 60 Prozent der Umfrageteilnehmer mit 100.000 bis 500.000 Euro pro Jahr. Mehr als 10 Prozent der Umfrageteilnehmer geht sogar von mehr als 500.000 Euro jährlich aus. Für die Emittenten des Freiverkehrs ist die Kostenbelastung geringer: Zwei Drittel der antwortenden Unternehmen schätzen die jährlichen Kosten auf 50.000 bis 250.000 Euro. Dies zeigt einerseits, dass die zusätzlichen Pflichten einer Börsennotiz im regulierten Markt mit deutlich höheren Compliance-Kosten verbunden sind. Andererseits ist aber auch zu beachten, dass die Ressourcen zur Erfüllung der gesetzlichen Anforderungen in den Unternehmen des Freiverkehrs regelmäßig limitierter sind. Selbst die geringere Kostenbelastung ist daher ein wichtiger Faktor bei der Entscheidung Pro oder Kontra Börsennotiz. Dieser Unterschied wird unter anderem daran deutlich, dass das jährliche Budget für die Investor Relations-Arbeit von Nichtindexunternehmen oftmals nicht mehr als 150.000 Euro (ohne Personalkosten) beträgt, während in einigen DAX-Unternehmen hierfür mehr als 2 Millionen Euro jährlich zur Verfügung stehen.¹⁶

4.2. EINSCHÄTZUNGEN DER KAPITALMARKTEXPERTEN

Für mehr als 40 Prozent der Kapitalmarktexperten trifft es uneingeschränkt zu, dass die hohe Regulierungsdichte für Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von bis zu 200 Millionen Euro eine Hürde beim Börsengang bzw. bei der Börsennotiz darstellt. Nur etwas mehr als ein Fünftel gibt an, dass es die Regulierung für angemessen hält. Die Reihenfolge der als problematisch angesehenen Anforderungen entspricht weitgehend der Einschätzung der Emittenten: Die Finanzberichterstattung und die IFRS-Bilanzierung werden als größte Hemmnisse der Börsennotiz angesehen. Dahinter rangieren die Mitteilungspflichten vor den Corporate Governance-Anforderungen.

¹⁶ Siehe EY: Budgetplanung in der Finanzkommunikation und im Disclosure. Marktstudie zu Umfang, Höhe und Struktur von Investor-Relations-Budgets, 2017.

5. Wie kann die Finanzierung über die Börse erleichtert werden?

5.1. BEREITS EXISTIERENDE MASSNAHMEN – EINSCHÄTZUNGEN DER UNTERNEHMEN

Bereits jetzt sind verschiedene Maßnahmen, Vorgaben oder Instrumente auf den Weg gebracht worden, um insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen den Weg an die Börse zu erleichtern. Ein Überblick über diesen Maßnahmenkatalog und wie die Unternehmen die Auswirkungen dieser Instrumente auf die Attraktivität der Börsennotiz einschätzen, findet sich in Abbildung 7. Hierbei geht es um eine Priorisierung der Maßnahmen. Daher wurde bewusst die Differenzierung in „Wesentliche Erleichterung“ und „Erleichterung“ getroffen. Bei „Erschwert die Börsennotiz“ wurde auf eine weitere Differenzierung verzichtet.

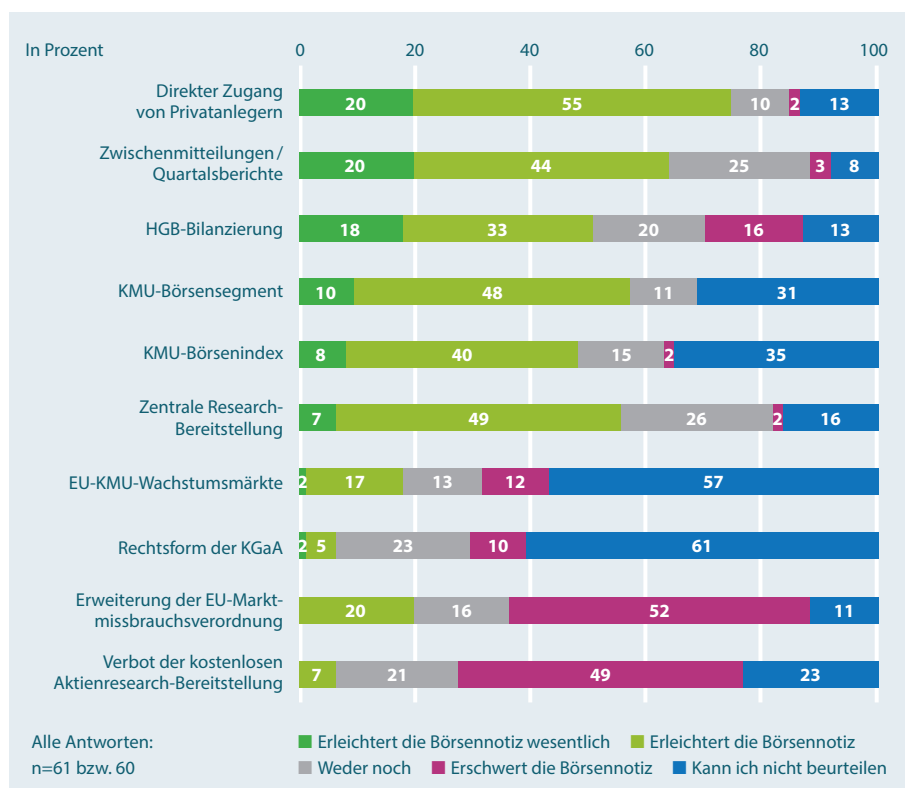


Abbildung 7: Auswirkungen bereits existierender Maßnahmen, Vorgaben und Instrumente auf die Finanzierung über die Börse – Einschätzungen der Unternehmen

Spitzenreiter ist die von den Handelsbetreibern geschaffene Möglichkeit, dass Privatanleger direkt und ohne den Umweg über einen Intermediär Aktien vor Aufnahme des Börsenhandels zeichnen können. Positiv wird auch die Flexibilisierung der Pflicht zur Bereitstellung von Zwischenmitteilungen (Quartalsberichten) gesehen, wobei diese nur die Emittenten des regulierten Marktes bzw. des Prime Standard betrifft. Beide Instrumente werden von einem Fünftel als wesentliche Erleichterung gesehen und von rund der Hälfte zumindest begrüßt.

Ein ähnliches Bild ergibt sich für die Bilanzierung des Konzernabschlusses nach HGB, die aber nur für die Unternehmen des Freiverkehrs relevant ist, und die diese Möglichkeit auch sehr schätzen. Fast 40 Prozent der Umfrageteilnehmer aus dem Freiverkehr bezeichnen die HGB-Bilanzierung als eine wesentliche Erleichterung. Unternehmen aus dem regulierten Markt betonen dagegen, dass die HGB-Bilanzierung die Börsennotiz erschweren würde. Darin spiegelt sich die Tatsache wider, dass gerade für internationale Investoren, die in Unternehmen aus dem regulierten Markt anlegen, die Rechnungslegung nach IFRS eine grundlegende Anforderung ist und ein Verzicht darauf die Börsennotierung beeinträchtigen würde.

Andere Maßnahmen, die von den Börsenbetreibern ergriffen worden sind, um den besonderen Bedürfnissen von KMUs gerecht zu werden, sind nach Meinung der Umfrageteilnehmer hilfreich. Dazu gehören das Angebot eines KMU-Börsensegments (bspw. Scale oder m:access), die zentrale Bereitstellung von Research durch den Handelsplatzbetreiber oder ein KMU-Börsenindex.

Allerdings ist es wichtig, die Maßnahmen der Handelsplatzbetreiber zusätzlich durch angemessene regulatorische Rahmenbedingungen zu flankieren. Seit Anfang 2018 gibt es die Möglichkeit, KMU-Segmente als EU-KMU-Wachstumsmarkt zu zertifizieren. Dabei handelt es sich um einen Regulierungsrahmen für Börsensegmente kleiner und mittelgroßer Unternehmen, der beispielsweise in der Prospektverordnung Entlastungen vorsieht. Im Fokus stehen dabei Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von weniger als 200 Millionen Euro. Handelsplatzbetreiber, die bisher schon Segmente für kleine und mittlere Unternehmen anbieten, können sich als EU-KMU-Wachstumsmarkt zertifizieren, soweit sie die Anforderungen erfüllen.

Die Bemühungen des EU-Gesetzgebers, hiermit die Finanzierung über die Börse für kleine und mittlere Unternehmen zu verbessern, werden von den Umfrageteilnehmern allerdings skeptisch gesehen. Nur ein Unternehmen sieht die EU-KMU-Wachstumsmärkte als wesentliche Erleichterung an. Ein Viertel sagt hingegen, dass die EU-KMU-Wachstumsmärkte keinerlei Auswirkungen auf die Attraktivität der Börsennotiz der Unternehmen haben oder diese sogar erschweren. Davon sind mehr als die Hälfte aus dem Freiverkehr und nur für diese Unternehmen haben diese KMU-Segmente überhaupt Relevanz. Die überwiegende Mehrheit traut sich allerdings kein Urteil zu, davon ein Drittel der Freiverkehrsemittenten. Dies deutet darauf hin, dass der Gesetzgeber noch deutlich mehr Aufklärungsarbeit zu den EU-KMU-Wachstumsmärkten leisten muss.



Herausforderungen der Börsennotiz – Zitate der Umfrageteilnehmer

„Beschränkungen für Broker und andere Berater“

„Wenig reputable Investment-Banken, die KMU-IPOs begleiten wollen“

„Limitierte Anzahl an Dienstleistern“

„Geringeres Investoreninteresse an kleinen Börsengängen“

„Hohe regulatorische Anforderungen; die so genannten KMU-Erleichterungen sind eher ein Feigenblatt!“

Eindeutig kritisch ist die Einschätzung der Umfrageteilnehmer zur Erweiterung der Marktmissbrauchsregulierung (insbesondere Ad-hoc- und Managers-Transactions'-Meldungen) auf Emittenten des Freiverkehrs. Diese wird von der Hälfte aller Umfrageteilnehmer und von fast zwei Dritteln der Freiverkehrsemitenten als Hindernis für die Börsennotiz angesehen. Ähnlich kritisch wird das Verbot der kostenlosen Bereitstellung von Research durch den Broker eingeschätzt, dass seit der Geltung der überarbeiteten Finanzmarktrichtlinie MiFID II Anfang 2018 zu beachten ist. Entgegen der derzeitigen Marktpraxis muss das Research der Broker dann unabhängig von der Ausführung der Wertpapiertransaktionen erworben werden. In der Diskussion um die neuen Regeln haben bereits viele Marktteilnehmer die Befürchtung geäußert, dass dies die Nachfrage insbesondere nach Research zu kleinen und mittleren Unternehmen und damit deren Analystencoverage verringern wird. Die Umfrage bestätigt diese Sorge, allerdings ohne nennenswerte Unterschiede im Antwortverhalten der größeren und der kleineren Unternehmen des Rücklaufs.

Indifferent bis ablehnend fällt das Urteil der antwortenden Unternehmen zur Rechtsform der KGaA aus, die oftmals als Instrument gesehen wird, um den Alteigentümern stärkere Kontrollmöglichkeiten einzuräumen. Mit der Wahl der Rechtsform KGaA sollen Bedenken insbesondere familiengeführter Mittelständler adressiert werden, wenn diese aus Furcht vor einem möglichen Kontrollverlust vor dem Börsengang zurückscheuen. Allerdings ist auch hier die Zahl der Umfrageteilnehmer, die sich ein Urteil zutrauen, äußerst gering. Dies liegt wahrscheinlich daran, dass bislang nur eine geringe Zahl von Unternehmen diese Rechtsform gewählt hat.

5.2. BEREITS EXISTIERENDE MASSNAHMEN – EINSCHÄTZUNGEN DER KAPITALMARKTEXPERTEN

Die Antwortstruktur und Prioritätensetzung der Kapitalmarktexperten in Abbildung 8 ähneln denen, die bereits bei den Unternehmensvertretern zu erkennen waren. Instrumente der Handelsplatzbetreiber wie der direkte Zugang von Privatanlegern, die zentrale Bereitstellung von Research, ein KMU-Börsenindex und ein KMU-Börsensegment werden positiv, von einer Mehrheit als Erleichterung oder von einem Teil als wesentliche Erleichterung angesehen, vor allem in Bezug auf den Zugang zu Investoren. Gleiches gilt für Maßnahmen, die den Börsengang stärken sollen, wie etwa Plattformen zur Vermittlung vorbörslicher Wachstumsfinanzierungen (etwa das Deutsche Börse Venture Network) oder Informationen bzw. Schulungsmaßnahmen für Entscheidungsträger in Unternehmen, für die der Börsengang potenziell in Frage kommt. Hilfreich auch aus Sicht der Kapitalmarktexperten ist die Möglichkeit der HGB-Bilanzierung in den Segmenten des Freiverkehrs. Dies gilt auch für die Flexibilisierung bei der Bereitstellung von Zwischenmitteilungen im Rahmen der Quartalsberichterstattung, auch wenn dieser nicht ganz so viel Gewicht beigemessen wird.

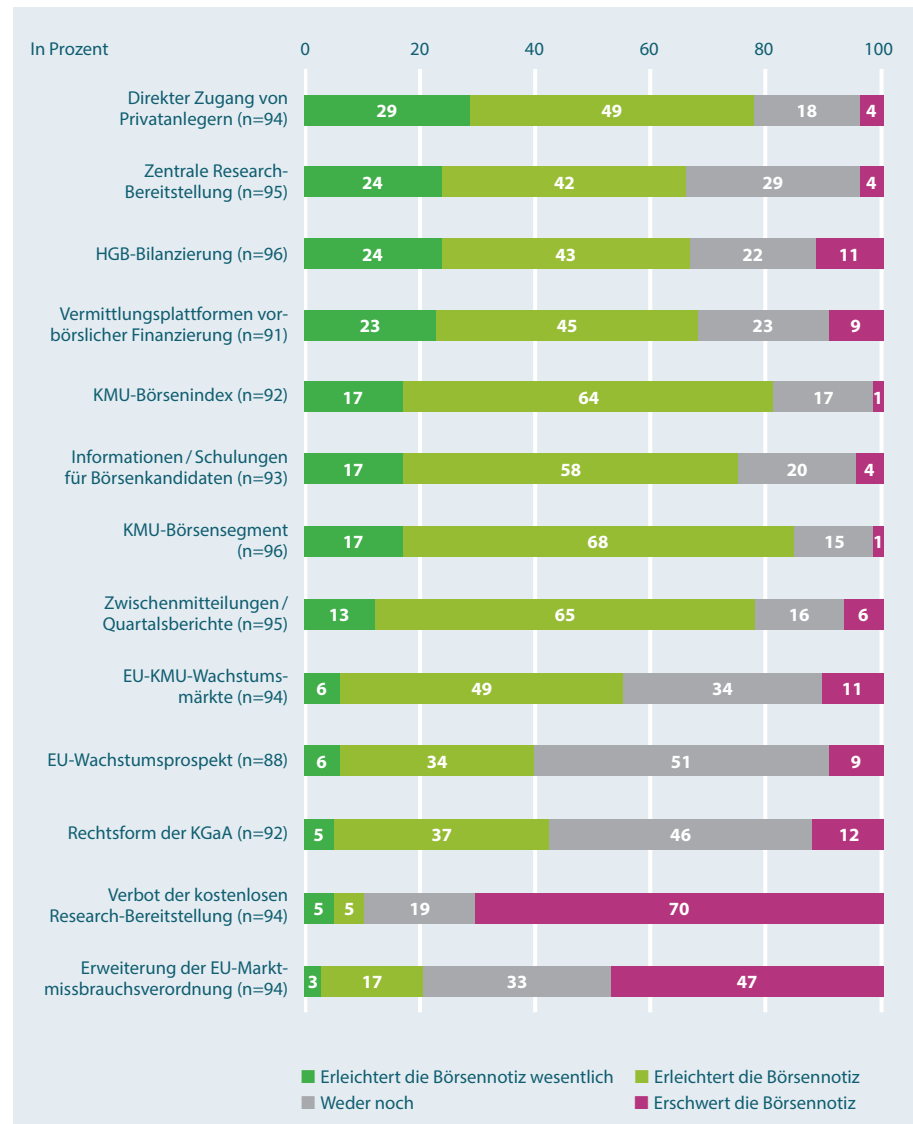


Abbildung 8: Auswirkungen bereits existierender Maßnahmen, Vorgaben und Instrumente auf die Finanzierung über die Börse – Einschätzungen der Kapitalmarktexperten¹⁷

Maßnahmen, die der Gesetzgeber zur Verbesserung des institutionellen Rahmens von Börsengang und Börsennotierung veranlasst hat, können bei den Kapitalmarktexperten hingegen deutlich weniger punkten. Der EU-KMU-Wachstumsmarkt wird noch nicht einmal von jedem Zehnten als wesentliche Erleichterung eingestuft. Fast die Hälfte sagt, dass dieses Marktsegment keinerlei Auswirkungen auf die Attraktivität der Börsennotiz hat bzw. diese sogar verschlechtern wird. Nochmals geringer ist die Zustimmung zum EU-Wachstumsprospekt, der für Emittenten gilt, deren Wertpapiere nicht am regulierten Markt gehandelt werden. Dies ist ein vereinfachter Prospekt für den Börsengang oder Sekundäremissionen unter anderem von kleinen und mittleren Unternehmen oder für größere Unternehmen bis zu einer Marktkapitalisierung von 500 Millionen Euro, wenn deren Aktien an einem EU-KMU-Wachstumsmarkt notiert sind bzw. dort gehandelt werden sollen. Allerdings zeigen

¹⁷ Auf die Antwortmöglichkeit „Kann ich nicht beurteilen“ wurde hier verzichtet, da bei den Kapitalmarktexperten das Wissen um diese aktuellen Entwicklungen vorausgesetzt wurde.

sich jetzt schon praktische Probleme. Beispielsweise muss bei einem Wechsel vom EU-KMU-Wachstumsmarkt als „Einsteigersegment“ in die Segmente des regulierten Marktes erneut ein Prospekt erstellt werden. Bei dieser Perspektive stellen sich viele Unternehmen die Frage nach dem Nutzen des EU-Wachstumsprospekts, und ob es nicht sinnvoll ist, gleich einen Prospekt ohne die möglichen Erleichterungen zu erstellen.

Das Verbot der kostenlosen Research-Bereitstellung bzw. die Erweiterung der EU-Marktmisbrauchsverordnung auf Segmente des Freiverkehrs schätzen hingegen 70 Prozent bzw. fast die Hälfte der Kapitalmarktexperten als Verschlechterung der Attraktivität der Finanzierung über die Börse von kleinen und mittleren Unternehmen ein. Dies bestätigt die Meinung der Unternehmen zu diesen beiden Aspekten. Die Rechtsform der KGaA wird nur von wenigen Experten als eine wesentliche Erleichterung des Börsengangs eingeschätzt, von der überwiegenden Mehrheit hingegen indifferent oder sogar als schädlich.

5.3. BISLANG NUR DISKUTIERTER MASSNAHMEN – EINSCHÄTZUNGEN DER UNTERNEHMEN

Aus Sicht der befragten Unternehmen und der Kapitalmarktexperten erreichen die bereits vorhandenen Instrumente, Vorgaben und Regularien nur begrenzt das Ziel, die Börsennotiz in Deutschland nachhaltig attraktiver zu machen. Deutlich mehr Potential sehen sie in Maßnahmen, über die aktuell noch diskutiert wird. Dabei handelt es sich fast ausschließlich um Veränderungen des institutionellen Rahmens, die vom Gesetzgeber umzusetzen wären (siehe Abbildung 9).

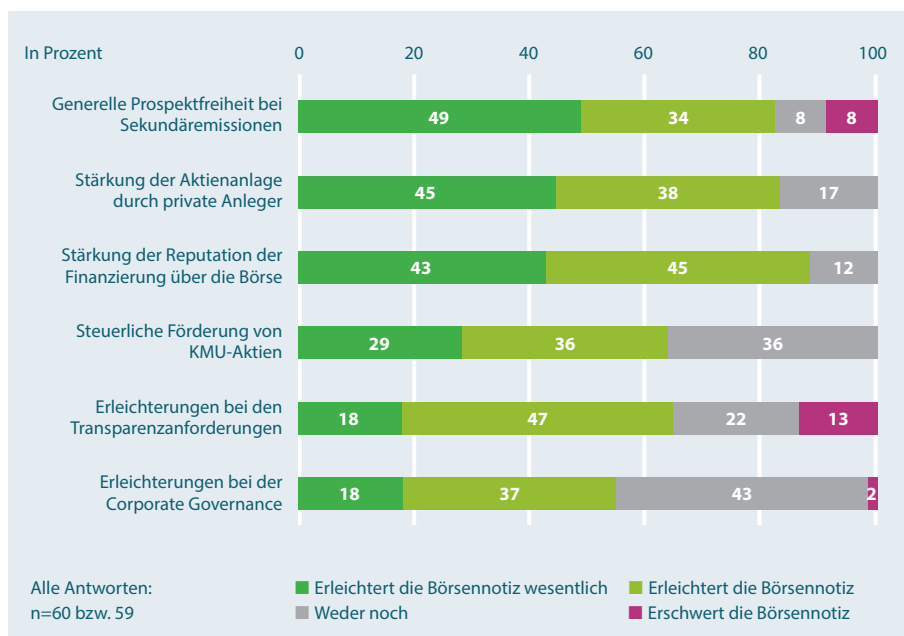


Abbildung 9: Weitere Maßnahmen – Auswirkungen auf die Börsennotiz

Die Hälfte der antwortenden Unternehmen schätzt eine generelle Prospektfreiheit für Sekundäremissionen, das heißt einer weiteren Kapitalaufnahme nach einem bereits erfolgten Börsengang, als eine wesentliche Erleichterung ein. Eine solche generelle Ausnahme gibt es bislang nicht, aber durchaus Ausnahmen für Emissionen mit kleineren Volumina und

andere Entlastungen, die im Zuge der Novellierung des Prospektrechtes nochmals erweitert wurden. Allerdings sieht fast jeder zehnte Umfrageteilnehmer eine generelle Ausnahme als kritisch. In diesem Wert spiegelt sich wohl die Befürchtung wider, dass eine prospektfreie Sekundäremission die Bereitschaft der Investoren, diese zu zeichnen, beeinträchtigt.

Maßnahmen zur Stärkung der direkten oder indirekten Aktienanlage durch private Anleger¹⁸ und zur Stärkung der Reputation von Börse und Kapitalmarkt in der Öffentlichkeit hält fast die Mehrheit der Antwortenden für sehr hilfreich. Nur eine kleine Minderheit geht davon aus, dass solche Maßnahmen keinen Effekt haben werden.

Von gezielten steuerlichen Anreizen für Investitionen in Aktien kleiner und mittlerer Emittenten, wie sie bspw. in Großbritannien existieren, versprechen sich fast 30 Prozent eine wesentliche Erleichterung.

Auf der Regulierungsseite sehen rund ein Fünftel der Umfrageteilnehmer wesentliche Effekte, wenn die gesetzlichen Anforderungen an die Transparenzpflichten, das heißt Jahresberichte, Halbjahresberichte usw. entbürokratisiert werden. Vor dem Hintergrund, dass fast 40 Prozent der antwortenden Unternehmen die Berichtspflichten als große Kostenbelastung einschätzen, ist dies nachvollziehbar (siehe Abbildung 6). Allerdings werden Erleichterungen in diesem Bereich von mehr als zehn Prozent der Umfrageteilnehmer auch als schädlich für die Finanzierung über die Börse eingeordnet. Hieran zeigt sich das Dilemma, dass die Berichtspflichten zwar sehr kostenintensiv für das Unternehmen sind, Investoren aber auf eine ausreichende Transparenz drängen. Ähnlich ist das Bild bei den Anforderungen an die Corporate Governance.

5.4. BISLANG NUR DISKUTIERTER MASSNAHMEN – EINSCHÄTZUNGEN DER KAPITALMARKTEXPERTEN

Knapp die Hälfte der Kapitalmarktexperten hält die Stärkung der Aktienanlage durch private Anleger, die gezielte steuerliche Förderung von KMU-Aktien sowie Maßnahmen zur Verbesserung der Reputation von Börse und Kapitalmarkt für notwendig, um die Finanzierung über die Börse zu fördern. Die generelle Prospektfreiheit bei Sekundäremissionen betrachtet rund ein Viertel als wesentlich. In diesem Punkt weicht die Meinung der Experten von der Meinung der Emittenten ab, die eine generelle Prospektfreiheit deutlich stärker begrüßen. Erleichterungen bei den Berichtspflichten in Form von Jahresabschlüssen, Halbjahresberichten usw. und bei der Corporate Governance werden von jedem fünften Experten als wesentlich eingestuft.

Bei diesen beiden Punkten ist speziell der Blick auf die Meinung der Investoren interessant, da diese Adressaten dieser Transparenzpflichten sind: Lehnen die Investoren unter den Kapitalmarktexperten in der überwiegenden Mehrheit Erleichterungen bei den Transparenzpflichten ab, weil sie unter Umständen mit einem Informationsdefizit einhergehen, das ihnen die Anlageentscheidung erschwert und ihr Risiko erhöht? Nicht einmal jeder fünfte Investor sieht Erleichterungen bei den Berichtspflichten als kritisch an. Damit stimmen die Investoren in etwa mit dem Durchschnitt der Antworten aller Kapitalmarktexperten überein. Geringere gesetzliche Anforderungen an die Corporate Governance sieht knapp ein Drittel als problematisch an. Dies ist deutlich höher als der Durchschnitt der Kapitalmarktexperten (13 Prozent).

¹⁸ Dazu passt, dass die Umfrageteilnehmer dem direkten Zugang von Privatanlegern bei der Zeichnung von Aktien in den Abbildungen 7 und 8 das beste Zeugnis in Bezug auf wesentliche Erleichterungen der Börsennotiz ausstellen.



Herausforderungen der Börsennotiz – Zitate der Umfrageteilnehmer

„Keine Aktienkultur in Deutschland“

„Falsche Einstellung zur Eigenkapitalfinanzierung“

„Prospektpflicht für Kapitalerhöhungen mit Bezugsrecht“

„Schlechtes Image des Kapitalmarktes und zu wenig Fürsprecher“

5.5. STÄRKUNG DER AKTIENKULTUR – EINSCHÄTZUNGEN DER UNTERNEHMEN

Fast die Hälfte der Umfrageteilnehmer geht davon aus, dass die Stärkung der direkten und indirekten Aktienanlage privater Anleger wesentlich dazu beiträgt, die Finanzierung über die Börse zu erleichtern. Danach gefragt, welche Instrumente hierfür besonders geeignet sind, überwiegt mit 90 Prozent der Umfrageteilnehmer die Ansicht, dass ein stärkerer Einsatz von Aktien in der deutschen Altersvorsorge hilfreich wäre (siehe Abbildung 10). Tatsächlich zeigen Erfahrungen aus Ländern wie den USA oder Schweden, bei denen Aktien in der Altersvorsorge viel stärker genutzt werden als in Deutschland, dass sich hieraus positive Effekte auf den IPO-Markt ergeben und dass auch kleinere und mittlere Unternehmen bei einem Börsengang deutlich mehr Chancen haben, Investoren zu finden.

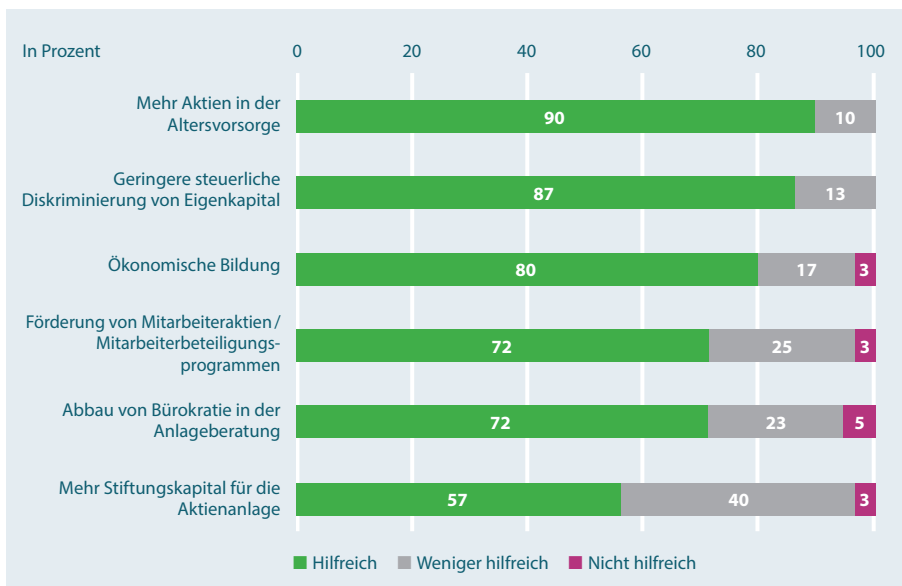


Abbildung 10: Maßnahmen zur Stärkung der Aktienanlage privater Anleger

Fast gleichauf mit „Mehr Aktien in der Altersvorsorge“ wird die Verringerung der steuerlichen Diskriminierung der Eigen- gegenüber der Fremdkapitalfinanzierung genannt. Dies ist nicht gänzlich überraschend, hat sich doch mit der Abschaffung des Halbeinkünfteverfahrens und der uneingeschränkten Besteuerung von Kursgewinnen seit 2009 die steuerliche Belastung von Aktieneträgen nochmals deutlich verschärft. Auch Maßnahmen zur Verbesserung der ökonomischen Bildung schätzen 80 Prozent der Umfrageteilnehmer als hilfreich ein.

Fast drei Viertel der Umfrageteilnehmer geht davon aus, dass die Förderung der Mitarbeiteraktie bzw. von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen die direkte und indirekte Aktienanlage unter Privatanlegern stärken wird. Gleiches gilt für den Abbau von Bürokratie in der Aktienberatung der Banken, die es Kreditinstituten zunehmend erschwert, in Aktien zu beraten. Die stärkere Mobilisierung von Stiftungskapital für die Aktienanlage wird von mehr als der Hälfte als hilfreich eingeschätzt.



Herausforderungen der Börsennotiz – Zitate der Umfrageteilnehmer

„Geringe Aktienquote der Versicherer, Stiftungen usw.“

„Faktisches Verbot der Aktie in der Anlageberatung“

„Fehlendes kapitalmarktbasierendes Renten/Pensionssystem, siehe USA oder Norwegen“

„Steuerliche Benachteiligung von Eigenkapital“

5.6. STÄRKUNG DER AKTIENKULTUR – EINSCHÄTZUNGEN DER KAPITALMARKTEXPERTEN

Die Kapitalmarktexperten stimmen hinsichtlich der Maßnahmen, die die Aktienanlage unter Privatanleger stärken würden, mit den Unternehmensvertretern überein. Nahezu einhellig sind sie der Meinung, dass ein stärkerer Einsatz von Aktien in der deutschen Altersvorsorge und die Verringerung der steuerlichen Diskriminierung von Eigen- gegenüber Fremdkapital uneingeschränkt geeignete Maßnahmen sind. Fast genauso werden Maßnahmen zur Verbesserung der ökonomischen Bildung (88 Prozent), die Förderung von Mitarbeiteraktien/ Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen (84 Prozent), der Abbau überflüssiger Bürokratie in der Aktienberatung (81 Prozent) sowie der stärkere Einsatz der Aktienanlage in Stiftungen (73 Prozent) eingeschätzt.

6. Drei Empfehlungen für mehr Börsengänge in Deutschland

Der Weg an die Börse lohnt sich. So finanzieren Unternehmen mit dem Börsengang Wachstum, Innovationen und Arbeitsplätze. Ein erfolgreicher Börsengang steigert sowohl die Reputation als auch den Bekanntheitsgrad des Unternehmens. Über Kapitalerhöhungen können Unternehmen zusätzliche Mittel für Investitionen einwerben, die die Entwicklung des Unternehmens weiter vorantreiben und entscheidend zu mehr Beschäftigung im Unternehmen beitragen.

Trotz dieser nennenswerten Chancen sinkt die Zahl der börsennotierten Unternehmen seit Jahren. Die in dieser Studie genannten Gründe zeigen, dass an dieser ungünstigen Entwicklung maßgeblich die gesetzlichen Anforderungen sowie die unzureichenden Rahmenbedingungen für das Aktiensparen verantwortlich sind.

Bessere Rahmenbedingungen für die Finanzierung über die Börse erhöhen die Attraktivität des Wirtschaftsstandorts Deutschland und tragen wesentlich dazu bei, die Innovationskraft deutscher Unternehmen zu erhalten und auszubauen. Deshalb ist es so wichtig, jetzt die richtigen Maßnahmen zu ergreifen, um mehr Unternehmen den Weg an die Börse zu ebneten.

Welche Maßnahmen besonders geeignet sind, lässt sich auf der Basis der Umfrageergebnisse ableiten:

Empfehlung 1: Kapital für Börsengänge über die Altersvorsorge mobilisieren

Nach Ansicht der Umfrageteilnehmer ist die Stärkung der Aktienanlage privater Anleger insbesondere über die Altersvorsorge ein wichtiger Ansatzpunkt, um für Börsengänge kleiner und mittlerer Unternehmen Geld bereitzustellen. Hierbei hilft der Blick in die USA und nach Schweden. In beiden Ländern ist es gelungen, die Gelder für die Altersvorsorge und den langfristigen Vermögensaufbau zu einem Großteil am Aktienmarkt und dabei auch in kleinere und mittlere Unternehmen anzulegen. Auch in Deutschland muss es gelingen, die Ersparnisse privater Haushalte von fast sechs Billionen Euro viel stärker als heute für die Anlage in Aktien zu mobilisieren.

Ein erster Schritt sind Altersvorsorge-Produkte ohne Beitragsgarantien, die mit dem Betriebsrentenstärkungsgesetz erstmals in der betrieblichen Altersvorsorge möglich sind und mehr Spielraum für die Aktienanlage eröffnen. Konsequenterweise muss es auch – neben den Produkten mit Garantie – bei der Riester-Rente eine entsprechende Verzichtsmöglichkeit auf eine Garantie geben. Schließlich sollte das Förderkonzept Altersvorsorge, das vom Deutschen Aktieninstitut im Jahr 2016 vorgestellt wurde, die

bisher existierenden staatlichen Förderwege ergänzen.¹⁹ Integraler Bestandteil dieses Konzepts ist eine Mindestaktienquote als Voraussetzung der staatlichen Förderung, die entsprechende Anreize setzt, mit mehr Aktien für den Ruhestand vorzusorgen. Flankierend dazu muss die steuerliche Diskriminierung von Eigen- gegenüber Fremdkapital zumindest verringert werden, indem beispielsweise Veräußerungsgewinne bei langfristigem Anlagehorizont nicht mehr besteuert werden.

Abgesehen davon werden vor allem aber künftige Rentnergenerationen in sehr hohem Maße von der stärkeren Nutzung der Aktie in der Altersvorsorge profitieren. Für die Politik wäre dies die seltene Gelegenheit, durch eine einzige Maßnahme – Stärkung der Aktie in der kapitalgedeckten Altersvorsorge als Ergänzung zum gesetzlichen Umlageverfahren – zwei wichtige Ziele zu erreichen: Die Verbesserung und Stabilisierung der Altersvorsorge mit Verminderung des Risikos der Altersarmut einerseits; die Stärkung der Eigenkapitalbasis der deutschen Wirtschaft mit entsprechender Sicherung von Wachstum und Arbeitsplätzen andererseits.

Empfehlung 2: Finanzierung über die Börse entbürokratisieren

Neben dem Fokus auf der aktienorientierten Altersvorsorge sollten auch nachfrageseitige Maßnahmen zur Stärkung der Finanzierung über die Börse ausgeschöpft werden. Das heißt: Es muss den Unternehmen leichter gemacht werden, den zweifellos großen Schritt zu einem börsennotierten Unternehmen zu gehen.

Dementsprechend muss die Regulierung entbürokratisiert werden, die in kleinen und mittleren börsennotierten Unternehmen jährlich Kosten im sechsstelligen Bereich verursacht. Das Konzept des EU-KMU-Wachstumsmarkts, der dem Aspekt einer „Regulierung light“ für kleine und mittlere Unternehmen Rechnung tragen soll, ist allerdings nach Ansicht der Umfrageteilnehmer bislang nicht zielführend. Dies liegt vor allem daran, dass die regulatorischen Erleichterungen, die etwa im Rahmen der Marktmissbrauchsverordnung vorgesehen sind, marginal sind. Außerdem müssen diese vor dem Hintergrund gesehen werden, dass das Regulierungsniveau insgesamt in den vergangenen Jahren deutlich angehoben wurde.

Daher müssen nachhaltige Entbürokratisierungsschritte folgen. Die Umfrageergebnisse legen nahe, dass die Ausweitung der Mitteilungspflichten im Rahmen der Marktmissbrauchsverordnung unter anderem in Form von Ad-hoc-Mitteilungen und der Meldung von Aktiengeschäften von Führungskräften (Managers' Transactions) auf den Freiverkehr die Börsennotiz der betroffenen Unternehmen erschwert. Es ist davon auszugehen, dass dies an den zahlreichen Auslegungsfragen liegt. Gerade in kleinen und mittleren Unternehmen sind nicht die notwendigen Ressourcen vorhanden, was die Beschäftigung mit diesen Detailfragen erschwert. Daher müssen die Börsenbetreiber wieder die Möglichkeit erhalten, unabhängig von zu starren und bürokratischen gesetzlichen Anforderungen über privatrechtliche Regeln im Freiverkehr flexibel dem Emittenten- und Investoreninteresse gerecht zu werden. Außerdem muss darauf geachtet werden, dass den Freiverkehrsemittenten keine weiteren Pflichten auferlegt werden. Angesichts des hohen Aufwands, der mit IFRS verbunden ist, muss insbesondere die Bilanzierung nach HGB auf jeden Fall erhalten bleiben.

¹⁹ Siehe Deutsches Aktieninstitut/Bankhaus Metzler/Union Investment/DekaBank: Lebensstandard im Alter sichern – Rentenlücke mit Aktien schließen, Dezember 2016.

Bei Sekundäremissionen spricht sich ein Großteil der Umfrageteilnehmer für einen generellen Verzicht auf die Prospekterstellung aus. Allerdings sind auch einige kritisch gegenüber dieser generellen Ausnahme, da sie möglicherweise befürchten, dass Investoren einer generellen Ausnahme eher skeptisch gegenüberstehen. Auch wenn sich daher die Forderung nach einer generellen Prospektfreiheit bei Sekundäremissionen nicht eindeutig aus den Umfrageergebnissen ableiten lässt, sprechen diese doch für eine deutliche Entschlackung der damit verbundenen Anforderungen.

Dies sind vielversprechende Ansatzpunkte für eine Entbürokratisierung. Dabei darf jedoch nicht vergessen werden, dass sowohl Unternehmen als auch Kapitalmarktexperten die Regulierungsdichte an weiteren Stellen kritisch sehen. Vor diesem Hintergrund ist die geplante Auswirkungsstudie der Europäischen Kommission über regulatorische Hemmnisse von kleinen und mittleren Emittenten bei der Finanzierung über die Börse zu begrüßen.²⁰ Um einen angemessenen regulatorischen Rahmen insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen zu schaffen, ist es vor allem wichtig, den Grundsatz der Proportionalität zu beachten. Eine weitere Erkenntnis ist, dass bestimmte Regeln zum Schutz von Anlegern nicht zielführend sind. Dies gilt nicht nur für kleine und mittlere Unternehmen, sondern für alle unabhängig von der Größe. Nur wenn es zu einer tragfähigen Balance der Interessen von Anlegern und Unternehmen kommt, werden Börsengänge in Deutschland wieder an Attraktivität gewinnen.


Empfehlung 3: Reputation der Börse in Politik und Öffentlichkeit stärken

Notwendig ist aus Sicht der Umfrageteilnehmer auch, die Reputation der Börsennotiz in Politik und Öffentlichkeit zu verbessern. Tatsächlich besteht hier Handlungsbedarf. Börse und Kapitalmärkte werden häufig in der Öffentlichkeit und von der Politik als Problemverursacher dargestellt, statt in ihnen einen Teil der Lösung vieler der vor uns liegenden Herausforderungen zu sehen. Dies ist sicherlich mit ein Grund, warum börsenreife Unternehmen aus dem deutschen Mittelstand vor einem Börsengang zurückschrecken. Umso wichtiger ist es, dass prominente Entscheidungsträger aus Politik und Wirtschaft sich aktiv und offensiv in der Öffentlichkeit für den Börsengang und die Börsennotierung einsetzen. Die vorliegende Studie bietet genügend Argumentationshilfen. Außerdem muss das Wissen in breiten Bevölkerungsschichten über die Börse und den Kapitalmarkt etwa durch ein Schulfach Ökonomie in allen weiterführenden Schulen verbessert werden. Dies verringert unbegründete Vorurteile, erleichtert die Einschätzung der Chancen, die der Kapitalmarkt bietet, und das Wissen rund um den Umgang mit den damit verbundenen Risiken.

²⁰ Siehe European Commission: Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan, Brüssel 2017, S. 11f.; European Commission: Building a Proportionate Regulatory Environment to Support SME Listing, Brüssel 2018.



KONTAKT



Dr. Norbert Kuhn
Leiter Unternehmensfinanzierung
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Telefon + 49 69 92915-20
kuhn@dai.de