ROUND TABLE BEI BUNDESMINISTER SIGMAR GABRIEL

MEHR BÖRSENGÄNGE VON JUNGEN WACHSTUMSUNTERNEHMEN IN DEUTSCHLAND

ABSCHLUSSBERICHT DER ARBEITSGRUPPEN

SEPTEMBER 2015

Impressum

Herausgeber
Bundesministerium für Wirtschaft und Energie
Öffentlichkeitsarbeit
11019 Berlin
www.bmwi.de

Redaktion
Bundesministerium für Wirtschaft und Energie
Öffentlichkeitsarbeit
11019 Berlin
www.bmwi.de

Gestaltung
PRpetuum GmbH, München

Druck
BMWi

Bildnachweis
Ivan Bliznetsov/istockphoto

Stand
September 2015

Inhalt

Mitglieder des Round Tables „Mehr Börsengänge von jungen Wachstumsunternehmen in Deutschland“ 2

Einleitung 3

Arbeitsgruppe 1 6

Handlungsempfehlungen der Arbeitsgruppe 1 6

Allgemeine Zielvorgabe 6

Qualifizierung 6

Taskforce IPO 7

Sensibilisierung 7

Steigerung des Investoreninteresses 8

Arbeitsgruppe 2 9

Handlungsempfehlungen der Arbeitsgruppe 2 9

Matching-Maßnahmen 9

Systematische Maßnahmen 9

Regulatorische Maßnahmen 10

Steuerliche Maßnahmen 11

Arbeitsgruppe 3 12

Handlungsempfehlungen der Arbeitsgruppe 3 12

Übertragbarkeit von Regelungen aus dem JOBS Act 12

Europäische Wachstumsmärkte als Vorbild 12

Prospektregime 14

Administrative Erleichterungen in der Verwaltungspraxis 14

Sonderteil Wagniskapital 15

Gemeinsame Handlungsempfehlungen der Arbeitsgruppen zu Wagniskapital 15

Öffentliche Fördermaßnahmen 15

Steuerliche Maßnahmen 16

Regulatorische Maßnahmen 16

Mitglieder des Round Tables „Mehr Börsengänge von jungen Wachstumsunternehmen in Deutschland“

Frau
Jella Benner-Heinacher
Stellv. Hauptgeschäftsführerin
Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.

Herr
Uwe Bögershausen
Finanzvorstand
SLM Solutions Group AG

Frau
Dr. Christina Bortenlänger
Geschäftsführendes Vorstandsmitglied
Deutsches Aktieninstitut

Herr
Dr. Werner Brandt
Präsident
ICC Germany e.V.
Internationale Handelskammer

Herr
Oliver Diehl
Leiter Equity Capital Markets
Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG

Herr
Jürgen Fitschen
Co-Vorsitzender des Vorstandes
Deutsche Bank AG

Herr
Dr. Alexander von Frankenberg
Geschäftsführer
High-Tech Gründerfonds Management GmbH

Herr
Dr. Konrad Glund
Vorstandsvorsitzender
Probiodrug AG

Frau
Dr. Ingrid Hengster
Vorstandsmitglied
KfW Bankengruppe

Frau
Susanne Klatten
Gesellschafterin
UnternehmerTUM GmbH

Herr
Ingo R. Mainert
Managing Director and Chief Investment Officer
Balanced Europe
Allianz Global Investors Europe GmbH

Herr
Dr. Christian G. Nagel
Managing Partner
Earlybird Venture Capital GmbH & Co KG

Herr
Florian Nöll
Vorsitzender
Bundesverband Deutsche Startups e.V.

Herr
Michael Oppermann
Managing Partner
Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Herr
Andreas Preuß
Stellv. Vorstandsvorsitzender
Deutsche Börse AG

Herr
Thomas Richter
Hauptgeschäftsführer
Bundesverband Investment und Asset Management e.V.

Herr
Rubin Ritter
Vorstand
Zalando SE

Herr
Stephan Schambach
CEO
NewStore Inc.

Herr
Dr. Asoka Wöhrmann
Global Chief Investment Officer und Mitglied der Geschäftsführung
Deutsche Asset & Wealth Management International GmbH

Einleitung

Junge, innovative und aufstrebende Unternehmen tragen ganz entscheidend dazu bei, qualifizierte Arbeitsplätze zu schaffen und die volkswirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit für die Zukunft zu sichern. In Deutschland besteht – nicht zuletzt dank gut entwickelter Fördermaßnahmen durch die öffentliche Hand – ein breites Angebot an Finanzierungsmöglichkeiten in der frühen Unternehmensphase. Allerdings ist festzustellen, dass sich insbesondere in zukunftsweisenden und disruptiven Technologiefeldern – wie etwa der Digitalen Wirtschaft oder der Biotechnologie – trotz der intensiven Frühphasenunterstützung in Deutschland derzeit keine „Global Player" entwickeln. Praktisch sämtliche Weltmarktführer in diesen Bereichen – meist US-amerikanische Unternehmen (bspw. Google, Facebook) – haben neben dem unternehmerischen Wagemut und einer adäquaten finanziellen Ausstattung über Venture Capital letztendlich die Börse als Finanzierungsquelle benötigt, um wirklich groß zu werden.

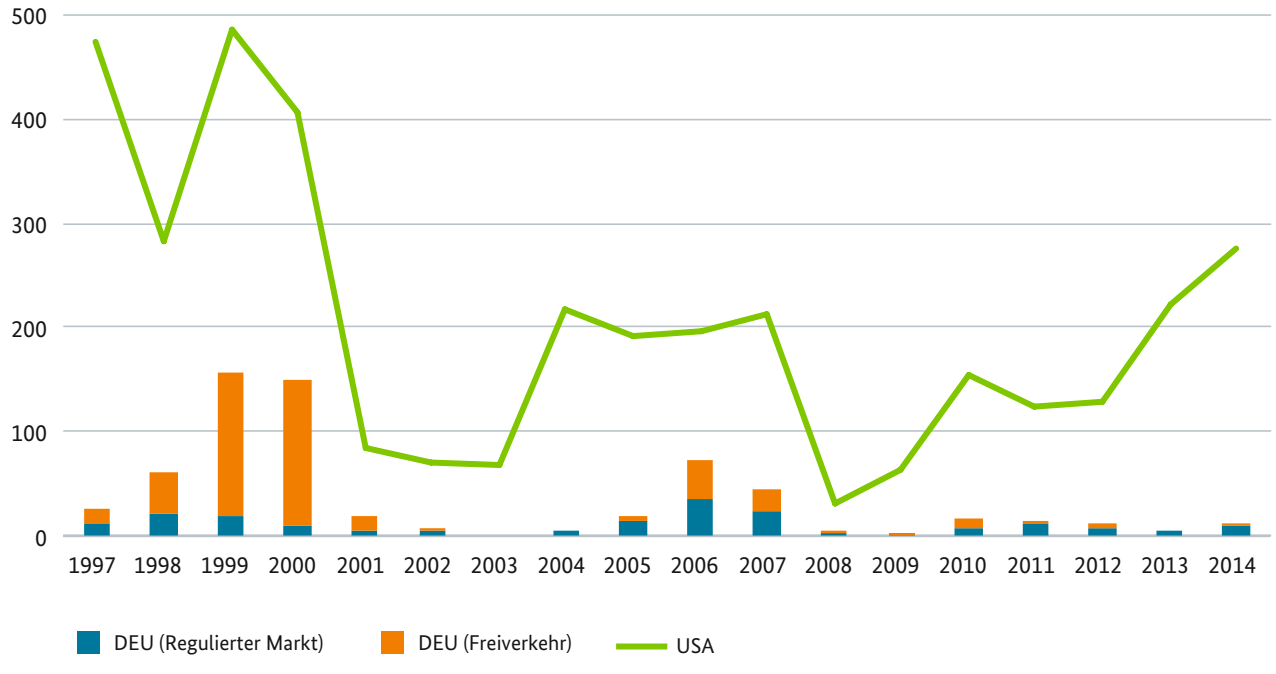
Abbildung 1 veranschaulicht, dass die Börse in der Wachstumsfinanzierung junger innovativer Unternehmen in Deutschland im Unterschied zu bspw. den USA in den letzten Jahren kaum noch eine Rolle spielt. Nach dem Ende des ehemaligen „Neuen Markts" im Jahr 2003 gelang es in Deutschland nicht, sich wieder als Börsenstandort für junge Wachstumsunternehmen zu etablieren.

Eklatant ist insbesondere der divergierende Verlauf der IPO-Zahlen nach dem Ausbruch der internationalen Wirtschafts- und Finanzkrise im Jahr 2008. Während es den USA, u. a. auch bedingt durch regulatorische Maßnahmen, gelang (v. a. JOBS Act), das Börsengeschehen wiederzubeleben, verharren die IPO-Zahlen in Deutschland auf sehr niedrigem Niveau.

Gleichzeitig hat sich in Deutschland auch die Anzahl der börsennotierten Unternehmen seit 2008 dramatisch reduziert (-25 %). Zwar ist dieser Trend nicht einzigartig (vgl. Abbildung 2), denn auch andere Länder bzw. Börsenplätze haben im gleichen Zeitraum einen Rückgang in der Börsennotiz verzeichnen müssen – allerdings in deutlich geringerem Ausmaß.

Beide Entwicklungen sind Ausdruck einer immer schwächer werdenden Aktienkultur in Deutschland und einer zunehmenden Nicht-Wahrnehmung der Börse als mögliche Quelle der Unternehmensfinanzierung. Es führt dazu, dass notwendige Strukturen eines intakten Kapitalmarkts wie etwa professionelle Analysten und eine ausreichende Zahl großer, institutioneller Investoren zumindest in einzelnen Branchen (bspw. Biotech) oder bei bestimmten Unternehmensgrößen (sog. small and mid caps) vermehrt wegbrechen bzw. Deutschland den Rücken kehren.

Abbildung 1: IPOs in Deutschland und den USA (1997–2014)



Quelle: Deutsche Börse AG, Statista.

Diese Entwicklung schadet Deutschland als Kapitalmarkt-Standort und beeinträchtigt Wagniskapitalfinanzierungen, da ihnen mit der Börse ein wesentlicher Exit-Kanal kaum noch zur Verfügung steht. Exit-Optionen sind allerdings für die Aktivität von Venture-Capitalisten maßgeblich, damit sie die Möglichkeit haben, ihre Anteile wieder veräußern und das Kapital in neue Unternehmensideen reinvestieren zu können. Auch aus volkswirtschaftlicher Perspektive ist diese fehlende Exit-Option problematisch, führt es doch dazu, dass vermehrt der Verkauf an strategische Investoren als Ausstiegsmöglichkeit wahrgenommen wird oder aber Unternehmen den Weg an eine ausländische – vorrangig US-amerikanische – Börse wählen. Dies hat zur Konsequenz, dass die in der Frühphase oftmals mit öffentlichen Mitteln unterstützten Unternehmen ihren Standort verlagern und sich damit die unternehmerische Dynamik woanders entfaltet und Arbeitsplätze aus Deutschland verlagert werden. Der fehlende bzw. unzureichend wahrgenommene Baustein „Börse“ ist daher eine entscheidende Lücke im bestehenden „Ökosystem“ der deutschen Unternehmensfinanzierung.

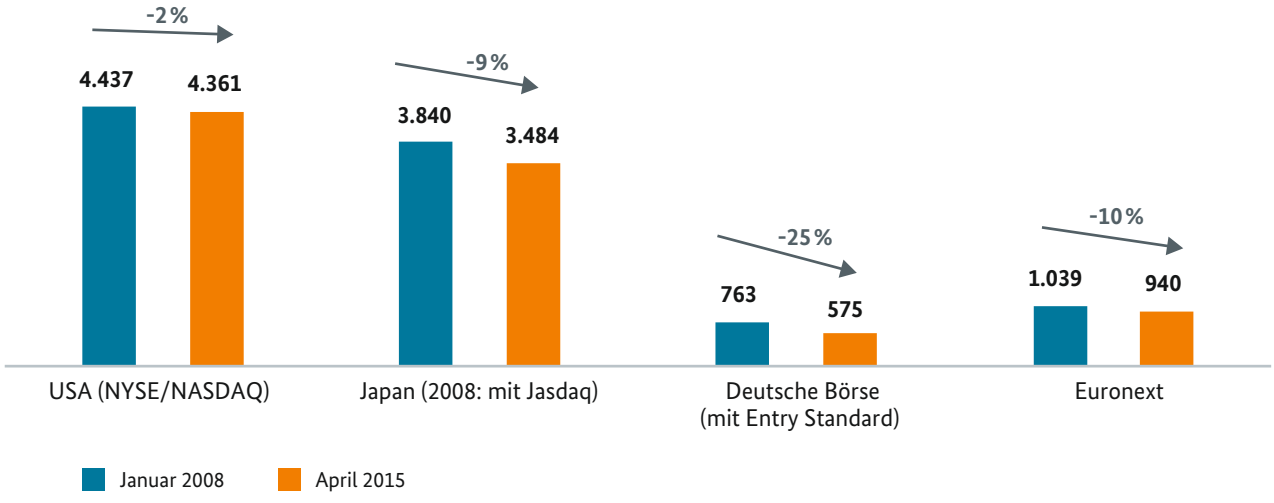
> *„In Zeiten von Minuszinsen können junge Wachstumsunternehmen den Kurszettel auch für Privatinvestoren bereichern und so das Interesse an der Aktie wieder neu beleben.“*
>
> *Jella Benner-Heinacher (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz)*

Vor dem Hintergrund dieser Analyse hat die Bundesregierung im Koalitionsvertrag vereinbart, zu prüfen, wie es gelingen kann, Börsengänge für junge, innovative und wachstumsstarke Unternehmen wiederzubeleben. Der Bundesminister für Wirtschaft und Energie, Sigmar Gabriel, hat daher im Dezember 2014 unterschiedliche Akteure der deutschen IPO-Szene zu einem Round Table eingeladen. Aus diesem Dialog wurden drei Arbeitsgruppen zu verschiedenen Themenkomplexen eingerichtet, mit der Aufgabe, die Analyse zu vertiefen und konkrete Handlungsempfehlungen zu entwickeln.

Arbeitsgruppe 1 unter der Leitung von Frau Susanne Klatten (Gesellschafterin UnternehmerTUM GmbH) hat insbesondere das Ziel verfolgt, Ansatzpunkte zu erarbeiten, die zu einer Demystifizierung von Börsengängen bei Wachstumsunternehmen und dem Aktienmarkt in der deutschen Öffentlichkeit führen, und Unternehmen besser für den Kapitalmarkt zu qualifizieren.

Arbeitsgruppe 2 unter der Leitung von Herrn Andreas Preuß (Deutsche Börse AG) hatte insbesondere den Auftrag, sich mit Möglichkeiten der börslichen und vorbörslichen Finanzierung zu beschäftigen und dabei einen besonderen Fokus auf die Stärkung der Sichtbarkeit von Wachstumsunternehmen zu legen (Stichwort: Börsenin-

Abbildung 2: Entwicklung der Zahl börsennotierter Unternehmen



Quelle: World Federation of Exchanges, IPO Database.

dex für Wachstumsunternehmen). Die Arbeitsgruppe hat auch die Arbeiten der Deutschen Börse AG bei der Plattform konzeptionell eng begleitet. Zusätzlich hat diese Arbeitsgruppe Vorschläge zu einer Stärkung des deutschen „Ökosystems“ für Wachstumsunternehmen bzw. zur Stärkung der deutschen Aktienkultur unterbreitet.

Der Schwerpunkt der Arbeitsgruppe 3 lag auf möglichen Ansatzpunkten zur administrativen Verschlankung des Börsengangs sowie der laufenden Pflichten im Zusammenhang mit der Börsennotierung. In dieser Arbeitsgruppe wurden auch generelle regulatorische Themen wie die Ausgestaltung von Börsensegmenten diskutiert. Hierbei hat die Arbeitsgruppe insbesondere auch Modelle aus dem Ausland betrachtet.

Das Thema „Wagniskapital“ wurde in allen drei Arbeitsgruppen in unterschiedlicher Form diskutiert und als von zentraler Bedeutung bewertet. Aus diesem Grund gibt es hierzu ein eigenes Sonderkapitel, das Empfehlungen enthält, die von allen drei Arbeitsgruppen unterstützt werden.

Das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie sowie das Bundesministerium der Finanzen hatten gemeinsam die Leitung der Arbeitsgruppe 3 inne.

Der vorliegende Bericht ist das Ergebnis aller drei Arbeitsgruppen. Allen in den Arbeitsgruppen Mitwirkenden gilt ein ausgesprochener Dank für die engagierte und stets sehr konstruktive Zusammenarbeit.

Arbeitsgruppe 1

Deutschland hat mit seiner hohen wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit, ausgeprägten Innovationskraft und hervorragenden Forschungslandschaft eigentlich beste Voraussetzungen, um dauerhaft zahlreiche Wachstumsunternehmen hervorzubringen, die Arbeitsplätze und Steueraufkommen schaffen und damit schlussendlich den Wohlstand von morgen sichern. Auf dem Weg von der Idee zum schnell wachsenden Unternehmen gibt es bereits viele Fallstricke, aber auch danach stehen diese Firmen vor großen Herausforderungen, dieses Wachstum weiter fortzusetzen und international wettbewerbsfähig zu werden. Ein wesentliches Problem dabei ist die Beschaffung von ausreichend Kapital zur Finanzierung einer nachhaltigen dynamischen Entwicklung des Unternehmens. Der Börsengang als Option zur Deckung dieses Finanzierungsbedarfs wird von deutschen Unternehmen kaum als erstrebenswert und gangbar angesehen. Es fehlt schlicht an fundiertem Wissen über die Vor- und Nachteile eines Börsengangs sowie Möglichkeiten zum Erfahrungsaustausch mit börsenerfahrenen Akteuren. Zudem herrschen in der öffentlichen Meinung in Deutschland zahlreiche Vorbehalte gegenüber Börsengängen und dem Aktienmarkt insgesamt vor. Dies sind einige zentrale Gründe dafür, dass die Anzahl der Börsengänge deutscher Wachstumsunternehmen schon seit Jahren erschreckend gering ist. Im Ergebnis können viele deutsche Wachstumsunternehmen ihr Potential nur unzureichend ausschöpfen oder werden gar von ausländischen Unternehmen aufgekauft. Durch solche Akquisitionen verliert Deutschland häufig erst die Wertschöpfung und dann schlussendlich auch das Know-how der aufgekauften Wachstumsunternehmen an andere Volkswirtschaften. Um dies in Zukunft zu verhindern und ein funktionierendes Ökosystem um das Thema Börsengang zu befruchten, muss den Wachstumsunternehmen adäquates Wissen, Erfahrung und konkrete Unterstützung zum Thema an die Seite gestellt werden.

In diesem Kontext hat Arbeitsgruppe 1 konkrete Ansatzpunkte erarbeitet, die eine Sensibilisierung für den Börsengang als gangbare Finanzierungsoption und die Qualifizierung von Wachstumsunternehmen für den IPO in Deutschland stärken sollen. Diese sollen helfen, die Pipeline an potentielle Börsenkandidaten nachhaltig zu stärken und ein sich selbst erhaltendes, starkes Ökosystem in Deutschland einzurichten. Wesentliche Stellhebel zur Erreichung dieses Ziels sind eine aktive Ansprache und Unterstützung potentieller Börsenkandidaten durch unabhängige Institutionen und eine Demystifizierung von Börsengängen und dem Aktienmarkt in der deutschen Öffentlichkeit.

„Der Börsengang war der einzige Weg, Wachstumskapital in der Größenordnung für die Umsetzung unserer Strategie einzuwerben – und unsere Mannschaft hat sich seitdem mehr als verdoppelt. Ein funktionierender IPO-Markt ist unabdingbar, um dieses Potenzial junger, innovativer Unternehmen auszuschöpfen."

Uwe Bögershausen (SLM Solutions Group AG)

Handlungsempfehlungen der Arbeitsgruppe 1

Allgemeine Zielvorgabe

EMPFEHLUNG 1: Der Börsenstandort Deutschland sollte sich zum Ziel setzen, pro Jahr durchschnittlich 15–20 nachhaltig erfolgreiche Börsengänge von Wachstumsunternehmen zu realisieren.

Im Vergleich zu anderen entwickelten Volkswirtschaften ist die Zahl der Börsengänge in Deutschland niedrig. Ein Teil dieser Unterschiede kann durch verschiedene strukturelle Aspekte wie der Größe der Volkswirtschaft, Marktkapitalisierung der börsennotierten Unternehmen, Innovativität oder der Struktur des Altersvorsorgesystems erklärt werden. Die Börsengänge von Wachstumsunternehmen sind ein Ausschnitt aus dem gesamten IPO-Geschehen. Unter Berücksichtigung der genannten strukturellen Aspekte erscheint die anvisierte Zahl gut erreichbar.

Qualifizierung

EMPFEHLUNG 2: Es sollten zeitnah unabhängige Trainingsmaßnahmen eingerichtet werden, die sich bzgl. Inhalten und Format an Entscheider in Wachstumsunternehmen richten und diese in die Lage versetzen, eine profunde Entscheidung bezüglich eines Börsengangs zu treffen.

Vielen Wachstumsunternehmen fehlt das Rüstzeug, um erfolgreich an die Börse zu gehen, bzw. Informationen, um die IPO-Entscheidung definitiv treffen zu können. Selbst jene, die es erfolgreich geschafft haben, berichten von Fehlern und unnötigem Verlust von Zeit und Geld. Aktuell sind die Bemühungen, Wachstumsunternehmen zielgerichtet zu qualifizieren und zu unterstützen, nicht ausrei-

chend! Es müssen mehr Qualifizierungsmaßnahmen geschaffen werden, die sich an die Entscheider, wie z. B. CEOs oder CFOs, in Wachstumsunternehmen richten und hinsichtlich Inhalt und Format (insb. in Hinsicht auf die zeitliche Form) auf die speziellen Anforderungen dieser Zielgruppe ausgerichtet sind.

Anknüpfungspunkte sehen wir bei bereits etablierten Aktivitäten, wie bspw. dem Deutschen Biotech CFO-Gipfel. Begrüßt werden die Planungen des Bundesverbands Deutsche Startups e. V. zu einer IPO-Masterclass bzw. die geplanten Trainingsmaßnahmen für CEOs und CFOs von Wachstumsunternehmen im Rahmen des Deutsche Börse Venture Networks.

> *„Weil der Kapitalmarkt eine wichtige Finanzierungsquelle für Wachstumsunternehmen ist. So haben deutsche Unternehmen nach ihrem IPO innerhalb der letzten 10 Jahre im Durchschnitt 797 Arbeitsplätze geschaffen und 676 Mio. EUR investiert."*
>
> *Oliver Diehl (Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG)*

Taskforce IPO

EMPFEHLUNG 3: Es sollte eine „Taskforce IPO" eingerichtet werden, die sich in regelmäßigen Abständen trifft. Ihre Aufgabe soll darin bestehen, ausgewählte, potentiell börsenreife Wachstumsunternehmen in Deutschland zu identifizieren, proaktiv anzusprechen, konkret über die Möglichkeit des Börsenganges zu informieren und ggf. bei der Vorbereitung und Durchführung sowie der Steigerung des Investoreninteresses zu unterstützen. Zudem sollte die Taskforce einen jährlichen Austausch der Politik mit ausgewählten Börsenaspiranten organisieren.

Um potentiell börsenfähige Wachstumsunternehmen individuell und informell über den Börsengang als strategische Option aufzuklären und ggf. im komplexen Prozess der Vorbereitung und Durchführung eines Börsengangs zu unterstützen, sollte sich eine unabhängige Taskforce konstituieren. Diese sollte durch fachkundige Akteure, wie bspw. dem Bundesverband Deutsche Startups e. V., dem High-Tech Gründerfonds, der BIO Deutschland, dem BITKOM – Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e. V. und dem Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) geleitet werden. Die aktive Einbindung von Venture-Capital-Unternehmen und Banken, die einen Überblick über und Zugang zu vielversprechenden Unternehmen haben, ist dabei sehr wichtig. Die Taskforce ist offen für weitere interessierte Mitglieder mit Zugang und Überblick zu IPO-Kandidaten.

Bei den regelmäßigen Besprechungen sollen Kandidaten gemeinsam identifiziert und proaktiv angesprochen werden. Mit diesen Wachstumsunternehmen sollen konkret mögliche unterstützende Aktivitäten besprochen werden. Beispiele hierfür könnten individuell arrangierte Roadshows, professionelle Imagekampagnen oder die Vorstellung einzelner potentieller Börsenkandidaten bei möglichen Investoren sein. Diese zielorientierte Begleitung durch die Taskforce IPO wird Wachstumsunternehmen, die an die Börse gehen, schlussendlich viel Geld und Zeit sparen.

Das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie wird zu einem ersten Treffen der Taskforce einladen, bei dem das weitere Vorgehen abgestimmt wird.

Um auch in Zukunft den Austausch zwischen IPO-Kandidaten und Politik sicherzustellen, soll jährlich ein IPO-Round Table stattfinden, der durch die IPO-Taskforce organisiert wird und den Gedankenaustausch über konkrete Bedürfnisse der Wachstumsunternehmen gewährleistet.

Sensibilisierung

EMPFEHLUNG 4: Die Politik sollte sich klar und öffentlich zur volkswirtschaftlichen Bedeutung von Börsengängen und des Aktienmarktes bekennen. Zudem ist für die Akzeptanz von Börsengängen auch eine ausgewogene Berichterstattung über Börsengänge und den Aktienmarkt in der deutschen Medienlandschaft unerlässlich, da diese einen wichtigen Beitrag dazu leisten kann, der breiten Öffentlichkeit insbesondere auch die volkswirtschaftlichen Vorteile von Börsengängen (und eines liquiden und funktionierenden Aktienmarkts) zu vermitteln und stärker auch die Chancen einer Aktienanlage heraus zu stellen.

Der Round Table des Ministers Gabriel ist ein erster wichtiger Schritt, aber die Politik muss nun insgesamt Farbe bekennen und öffentlich deutlich machen, wie wichtig nachhaltig erfolgreiche Börsengänge und ein funktionierender Aktienmarkt für den Standort Deutschland sind. Dazu sollten passende Anlässe, wie bspw. die Jahreseröffnung der Deutschen Börse, öffentlichkeitswirksam genutzt werden.

Denn in der breiten öffentlichen Meinung in Deutschland herrschen erhebliche Vorbehalte gegen Finanzmärkte und ihre Akteure im Allgemeinen. Es müssen aber auch die

langfristigen positiven Effekte thematisiert werden. So haben bspw. die 61 Unternehmen, die in den letzten 10 Jahren in Deutschland an die Börse gegangen sind und einen Emissionserlös von mind. 100 Mio. Euro erzielt haben, seit dem IPO im Durchschnitt nicht nur ihren Umsatz um 12 % pro Jahr steigern können und 675 Mio. Euro investiert, sondern auch über 180 Mio. Euro Steuern gezahlt und ca. 800 Arbeitsplätze geschaffen. Die Öffentlichkeit muss auch über diese positiven Effekte von Börsengängen und einem funktionierenden öffentlichen Eigenkapitalmarkt informiert werden: Ein aktiver IPO-Markt steht im direkten Zusammenhang mit der Leistungsfähigkeit und Innovationskraft einer Volkswirtschaft!

EMPFEHLUNG 5: Es bedarf einer systematischen Analyse der positiven Auswirkungen des Börsenganges auf Wachstumsunternehmen in der Erschließung von Kapital sowie der Ermöglichung weiteren Wachstums.

Immer wieder wird der „Neue Markt" als Negativbeispiel und Grund für die Zurückhaltung von Börsengängen bzw. Investments in Wachstumsunternehmen angeführt. Betrugsfälle sowie der massive Kursrückgang nach dem Indexhöchststand im März 2000 lassen den „Neuen Markt" in schlechtem Licht erscheinen. Dies verkennt jedoch, dass es zahlreiche Technologieunternehmen, die heute noch sehr erfolgreich sind, damals geschafft haben, an der Börse Wachstumskapital zu erschließen. In einer systematischen Analyse sollten vor allem auch diese Erfolge (z. B. anhand der Wert-, Umsatz-, Gewinnentwicklung der nach wie vor notierten Unternehmen sowie inzwischen erfolgter Kapitalerhöhungen) gezeigt werden. Zudem sollte ein relativierender Blick in andere Länder, bspw. in die USA mit dem NASDAQ, geworfen werden.

Insgesamt gibt es zurzeit zu wenig verlässliche Informationen und Untersuchungen über die Effekte von Börsengängen für die Unternehmen selber, den Aktienmarkt in Deutschland und seine Bedeutung für die Volkswirtschaft im Allgemeinen. Fachkundige Wissenschaftler in Deutschland sollten sich dem Thema stärker widmen und die Ergebnisse aktiv der breiten Öffentlichkeit zurückspiegeln, um somit zu einer verbesserten Meinungsbildung beizutragen.

„Eine Stärkung des IPO-Marktes in Deutschland wird gerade jungen, aufstrebenden Unternehmen dabei helfen, international erfolgreich zu werden."

Jürgen Fitschen (Deutsche Bank AG)

Steigerung des Investoreninteresses

EMPFEHLUNG 6: Es sollten freiwillige Vorgaben für Aktien-, Private-Equity- und Venture-Capital-Allokationen für Anlagen von Kapitalsammelstellen eingeführt werden.

Freiwillige Allokationen von Kapitalsammelstellen für Aktien-, PE- und VC-Allokationen sollen dazu beitragen, dass die im internationalen Vergleich weit unterdurchschnittlichen Allokationen von Kapitalsammelstellen in Deutschland angehoben werden. Insofern die freiwilligen Werte nicht erreicht werden, müssen Erklärungen abgegeben werden, warum diese nicht erreicht werden und wann geplant ist, die Werte zu erreichen.

Teilnehmer der Arbeitsgruppe 1:

Prof. Dr. Braun (TU München, Leitung), Dr. Schönenberger (UnternehmerTUM GmbH), Oppermann (Ernst & Young GmbH), Dr. von Frankenberg (High-Tech Gründerfonds Management GmbH), Deißner (KfW Bankengruppe), Benner-Heinacher (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.), Dr. Nagel (Earlybird VC Management GmbH & Co. KG), Nöll (Bundesverband Deutsche Startups e.V.), Diehl (Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG), Prof. Dr. Honold (BIO Deutschland, TH Nürnberg), Dr. Gebhardt (Deutsche Börse AG).

„Ein Wachstumsmarkt hat das Potential zur Entwicklung – und ist dann eine Bereicherung des Kurszettels auch für institutionelle Investoren. Das ist der erste Schritt zu einem Anlagesegment, das für institutionelle Investoren interessant ist."

Michael Richter (Bundesverband Investment und Asset Management e.V.)

Arbeitsgruppe 2

Die Unternehmensfinanzierung über den Kapitalmarkt ist eine Triebfeder für Wachstum und Beschäftigung in Deutschland. Die volkswirtschaftliche Rolle der Börse als ein wesentlicher Bestandteil des Kapitalmarkts ist die Allokation von Kapital zu Geschäftsideen. Trotz Bestehens der erforderlichen technischen Infrastruktur für Börsengänge ist festzustellen, dass in Deutschland der Markt für Börsengänge, insbesondere für Wachstumsunternehmen innovativer Branchen, nicht in dem volkswirtschaftlich erforderlichen Maße funktioniert. Zentrales Thema hierbei ist die mangelhafte Finanzierungssituation deutscher Wachstumsunternehmen.

Dieses Finanzierungsproblem lässt sich kaum durch die Schaffung eines spezifischen Börsensegments lösen. Dessen Ursache ist vielmehr ein Strukturproblem im deutschen Kapitalmarkt. Die Lösung erfordert daher Anstrengungen aller Kapitalmarktbeteiligten, also auch der Investoren, der Banken, der Unternehmen (Börsenkandidaten), der übrigen Intermediäre sowie der Politik und ggf. des Gesetzgebers. Die Lösung muss sich am Lebens- und Kapitalmarktzyklus eines Wachstumsunternehmens orientieren, um langfristige Veränderungen der Finanzierungspraxis zu bewirken. Hinzu kommt, dass in Deutschland nur eine sehr eingeschränkte Transparenz über den Bestand an wachstumsstarken Hightech-Unternehmen besteht. Dies verhindert den Aufbau einer für Investoren visiblen IPO-Pipeline. Insgesamt fehlt ein funktionierendes „Ökosystem" für Wachstumsunternehmen in Deutschland. Die Teilnehmer der AG sind sich einig, dass genau an dieser Stelle anzusetzen ist. Für junge Wachstumsunternehmen müssen in Deutschland Rahmenbedingungen geschaffen werden, die ihnen die Kapitalaufnahme in den erforderlichen Größenordnungen, einschließlich eines Börsengangs, erleichtern.

Die Arbeitsgruppe hatte den Auftrag, sich mit der Verbesserung der vorbörslichen und börslichen Finanzierungsmöglichkeiten von Wachstumsunternehmen durch Identifizierung und Zusammenführung geeigneter Börsenkandidaten und Investoren sowie durch Stärkung der Sichtbarkeit von jungen Wachstumsunternehmen an der Börse zu befassen. Darüber hinaus hat sie Ideen entwickelt, wie es gelingen kann, ein tragfähiges „Ökosystem" für Wachstumsunternehmen zu schaffen, und Vorschläge unterbreitet, um das Strukturproblem im deutschen Kapitalmarkt zu beseitigen.

> *„Nur durch einen IPO haben die besten Wachstumsunternehmen überhaupt die Chance, Weltmarktführer zu werden."*
>
> *Dr. Alexander von Frankenberg (High-Tech Gründerfonds Management GmbH)*

Handlungsempfehlungen der Arbeitsgruppe 2

Matching-Maßnahmen

EMPFEHLUNG 1: Die Schaffung von vorbörslichen Plattformen, die eine Katalysatorfunktion für Börsengänge von Wachstumsunternehmen übernehmen.

Plattformen, die eine effiziente Zusammenführung von Wachstumsunternehmen und Investoren ermöglichen, steigern die Finanzierungsmöglichkeiten für Wachstumsunternehmen und können diese damit besser auf einen Börsengang vorbereiten. Vorteilhaft ist insbes. das unmittelbare Zusammenführen von Wachstumsunternehmen und Investoren (Disintermediation). Insoweit begrüßt die Arbeitsgruppe die vorbörsliche Plattform der Deutsche Börse AG (Deutsche Börse Venture Network). Die Diskussionen in der AG zur Ausgestaltung der Plattform haben wesentlich zu ihrer Optimierung beigetragen.

EMPFEHLUNG 2: Die Schaffung eines spezifischen Wachstumsindex.

Die Berechnung eines Index, der die Entwicklung deutscher börsennotierter Wachstumsunternehmen repräsentativ dokumentiert, ist wünschenswert, da er die Sichtbarkeit und das Potenzial dieser Unternehmensgruppe sowohl bei Pre-IPO- als auch bei Kapitalmarktinvestoren verstärkt. Derzeit sind die Voraussetzungen für einen solchen Index an der Deutschen Börse AG noch nicht gegeben. Die Schritte der Deutsche Börse AG zur Entwicklung eines derartigen Index werden jedoch von der Arbeitsgruppe begrüßt.

Systematische Maßnahmen

EMPFEHLUNG 3: Stärkung und Ausbau einer kapitalgedeckten Altersvorsorge auch über Aktien.

Durch das in Deutschland geltende System der gesetzlichen Altersvorsorge, wonach die Ein-

künfte der jüngeren Generationen mittels Umlage die Renten der älteren Generationen finanzieren, gehen dem Kapitalmarkt erhebliche Anlagesummen verloren. Die Anlage zumindest von Teilbeträgen der Rentenmittel am Kapitalmarkt würde das Aktieninvestitionsvolumen erheblich stimulieren. Das bestehende Konzept der Riester-Rente, wonach mindestens die vom Sparer geleisteten Einzahlungen zu erhalten sind, befördert die Anlage in festverzinsliche Wertpapiere im Vergleich zu schwankungsanfälligeren und damit weniger planbaren Aktien. Hier sollte überlegt werden, wie die Anforderungen gewählt werden könnten, damit sie einen höheren Teil der langfristigen Kapitalanlagen in Aktien ermöglichen.

EMPFEHLUNG 4: Förderung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen.

Die Möglichkeit der Beteiligung von Arbeitnehmern am Aktienkapital ihres Arbeitgebers (sog. „Belegschaftsaktien") muss weitaus attraktiver und einfacher ausgestaltet werden als bislang erfolgt. Mit Beteiligungsprogrammen können Unternehmen einen wesentlichen Beitrag zur Stärkung der Aktienkultur leisten und private Anleger über Chancen und Risiken der Aktienanlage aufklären. Im Vergleich zu europäischen Nachbarn spielt die Mitarbeiterbeteiligung in Deutschland nur eine untergeordnete Rolle. Zu einer Stärkung könnten zum einen die signifikante Anhebung des steuer- und sozialabgabenfreien Betrags (derzeit 360 Euro), zum anderen aber auch regulatorische Erleichterungen für die Ausgabe von Belegschaftsaktien (bspw. Klarstellung rechtlicher Unsicherheiten bei der Ausgabe von Aktien, Reduzierung des Aufwands für die Depoteröffnung) beitragen.

EMPFEHLUNG 5: Verbesserung der wirtschaftlichen Bildung in Deutschland.

Deutsche Privatanleger haben Schwierigkeiten, die Chancen und Risiken der Aktienanlage richtig einzuschätzen. In den Zeiten des Neuen Marktes haben viele Anleger die Risiken der Anlageform Aktie unterschätzt und eine zu geringe Diversifikation betrieben. Derartige Unkenntnisse oder Fehlvorstellungen über die wirtschaftlichen Zusammenhänge an Kapitalmärkten (sog. „Aktienkultur") haben zu hohen finanziellen Verlusten geführt und das Vertrauen in Kapitalmärkte nachhaltig beschädigt. Sie sorgen dafür, dass einerseits dem deutschen Kapitalmarkt hohe Anlagesummen vorenthalten bleiben und andererseits Privatanleger von der auf den Wertentwicklungsmöglichkeiten beruhenden Vermögensbildung ausgeschlossen werden. Die Schulbildung muss daher um die Vermittlung von Grundlagenkenntnissen über die Geldanlage erweitert werden.

> „Ein funktionierender deutscher IPO-Markt für Wachstumsunternehmen wird die Bereitschaft von Investoren, Venture Capital in Start-ups zu investieren, dank verbesserter Exit-Aussichten deutlich erhöhen."
>
> Dr. Ingrid Hengster (KfW Bankengruppe)

Regulatorische Maßnahmen

EMPFEHLUNG 6: Anreize bzw. Abbau regulatorischer Hindernisse für die Aktienanlage der Kapitalsammelstellen, insbes. der Versicherungsunternehmen.

Der Aktienanteil im Anlagevolumen institutioneller Investoren nimmt in Deutschland kontinuierlich ab. Auffällig sind insoweit insbes. Versicherungsunternehmen, deren Aktienquote teilweise erheblich unter den gesetzlich festgelegten Höchstgrenzen liegt. Hierdurch werden dem deutschen Kapitalmarkt und damit auch Wachstumsunternehmen hohe Anlagesummen vorenthalten. Begründet wird das aktienaverse Anlageverhalten mit dem im Vergleich zu Anleihen höheren Kursschwankungsrisiko von Aktien, das mit der garantierten Mindestverzinsung unvereinbar sei. Gerade wegen der Langfristigkeit des Anlagehorizonts der Versicherungswirtschaft überzeugt das Argument jedoch nicht. Regulatorische Vorgaben, die dieses anleihelastige Anlageverhalten fördern (z. B. Pflicht zur höheren Unterlegung der Aktienanlage mit Eigenmitteln nach „Solvency II"), sind daher abzubauen. Darüber hinaus würden beispielsweise freiwillige Selbstverpflichtungen der Versicherungsunternehmen über die Aktienquote („comply or explain") einen Anreiz für ein Aktieninvestment darstellen.

EMPFEHLUNG 7: Schaffung von Formaten zur Steigerung der professionellen Aktienanalyse von Wachstumsunternehmen.

In der Praxis bilden Unternehmensbewertungen und daraus abgeleitete Anlageempfehlungen (sog. Sell Side-Research) eine wesentliche Grundlage für Anlageentscheidungen. Während große, namhafte und etablierte börsennotierte Unternehmen in aller Regel in ausreichendem Umfang analysiert werden, besteht bereits heute für die überwiegende Mehrheit der kleineren und mittleren börsennotierten Unternehmen ein Mangel an derartigem

Research. Folge hiervon ist, dass weniger Investitionen in Aktien dieser Unternehmen getätigt werden. Die MiFID II betrachtet im aktuellen Entwurf Research als Zuwendung, die vom Broker eingepreist wird und vom Anleger zu zahlen ist. Dadurch besteht die Gefahr, dass sich die Problematik der geringen Analyse für kleinere und mittlere Unternehmen weiter verschärft. Es ist daher nach alternativen Regelungen zu suchen, um die Transparenz zu erhöhen und Interessenkonflikte zu vermeiden, ohne Research zu beeinträchtigen.

EMPFEHLUNG 8: Angemessene Regulierung der Aktienberatung.

Eine weitere wesentliche Grundlage für Anlageentscheidungen, insbes. von Privatpersonen, bildet in Deutschland die Aktienberatung durch Banken und Sparkassen. Zur Verbesserung des Anlegerschutzes wurden insoweit die regulatorischen Anforderungen an diese Dienstleistung erhöht (Beratungsprotokoll, Produktinformationsblatt). In der Folge haben Banken und Sparkassen aus Haftungsgründen ihr diesbezügliches Angebot reduziert oder sogar vollständig eingestellt. Die regulatorischen Anforderungen an die Anlageberatung sind daher auf ein angemessenes Verhältnis zurückzuführen, das einen Erhalt dieser Informationsgrundlage für den Anleger sicherstellt.

Steuerliche Maßnahmen

EMPFEHLUNG 9: Schaffung von Anreizen für das Aktiensparen deutscher Privatanleger.

Um das enorme private Kapital in Deutschland für den Kapitalmarkt zu mobilisieren, müssen einfache und für Private ohne großen Aufwand umsetzbare Anreize insbes. für den langfristigen Aktienbesitz geschaffen werden. Hierzu zählen vor allem steuerliche Maßnahmen, wie die steuerliche Privilegierung oder zumindest Gleichstellung der Aktienanlage ggü. einer Anleiheanlage. Darüber hinaus muss die Attraktivität der Aktienanlage für Private entweder durch staatliche Förderung (Erstattungssystem) oder durch steuerliche Abschreibungsmöglichkeiten signifikant gefördert werden.

EMPFEHLUNG 10: Steuerliche Privilegierung von Beteiligungskapital und Investitionen im Rahmen von Börsengängen von Wachstumsunternehmen (z. B. Enterprise Investment Scheme/EIS in UK).

In Ergänzung zu allgemeinen steuerlichen Anreizen für das Aktiensparen insbes. deutscher Privatanleger (s. Empfehlung 9) sollte die Aktienanlage speziell bei börsennotierten Wachstumsunternehmen steuerrechtlich gefördert werden. Erfahrungen im europäischen Ausland (z. B. AIM an der London Stock Exchange) zeigen, dass derart spezifische Steuervergünstigungen eine erhebliche Lenkungswirkung für Investitionsströme haben. Dabei erhält ein Anleger, der bis zur Höhe eines bestimmten Betrags Aktien eines börsennotierten Wachstumsunternehmens erwirbt, einen bestimmten Prozentsatz der investierten Summe als Gutschrift auf seine Einkommensteuer. Darüber hinaus werden die aus dieser Anlage erwirtschafteten Kapitalerträge von weiteren Steuerbelastungen entweder vollständig oder teilweise befreit.

Teilnehmer der Arbeitsgruppe 2:

Dr. Reck (Deutsche Börse AG, Leitung), Dr. C. Gebhardt (Deutsche Börse AG, Leitung), Dr. von Frankenberg (High-Tech Gründerfonds Management GmbH), H. Gebhardt (DeAWM Investment GmbH), Mainert (Allianz Global Investors GmbH), Müller (Target Partners GmbH), Dr. Nagel (Earlybird VC Management GmbH & Co. KG), Nöll (Bundesverband Deutsche Startups e.V.), Radtke (Bundesverband Deutsche Startups e.V.), Ries (Berenberg), Schacht, PhD (BIO Deutschland, Curetis AG).

„Deutschland braucht eine lebendige Start-up-Szene mit innovativen Unternehmern, die dynamisch neue Märkte angehen. Die Chance auf einen Börsengang macht junge Unternehmen für Investoren attraktiv und beschleunigt ihr Wachstum."

Susanne Klatten (UnternehmerTUM GmbH)

„Biotechnologie-Unternehmen entwickeln wichtige Produkte für Gesundheit, Umwelt und Energie in Deutschland. Sie wachsen nur dann nachhaltig, wenn sie hierzulande auch Zugang zu Eigenkapital haben und an die Börse gehen können."

Dr. Konrad Glund (Probiodrug AG)

Arbeitsgruppe 3

Sowohl der Börsengang selbst als auch die laufende Berichterstattung börsennotierter Unternehmen ist mit einem hohen administrativen Aufwand verbunden, der gerade für junge, aber wachstumsstarke Unternehmen zu einer erheblichen Belastung führen kann. Die diesbezüglichen Anforderungen sind an der Börse bzw. im regulierten Markt noch einmal deutlich höher als im Freiverkehr bzw. bei sog. Multilateral Trading Facilities (MTFs). Auf der anderen Seite investieren insbesondere große, institutionelle Investoren überwiegend nur im regulierten Markt, da sich dadurch einerseits regulatorische Vorgaben leichter erfüllen lassen und andererseits das Rendite-/Risikoprofil der an Privatanleger vertriebenen Produkte häufig besser abgebildet werden kann. Aufgrund geringer Risikobereitschaft scheuen viele Privatinvestoren auch vor Direktinvestitionen in junge Wachstumsunternehmen zurück. Beide Effekte gehen vor allem im Freiverkehr zu Lasten der Marktliquidität und machen die Kursbildung anfälliger für Schwankungen. Wegen der geringen Nachfrage von Investorenseite ist die Kapitalaufnahmefähigkeit von Unternehmen im Freiverkehr (sowohl die Erstaufnahme als auch die Möglichkeit von Kapitalerhöhungen) deutlich eingeschränkt. Viele junge, wachstumsstarke Unternehmen streben deshalb eine Notierung am regulierten Markt an, möglicherweise dann deutlich später, um insbesondere die Auflagen hinsichtlich der Rechnungslegung und Berichterstattung sowie der Corporate Governance besser zu erfüllen.

Die Arbeitsgruppe 3 hat sich vor diesem Hintergrund zum einen damit beschäftigt, welche möglichen Ansatzpunkte es für eine Entbürokratisierung des Börsengangs sowie der laufenden Pflichten im Zusammenhang mit der Notierung gibt. Dabei lässt die europäisierte Börsengesetzgebung allerdings nur geringe Handlungsspielräume für die nationalen Akteure, die sich vor allem auf die praktische Umsetzung beziehen; ungeachtet davon hat Deutschland die Möglichkeit, sich in die laufenden Diskussionen um die Fortentwicklung des europäischen Rechts – hier vor allem aktuell der Prospektrichtlinie – einzubringen. Mehr Handlungsspielräume bieten außerbörsliche Marktsegmente wie der Freiverkehr, da hier die nationalen Marktbetreiber weitgehende Ausgestaltungsfreiheiten haben. Zum anderen gilt der Fokus der Arbeitsgruppe dem Thema, wie es jungen, wachstumsstarken Kapitalmarktaspiranten mit einem mindestens mittleren zweistelligen Kapitalbedarf gelingen kann, die Aufmerksamkeit der Investoren, vor allem größerer institutioneller, auf sich zu ziehen, ohne gleich alle Vorschriften des regulierten Marktes erfüllen zu können.

„Ein Börsengang ist immer der krönende Abschluss jeder Eigenkapitalfinanzierung, denn im Hinblick auf Mobilisierung von breiten Anlegerkreisen und die problemlose Übertragung von Eigentumsrechten ist die Aktie unschlagbar."

Ingo R. Mainert
(Allianz Global Investors GmbH)

Handlungsempfehlungen der Arbeitsgruppe 3

Übertragbarkeit von Regelungen aus dem JOBS Act

EMPFEHLUNG 1: Aufgrund der unterschiedlichen Ausgestaltung der rechtlichen Rahmenbedingungen im Börsenumfeld in den USA im Vergleich zur Europäischen Union sind konkrete Regelungen nur in geringem Umfang übertragbar. Der Grundansatz temporärer Erleichterungen und damit Kosten- und Bürokratieersparnis unmittelbar nach einer Notierung am Kapitalmarkt sollte jedoch auch in Deutschland und Europa weiterverfolgt werden.

Zum Hintergrund: In den USA hat der Gesetzgeber 2012 im Rahmen des sog. „Jumpstart Our Business Startups Act" (JOBS Act) Wachstumsunternehmen definiert (sog. „Emerging Growth Companies") und für diese zahlreiche Erleichterungen für maximal die ersten fünf Jahre nach dem IPO geschaffen. Dies betrifft etwa die Möglichkeit eines vertraulichen Vor-Registrierens bei der US-Börsenaufsichtsbehörde SEC, die Erweiterung prospektfreier Angebote durch erweiterte Möglichkeiten einer Kommunikation mit Investoren und Finanzanalysten, die Aufhebung von Werbeverboten sowie Erleichterungen bei den einzureichenden Jahresabschlüssen sowie bei der Anwendung des internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS. Diese Regelungen sind auf positive Resonanz gestoßen und haben dazu beigetragen, das Börsengeschehen in den USA zu beleben.

Europäische Wachstumsmärkte als Vorbild

EMPFEHLUNG 2: Marktbetreiber in Deutschland sollten die Einrichtung eines Premiumsegments im Freiverkehr prüfen, das grundsätzlich die Vorschrif-

ten hinsichtlich Zulassung und Transparenz des regulierten Markts übernimmt, aber den gesellschafts- und bilanzrechtlichen Gestaltungsspielraum des Freiverkehrs nutzt und auf Wachstumsunternehmen zielt, die den Sprung in den regulierten Markt nach einer Übergangszeit konkret anvisieren.

> *„Ohne die Finanzierungsmöglichkeit am öffentlichen Kapitalmarkt wird es in Deutschland nie schnell wachsende Technologieunternehmen à la Apple, Facebook & Co geben."*
>
> *Dr. Christian G. Nagel (Earlybird Venture Capital GmbH & Co. KG)*

Die Erfahrungen des Vereinigten Königreichs mit dem High Growth Segment, einem speziellen Wachstumssegment im regulierten Markt an der London Stock Exchange, sind gemischt. Der Alternative Investment Market (AIM) als Einstiegssegment wird hingegen trotz geringer Liquidität überwiegend als Erfolgsmodell betrachtet. Dagegen scheint das First North Premium Segment (FNPS) als Spezialsegment am außerbörslichen nordischen First North Market interessante Ansatzpunkte zu beinhalten, indem sich das FNPS bei den Offenlegungspflichten am regulierten Markt orientiert. Ein solches Premiumsegment im Freiverkehr könnte auch in Deutschland erwogen werden, indem es als Durchlaufsegment für einen späteren Wechsel an die Börse dient (vgl. Fall „Rocket Internet") und damit eine ähnliche Funktion wie der JOBS Act in den USA erfüllt. Damit könnten die für sehr junge Wachstumsunternehmen oftmals besonders schwer zu erfüllende Erklärungspflicht zum Corporate Governance Kodex sowie die sofortige Umstellung von der HGB- auf die IFRS-Bilanzierung vorübergehend vermieden werden. Wichtig für die Akzeptanz dieses Segmentes ist es, dass große institutionelle Investoren eine Investition einem Engagement im regulierten Markt als annähernd vergleichbar erachten und Privatinvestoren in größerem Umfang gewonnen werden können. Hierzu bedarf es zum einen eines klaren Bekenntnisses des Emittenten zu einem Wechsel an den regulierten Markt innerhalb eines fest definierten Zeitfensters (z. B. zwei Jahre) sowie eines ausreichend hohen Emissionsvolumens.

EMPFEHLUNG 3: Bestehende Regelungen für Emittenten im Freiverkehr sollten einer grundsätzlichen Überprüfung unterzogen werden; Ansatzpunkte sind insbesondere die Erfordernis eines vollständigen Prospekts, Kriterien für anlassbezogene Meldungen, eine stärkere Einbindung von emissionsbegleitenden Banken sowie Meldungen über die Höhe von Beteiligungen.

Der vom europäischen Gesetzgeber eingeräumte Gestaltungsspielraum wird bislang anders als in anderen europäischen Ländern (z. B. Belgien, Italien, Frankreich, den Niederlanden, Portugal, Spanien, Großbritannien und skandinavischen Ländern) kaum genutzt. Dies gilt insbesondere für die Ausgestaltung der Prospektpflicht, die nach gesetzlichen Vorgaben keine zwingende Voraussetzung für eine Einbeziehung im Freiverkehr ist. Anstelle eines umfassenden Prospekts nach dem Prospektrecht könnten Marktbetreiber besondere, von den gesetzlichen Prospektpflichten abweichende, weniger umfangreiche Dokumente vorschreiben, die den Belangen und Besonderheiten von Wachstumsunternehmen Rechnung tragen. Die zur Gewährleistung eines angemessenen Investorenschutzes unabdingbaren Inhalte eines solchen Dokuments sowie die Haftung bei unvollständigen oder fehlerhaften Angaben sind dabei näher zu spezifizieren. Damit könnte es künftig zwei Prospekttypen geben, einen ausführlicheren, vollständigen Prospekt im regulierten Markt und einen reduzierten, aber alle wesentlichen Inhalte enthaltenden Prospekt im Freiverkehr.

Für ausreichendes Vertrauen in die im Freiverkehr gehandelten Aktien ist ferner eine aussagekräftige laufende Berichterstattung erforderlich. Anlassbezogene Meldungen sollten jedoch nicht zur allgemeinen Unternehmenskommunikation missbraucht werden. Vor diesem Hintergrund bedarf es klarer Kriterien, in welchen Fällen anlassbezogene Meldungen erforderlich sind. Auch in diesem Bereich können Marktbetreiber für die entsprechende Klarheit sorgen.

Beispiele aus dem EU-Ausland zeigen ferner die große Bedeutung der emissionsbegleitenden Banken, die mit ihrer Expertise und Reputation die Vorauswahl der IPO-Kandidaten und die Gewährleistung der Einhaltung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten durch den Emittenten positiv beeinflussen. Eine stärkere Einbindung der Emissionsbegleiter durch den jeweiligen Marktbetreiber könnte daher zur Vertrauensbildung beitragen. Darüber hinaus zeigen Erfahrungen im EU-Ausland, dass Meldungen über die Höhe von Beteiligungen an Emittenten der im Freiverkehr gehandelten Aktien das Vertrauen in diesen Markt erhöhen. Derartige Meldungen können Emittenten aufgrund des gesellschaftsrechtlichen Rahmens in Deutschland nicht von Investoren verlangen. Insoweit könnte geprüft werden, inwieweit eine gesetzliche Regelung sinnvoll und mit den EU-Vorgaben vereinbar ist.

Prospektregime

EMPFEHLUNG 4: Die Bundesregierung wird darin bestärkt, sich im Rahmen der nationalen Konsultationen zur Novellierung der europäischen Prospektrichtlinie für eine entsprechend umfassende Überprüfung der Anforderungen an die Prospektpflicht im Sinne marktnaher Lösungen und Vereinfachungen einzusetzen.

Der Wertpapierprospekt wurde als ein Dokument entwickelt, das sich vor allem an Kleinanleger richtete. Heutzutage blicken die meisten Kleinanleger jedoch kaum mehr in die Prospekte, noch sind sie in der Lage, die sehr detaillierten Informationen zu nutzen. Ein wesentlicher Grund ist, dass sich der Prospekt zu einem länglichen Dokument entwickelt hat, dessen Sprache und Inhalt für Laien kaum mehr zugänglich ist. Stattdessen hat er heutzutage vor allem die Funktion eines Enthaftungsinstruments mit umfangreichen Angaben zu den Risikoaspekten des Börsengangs. Während die Funktion des Prospekts für die zivilrechtliche Haftung nicht generell in Frage gestellt werden soll, bestehen bei der inhaltlichen Ausgestaltung Verbesserungsmöglichkeiten.

Der Einsatz der Bundesregierung für eine umfassende Überprüfung der Anforderungen an die Prospektpflicht auf europäischer Ebene wird ausdrücklich begrüßt. Danach sollten Prospekte für Börsengänge im Freiverkehr, die sich ausschließlich an institutionelle Investoren richten, lediglich aus den für die Gruppe notwendigen Informationen bestehen. Wertpapieremissionen, die sich auch an Kleinanleger richten, sollten mit Informationen versehen werden, die die speziellen Belange dieses Investorenkreises adressieren. So sollte das Instrument der Zusammenfassung stärker auf die Bedürfnisse der Kleinanleger ausgerichtet werden.

Administrative Erleichterungen in der Verwaltungspraxis

EMPFEHLUNG 5: Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) überprüft ihre Verwaltungspraxis auf mögliche Verfahrensvereinfachungen.

Die Bundesregierung wirkt auf eine Überprüfung der bestehenden Verwaltungspraxis der BaFin bei der Prospektprüfung nach dem Wertpapierprospektgesetz hin. Ziel ist es, die administrativen Verfahren zu verschlanken, Bürokratie zu reduzieren und Kosten des Börsengangs und der Börsennotierung zu senken. Ein möglicher Ansatzpunkt ist hierbei die Notwendigkeit eines öffentlichen Angebots in einem weiteren Mitgliedstaat, wenn der Prospekt nur in englischer Sprache abgefasst werden soll.

Teilnehmer der Arbeitsgruppe 3:

Dr. Velling (BMWi, Leitung), Franke (BMF, Leitung), Dr. Etzel (BMWi), Dr. Ostler (BMF), Prof. Dr. Veil (Bucerius Law School Hamburg), Prof. Dr. Honold (BIO Deutschland, TH Nürnberg), Radtke (Bundesverband Deutsche Startups e.V.), Bögershausen (SLM Solutions AG), Dr. Aubel (Gleiss Lutz), Dr. Berrar (Sullivan Cromwell), Picard (PwC), Gauss (Ernst & Young GmbH), Schepers (Ernst & Young GmbH), Dr. Steinbach (Ernst & Young GmbH), Dr. Gebhardt (Deutsche Börse AG), Bandov (Deutsche Börse AG), Benner-Heinacher (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.), Kreuzkamp (Deutsche Asset & Wealth Management GmbH), Franke (Bundesverband Investment und Asset Management e.V.).

Sonderteil Wagniskapital

Die Finanzierungssituation deutscher Wachstumsunternehmen lässt sich in wenige Worte fassen: Es gibt zu wenig Wagniskapital. Das unzureichende Angebot an Venture Capital in Deutschland für die Wachstumsfinanzierung ist eine gravierende Schwäche des deutschen Innovationssystems. Zwar ist in der Frühphase des Lebenszyklus eines Unternehmens aufgrund öffentlicher Förderung in Deutschland in der Regel ausreichend Kapital vorhanden. Doch es fehlt an Kapital in der späteren Wachstumsphase, gerade dann, wenn Unternehmen für ein schnelles Wachstum einen größeren Kapitalbedarf haben – und der beginnt bereits in einer Größenordnung ab 10 Millionen Euro. Dadurch besteht die Gefahr, dass nach einer erfolgreichen Gründung die weitere Unternehmensentwicklung nicht angemessen unterstützt wird. Wichtige Wachstumschancen bleiben dadurch ungenutzt oder werden im Ausland realisiert.

Zwar wurden in Deutschland in den vergangenen drei Jahren rund 2 Milliarden Euro an Wagniskapital in junge Unternehmen investiert, aber im internationalen Vergleich werden die Potenziale des deutschen Venture-Capital-Marktes bei weitem nicht ausgeschöpft. So haben in Deutschland Risikokapitalfinanzierungen in Höhe von rund 500 Millionen Euro nur einen Anteil von 0,02 Prozent am Bruttoinlandsprodukt. In den USA ist dieser Anteil mit 0,17 Prozent 9-mal höher und liegt bei umgerechnet 21 Milliarden Euro. Internationale Spitzenplätze nehmen insoweit Länder wie beispielsweise Israel ein, wo der Prozentsatz 0,36 beträgt, was umgerechnet immerhin 800 Millionen Euro entspricht. Auch im europäischen Vergleich sind die Wagniskapitalinvestitionen in Deutschland gemessen an der gesamten Wirtschaftsleistung leicht unterdurchschnittlich.

Ursache dafür ist im Wesentlichen, dass in Deutschland zu wenig institutionelle Investoren mit Branchenspezialisierung für wachstumsstarke Hightech-Geschäftsmodelle existieren. Das in Deutschland investierte Risikokapital stammt zu über 70 Prozent aus ausländischen Fonds.

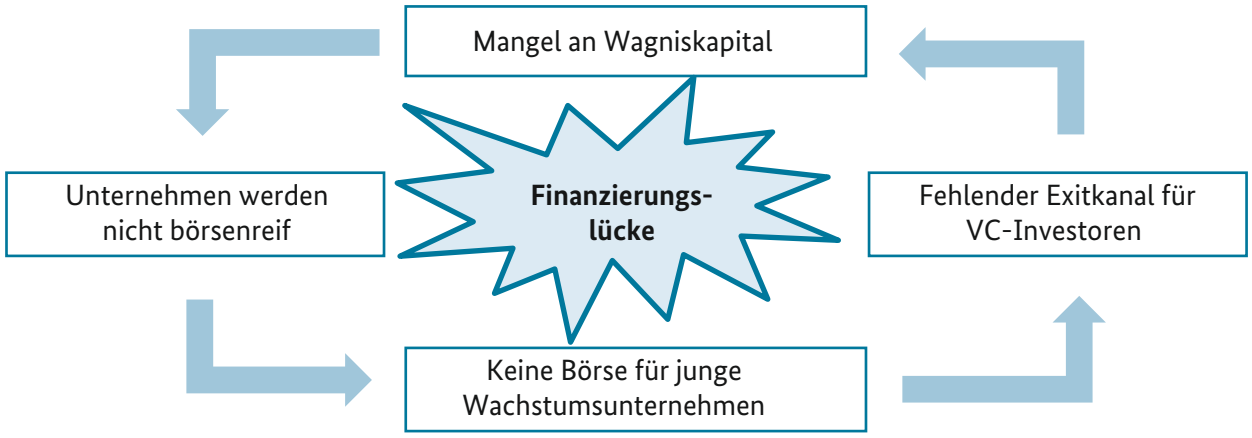
Der Mangel an Wagniskapital steht in unmittelbarer Wechselwirkung, da IPOs eine Pre-IPO-Finanzierung von 50 bis 100 Mio. Euro in vielen Fällen erfordern. Die Finanzierungskette ist durchbrochen und eine befriedigende Zahl an Börsengängen von Wachstumsunternehmen in Deutschland kann nicht erreicht werden:

Alle drei Arbeitsgruppen sind daher der Auffassung, dass es neben den durch die jeweiligen Arbeitsgruppen erarbeiteten Empfehlungen zur Belebung von Börsengängen junger Wachstumsunternehmen auch Maßnahmen zur Stärkung des Angebots an Wagniskapital bedarf. Mit den Ausführungen zu den steuerlichen Maßnahmen werden in diesem Teil zudem steuerrechtliche Themen aufgegriffen, die ursprünglich Arbeitsgruppe 3 zugeteilt worden waren.

Gemeinsame Handlungsempfehlungen der Arbeitsgruppen zu Wagniskapital

Öffentliche Fördermaßnahmen

EMPFEHLUNG 1: Die öffentliche Hand wird darin ermuntert, öffentliche Finanzierungsangebote zur Stärkung der Wachstumsfinanzierungen von jungen innovativen Unternehmen aufzulegen.



Derzeit finden Fonds und andere Investoren für sich erfolgreich entwickelnde Engagements in der Wachstumsphase häufig keine ausreichenden Mittel am Kapitalmarkt, um einen optimalen Wachstumspfad einschlagen zu können. Um Finanzierungen in einer Größenordnung von bis zu 40 Mio. € pro Unternehmen zu ermöglichen, plant deshalb das vom Bundesministerium für Wirtschaft und Energie verwaltete ERP-Sondervermögen gemeinsam mit dem Europäischen Investitionsfonds eine 500 Mio. € umfassende Wachstumsfazilität aufzulegen, die als Ko-Investor für Wachstumsfinanzierungen zur Verfügung steht. Die KfW hat sich entschieden, sich wieder als Fondsinvestor auf dem deutschen Markt zu engagieren. Die Investitionen sollen direkt an private Venture-Capital-Fonds erfolgen, die in die Früh- und Wachstumsphase von innovativen Unternehmen investieren. Hierzu steht ein Volumen von 400 Mio. € aus Mitteln des ERP-Sondervermögens zur Verfügung.

> *„Das unzureichende Angebot an Wagniskapital ist die signifikanteste Schwäche des deutschen Innovations- und Wachstumssystems. Daher müssen wir die Rahmenbedingungen für die Wachstumsfinanzierung von Unternehmen verbessern. Dazu leisten wir mit Deutsche Börse Venture Network einen wichtigen Beitrag."*
>
> *Andreas Preuß (Deutsche Börse AG)*

Steuerliche Maßnahmen

EMPFEHLUNG 2: Die Bundesregierung wird aufgefordert sicherzustellen, dass bei der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen aus Streubesitz Mehrbelastungen für Wagniskapitalinvestitionen vollständig vermieden werden.

Business Angels gehören insbesondere in der Frühphase von Start-ups zu den wichtigsten Kapitalgebern. Viele Business Angels beteiligen sich an Start-ups indirekt über eine zwischengeschaltete Kapitalgesellschaft, einer Business Angel GmbH. Die Veräußerungsgewinne aus diesem Engagement sind auf Ebene der Kapitalgesellschaft bislang unabhängig von der Beteiligungshöhe steuerfrei. Die Bundesregierung hat zugesichert, die Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen im Streubesitz (Anteil < 10%) im Rahmen der grundlegenden Reform der Investmentbesteuerung ergebnisoffen aufzugreifen und die notwendigen Folgerungen daraus zu ziehen. Dabei soll vor allem für den Bereich der Business Angels und Start-ups nach Lösungen für besondere Belastungseffekte für den Fall gesucht werden, dass sich der Investor von seinem Engagement trennt.

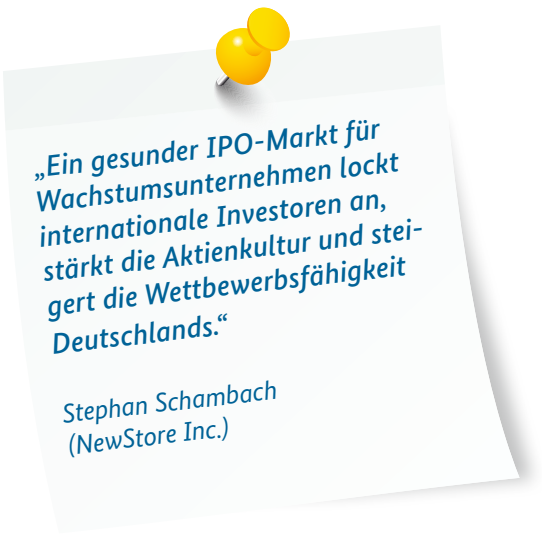
EMPFEHLUNG 3: Die Bundesregierung wird aufgefordert, den Fortbestand von Verlustvorträgen bei Start-ups auch bei Einstieg von neuen Investoren möglichst umfassend sicherzustellen.

Insbesondere in Branchen mit langen Entwicklungszeiten und hohen Forschungsvorläufen entstehen in den Anfangsjahren eines Start-ups hohe Verlustvorträge. Wenn diese bei Einstieg neuer Investoren (teilweise) verloren gehen, schmälert dies die erwartete Rendite dieser Investoren. Derzeit bleiben bei einem Anteilserwerb von mehr als 25% nur solche Verluste vollständig erhalten, denen stille Reserven im Betriebsvermögen des Unternehmens gegenüberstehen. Bei Start-ups, bei denen solche stillen Reserven nicht nachgewiesen werden können, können die Verlustvorträge verloren gehen. Sie müssen – wenn sie Jahresüberschüsse erzielen – insoweit Ertragssteuern zahlen, auch wenn sie insgesamt noch nicht in der Gewinnzone sind. Es bedarf weiterer Anstrengungen, den Fortbestand von Verlustvorträgen bei Einstieg neuer Investoren möglichst umfassend sicherzustellen. Es wird begrüßt, dass die Bundesregierung in Gesprächen mit der Europäischen Kommission eine beihilferechtlich akzeptierte Lösung für diese Frage anstrebt.

Regulatorische Maßnahmen

> *„Die Möglichkeit zur Eigenkapitalfinanzierung von Unternehmen in allen Entwicklungsphasen ist entscheidend, um den Wohlstand unserer Gesellschaft auch in Zukunft zu sichern."*
>
> *Dr. Asoka Wöhrmann (Deutsche Asset & Wealth Management International GmbH)*

EMPFEHLUNG 4: Es bedarf neuer Anreize sowie der Untersuchung, ob für die Anlage der Kapitalsammelstellen in Wagniskapitalfonds möglicherweise regulatorische Hindernisse bestehen.

Institutionelle Investoren haben sich in den vergangenen Jahren zunehmend als Investoren in Wagniskapital zurückgezogen. Dabei können regelmäßige Investitionen in Wagniskapitalfonds eine sinnvolle Portfoliobeimi-

schung darstellen; dies gilt umso mehr in Zeiten niedriger Anleihezinsen. Die Situation stellt sich bei Wagniskapitalinvestitionen sehr parallel zu den Aktieninvestitionen von Kapitalsammelstellen dar.