

Auslandslistings von BioNTech, CureVac & Co.

Handlungsempfehlungen an die Politik
für mehr Börsengänge in Deutschland

Herausgeber:

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

In Kooperation mit:

RITTERSHAUS Rechtsanwälte Partnerschaftsgesellschaft mbB
Harrlachweg 4
68163 Mannheim
www.rittershaus.net

1. Auflage, Juli 2021
Alle Rechte vorbehalten
ISBN 978-3-934579-96-5

Zum Download siehe
www.dai.de



Auslandslistings von BioNTech, CureVac & Co.

**Handlungsempfehlungen an die Politik
für mehr Börsengänge in Deutschland**

Inhalt

Vorwort	7
Zusammenfassung: Der Kapitalmarkt in Deutschland muss gestärkt werden	8
1. Land der Ideen. Entwicklungsprojekt Kapitalmarkt	12
2. Aufbau der Interviews: Kriterien für ein leistungsfähiges Ökosystem Kapitalmarkt	14
3. Der eindeutige Befund: In Deutschland fehlt Wachstumskapital	16
3.1 In den USA steht viel mehr Kapital zur Verfügung	16
3.2 Die vorbörsliche Finanzierung bildet die Basis	17
3.2.1 Schon in der vorbörslichen Finanzierung geht Deutschland „die Puste aus“ ...	17
3.2.2 Deutschland hat Nachholbedarf bei der Wagniskapitalfinanzierung	19
3.3 Hohe Dynamik in den USA bei der börslichen Finanzierung	20
3.3.1 Investorenexpertise mit Zukunftsvision setzt Spezialisierung voraus	21
3.3.2 Clusterbildung als Zeichen eines leistungsfähigen Ökosystems	21
3.3.3 Die kritische Masse an Kapital hat weitere positive Effekte	23
3.3.4 Ist das Auslandslisting der Biotechnologie ein Branchenphänomen?	24
Interview mit Dietmar Hopp	26

4. Rahmenbedingungen für ein leistungsfähiges Ökosystem – die Sicht der Interviewpartner	28
4.1 Deutschland braucht eine Chancenkultur	28
4.2 Der Rahmen zur Mobilisierung von Kapital	29
4.2.1 Schlüsselfaktor aktienorientierte Altersvorsorge	30
4.2.2 Den Aktienbesitz durch weitere steuerliche Maßnahmen attraktiver machen ..	33
4.2.3 Steuerliche Behandlung von Mitarbeiterkapitalbeteiligungen verbessern ..	33
4.3 Das Aktienrecht fit für Wachstumsunternehmen machen	34
4.3.1 Mindestnennwert unter einem Euro ermöglichen	35
4.3.2 Kapitalerhöhungen erleichtern	35
4.3.3 Aktienoptionen für Aufsichtsräte als Vergütungskomponente ermöglichen ...	37
4.3.4 Mehrstimmrechte einführen	38
4.3.5 Hauptversammlungen entschlacken	39
4.4. Das Kapitalmarktrecht – wo uns die USA voraus sind	40
4.4.1 Mehr Flexibilität bei der Festlegung des Angebotspreises	40
4.4.2 Eingewöhnungsphase für Wachstumsunternehmen erlauben	40
5. Fazit: Den Kapitalmarkt in Deutschland zukunftsfähig gestalten	42
Anhang: Auslandslistings deutscher Unternehmen	44
Interviewpartner und Teilnehmer des Expertenworkshops	45
Literaturverzeichnis	46



Vorwort

Als die Impfstoffhersteller BioNTech und CureVac in den USA an die Börse gingen, gab es große Aufregung. Kritik wurde laut, warum Unternehmen, die mit „deutschen Staatsgeldern finanziert wurden“, für den Börsengang nicht die Heimatbörse wählten. Doch der Börsengang ist keine Frage des Nationalstolzes. Es geht darum, Kapital zu mobilisieren, um den nächsten Wachstumsschritt zu gehen. Unternehmen müssen sich dahin orientieren, wo sich ihnen die besten Rahmen- und Finanzierungsbedingungen bieten. Die Entscheidung deutscher Biotechnologie-Unternehmen für US-amerikanische Börsen ist letztlich ein Armutszeugnis für den Finanzierungsstandort Deutschland.

Was aber sind die Gründe, dass sich so viele Biotechnologie-Unternehmen sowie weitere deutsche Wachstumsunternehmen für einen Börsengang in den USA entscheiden? Warum besorgen sie sich die notwendigen Gelder für die Forschung und Entwicklung ihrer Produkte im Ausland und nicht in Deutschland? Und: Warum haben wir im Vergleich zu anderen wichtigen Industrienationen in Deutschland so wenig Börsengänge von Wachstumsunternehmen und was bedeutet das für die deutsche Volkswirtschaft?

Diesen Fragen und weiteren relevanten Aspekten rund um den Börsengang von Wachstumsunternehmen sind wir in der vorliegenden Studie nachgegangen. Wir haben in ausführlichen Interviews mit hochrangigen Vertretern aus jungen Wachstumsunternehmen, die sich für oder gegen den Börsengang in Deutschland entschieden haben, erfragt, wo die Probleme liegen und welche Möglichkeiten zur Abhilfe gesehen werden.

Die Studie gibt entscheidende Hinweise, welche Rahmenbedingungen in Deutschland angepasst werden müssen, damit auch bei uns mehr privates Kapital für die Wachstumsfinanzierung mobilisiert werden kann. Ideen können dann in Deutschland bis zur Geschäftsreife entwickelt werden und hierzulande zukunftsfähige Arbeitsplätze sichern oder schaffen. Nur wenn die Politik den Mut findet, entschieden zu handeln, werden wir den Wirtschaftsstandort Deutschland nachhaltig stärken und seine Wettbewerbsfähigkeit erhalten und ausbauen können.

Dr. Christine Bortenlänger

Geschäftsführende Vorständin
Deutsches Aktieninstitut e.V.

Prof. Dr. Christof Hettich

Partner
RITTERSHAUS Rechtsanwälte

Zusammenfassung:

Der Kapitalmarkt in Deutschland muss gestärkt werden

Innovationen, Patentanmeldungen und Investitionen sind die zentrale Grundlage für den Fortschritt und die internationale Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen und Volkswirtschaften.

Deutschland – ein Land der Ideen

Bei Patentanmeldungen liegt Deutschland weltweit hinter den USA auf Rang zwei. Berlin und München gelten europaweit als führende Standorte der Start-up-Szene. Der Impfstoffhersteller BioNTech hat im Kampf gegen die Corona-Pandemie den Blick der ganzen Welt auf die Forschungsstärke Deutschlands gelenkt. Deutsche Unternehmen treiben bei Energiewende und Digitalisierung den Strukturwandel voran.

Der deutsche Kapitalmarkt – ein Entwicklungsprojekt

Bei Investitionen, insbesondere bei der Finanzierung der Entwicklung von Ideen hin zu erfolgreichen Unternehmen mit wachsenden Arbeitsplatzzahlen, hinkt Deutschland dagegen weit hinterher. Dies gilt besonders für den Börsengang. BioNTech, CureVac und andere Biotech-Unternehmen „Made in Germany“ mussten in den USA an die Börse gehen, um sich das für Forschung und Entwicklung benötigte Kapital zu besorgen.

Diese Beispiele sind Ausdruck eines strukturellen Problems. Die unzureichenden Finanzierungsmöglichkeiten des heimischen Kapitalmarkts werden von zahlreichen Gründern vielversprechender Unternehmen seit langem beklagt. Die Zahl der Börsengänge in Deutschland ist viel zu niedrig in Relation zum Bruttoinlandsprodukt und im Vergleich zu anderen Industrienationen. Damit bleiben oftmals Innovationen auf dem Weg zur Marktreife ganz auf der Strecke oder wandern ins Ausland ab. Mit der Abhängigkeit vom ausländischen Kapital wächst die Gefahr, dass Ideen deutscher Gründer im Ausland weiterentwickelt werden und zukunftsfähige Arbeitsplätze außerhalb von Deutschland entstehen.

Das Deutsche Aktieninstitut und RITTERSHAUS Rechtsanwälte analysieren in der vorliegenden Studie, warum sich viele Unternehmen für einen Börsengang im Ausland entschieden haben. Die Analyse beruht auf Interviews, die wir mit Vertretern von Unternehmen mit einer Börsennotiz im Ausland geführt haben. Darauf aufbauend erläutert die Studie, wie das Potenzial der Börse in Deutschland und damit die Innovationsfinanzierung in Deutschland durch gezielte politische Maßnahmen gestärkt werden kann.

Der zentrale Befund: In Deutschland fehlt Wachstumskapital

Deutsche Unternehmen gehen vor allem deshalb in den USA an die Börse, weil dort viel Kapital zur Verfügung steht. Dies beginnt mit der vorbörslichen Finanzierung, die aus einem Start-up einen Börsenkandidaten macht, gilt aber auch für den Börsengang und vor allem für nachfolgende Finanzierungen über Kapitalerhöhungen.

Ausreichend viel Kapital ist die Basis für ein leistungsfähiges Ökosystem Kapitalmarkt, das die Unternehmen in den USA vorfinden. Dazu gehören Investoren, die mit ihrer Expertise das Wachstumspotenzial der Börsenkandidaten einschätzen können und sich auf kleinere Emissionen von Wachstumsunternehmen spezialisieren. Auch Emissionsbanken und fachkundige Analysten, die den Börsengang von Unternehmen unabhängig von der Branche oder Größe begleiten, sind Teil des Ökosystems Kapitalmarkt in den USA. So entsteht ein Cluster aus Investoren, börsennotierten Wachstumsunternehmen und Dienstleistern, das eine Vielzahl von Börsengängen ermöglicht und in der Folge weitere Börsenkandidaten anzieht.

In Deutschland ist dieses Ökosystem schlecht ausgeprägt. Das beklagen nicht nur unsere Interviewpartner, es lässt sich auch anhand von allgemeinen Daten belegen. Vor allem aber steht zu wenig Kapital zur Verfügung. Dementsprechend ist der Spezialisierungsgrad und die Branchenexpertise der Investoren und Analysten geringer. Die Emissionsbanken konzentrieren ihr Geschäft auf größere Unternehmen, da sich bei kleineren Börsengängen der Aufwand für sie nicht lohnt.

Mit aktienorientierter Altersvorsorge und fairer Aktienbesteuerung Kapital mobilisieren

Deutschland muss mehr Kapital mobilisieren, damit die selbstverstärkenden Prozesse des Ökosystems Kapitalmarkt in Schwung kommen und die Unternehmen künftig bessere Bedingungen für eine Wachstumsfinanzierung über die Börse vorfinden.

Als Kickstart des Ökosystems Kapitalmarkt ist die Einführung eines Ansparverfahrens mit Aktien in der Altersvorsorge dringend erforderlich. Darin liegt der größte Hebel in Bezug auf das zur Verfügung stehende Anlage- und damit Finanzierungsvolumen. Generell muss die Risikoscheu, die hierzulande immer noch weit verbreitet ist, durch eine Chancenkultur ersetzt werden. Gute Erfahrungen mit Aktien und anderem Wachstumskapital in der Altersvorsorge helfen, die Skepsis vor diesen Anlageklassen abzulegen. Länder wie die USA und Schweden zeigen, welchen Beitrag die Altersvorsorge für die Aktienkultur leistet und wie deren Bürgerinnen davon profitieren. Finanzierungsseitig entstehen damit Pensionsfonds mit viel Kapital, die Wachstumsunternehmen und Börsengängen einen nachhaltigen Schub verleihen. Auch unsere Interviewpartner berichten, dass Pensionsfonds direkt oder indirekt über spezialisierte Kapitalgeber zu ihren Investoren gehören.

Zur Mobilisierung von Kapital in Deutschland müssen außerdem Maßnahmen ergriffen werden, die den Aktienbesitz als Teil des langfristigen Vermögensaufbaus breiter Bevölkerungsschichten steuerlich attraktiver machen. Derzeit wird die Aktie gegenüber

anderen Anlageformen diskriminiert. Um diese steuerliche Ungerechtigkeit zu beenden, muss neben einer generellen Verbesserung der steuerlichen Rahmenbedingungen für Aktien insbesondere die Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen nach einer bestimmten Haltefrist wieder eingeführt werden.

Aktienrecht fit für die Bedürfnisse von Wachstumsunternehmen machen

Eine weitere Erkenntnis aus den Interviews: Das deutsche Aktienrecht schnürt die Wachstumsunternehmen hinsichtlich ihrer Finanzierungsbedürfnisse in ein zu enges Korsett. Deshalb wählen viele Unternehmen, die an eine ausländische Börse gehen, die niederländische Aktiengesellschaft (N.V.) als Rechtsform. So ist vor allem der Ausschluss des Bezugsrechts in Deutschland deutlich schwieriger als in den Niederlanden. Zu gering ist in Deutschland die rechtlich zulässige Höhe des genehmigten Kapitals. Ebenfalls ist es in Ländern wie den USA üblich und weit verbreitet, dass Aufsichtsräte Aktienoptionen erhalten, um die Unternehmenskontrolleure am Wachstumspotenzial des Unternehmens zu beteiligen. In Deutschland ist diese Vergütungspraxis aufgrund der aktuellen Rechtslage ausgeschlossen. Außerdem sind in Deutschland Mehrstimmrechte verboten, die dem Gründer weitergehende Mitspracherechte bei der strategischen Ausrichtung des Unternehmens einräumen und in anderen Ländern intensiv genutzt werden.

Der Gesetzgeber muss vor diesem Hintergrund das Aktienrecht modernisieren, um den Bedürfnissen von Wachstumsunternehmen zu entsprechen.

Eingewöhnungsphase bei den Kapitalmarktpflichten erlauben

Analog zu den US-Regeln ist es schließlich sinnvoll, in Deutschland beziehungsweise in der Europäischen Union eine Eingewöhnungsphase für junge Wachstumsunternehmen nach dem Börsengang einzuführen. In dieser Zeit müssen die Unternehmen nur einen Teil an kapitalmarktrechtlichen Pflichten erfüllen.

Für mehr Börsengänge von Wachstumsunternehmen in Deutschland brauchen wir:

Ein
**leistungsfähiges
Ökosystem
Kapitalmarkt**

mit spezialisierten Investoren,
die das Wachstumspotenzial
der Börsenkandidaten ein-
schätzen können.



Eine
**Altersvorsorge
mit Aktien,**

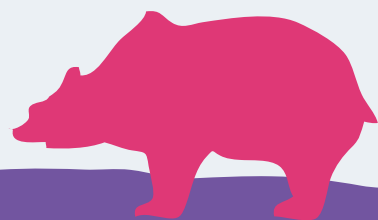
die mehr Kapital an die
Märkte bringt.

Einen
**angemessenen
steuerlichen Rahmen,**

wie die Steuerfreiheit von Gewinnen
bei Aktienverkäufen.

Ein
modernes Aktienrecht,

das auf die Bedürfnisse von Wachstums-
unternehmen besser zugeschnitten ist.



Einen
Bewusstseinswandel hin zu einer
Chancenkultur.

Eine
Eingewöhnungszeit

mit geringeren Kapitalmarktpflichten an
der Börse, um jungen Unternehmen eine
Brücke an den Kapitalmarkt zu bauen.

1 Land der Ideen

Entwicklungsprojekt Kapitalmarkt

Innovationen, Patentanmeldungen und Investitionen sind die zentrale Grundlage für den Fortschritt und die internationale Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen und Volkswirtschaften. Deutschlands Forschungs- und Ideenlandschaft steht weltweit an der Spitze. Aktuelles Beispiel hierfür sind die mRNA-Impfstoffe, die auf einer Entdeckung von Dr. Ingmar Hoerr, einem Mitgründer der CureVac basieren, und als erstes von BioNTech entwickelt wurden.

Wenn jedoch die Wachstumsorientierung und der Reifeprozess hin zu erfolgreichen Unternehmen angestoßen werden müssen, fehlt in Deutschland oftmals das notwendige Kapital. BioNTech und CureVac haben sich das Wachstumskapital an der US-Börse NASDAQ beschaffen müssen. Sie sind damit keine Einzelfälle. Seit 2013, dem Jahr in dem diese Entwicklung begann, haben sich 24 deutsche Unternehmen für ein Listing im Ausland entschieden. Das sind ein Fünftel aller Börsengänge deutscher Unternehmen (siehe den Überblick im Anhang).

Die Mehrzahl dieser Unternehmen stammt aus der Biotechnologie, einer anerkannten Zukunftsbranche. Deren Abwanderung an Börsen ins Ausland – insbesondere in die USA – legt die Schwäche des deutschen Kapitalmarkts offen. Auch die insgesamt niedrige Zahl der Börsengänge in Deutschland belegt den Handlungsbedarf: Deutschland bleibt hinter wichtigen Industrieländern wie China, den USA, Großbritannien, Schweden und Frankreich deutlich zurück, wie die Zahlen der letzten fünf Jahre zeigen (siehe Abbildung 1).

Das Missverhältnis zwischen Innovationsstärke auf der einen und Kapitalmarktschwäche auf der anderen Seite kann uns nicht gleichgültig sein. Dass der Börsengang ein wichtiges Instrument der Wohlstandssicherung ist, zeigt der Blick in die USA oder nach Schweden. Wachstumsunternehmen, die sich an der Börse finanzieren, spielen dort als Innovationsstreiber, Beschäftigungsmotor, Forschungsförderer und Steuerzahler eine bedeutende Rolle. Diese Dynamik muss sich in Deutschland auch entfalten. Die Abhängigkeit von ausländischen Kapitalquellen schwächt die deutsche Volkswirtschaft. Es besteht die Gefahr, dass Ideen in Deutschland ausgebremst und im Ausland unternehmerisch umgesetzt werden, Arbeitsplätze statt in Deutschland in anderen Ländern entstehen und der hiesige Wirtschaftsstandort den Anschluss insbesondere an die USA und China verliert. Dies gilt insbesondere für die Finanzierung von Innovationen, die von der ersten Idee bis zur Marktreife sehr viel und immer wieder Kapital benötigen. Die Biotechnologie ist nur ein Beispiel für eine Zukunftstechnologie, andere sind künstliche Intelligenz, Elektromobilität oder Robotik.

Doch was konkret treibt Unternehmer mit guten Ideen für ihre Wachstumsfinanzierung insbesondere in die USA? Wo müssen die politischen Entscheidungsträger ansetzen, damit sich in Deutschland eine größere Finanzierungsdynamik am Kapitalmarkt entfalten kann?

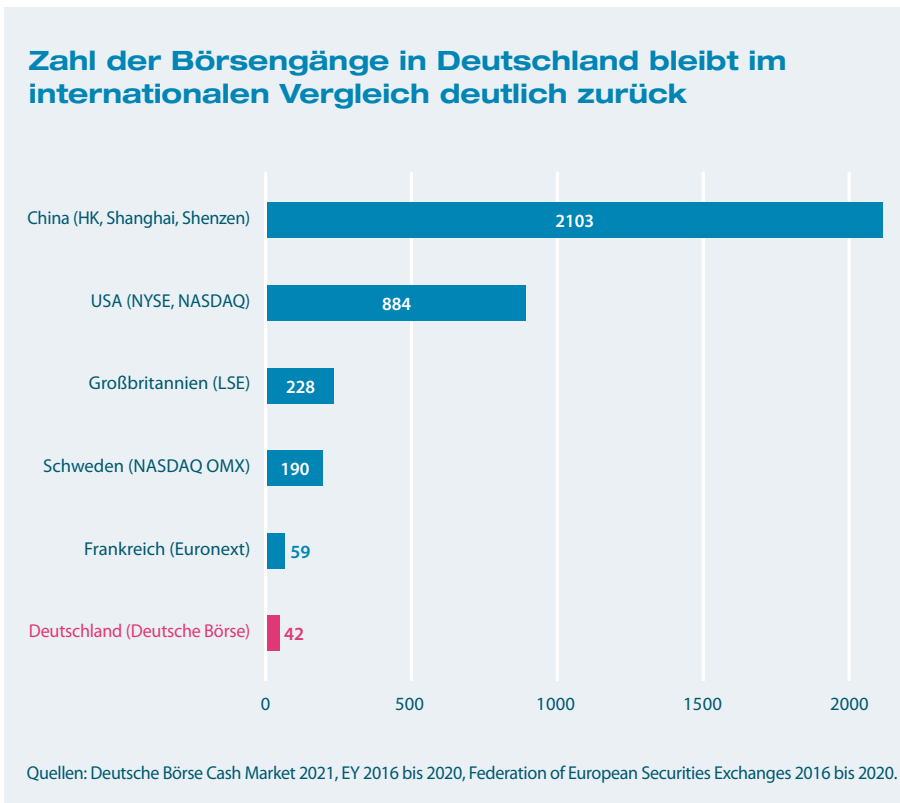


Abbildung 1: Zahl der Börsengänge von 2016 bis 2020

Die vorliegende Studie geht diesen Fragen nach. Dazu haben wir in elf strukturierten Interviews Vorstände, Aufsichtsräte und Führungskräfte befragt, deren Unternehmen eine ausländische Börse für ihr Listing gewählt haben. Zur Verifizierung der Ergebnisse haben wir mit drei Unternehmensvertretern gesprochen, die sich für den Börsengang in Deutschland entschieden haben. Ausgewählte Zitate unserer Interviewpartner finden sich im Text. Außerdem haben wir ergänzende empirische Quellen zum Finanzierungsumfeld für Wachstumsunternehmen ausgewertet. Schließlich haben wir unsere Ergebnisse im Rahmen eines Expertenworkshops mit Vertretern von Banken, Börsen, Investoren, Beratern und börsennotierter Unternehmen diskutiert.

Die Ergebnisse der Studie geben Aufschluss über die unterschiedlichen Erfolgsfaktoren, deren Zusammenspiel die Attraktivität eines Finanzplatzes ausmachen. Aus ihnen leiten sich zahlreiche Handlungsempfehlungen für die Politik ab, wie die Finanzierungsbedingungen am Wirtschaftsstandort Deutschland verbessert werden können.

In Kapitel 2 erläutern wir die Fragen, die wir unseren Interviewpartnern zur Wahl des Börsenplatzes gestellt haben. Kapitel 3 beschreibt die Aussagen der Interviewpartner zu ihren Erfahrungen mit der Kapitalbeschaffung über die Börse im Ausland. Der Vergleich wird dabei insbesondere zu den USA gezogen, wo auch die meisten unserer Gesprächspartner konkrete Erfahrungen gemacht haben. Das Kapitel behandelt neben der Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln auch das Zusammenspiel von Investoren, Emissionsbanken, Analysten und Wachstumsunternehmen im Ökosystem Kapitalmarkt. Auf Basis dieses durch zusätzliche Datenquellen verifizierten Befundes aus den Interviews geht Kapitel 4 auf die Bedeutung der Rahmenbedingungen ein. Auch dies geschieht auf Grundlage der geführten Interviews. Das Kapitel gibt eine Fülle von Hinweisen, wo die politischen Entscheidungsträger in Deutschland ansetzen müssen, um auch hierzulande ein leistungsfähiges Ökosystem Kapitalmarkt zu etablieren. Kapitel 5 schließt die Studie mit einem kurzen Fazit.

2 Aufbau der Interviews: Kriterien für ein leistungsfähiges Ökosystem Kapitalmarkt

Der Aufbau der Interviews orientierte sich an den unterschiedlichen Aspekten, die einen leistungsstarken Börsenplatz ausmachen. Diese Aspekte sind zugleich die Bausteine des Ökosystems Kapitalmarkt, in dem die Idee eines Gründers zu einem erfolgreichen Unternehmen wachsen kann.

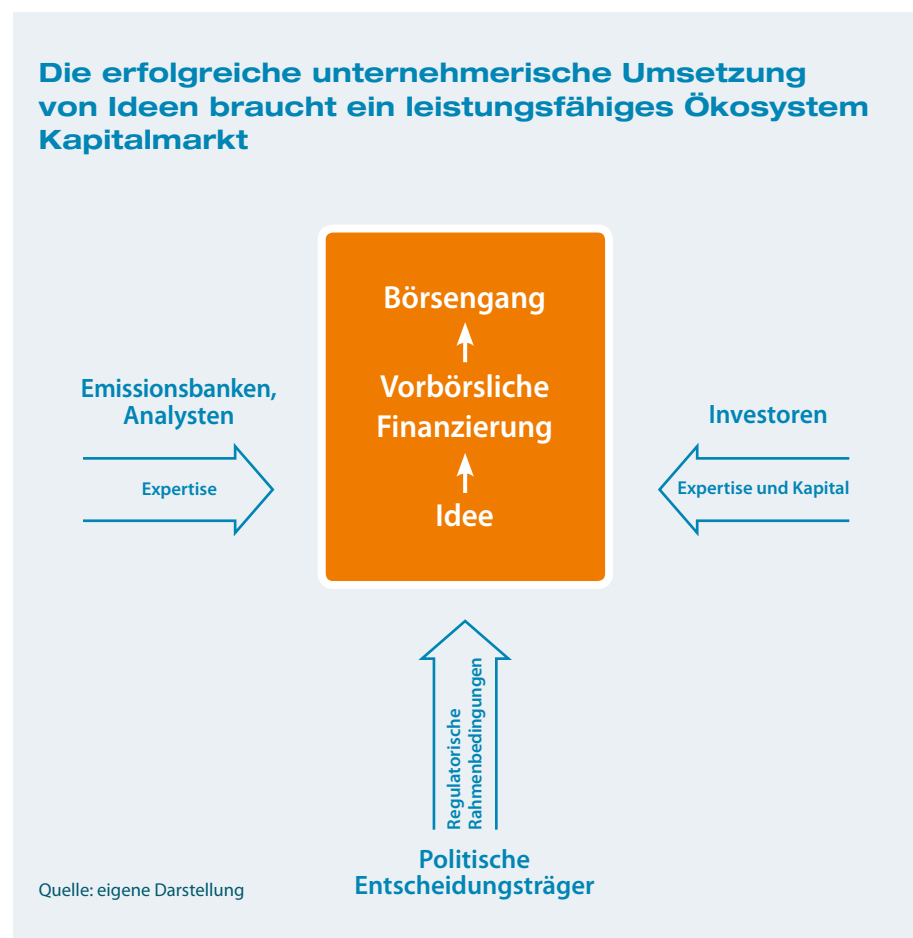


Abbildung 2: Das Ökosystem Kapitalmarkt

Konkret haben wir unseren Interviewpartnern Fragen zu folgenden Bereichen gestellt:

Investoren

Entscheidende Voraussetzung für die Finanzierung über einen Börsengang sind ausreichende Investorengelder, die bereits in der vorbörslichen Finanzierung verfügbar sein müssen, damit aus einem Start-up überhaupt ein Börsenkandidat werden kann. Über weitere Kapitalerhöhungen nach dem Börsengang werden nächste Wachstumsschritte des Geschäftsmodells finanziert (Sekundäremissionen). Ein Schwerpunkt unserer Interviews war daher festzustellen, ob und wie die Kapitalverfügbarkeit im In- und Ausland den Finanzierungsweg und letztlich auch den Börsenplatz bestimmt haben.

Emissionsbanken und Analysten

Zum Ökosystem Kapitalmarkt gehören auch fachkundige Emissionsbanken und Analysten, die mit ihrer Expertise Unternehmen begleiten, den Dialog mit den Investoren vermitteln und für einen reibungslosen Börsengang sorgen. Welche Rolle diese Dienstleister im Ökosystem Kapitalmarkt spielen, war ebenfalls Teil der Interviews.

Regulatorische Rahmenbedingungen

Schließlich haben wir gefragt, welche Unterschiede die Interviewpartner bei den regulatorischen Rahmenbedingungen des Kapitalmarktes im In- und Ausland wahrnehmen und inwiefern diese die Qualität des Ökosystems Kapitalmarkt und die Entscheidung für einen Börsenstandort beeinflussen beziehungsweise beeinflusst haben. Diese Rahmenbedingungen haben Auswirkungen auf die Verfügbarkeit von Investorengeldern, indem sie insbesondere darüber entscheiden, ob genügend Ersparnisse der einheimischen Bevölkerung an den Kapitalmarkt fließen. Wesentlich ist zudem etwa das Gesellschaftsrecht für die Frage, ob Unternehmen sich Wachstumskapital rechtssicher und in ausreichender Höhe besorgen können.

Randaspekte der Interviews waren zudem die Dauer und die Kosten des Listings und das außerbörsliche Umfeld, beispielsweise das Technologie- und Forschungsumfeld. Beides waren aber für die Gesprächspartner keine ausschlaggebenden Gründe bei der Wahl des Börsenplatzes.

3 Der eindeutige Befund: In Deutschland fehlt Wachstumskapital

3.1 In den USA steht viel mehr Kapital zur Verfügung

Das deutsche Ökosystem Kapitalmarkt unterscheidet sich deutlich von seinem US-amerikanischen Pendant. Ein wesentlicher Unterschied, den alle Interviewpartner nennen, ist eine kritische Masse an Investorengeldern. Das bedeutet, dass in den USA sowohl vorbörslich als auch börslich so viel Kapital zur Verfügung steht, dass börsenreife Wachstumsunternehmen problemlos eine Finanzierung finden. Große Anlagevolumina bedeuten zugleich, dass sich auf Investorenmenseite die Spezialisierung auf bestimmte Branchen lohnt und in diesem Bereich Expertise aufgebaut wird.

„Je mehr Geld verwaltet wird, desto mehr Fondsmanager hat man. Desto mehr können sich die Fondsmanager spezialisieren.“

Dieser Effekt ist insbesondere im Bereich der Biotechnologie entscheidend. Von den Interviewpartnern wird hier unisono das große Verständnis der US-Investoren bezüglich ihres Geschäftsmodells gelobt. So finden sich zahlreiche Naturwissenschaftler unter den Investoren. Auch für andere Branchen wie beispielsweise Touristik oder Halbleiter konstatieren die Interviewpartner eine Spezialisierung der US-Investoren.

Der naheliegende Schritt für Unternehmen ist es, die Börsennotierung dort anzustreben, wo es spezialisierte Investoren gibt, wie etwa bei der Biotechnologie.

„Je spezialisierter das Geschäftsmodell und je kleiner die Nische, desto logischer ist es, in die USA zu gehen.“

Eine größere Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln ermöglicht auch die Spezialisierung von Investoren auf kleinere Wachstumsunternehmen. Emissionen mit kleineren Volumina sind in Deutschland schwieriger bis unmöglich, was uns viele Gesprächspartner bestätigen.

Prof. Dr. Christof Hettich (RITTERSHAUS Rechtsanwälte):



Deutschland ist ein exzellenter Wissenschaftsstandort mit erheblichen öffentlichen Investments für die Grundlagenforschung. Aber es fehlt investorensseitig an Expertise für die Biotechnologie und demzufolge an Investments für die klinische Entwicklung. In den USA ist das anders.

Die Entwicklung biotechnologischer Pharmazeutika ist ein langwieriger, in der Regel jahrzehntelanger Prozess mit vielen Hürden. Alle Phasen, gleich ob in der Laborentwicklung oder in der klinischen Entwicklung, sind durch Ausleseprozesse geprägt, in denen es keinen Erfolg, sondern lediglich Etappensiege auf einem langen, kapitalaufwendigen Weg gibt.

Das mögliche Scheitern in der klinischen Entwicklung ist dabei kein Scheitern durch Fehler, sondern ein Teil des Prozesses, bei dem die Verträglichkeit und Wirksamkeit eines Medikamentes im Menschen in durchgehend regulierten Prozessen erforscht wird. Ein solcher Vorgang lässt sich nicht beliebig beschleunigen.

Der heutige Stand der Entwicklung, beispielsweise bei CureVac und BioNTech, ist das Ergebnis von Forschungsleistungen, Entscheidungen und Investitionen, welche einen mehrjährigen Vorlauf haben.

3.2 Die vorbörsliche Finanzierung bildet die Basis

3.2.1 Schon in der vorbörslichen Finanzierung geht Deutschland „die Puste aus“

Der Mangel an einheimischem Kapital kombiniert mit dem fehlenden Spezialisierungsgrad der Investoren wird bereits in der vorbörslichen Finanzierungsphase deutlich, in der die Gründer typischerweise ihr Geschäftsmodell skalieren. Das Unternehmen hat sich am Markt weitgehend etabliert, erschließt neue (internationale) Märkte und gewinnt zusätzliche Kunden. In forschungsintensiven Branchen wie der Biotechnologie ist es hingegen regelmäßig der Fall, dass auch in dieser Phase noch kein Produkt besteht, da dieses Ergebnis des Forschungsprozesses ist. Finanzielle Mittel fließen daher nicht aus Umsätzen, aber teilweise aus Patenten oder Forschungsk Kooperationen.

Da der vorbörsliche Finanzierungsschritt aus einem kleinen Start-up einen Börsenkandidat macht, hat der Mangel an Wachstumskapital unmittelbare Auswirkungen auf die Anzahl der Börsengänge in einem Land. Je besser also die vorbörslichen Finanzierungsbedingungen sind, desto mehr Unternehmen stehen für einen Börsengang bereit.

In Deutschland mangelt es in der vorbörslichen Finanzierung an Kapital. Die Investoren der Interviewpartner stammen deswegen weitgehend aus dem Ausland, insbesondere aus den USA. Die Auslandsdominanz in der vorbörslichen Finanzierung wird von den Zahlen bestätigt.

Große Finanzierungsrunden ab 100 Millionen USD, typisch für die letzte Finanzierungsrunde vor dem Börsengang, bestreiten überwiegend ausländische Investoren. Der Anteil der inländischen Investoren beträgt hingegen nur noch rund zehn Prozent, während in den frühen Finanzierungsrunden (bis zu fünf Millionen USD) noch rund zwei Drittel inländische Investoren beteiligt sind (2016 bis 2020).¹

„Auch die zweite Finanzierungsrunde war stark angelsächsisch geprägt“

Dabei betonen die Interviewpartner auch die Bedeutung von Crossover-Investoren in anderen Ländern. Unter solchen versteht man Investoren wie klassische Investmentfonds, die ursprünglich ausschließlich am Aktienmarkt und nicht im vorbörslichen Bereich investierten. Diese Investoren steigen vor einem absehbaren Börsengang in das Unternehmen mit einer außerbörslichen Beteiligung ein, begleiten beziehungsweise ermöglichen den Börsengang und bleiben danach auf längere Zeit dem Unternehmen treu.

„Dieses Segment, das wir in den USA Crossover-Investoren nennen, das haben wir fast gar nicht in Europa. Das sind dieselben Investoren, die den IPO letztlich tragen.“

Tatsächlich sind Crossover-Investoren mit einem Anteil von rund drei Vierteln, sowohl was die Zahl als auch das Volumen angeht, mittlerweile fester Bestandteil bei Börsengängen von US-Unternehmen, die mit Wagniskapital groß geworden sind.²

Den Kapitalpool der USA in der vorbörslichen Finanzierung kann Deutschland nicht bieten: Soweit es den Interviewpartnern doch gelungen ist, hierzulande ausreichend Gelder von deutschen Investoren zu mobilisieren, haben in dieser Phase neben einigen institutionellen Investoren meist nur wenige Einzelpersonen eine Rolle gespielt. Bei diesen Personen handelt es sich in der Regel um ehemalige Gründer, die mit ihrem Geld und ihrer Expertise den Aufbau weiterer Geschäftsmodelle unterstützen. Es gibt also in Deutschland einen Flaschenhals bei der vorbörslichen Finanzierung.

„Wir hatten das Glück, auf diese Individuen zu treffen. Wenn das nicht geschehen wäre, würde es unser Unternehmen heute nicht geben.“

Die Dominanz ausländischer Investoren entscheidet in der Folge maßgeblich über den Ort des Börsengangs. Diese Erfahrung schildern uns jedenfalls die Interviewpartner aus den Biotechnologieunternehmen. Die ausländischen Investoren erwarten, dass der Börsengang in ihrem Land stattfindet. In der Regel sind das die USA.

Prof. Dr. Christof Hettich (RITTERSHAUS Rechtsanwälte):

”

Man muss sich vor Augen führen, dass die Möglichkeiten, die wir aus der vollkommen neuartigen mRNA-Technologie der Unternehmen CureVac und BioNTech erwarten, ohne die wegweisenden Investitionen von letztlich zwei Familien (Hopp und Strüngmann) nicht möglich gewesen wären.

Diese Entscheidungen und Investitionen reichen bis in die Jahre 2005 beziehungsweise 2008 zurück.

Signifikante Investoren aus Deutschland, die darüber hinaus bereit gewesen wären, in dem erforderlichen Umfang Investitionen in dieser risikogeeigneten aber zugleich auch chancenreichen und ethisch wertvollen Branche zu tätigen, hat es nicht gegeben.

¹ Siehe *atomico* 2020, S. 51.

² Siehe *PitchBook* 2021.

3.2.2 Deutschland hat Nachholbedarf bei der Wagniskapitalfinanzierung

Generell hat die USA einen exorbitanten Vorsprung bei der Bereitstellung von Wagniskapital, die nicht nur die vorbörsliche Finanzierung, sondern die gesamte Start-up-Finanzierung umfasst.

„Der Appetit auf Wagniskapital ist in den USA erheblich größer.“

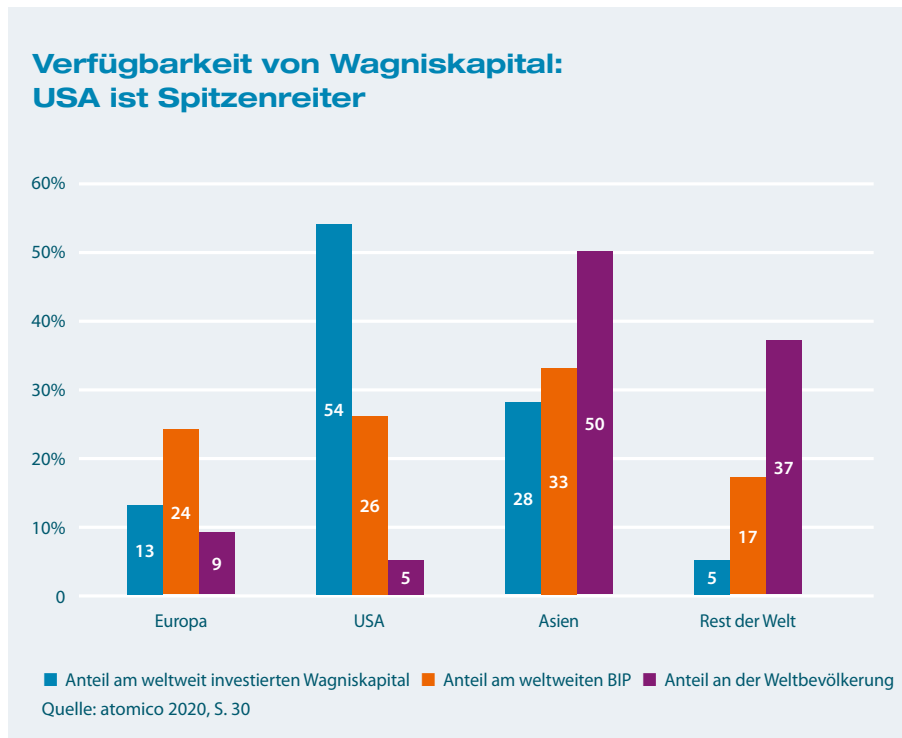


Abbildung 3: Anteile am weltweit investierten Wagniskapital, des globalen Bruttoinlandsprodukts und der Weltbevölkerung im Jahr 2020

Von den 263 Milliarden USD Wagniskapital, die im Jahr 2020 weltweit investiert wurden, entfiel der Löwenanteil von 54 Prozent auf die USA, obwohl die USA nur 26 Prozent des weltweiten Bruttoinlandsprodukts (BIP) erwirtschaften und fünf Prozent der Gesamtbevölkerung stellen. Asien folgt den USA mit einem Anteil von 28 Prozent, dem allerdings ein Drittel des weltweiten BIP und die Hälfte der Weltbevölkerung gegenüberstehen. Europa konnte in der Wagniskapitalfinanzierung in den letzten zehn Jahren zwar Boden gut machen, kommt allerdings nur auf einen Anteil von 13 Prozent des angelegten Wagniskapitals.

Was die innereuropäische Verteilung des Wagniskapitals angeht, hat Deutschland zwar in absoluten Zahlen aufgeholt und liegt europaweit hinter Großbritannien in etwa gleichauf mit Frankreich auf dem zweiten Platz. Blickt man allerdings auf das Wagniskapital pro Einwohner, führt im Zeitraum von 2016 bis 2020 Schweden mit 910 USD die Liste an, gefolgt von Irland (668 USD pro Einwohner), Großbritannien (658 USD pro Einwohner), Finnland (609 USD pro Einwohner) und der Schweiz (579 USD pro Einwohner). Deutschland liegt mit einem Wert von 266 USD pro Einwohner lediglich auf Platz elf.³ Ein Ausschnitt dieser Länder wird in Kapitel 4.2.1 näher betrachtet, da in diesen Aktien eine große Rolle in der Altersvorsorge spielen.

³ Siehe atomico 2020, S. 29ff.

3.3 Hohe Dynamik in den USA bei der börslichen Finanzierung

Die Schwierigkeiten in der vorbörslichen Finanzierung setzen sich in der Finanzierung über die Börse fort. Was die börsliche Finanzierung in der Biotechnologie angeht, haben die USA nach Ansicht der Interviewpartner die höchste Dynamik und das höchste Potenzial. Fast übereinstimmend berichten die Interviewteilnehmer, dass in Deutschland auch hier die kritische Masse an Kapital fehlt.

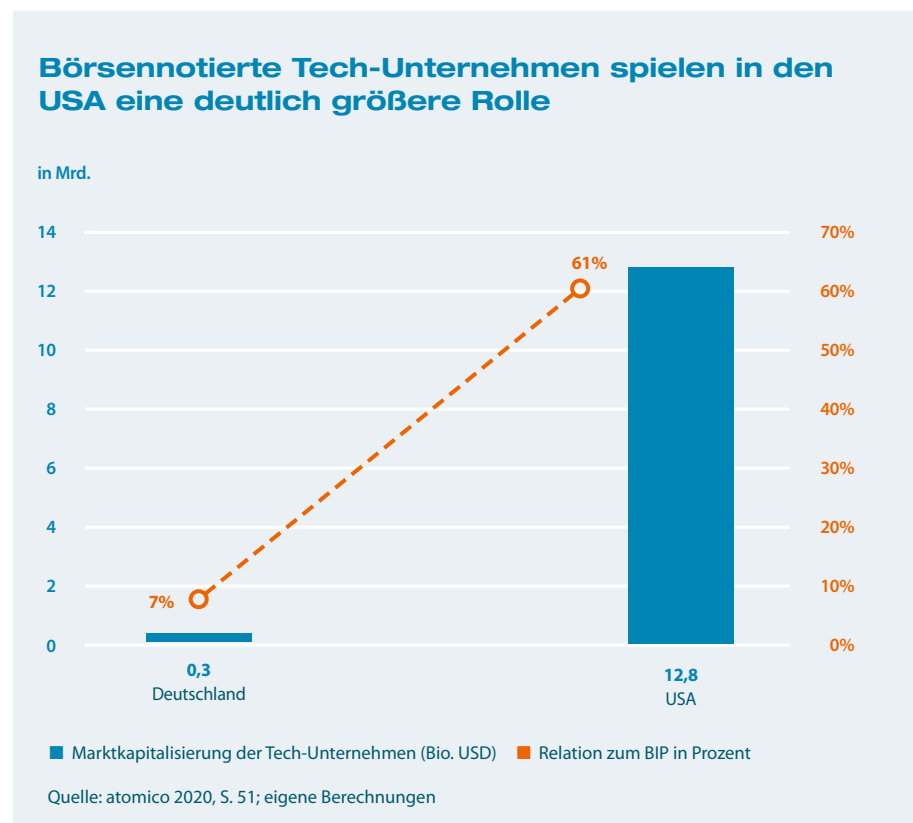


Abbildung 4: Tech-Unternehmen in den USA und in Deutschland

Abbildung 4 verdeutlicht den Vorsprung der USA in Bezug auf börsennotierte Technologieunternehmen insgesamt. Während die Marktkapitalisierung der Tech-Unternehmen Ende Oktober 2020 in den USA 12,8 Billionen USD beziehungsweise 61 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (davon rund sechs Billionen USD Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet) beträgt, sind es in Deutschland 275 Milliarden USD beziehungsweise sieben Prozent des BIP. Davon entfallen 127 Milliarden USD allein auf SAP.

3.3.1 Investorenexpertise mit Zukunftsvision setzt Spezialisierung voraus

Wie bei der vorbörslichen Finanzierung spielt auch bei der Börsenfinanzierung die Expertise der Investoren eine große Rolle, da sie die künftigen Ertragsaussichten komplexer Geschäftsmodelle unabhängig von klassischen Bewertungsmaßstäben wie dem Jahresgewinn beurteilen können. So hat beispielsweise Amazon erst knapp 20 Jahre nach Gründung beziehungsweise vier Jahre nach dem Börsengang den ersten Quartalsgewinn erwirtschaftet. Die Interviewpartner attestieren den US-Investoren eine sehr große Expertise und ein sehr großes „visionäres Vorstellungsvermögen“.

Im Gegensatz dazu sind in Europa und Deutschland die Investoren nach den Erfahrungen der Interviewpartner tendenziell generalistisch aufgestellt. Generalisten investieren sektor- oder branchenübergreifend und verfügen daher nicht im gleichen Umfang über die jeweilige Branchenexpertise wie die Spezialisten. Aufgrund der geringeren Sachkenntnis in Bezug auf das Geschäftsmodell sind sie aus Sicht der Interviewpartner nicht oder nicht so gut in der Lage, die Erfolgsaussichten eines Biotechnologieunternehmens abzuschätzen. Deshalb zögern sie, in dieses zu investieren.

Auch haben die Interviewpartner die Erfahrung gemacht, dass deutsche Investoren überwiegend klassische Bewertungsmaßstäbe wie den Jahresüberschuss, Umsatz und das Kurs-Gewinn-Verhältnis ansetzen. Diese sind aber bei Unternehmen, die die Gewinnschwelle noch nicht überschritten haben, wenig aussagekräftig. Ein Interviewpartner bringt es auf den Punkt, in dem er betont, dass er mehrfach mit der Frage „Wann seid ihr denn im Break-even?“ konfrontiert wurde. US-amerikanische Biotech-Spezialisten sind hingegen stärker an dem unternehmerischen Kern des Geschäftsmodells und damit den künftigen Marktchancen interessiert.

„Wenn ich in New York ein Gespräch mit Investoren führe, lautet die Frage: If you had an extra 20 Million Dollars, how much bigger could this get how much faster.“

Die Statistik zeigt, dass ein Börsengang von Wachstumsunternehmen, die noch keine Gewinne erwirtschaften, in den USA üblicher ist. Der entsprechende Anteil liegt bei den Tech-Unternehmen zwischen 70 und 85 Prozent, in der Biotechnologie sogar zwischen 90 und 100 Prozent. In Deutschland beträgt der Anteil der zum Zeitpunkt des Börsengangs unprofitabler Unternehmen hingegen nur rund ein Drittel.⁴

Schließlich betonen die Interviewteilnehmer das Zusammenspiel von Spezialisten und Generalisten. Die Spezialisten entfalten eine „Sogwirkung“. Wenn die Spezialisten bei einem Börsengang oder danach investieren, ist dies ein Signal für die Generalisten, dass das Unternehmen eine gute Anlage ist. Dementsprechend folgen sie den Spezialisten und entfalten in den USA eine Dynamik, die in Deutschland fehlt.

3.3.2 Clusterbildung als Zeichen eines leistungsfähigen Ökosystems

Die Expertise der Investoren, die das Einwerben von Kapital erleichtern, ist ein ausschlaggebender Grund für das US-Listing der Biotech-Unternehmen. In den USA hat sich ein Cluster für Biotechnologie mit den entsprechenden Investoren, der dazugehörigen Infrastruktur und Dienstleistern wie Investo-

„Die US-Investoren haben einen Ozean an Firmen vor der Tür. Warum sollen die zu einem Tümpel irgendwo in Europa gehen?“

⁴ Siehe für die USA: Ritter 2021; für die Frankfurter Wertpapierbörse: Deutsche Börse Cash Market 2021, eigene Auswertung, Zeitraum von 2013 bis 2020.

ren-Konferenzen, Emissionsbanken, Peers und Analysten herausgebildet, den es weder in Europa noch in Deutschland in dieser Ausprägung gibt. Laut den Interviewteilnehmern ist es daher ein logischer Schritt, in die USA zu gehen.

Verstärken SPACs den Trend zum Auslandslisting?



Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) sind weitgehend ein US-amerikanisches Phänomen: Von den 307 SPAC-Listings des ersten Quartals 2021 wurden 300 in den USA gelistet; von den 95,2 Milliarden USD Platzierungsvolumen entfielen 93,4 Milliarden USD auf US-SPACs.⁵ Die wachsende Bedeutung von SPACs zeigt sich auch an ihrem Verhältnis zum klassischen IPO: Im Jahr 2020 war fast jeder zweite US-Börsengang ein SPAC.⁶

Mit Blick auf diese Studie stellt sich die Frage, ob der Trend zum Auslandslisting verstärkt wird, wenn an einer US-Börse gelistete SPACs auf Einkaufstour in Deutschland gehen. Ein US-Listing der deutschen Unternehmen wäre die zwangsläufige Folge. Die hierzu befragten Interviewpartner teilen diese Einschätzung, die nicht nur für die Biotechnologie relevant ist. Ende März 2021 hat das Münchener Flugtaxi-Start-up Liliun ein Listing an der US-Börse NASDAQ über die Fusion mit einem US-SPAC angekündigt.⁷

Gefragt nach den Vor- und Nachteilen schätzen die Interviewteilnehmer SPACs unterschiedlich ein. Als wesentlicher Vorteil wird der im Vergleich zum klassischen IPO geringere zeitliche und administrative Aufwand genannt. Beispielsweise ist bei der Verschmelzung auf einen SPAC keine zusätzliche Prospekterstellung notwendig, wenn keine neuen Aktien ausgegeben werden. Darüber hinaus wird die Planungssicherheit betont, da insbesondere die Bewertung des Unternehmens kalkulierbarer ist und im Gegensatz zum IPO weniger Spielraum besteht. Damit kann eine gute Indikation über die dem Unternehmen zusätzlich zufließenden Finanzierungsmittel erreicht werden. Diese relative Planungssicherheit ist insbesondere für Wachstumsunternehmen wichtig, deren Bewertung in volatilen Märkten stark schwanken kann.

Schließlich wird die Börsennotiz über einen SPAC gerade dann für sinnvoll gehalten, wenn die Branche so jung ist, dass es noch keine Peers und damit keine Bewertungsmaßstäbe gibt. Als Beispiel wird hier das Quantencomputing genannt.

Problematisch sei, dass aufgrund des aktuellen Hypes bei SPACs die Gefahr einer Überhitzung drohen könne. Dies könne dem Kapitalmarkt als Ganzes schaden und künftige Finanzierungsmöglichkeiten erschweren. Auch wird das „Katze im Sack“-Problem angesprochen, denn der Investor weiß beim Börsengang des SPAC nicht, in welches Unternehmen letztendlich seine Gelder investiert werden.

⁵ Siehe EY 2021, S. 13.

⁶ Siehe Blättchen/Nespethal 2020, S. 195.

⁷ Siehe Liliun 2021.

3.3.3 Die kritische Masse an Kapital hat weitere positive Effekte

Neben der Expertise und Spezialisierung der US-Investoren werden in den Interviews weitere Aspekte angesprochen, die Ausdruck eines leistungsfähigen Ökosystems Kapitalmarkt sind und damit für ein Listing in den USA sprechen.

Die Peers sind alle in den USA

Wer hat, dem wird gegeben – für die Peers bedeutet das: Je mehr Unternehmen einer Branche es an einem Handelsplatz gibt, desto eher lohnt es sich für die Investoren, für Emissionsbanken und Analysten, Expertise aufzubauen und den Spezialisierungsgrad zu erhöhen.

Die Zahl der Peers ist also für das Entstehen eines Ökosystems Kapitalmarkt wichtig. Zweifellos gilt dies für die USA, denn alle Interviewpartner, nicht nur aus der Biotechnologie, betonen: Die Peers sind alle in den USA.

„Dadurch, dass die Peers alle da sind, sind die Analysten da, sind die Investoren da.“

Mit einer höheren Bewertung länger im Spiel bleiben

Spielt die Bewertung des Unternehmens durch die Investoren und damit die Höhe der erzielbaren Erlöse eine Rolle bei der Wahl des Börsenplatzes? Für den Sektor Biotechnologie lässt sich diese Frage eindeutig mit ja beantworten. Wer nicht in den USA an die Börse geht, muss mit Bewertungsabschlägen rechnen und generiert damit geringere Erlöse.

Sekundäremissionen: Der Börsengang als Beginn einer langen Freundschaft

Ebenfalls ist aus Sicht der Interviewpartner die höhere Aufnahmefähigkeit des US-Kapitalmarktes für Sekundäremissionen ein sehr wichtiges Argument für den Börsengang dort. Insbesondere für die kapitalintensiven Biotech-Unternehmen spielt das sogar eine noch größere Rolle als der Kapitalzugang direkt beim Börsengang.

„Der IPO ist der Beginn einer langen Freundschaft, einer langen Reise. Wichtig ist daher die Möglichkeit, Folgetransaktionen zu deutlich höheren Bewertungen zu machen.“

Emissionsbanken und Analysten sind in den USA vorhanden

Emissionsbanken und Analysten sind wichtige Bestandteile des Ökosystems Kapitalmarkt. Die Erfahrungen der Interviewpartner machen dies deutlich: An Börsengängen deutscher Unternehmen im Ausland sind fast nur noch angelsächsische Banken beteiligt. Aufgrund sinkender IPO-Zahlen haben sich die deutschen Banken teilweise aus dem Emissionsgeschäft komplett zurückgezogen oder es deutlich eingeschränkt. Damit ging Expertise verloren. Der Fokus der deutschen Banken liegt heute auf größeren Börsengängen. Gleichzeitig fehlen mit den Banken Botschafter, die ihre Unternehmenskunden auf Finanzierungsmöglichkeiten über einen Börsengang ansprechen.

Das gleiche gilt auch für die Analysten der Banken, denen in den USA – wie den Investoren – eine große Branchenexpertise attestiert wird. Zudem beklagen die Interviewpartner den zunehmenden Rückzug der deutschen Banken aus dem Aktienresearch.⁸ Gerade kleineren Unternehmen fällt es zunehmend schwer, überhaupt Analysten bei den Banken zu finden.

⁸ Dieses Problem wurde Anfang 2021 von der Europäischen Kommission adressiert, indem Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von weniger als 1 Milliarde Euro von Regeln ausgenommen wurden, die Interessenkonflikte im Bereich der Zuwendungen lösen sollen (sogenanntes „Unbundling“).

Diese werden so gezwungen, selbst Research bei darauf spezialisierten Dienstleistern zu beauftragen. Durch Emittenten gekaufte Research stößt aber bei den Investoren auf Skepsis.

Die Liquidität der US-Märkte ist deutlich höher

Wo mehr Geld investiert wird, gibt es auch eine größere Liquidität im Aktienhandel, was von allen Interviewpartnern insbesondere aus dem Biotech-Bereich betont wird. Ein liquider Aktienhandel ist aber die Grundvoraussetzung für viele Investoren, überhaupt Gelder anzulegen.

3.3.4 Ist das Auslandslisting der Biotechnologie ein Branchenphänomen?

Ein leistungsfähiges Ökosystem Kapitalmarkt ist für die Interviewpartner aus dem Bereich Biotechnologie der logische Grund für ein Listing in den USA. Handelt es sich hierbei um ein Branchenphänomen? Auf den ersten Blick schon, denn für die drei Interviewpartner aus dem Bereich E-Commerce, die ein Listing in Deutschland haben, galt dieser Zusammenhang nicht. Offensichtlich ist in Deutschland die Finanzierung von Geschäftsmodellen im digitalisierten Handel einfacher.

Zwar betonen die Interviewpartner ebenfalls, dass die vorbörsliche Finanzierung weitgehend durch ausländische Investoren geprägt war. Dennoch gab es von Seiten der Investoren keine Erwartung für ein Listing in den USA.

Auch eine fairere oder höhere Bewertung beim Börsengang war für die Interviewteilnehmer aus dem Bereich E-Commerce kein Grund für ein US-Listing. Zwar sind die Peers auch weitgehend in den USA gelistet, aber die Investoren hätten bei einem Listing in Frankfurt die Bewertung der US-Peers als Maßstab herangezogen.

Darüber hinaus wird zwar von den Interviewpartnern ebenfalls bestätigt, dass die großen Investoren weitgehend in den USA sitzen. Daraus ergäbe sich aber keine Notwendigkeit für ein Listing in den USA.

” Natürlich hat man in New York unendlich viele Investoren. Aber die großen Investoren investieren ja global.“

Allerdings heben auch die Interviewteilnehmer mit einem Listing in Deutschland den Vorsprung der USA hinsichtlich des Ökosystems Kapitalmarkt hervor. Dementsprechend wurde auch ein US-Listing in Erwägung gezogen. Dass ein Listing in Deutschland dennoch möglich war, ändert nichts an der Grundaussage dieser Studie: Wir brauchen in Deutschland ein leistungsfähiges Ökosystem Kapitalmarkt, um die Zahl der Börsengänge signifikant zu steigern. Ein solches ist notwendig, damit wichtige Zukunftsbranchen künftig in Deutschland wachsen und sich entfalten können.

Dazu gehören insbesondere Geschäftsmodelle, die ähnlich wie in der Biotechnologie mit einem hohen Kapitalbedarf für Forschung und Entwicklung verbunden sind, einen großen Spezialisierungsgrad der Investoren verlangen und viel Zeit bis zur Marktreife der Produkte benötigen. Diese Geschäftsmodelle werden derzeit unter dem Schlagwort „Deep Tech“ zusammengefasst. Deutschland hat hier, zumindest was die Zahl der Unternehmen angeht, eine gute Ausgangsbasis.⁹

⁹ Siehe Boston Consulting Group & Hello Tomorrow 2019.

Die notwendige Wachstumsfinanzierung insbesondere über die Börse darf bei der Finanzierung dieser Zukunftstechnologien keinen Engpass darstellen. Den Handlungsbedarf unterstreicht die Statistik: Das in Deutschland verfügbare Wagniskapital konzentriert sich auf Branchen, die der etablierten deutschen Wirtschaftsstruktur entsprechen. Wichtige Zukunftsbranchen aus dem Deep-Tech-Bereich und damit künftige Arbeitsplätze sind bislang unterrepräsentiert.

„Im Vergleich zu webbasierten Geschäftsmodellen im Handel ist die Finanzierung von Tech-Unternehmen eine wesentlich schwierigere Aufgabe, da hierfür weniger Geld verfügbar ist.“

Beispielsweise stammen die meisten deutschen Einhörner, darunter werden noch nicht börsennotierte Unternehmen mit einer Bewertung von mehr als einer Milliarde USD verstanden, aus dem Bereich Finanzdienstleistungen (Fintechs), Handel (E-Commerce) und der Automobilindustrie. Unicorns aus anderen Zukunftsbranchen wie künstliche Intelligenz, Gesundheit oder Cybersecurity kommen weitgehend aus China oder den USA.¹⁰ Andere Studien machen einen „Investitionsrückstand“ in den Wachstumsbranchen der Bereiche Big Data, Elektromobilität, saubere und nachhaltige Technologien sowie Robotik aus.¹¹

Ist das Dual Listing eine Option, um dem Heimatmarkt treu zu bleiben?



Unter einem Dual Listing wird eine Börsennotiz an zwei unterschiedlichen Börsenplätzen verstanden. Gerade in der politischen Diskussion um das Auslandslisting wird öfter der Wunsch geäußert, mit einem Dual Listing unter Einbezug einer deutschen Börse ein Signal an den heimischen Kapitalmarkt zu senden. Wir haben deshalb auch die Perspektive der Interviewpartner zu diesem Thema erfragt.

Zum einen wird von dem Großteil der Interviewteilnehmer ein Dual Listing im Ausland und in Deutschland als zu komplex und zu aufwendig angesehen. Gerade zu Beginn einer Börsennotiz, bei der viel Arbeit für die Umsetzung der unterschiedlichen regulatorischen Anforderungen eines Listingplatzes anfällt, sind weitere Anforderungen eines zusätzlichen Listings nicht umsetzbar. Denn das Dual Listing erhöhe den Aufwand, da zwei Standards zu berücksichtigen sind.

Zum anderen betonen die Interviewten gerade aus der Biotechnologie, dass wegen des fehlenden Ökosystems Kapitalmarkt kein Anreiz für eine zweite Börsennotiz in Deutschland besteht.

Lediglich ein Interviewpartner sieht Vorteile im Dual Listing. Dazu gehörten insbesondere die Visibilität des Unternehmens und seiner Aktien in zwei unterschiedlichen Kapitalmärkten. Auch der zusätzliche Pool an Kapital, der durch ein Dual Listing erschlossen werden könnte, sei positiv zu bewerten.

¹⁰ Siehe CB Insights 2021.

¹¹ Siehe KfW Bankengruppe 2020, S. 13.

Dietmar Hopp

Gründer, ehemaliger Vorstandsvorsitzender und Aufsichtsratsvorsitzender der SAP SE, Stifter der gemeinnützigen Dietmar Hopp Stiftung gGmbH, Gründer, Geschäftsführer und Investor der dievini Hopp BioTech Holding GmbH & Co KG



Für wie leistungsfähig halten Sie den Forschungsstandort Deutschland im internationalen Vergleich?

Deutschlands Forschungs- und Ideenlandschaft steht weltweit mit an der Spitze. Deutschland ist ein exzellenter Wissenschaftsstandort, der auch von erheblichen öffentlichen Investitionen in die Grundlagenforschung profitiert. Jedoch gelingt es oftmals nicht, die Erkenntnisse aus der Grundlagenforschung in ein erfolgreiches Geschäftsmodell zu überführen, marktreif zu machen.

Was in Deutschland fehlt, ist das Verständnis für bestimmte innovative Branchen und deren Möglichkeiten. Ein Paradebeispiel dafür – leider in negativer Hinsicht – ist die Biotechnologie. Die Entwicklung biotechnologischer Pharmazeutika ist ein langwieriger, in der Regel jahrzehntelanger, kapitalintensiver Prozess, in dem der Erfolg keineswegs garantiert ist. Der heutige Stand der Entwicklung ist das Ergebnis von Forschungsleistungen, Entscheidungen und Investitionen, welche einen vieljährigen Vorlauf haben. Die Möglichkeiten, die wir aus der vollkommen neuartigen mRNA-Technologie der Unternehmen BioNTech und CureVac erwarten, ist ein Verdienst der Leistung von Unternehmer- und Forscherteams dieser Unternehmen, der zurückreicht bis in das Jahr 2005. Aber es fehlt im deutschen und europäischen Kapitalmarkt an Expertise für die Biotechnologie und demzufolge an ausreichenden Investments für die klinische Entwicklung bis hin zur Marktreife.

Warum gehen diese Unternehmen nicht in Deutschland an die Börse, sondern in den USA?

Wir haben in den letzten Jahren immer wieder gesehen, dass deutsche Unternehmen, insbesondere aus der Biotechnologie, den Weg an eine US-amerikanische Börse gesucht haben. Die

Unternehmen sind angesichts des dort deutlich günstigeren Investoren Umfelds und der aktienrechtlichen Restriktionen hierzulande zu diesem Schritt gezwungen. Ungeachtet dessen haben die Unternehmen eine starke Verbundenheit mit Deutschland, die sich beispielsweise deutlich in der Beibehaltung des deutschen Forschungs-, Verwaltungs- und Steuerstatus dieser Börsenkandidaten manifestiert.

Geht durch die starke Abhängigkeit der deutschen Biotechnologie vom ausländischen Kapital Wachstumspotential am hiesigen Wirtschaftsstandort verloren?

Die Unternehmen, die insbesondere aus der Biotechnologie kommend an eine US-amerikanische Börse gegangen sind, haben ein starkes Bekenntnis zum deutschen Standort abgegeben. Die operativen Tätigkeiten und die Verwaltung sind beispielsweise in Deutschland geblieben. Unmittelbar durch die Börsengänge in den USA sind daher – soweit ich das überblicke – bislang noch keine innovativen Ideen aus Deutschland abgewandert. Allerdings birgt das Listing in den USA und die Fokussierung auf US-amerikanische und andere internationale Investoren natürlich auch immer die Gefahr, dass ein Unternehmen und das in ihm gebundene Know-how eher mittel- denn langfristig aus Deutschland in die USA oder in einen anderen Staat transferiert wird. Zudem ist das dadurch transportierte Signal mit Blick auf das wirtschaftliche und rechtliche Binnenklima in Deutschland natürlich vollkommen unbefriedigend. In aller Deutlichkeit: Wir bieten innovativen Unternehmen mit zukunftsgerichteten Technologien aktuell keine attraktiven Rahmenbedingungen.

Gibt es die Finanzierungsprobleme, der sich die Biotechnologie stellen muss, auch in anderen wichtigen Zukunftsbranchen wie künstliche Intelligenz? Droht Deutschland hier den Anschluss zu verlieren?

Die Finanzierungsprobleme, denen sich die Biotechnologie ausgesetzt sieht, existieren nach meiner Wahrnehmung auch in anderen Zukunftsbranchen, insbesondere dann, wenn Investitionen in diese Branchen als Wagniskapital eingestuft werden. Wir haben im Vergleich zu den USA hierzulande immer noch eine deutliche Zurückhaltung gegenüber Investitionen in diese Bereiche. Es gibt vielfältige Gründe. Neben der bereits angesprochenen, fehlenden Expertise für diese Branchen ist die Risikobereitschaft der Investoren in Deutschland weit weniger ausgeprägt als in den USA. Dies führt zu einem innovationsfeindlichen Sicherheitsdenken, wenn Investoren eher bereit sind, Unternehmen in ihnen bekannten Branchen – Stichwort „old economy“ – zu finanzieren. Im Ergebnis besteht selbstverständlich das Risiko, dass Deutschland, wenn sich hier nichts ändert, auch den Anschluss verliert.

Die deutsche Altersvorsorge beruht weitgehend auf dem Umlageverfahren. In anderen Beiträgen wünschen Sie sich einen stärkeren Einsatz von Pensionsfonds in der Wachstumsfinanzierung. Sehen Sie einen Finanzierungseffekt für deutsche Wachstumsunternehmen, wenn wir in Deutschland einen größeren Teil der Rentenbeiträge am Kapitalmarkt anlegen würden?

Wie wir in anderen Ländern sehen, gibt es einen deutlichen Zusammenhang zwischen der Einlage von Rentenbeiträgen am Kapitalmarkt und Börsengängen. Ich würde mir daher wünschen, dass wir uns die Modelle, wie sie beispielsweise in nordischen Ländern wie Norwegen praktiziert werden, genau ansehen und ableiten, inwieweit dies ein Ansatz für Deutschland sein könnte. Eine in größerem Maße kapitalgedeckte Altersvorsorge könnte auch einen nachhaltigen Effekt auf die Kapitalausstattung innovativer Unternehmen haben. Ich meine damit nicht zwingend, dass jeder Bürger für seine Altersvorsorge privat am Kapitalmarkt investieren muss; dies könnte auch eine staatliche Stelle, vergleichbar dem Pensionsfonds in Norwegen, übernehmen, die auch eine professionelle Risikodiversifizierung darstellen kann. So könnte eine Verpflichtung bestehen, zu einem gewissen Prozentsatz in innovative Unternehmen zu investieren, gleichzeitig könnten etwaige Risiken über ein breites Investitionsportfolio ausgeglichen werden. Zumindest scheint dies eine Überlegung, mit der wohlverstandene gesellschaftliche Interessen verfolgt und umgesetzt werden könnten.

Was muss die künftige Bundesregierung machen, um den Finanzplatz Deutschland attraktiver zu gestalten?

Ich plädiere dafür, gemeinsam den inhaltlichen Diskurs zu suchen. Vorschläge, was getan werden könnte, um den Finanzplatz Deutschland insgesamt attraktiver zu gestalten, sind vielfach vorhanden. Neben dem gerade erwähnten stärkeren Einsatz von Pensionsfonds, wäre aus Unternehmens- und Investorensicht hier sicherlich eine Reform des Aktienrechts zu nennen, das sich weg von den starren Standards hin zu flexibleren Lösungen wie etwa im niederländischen Recht bewegen könnte – jedenfalls als Wahlmöglichkeit zu bestehenden Regelungen. Dabei sollte auch ein gewisser Wiedererkennungseffekt des Gesellschaftsmodells und seiner Funktionsweise aus Sicht internationaler Investoren gewährleistet sein, soweit es sich mit dem deutschen Rechtssystem vereinbaren lässt. Schließlich wäre es eine Überlegung wert, die steuerliche Behandlung von Investments in innovative Unternehmen attraktiver zu gestalten, etwa durch eine breiter gefächerte Verrechnungsmöglichkeit von Verlusten aus derartigen Investitionen, auch über die Grenzen der Einkunftsarten hinweg. Hilfreich sein könnte zudem im Erfolgsfall ein attraktiverer Steuersatz für Gewinne, die durch das Investment erwirtschaftet werden.



4 Rahmenbedingungen für ein leistungsfähiges Ökosystem – die Sicht der Interviewpartner

Insgesamt zeigt die Bestandsaufnahme in Kapitel 3, dass das Hauptmotiv für den Börsengang insbesondere in den USA die deutlich bessere Verfügbarkeit von Kapital ist. Dies beginnt im vorbörslichen Bereich und setzt sich bei der börslichen Finanzierung fort. Die Verfügbarkeit von Kapital in allen entscheidenden Wachstumsphasen eines Unternehmens ist auch der Dreh- und Angelpunkt für die Entwicklung eines leistungsfähigen Ökosystems Kapitalmarkt in Deutschland.

Jedenfalls für den Biotechnologiebereich zeigen die Interviews klar, dass sich erst auf Basis eines ausreichenden Kapitalpools ein Cluster an spezialisierten Investoren und Analysten, emissionsbegleitenden Banken und nicht zuletzt auch Unternehmen der gleichen Branche herausbildet, die sich gegenseitig befruchten. Dies führt dazu, dass auch für deutsche Unternehmen aus diesem Bereich ein Listing in den USA eine hohe Anziehungskraft hat und Alternativen deutlich weniger attraktiv sind.

Damit zeigen die Interviews, wie wichtig es für die Entwicklung des Kapitalmarktes in Deutschland und damit die Finanzierung von Wachstum und Innovationen ist, heimisches Kapital zu mobilisieren. Den dazu notwendigen Rahmenbedingungen widmet sich Kapitel 4. Auch hier werden die Aussagen der Interviewteilnehmer durch externe Quellen ergänzt, um ein Gesamtbild zu zeichnen.

4.1 Deutschland braucht eine Chancenkultur

Ein grundlegender Unterschied zwischen den USA und Deutschland, der in jedem Gespräch genannt wird, ist die unterschiedliche Mentalität, die in den Ländern herrscht.¹² Während in den USA eine „Opportunity Culture“, also eine Chancenkultur vorherrscht, ist Deutschland von einer Kultur der Risikoscheu geprägt. Die US-Amerikaner sehen also eher die Chancen einer Geschäftsidee, die Deutschen dagegen eher deren Risiken.

In den Interviews wird deutlich, dass dieser Unterschied eine grundlegende Frage der Einstellung ist. Demnach führt die Umsetzung einer Idee in einem Start-up und das nachfolgende mögliche Scheitern in Deutschland noch zu oft zu einer Stigmatisierung. An sich gehört das Scheitern zum genuinen Entwicklungsprozess eines jeden Menschen. Es sind

¹² Siehe hierzu auch die wissenschaftliche Aufarbeitung beispielsweise durch Hofstede 2001.

immer die selbst gemachten, manchmal auch schmerzlichen Erfahrungen, die Menschen weiterbringen. Eine entsprechende Einschätzung gilt in den USA auch für den wirtschaftlichen Bereich. Es ist nicht schlimm zu scheitern, wenn die Idee gut und die Vorbereitung professionell war. Schlimm wäre, daraus nichts zu lernen und zu früh aufzugeben. Genau dieses Denken ist in Deutschland zu wenig verbreitet. Noch zu oft werden nach einer ersten Pleite das unternehmerische Scheitern konstatiert und die Betroffenen stigmatisiert. Das trägt laut den Umfrageteilnehmern zur Angst vor dem Scheitern bei und verhindert, dass aus einer guten Idee ein zukunftsfähiges Geschäftsmodell wird.

Die folgenden Zitate verdeutlichen, wie sich diese Mentalitätsunterschiede auswirken:

„In der Schule wird Wirtschaft als böse angesehen, dafür ist Latein und Griechisch wichtig.“

„Wir haben tolle Universitäten, tolle Lehrstühle, fremdeln aber teilweise ein bisschen damit, die Lehre ins Wirtschaftliche zu drehen.“

„Wenn da so ein fertiges, neues Elektroauto vorgestellt worden ist, aber die Radkappe fehlt, fokussieren sich die Deutschen auf die fehlende Radkappe. Bei den Amerikanern gibt es nur die Schraube von dem Auto, sonst noch nichts, und alle sind ganz begeistert.“

Deutschland braucht einen Einstellungswandel, eine neue Mentalität, eine Chancenkultur. Ein solcher Wandel ist natürlich eine große Herausforderung, und es hängt ganz wesentlich davon ab, ob diese Chancenkultur auch in der Politik vorgelebt wird und das politische Handeln bestimmt. Dieser politische Spirit muss sich gleichzeitig auch in konkreten Maßnahmen niederschlagen. Denn der kulturelle Wandel weg von einer Kultur der Risikoscheu in Richtung Chancenkultur kann durch entsprechende politische Signale und Anreize in Gang gesetzt und beschleunigt werden.

4.2 Der Rahmen zur Mobilisierung von Kapital

Unsere Gesprächspartner liefern zahlreiche Hinweise, in welche Richtung die Entwicklung der Rahmenbedingungen gehen sollte, damit mehr Kapital für die Finanzierung von Wachstumsunternehmen mobilisiert wird. Gleichzeitig bewirken diese Maßnahmen einen Einstellungswandel in Bezug auf Aktien und Börse in breiten Schichten der Bevölkerung.

4.2.1 Schlüsselfaktor aktienorientierte Altersvorsorge

„Es wird einfach unendlich viel mehr Geld in Amerika von Fonds verwaltet als in Europa. Das liegt daran, dass in den USA das Rentensystem kapitalgedeckt und nicht wie bei uns umlagefinanziert ist.“

Viele Interviewteilnehmer halten die Einführung eines aktienorientierten Ansparverfahren in der Altersvorsorge für den richtigen Weg, um auch in Deutschland eine ausreichende Menge an Kapital für Wachstumsunternehmen zu mobilisieren.

Außerdem trägt den Interviewteilnehmern zufolge die US-Altersvorsorge wesentlich dazu bei, dass sich die Bevölkerung bereits in jungen Jahren an den Aktienbesitz gewöhnt. In Deutschland sei hingegen noch eine große Skepsis gegenüber Aktien weit verbreitet.

Prof. Dr. Christof Hettich (RITTERSHAUS Rechtsanwälte):

„

Deutschland hat seit Jahren kein ausreichendes Kapitalangebot für Unternehmen der Biotechnologiebranche. Die öffentlichen Programme sind im höchsten Grad unterfinanziert und reflektieren das fehlende Verständnis für diesen Sektor. Sie fokussieren sich staatlicherseits zudem auf universitäre Grundlagenforschung ohne effektive Umsetzung in unternehmerische Einheiten. Privatfinanzierte deutsche Investoren gibt es leider nur wenige. Das sind unter anderem die Beteiligungsgesellschaften der Familien Hopp und Strüngmann, die dievini Hopp BioTech Holding und Athos.

Dem steht ein breites Feld von US-Investoren mit Branchenkenntnis gegenüber. Unzählige Venture-Capital- und Private-Equity-Fonds sind in der Lage, alleine oder gemeinsam dreistellige Millionenbeträge in einzelne Unternehmen zu investieren. Und das nicht durch eine einmalige Finanzierung, sondern durch viele Finanzierungsrunden entlang sogenannter „value inflection points“, also Meilensteinen bei der Entwicklung des Geschäftsmodells, mit jeweils branchentypisch neuen Lead-Investoren.

Nach der Finanzierung deutscher Biotech-Unternehmen durch private US-finanzierte Venture Capital Investoren gehen sie dann auch in den USA an die Börse, da nur dort die Folgefinanzierungen gelingen.

Solange Versicherungen und Pensionssicherungssysteme nicht ausreichend in diese Anlageklasse investieren (können), wird sich das nicht ändern.

Studien zeigen, dass es in Ländern, die Aktien in einem großen Umfang in der Altersvorsorge nutzen, einen deutlich positiven Effekt bei der Finanzierung der einheimischen Wirtschaft über die Börse gibt.¹³ Dies spiegelt Abbildung 5 wider, in der das Verhältnis der Marktkapitalisierung der börsennotierten Unternehmen zum Bruttoinlandsprodukt gezeigt wird. Außer Deutschland verfügen alle Länder, die berücksichtigt wurden, über ein aktienorientiertes Ansparverfahren in der Altersvorsorge.¹⁴

¹³ Siehe Alda/Marco 2016 und die darin angegebenen Quellen zu dem Thema.

¹⁴ Siehe Deutsches Aktieninstitut 2019.

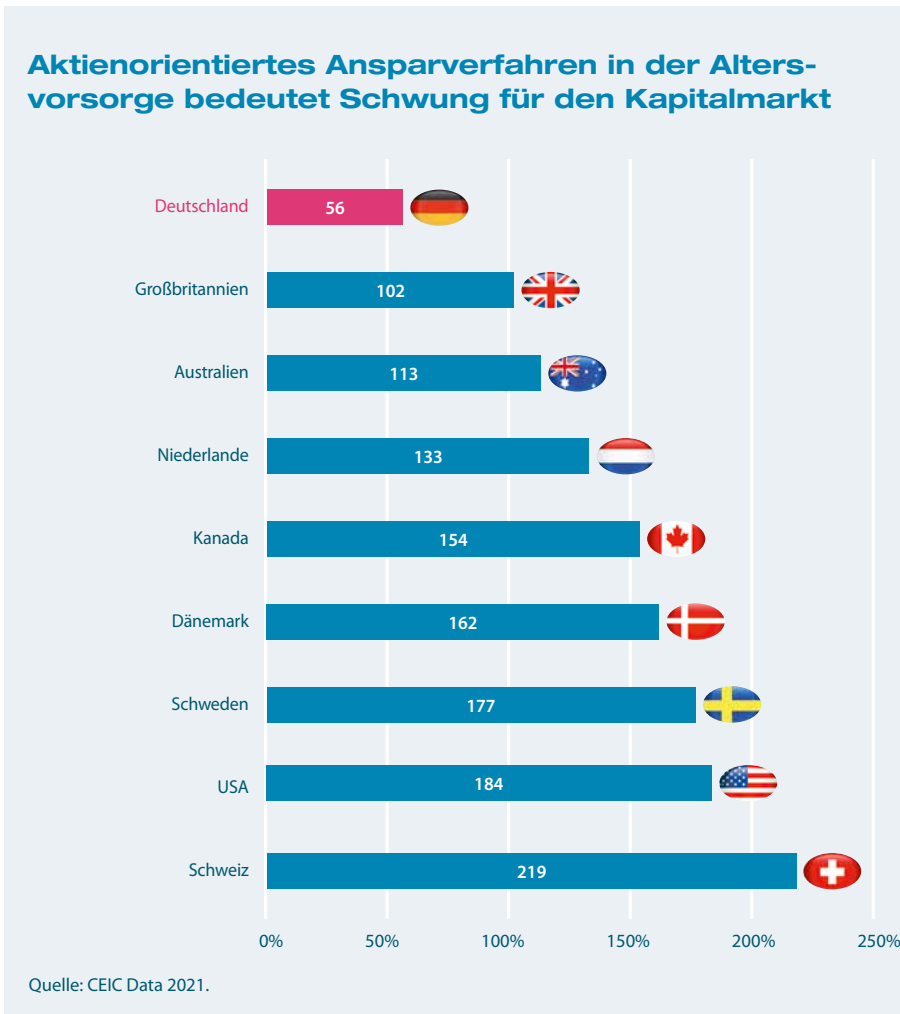


Abbildung 5: Marktkapitalisierung börsennotierter Unternehmen in Prozent des Bruttoinlandsproduktes (2020, außer Niederlande: 2019)

Länder mit einer aktienorientierten Altersvorsorge haben gemessen an der Marktkapitalisierung der börsennotierten Unternehmen einen gut entwickelten Kapitalmarkt. Dies gilt insbesondere für Schweden und die USA, die in den letzten Jahren über eine hohe IPO-Aktivität und ein leistungsfähiges Ökosystem Kapitalmarkt verfügen, und in diesem Vergleich weit vorne liegen.

In den USA hat der Gesetzgeber 1974 mit dem Employee Retirement Income Security Act (ERISA) die Weichen in Richtung einer aktienorientierten Altersvorsorge gestellt. Seitdem ist der Kapitalstock der US-Altersvorsorge von damals 369 Milliarden auf knapp 35 Billionen USD Ende 2020 um das 95-fache angewachsen. Die Marktkapitalisierung der US-börsennotierten Unternehmen ist von gerade einmal 23 Prozent des Bruttoinlandsprodukts auf über 180 Prozent gestiegen.¹⁵

Auch in Schweden sind die Vorteile einer aktienorientierten Altersvorsorge für Börsengänge evident. Dort wurde 1998 die sogenannte Prämienrente eingeführt, bei der die Schweden

¹⁵ Siehe Investment Company Institute 2021.

verpflichtet wurden, staatlich gefördert mit Aktien für das Alter zu sparen. Hinzu kommt, dass die politischen Entscheidungsträger in Schweden bereits Mitte der 1980er Jahren begonnen haben, das Aktiensparen für die Bevölkerung durch steuerliche Anreize attraktiver zu gestalten. Dementsprechend betrug die Marktkapitalisierung der börsennotierten Unternehmen im Jahr 1998 bereits 103 Prozent, konnte aber unter anderem durch die Prämienrente auf 177 Prozent Ende 2020 nochmals zulegen.

Deutschland, das sich weitgehend auf das Umlageverfahren in der Altersvorsorge verlässt und Aktien deutlich weniger einsetzt, kommt dagegen bei der Marktkapitalisierung der börsennotierten Unternehmen lediglich auf die Hälfte seines Bruttoinlandsprodukts.

Ein Altersvorsorgesystem, das auf ein Ansparverfahren mit Aktien setzt, verbessert die Innovationsfinanzierung im ganzen Ökosystem Kapitalmarkt und hat auch Effekte auf die vorbörsliche Finanzierung. So hat bis Ende 2020 der US-Pensionsfonds Calpers, der Gelder von Angestellten aus dem öffentlichen Dienst anlegt, 30,8 Milliarden USD in außerbörslichen Finanzierungen angelegt, davon dürfen nach deren Anlagerichtlinien bis zu 20 Prozent in Wachstumsunternehmen vorbörslich investiert werden. Ein weiteres Beispiel ist der AP7 Sâfa, der staatlich organisierte Altersvorsorgefonds in Schweden. Wer nicht selbst eine Auswahl aus verschiedenen Altersvorsorgefonds treffen möchte, erhält automatisch Anteile an dem AP7 Sâfa, der ein Beteiligungsportfolio aus Aktien und außerbörslichen Beteiligungen und ein Portfolio mit festverzinslichen Wertpapieren verwaltet. Das Beteiligungsportfolio darf wiederum bis zu zehn Prozent außerbörsliche Beteiligungen, darunter Wachstumsfinanzierungen, halten.¹⁶

Pensionsfonds in den nordischen Ländern (darunter maßgeblich Schweden) und in Großbritannien haben in den Jahren von 2015 bis 2019 mit einem durchschnittlichen Anteil von 18 Prozent beziehungsweise 15 Prozent (Großbritannien) maßgeblich die Mittel für Venture-Capital-Finanzierungen in den jeweiligen Ländern bereitgestellt. In der DACH-Region beträgt dieser Wert lediglich etwas mehr als vier Prozent und in Frankreich und den Benelux-Staaten drei Prozent.¹⁷

Der positive Effekt kapitalgedeckter Altersvorsorgesysteme wird von den Interviewpartnern bestätigt. Was direkte Anlagen von Pensionsfonds in die von uns befragten Unternehmen angeht, lautet die Aussage vieler, dass Pensionsfonds meist investiert waren oder sind. Andere Interviewpartner betonen den zunehmenden Trend, dass insbesondere in den USA Pensionsfonds aufgrund ihrer Größe und damit aufgrund ihrer Streukraft auch in volatilere Wachstumswerte anlegen.

Gerade in der Biotechnologie gehören Fondsgesellschaften wie Fidelity, die stark in der US-Altersvorsorge engagiert ist, und auch Redmile, die für Pensionsfonds Gelder anlegt, zu den größeren Investoren. Ebenfalls wichtige Investoren sind Stiftungen, beispielsweise von Universitäten, die gleichzeitig Ausgründungen aus der Forschung finanzieren.

Festzustellen ist eine über die Zeit zunehmende Wechselwirkung, von der alle profitieren. Eine aktienorientierte Altersvorsorge sorgt für mehr Geld, das in der börslichen und auch in der vorbörslichen Finanzierung auch am heimischen Kapitalmarkt angelegt wird. Damit wird die Finanzierung von Wachstumsunternehmen im eigenen Land ermöglicht, die zukunftsfähige Produkte, Arbeitsplätze und das Steueraufkommen sichern. Andererseits bedeutet das Erträge in der Altersvorsorge, die den Lebensstandard der Bevölkerung im Alter garantieren.

¹⁶ Siehe Luft/Hartung 2019.

¹⁷ Siehe atomico 2020, S. 73, eigene Berechnungen.

4.2.2 Den Aktienbesitz durch weitere steuerliche Maßnahmen attraktiver machen

Die kritische Masse an Kapital, die für ein leistungsfähiges Ökosystem Kapitalmarkt unerlässlich ist, wird auch von weiteren Maßnahmen zentral beeinflusst. Viele der Vorschläge, die von unseren Interviewpartnern genannt werden, sind steuerlicher Natur. Die Interviewten sind der Ansicht, dass die Chancen, die Investoren mit ihrer Aktienanlage für eine Volkswirtschaft eröffnen, steuerlich honoriert werden müssen. Zumindest darf die Aktienanlage nicht steuerlich diskriminiert werden.

Zu den Vorschlägen der Interviewpartner gehört die Wiedereinführung der Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen nach einer bestimmten Haltedauer. Dies wäre der Zustand vor Einführung der Abgeltungsteuer im Jahr 2009. Veräußerungsgewinne waren damals nach einer Frist von einem Jahr steuerfrei.

Auch könnten, wie von den Interviewpartnern vorgeschlagen, Beteiligungen an Wachstumsunternehmen attraktiver gestaltet werden, indem auf die Erträge, die den Investoren aus den Beteiligungen zufließen, keine Steuer anfällt oder zumindest ein geringerer Steuersatz gilt. Schließlich wird die Ein-Prozent-Initiative genannt. Danach sollen institutionelle Investoren wie Versicherer, Kapitalverwaltungsgesellschaften oder Pensionsfonds gesetzlich verpflichtet werden, mindestens ein Prozent ihres verwalteten Vermögens in Wachstumsunternehmen zu investieren.

4.2.3 Steuerliche Behandlung von Mitarbeiterkapitalbeteiligungen verbessern

Unisono wird von den Interviewteilnehmern die herausragende Bedeutung von Kapitalbeteiligungen für alle Mitarbeiter am eigenen Unternehmen betont. Das schafft eine hohe Identifikation und weitere Anreize, unternehmerisch zu denken.

In Wachstumsunternehmen werden über die Kapitalbeteiligung Finanzierungsmittel von den Mitarbeitern bereitgestellt. Die Mitarbeiter verzichten auf ein höheres Festgehalt, das sie in etablierten Unternehmen erhalten könnten, und werden stattdessen am Kapital und damit am Erfolg des Wachstumsunternehmens beteiligt. Die Kapitalbeteiligung schont die liquiden Mittel, die in Wachstumsunternehmen eher gering sind.

„Alle Mitarbeiter haben bei uns Anteile, das gibt Ownership.“

Vor diesem Hintergrund wird die aktuelle steuerliche Ausgestaltung von Mitarbeiterkapitalbeteiligungen in Wachstumsunternehmen kritisch gesehen. Dabei geht es insbesondere um das sogenannte Dry Income. Darunter versteht man den Gehaltsbestandteil, den die Mitarbeiter in Wachstumsunternehmen als Beteiligung am Erfolg des Unternehmens erhalten.

Die Interviewteilnehmer wünschen sich, dass dieses Dry Income nicht direkt bei Überlassung als geldwerter Vorteil versteuert werden muss, sondern erst beim Verkauf der Beteiligung. Ansonsten muss ein Teil der Kapitalbeteiligung direkt bei der Gewährung der Beteiligung verkauft werden, um damit die Steuerschuld aus dem geldwerten Vorteil begleichen zu können. Dies widerspricht aber der Idee, die Mitarbeiter langfristig über die Kapitalbeteiligung am Unternehmenserfolg teilhaben zu lassen.

Erste Ansätze einer Besteuerung, die erst bei Veräußerung der Kapitalbeteiligung und nicht bei ihrer Gewährung eintritt, sind mit dem Fondsstandortgesetz Mitte 2021 verabschiedet

worden. Diese Ansätze werden von den Interviewpartnern aber als unzureichend angesehen. Beispielsweise muss die Kapitalbeteiligung zwingend bei jedem Arbeitgeberwechsel versteuert werden. Gerade Mitarbeiter von Start-ups wechseln jedoch häufig den Arbeitgeber.

Zudem regen die Interviewpartner an, dass Dry Income nicht mit dem Einkommensteuersatz von maximal 45 Prozent, sondern als Kapitalertrag mit dem niedrigeren Abgeltungssteuersatz von 25 Prozent zu versteuern. Denn schließlich fließen dem Mitarbeiter bei der Veräußerung der Beteiligung Kapitalerträge und kein Einkommen zu.

4.3 Das Aktienrecht fit für Wachstumsunternehmen machen

Zu den Rahmenbedingungen des Ökosystems Kapitalmarkt gehört im weiteren Sinne auch, unter welchen gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Bedingungen sich Unternehmen frisches Eigenkapital besorgen können.

Dabei fällt auf, dass trotz des höheren Aufwands viele Wachstumsunternehmen in eine ausländische Rechtsform wechseln. Favorit ist eine Management-Holding als holländische Aktiengesellschaft N.V., obwohl die Unternehmen den Geschäftssitz in Deutschland halten und auch hier Steuern zahlen wollen.

Nach den Aussagen der Interviewpartner hat dies im Wesentlichen zwei Gründe:

- Das niederländische Gesellschaftsrecht ist in vielerlei Hinsicht flexibler. In Bezug auf Kapitalerhöhungen durch Sekundäremissionen, die für kapitalintensive Branchen wie die Biotechnologie ein wesentlicher Grund für das Auslandslisting sind, entspricht das holländische Gesellschaftsrecht eher den Bedürfnissen der Wachstumsunternehmen.
- Den US-Investoren, die sowohl in der vorbörslichen als auch in der börslichen Finanzierung der Wachstumsunternehmen dominieren, fehlt das Verständnis für das deutsche Gesellschaftsrecht, das sich in vielen Bereichen von der entsprechenden US-Rechtsform unterscheidet. Hingegen ähnelt das holländische Gesellschaftsrecht in vielen Aspekten dem US-amerikanischen. Mit einer holländischen N.V. fällt es deshalb leichter, US-Investoren zu gewinnen.

Selbst diejenigen Interviewpartner aus den Unternehmen, die der AG oder SE die Treue gehalten haben, waren von den Vorteilen dieser Rechtsform nicht überzeugt. Für einige war es lediglich ein „Bekenntnis zum Standort Deutschland“, andere haben sich mit der AG arrangiert, weil sie vor der größeren Komplexität zurückschreckten, die mit dem Wechsel in die Rechtsform einer anderen Jurisdiktion verbunden ist.

Insgesamt werten die Interviewpartner das Aktienrecht ebenfalls als einen wichtigen Faktor für die Verbesserung der Innovationsfinanzierung in Deutschland und geben zahlreiche Hinweise auf Verbesserungspotential.

4.3.1 Mindestnennwert unter einem Euro ermöglichen

Ein Kritikpunkt der Interviewteilnehmer ist der Mindestnennwert von Aktien, der in Deutschland einen Euro betragen muss. Im Gegensatz dazu gibt es im holländischen Recht keinen zwingenden Mindestnennwert. Die Unternehmen der Interviewpartner haben daher in der Mehrzahl Aktien mit einem Nennwert im Cent-Bereich.

Ein geringerer Mindestnennwert bringt für Wachstumsunternehmen folgende Vorteile:

- Wachstumsunternehmen haben in der Regel ein geringes Grundkapital. Ein Mindestnennwert von einem Euro pro Aktie beschränkt dementsprechend die Anzahl der Aktien, die emittiert werden können. Die Zahl der Aktien wäre höher, wenn der Nennwert unter einem Euro liegen könnte. Sind mehr Aktien im Umlauf, verbessert das deren Handelbarkeit und erhöht die Attraktivität der Börsennotiz.
- Der Kurs der Aktien von Wachstumsunternehmen ist sehr volatil. Schwankt er um den Mindestnennwert von einem Euro, sind weitere Kapitalerhöhungen schwierig bis unmöglich, da nach deutschem Aktienrecht die neuen Aktien nicht unter dem Mindestnennwert emittiert werden dürfen.

” Wenn das Unternehmen in eine schwierige Situation kommt, in der der Kurs unter einen Euro fällt, kann es kein Kapital aufnehmen.“

4.3.2 Kapitalerhöhungen erleichtern

Kapitalerhöhungen börsennotierter Unternehmen ermöglichen die Wachstumsfinanzierung nach dem Börsengang. Der rechtliche Rahmen muss diesem Finanzierungsbedürfnis bestmöglich entsprechen. In Bezug auf das deutsche Recht werden von den Interviewpartnern unterschiedliche Probleme angesprochen.

Grenze beim Bezugsrechtsausschluss anheben

Eine Kapitalerhöhung, bei der das Bezugsrecht der Altaktionäre ausgeschlossen wird, ermöglicht es Unternehmen zusätzliche Finanzierungsmittel schneller aufzunehmen, da die mindestens zweiwöchige Frist zur Ausübung des Bezugsrechts wegfällt. Dies kommt dem Bedürfnis von Wachstumsunternehmen entgegen, möglichst umgehend eine Geschäftsoportunität finanzieren zu können, wenn beispielsweise die Entwicklung eines Medikaments in eine weitere Phase geht.

In Deutschland ist bei einer Kapitalerhöhung gegen Bareinlage der Ausschluss des Bezugsrechts grundsätzlich auf zehn Prozent des Grundkapitals beschränkt. Dies wird von den Interviewpartnern als limitierender Faktor angesehen. Daher sollte dieser Wert mindestens auf 20 Prozent angehoben werden. Bis zu dieser Höhe ist gemäß der EU-Prospektverordnung eine Kapitalerhöhung ohne einen Wertpapierprospekt möglich. Von den Interviewpartnern wird hier ein Gleichklang zwischen dem deutschen Aktienrecht und der EU-Prospektverordnung als dringend notwendig erachtet.

Höheren Discount beim Bezugsrechtsausschluss ermöglichen

Zudem darf in Deutschland das Bezugsrecht nur dann ausgeschlossen werden, wenn der Wert der neuen Aktien den aktuellen Börsenkurs nicht unangemessen unterschreitet, wobei bis zu fünf Prozent als zulässig erachtet werden. Gerade bei volatilen Kursen von Wachstumsunternehmen wird diese Regel von den Interviewpartnern als nicht passend bezeichnet.

” Wenn eine größere Kapitalmaßnahme ansteht, kann man in der N.V. einen größeren Discount geben als jetzt eben diese fünf Prozent, die nach deutscher Rechtsprechung möglich sind.“

Mehr Spielraum bei der genehmigten Kapitalerhöhung einräumen

Steht ein größerer Kapitalbedarf an, ist die Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital das Mittel der Wahl. Dabei ermächtigt die Hauptversammlung den Vorstand einer Aktiengesellschaft, innerhalb eines von ihr definierten Zeitraumes das Kapital um einen bestimmten Anteil des Grundkapitals zu erhöhen. Die Altaktionäre erhalten hierbei grundsätzlich ein Bezugsrecht.

In Deutschland ist das genehmigte Kapital auf 50 Prozent des Grundkapitals beschränkt. In anderen Jurisdiktionen, wie in den Niederlanden, besteht diese Restriktion nicht. Als Beispiel wurde von einem Interviewpartner gesagt, dass das genehmigte Kapital seines Unternehmens in der Rechtsform der holländischen N.V. das Dreifache des Grundkapitals beträgt. Daraus folgt der Wunsch, dass auch in Deutschland ein deutlich höheres genehmigtes Kapital zugelassen wird.

Dr. Christina Eschenfelder (RITTERSHAUS Rechtsanwälte):



Vor allem US-amerikanisch geprägte Investoren erwarten, dass Investments „over night“ und mit einem gegebenenfalls signifikanten Discount auf den Börsenpreis möglich sind. In Deutschland haben wir eine Frist von mindestens zwei Wochen für die Ausübung des Bezugsrechts, das jedem Aktionär grundsätzlich zu gewähren ist. „Over night“ sind Kapitalerhöhungen daher nur durchführbar, wenn sie aus genehmigtem Kapital erfolgen und das Bezugsrecht der Aktionäre ausgeschlossen wird. Außerdem muss die Bereitschaft des Registergerichts bestehen, die Eintragung der Kapitalerhöhung im Handelsregister unverzüglich vorzunehmen.

Ein Ausschluss des Bezugsrechts ist nach deutschem Recht nur in engen Grenzen und mit sachlicher Rechtfertigung möglich. Für ausdrücklich zulässig erklärt das Gesetz den Ausschluss des Bezugsrechts lediglich bei Kapitalerhöhungen gegen Bareinlage, die zehn Prozent des Grundkapitals nicht überschreiten und bei denen der Ausgabebetrag den Börsenpreis nicht wesentlich unterschreitet. D.h. in der Regel beschränkt sich die Möglichkeit zur Durchführung von „over night“-Kapitalerhöhungen auf einen Umfang von maximal zehn Prozent des Grundkapitals und ist nur mit einem geringen Abschlag auf den Börsenpreis (für zulässig wird ein Discount von maximal drei bis fünf Prozent gehalten) möglich. Auch beim Umfang des genehmigten Kapitals selbst sind der deutschen Aktiengesellschaft zu starre Grenzen gesetzt: Das genehmigte Kapital, also das Kapital, das sich kurzfristig und ohne erneute Befassung der Hauptversammlung ausgeben lässt, kann maximal 50 Prozent des Grundkapitals betragen.

Vor diesem Hintergrund kann Investoren keine hinreichende Sicherheit gegeben werden, dass sie eine Investition auch in dem gewünschten Umfang tätigen können.

Substantiell anders ist die Situation beispielsweise bei der niederländischen N.V.: Die Gesellschaften können sich bereits beim Börsengang für fünf Jahre mit einer dem genehmigten Kapital vergleichbaren Ermächtigung zur Ausgabe von Aktien in erheblichem Umfang ausstatten, durchaus üblich ist das Vier- bis Fünffache des Grundkapitals. Außerdem sind der Ausschluss des Bezugsrechts und die Einräumung von Discounts deutlich einfacher möglich.

Anders als die niederländische N.V. kann die deutsche Aktiengesellschaft die Erwartungshaltung von US-geprägten Investoren, die für den Biotech-Sektor unverzichtbar sind, aus den genannten Gründen an wesentlichen Punkten nicht erfüllen.

Den Einsatz des Anfechtungsrechts begrenzen

Beschließt die Hauptversammlung die Kapitalerhöhung direkt, kann dieser Beschluss in Deutschland angefochten werden und sich die Durchführung der Kapitalerhöhung damit verzögern. Vom Beschluss bis zur Rechtskraft des Beschlusses kann es gut sechs Monate dauern. Das ist für Wachstumsunternehmen mit kurzfristigem Kapitalbedarf völlig ungeeignet und wird auch von den Interviewpartnern kritisiert. Eine Begrenzung des Einsatzes einer Anfechtungsklage ist daher wünschenswert.

” Sämtliche Beschlüsse der Hauptversammlung wurden von unserem aktivistischen Investor angefochten. Damit wurde erstmal die Möglichkeit zur Finanzierung wieder gekappt.“

4.3.3 Aktienoptionen für Aufsichtsräte als Vergütungskomponente ermöglichen

In den USA sind Aktienoptionen als variabler Bestandteil der Vergütung für Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats in Wachstumsunternehmen selbstverständlich. Die deutsche Rechtsprechung verbietet bislang Aktienoptionen für Aufsichtsräte. Eine Beteiligung des Aufsichtsrates am Erfolg des Unternehmens wird von den Interviewpartnern gerade bei Unternehmen, die schnell wachsen wollen, als wichtig erachtet. Ohne diesen Anreiz wird befürchtet, dass der Aufsichtsrat einen zu konservativen Kurs beim Ausbau des Geschäftsmodells befürwortet, der den Wachstumsinteressen des Unternehmens entgegenläuft. Außerdem haben junge Unternehmen oft nicht genügend Liquidität um hohe Fixvergütungen zu zahlen. Dies wird durch Aktienoptionen ausgeglichen.

” Wenn die Firma vor sich hindümpelt und zwei Prozent wächst, hat der Aufsichtsrat mit einer reinen Fixvergütung gar kein Problem. Und das ist bei Wachstumsunternehmen natürlich ein Risiko.“

Entsprechend betonen die Interviewpartner, dass qualifizierte US-Aufsichtsräte mit großer Branchenexpertise erwarten, als Aufsichtsrat für ein deutsches Unternehmen Aktienoptionen zu erhalten. Ohne Aktienoptionen kann man diese Aufsichtsräte im Zweifel nicht gewinnen. Deutschen Wachstumsunternehmen ist damit der Zugang zu dieser Expertise verschlossen. Insbesondere für Wachstumsunternehmen ist dies problematisch.

Darüber hinaus sind Erfolgsbeteiligungen für Aufsichtsräte in Start-ups ein üblicher Vergütungsbestandteil. Im vorbörslichen Bereich, so berichten die Interviewpartner, sind Phantom Stocks oder ähnliche Vergütungsinstrumente gang und gäbe. Warum diese nach dem Börsengang nicht mehr möglich sind, ist daher nicht nachvollziehbar.

Prof. Dr. Christof Hettich (RITTERSHAUS Rechtsanwälte):

Die Ausgabe von Aktienoptionen an Aufsichtsratsmitglieder würde es den Unternehmen deutlich erleichtern, international qualifizierte Aufsichtsratsmitglieder zu gewinnen. Sie ermöglicht zudem die Einführung von Vergütungspaketen mit gleicher Struktur wie diejenigen für Vorstandsmitglieder oder auch Mitarbeiter, sofern für diese Beteiligungsprogramme vorgesehen sind. Ein solcher uniformer Ansatz kann einen positiven psychologischen Effekt bei den gleichbehandelten Beteiligten haben.

Die Sorge, dass die Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats durch eine Angleichung der Vergütungsinteressen von Vorstand und Aufsichtsrat beeinträchtigt werden könne, ist nicht nachvollziehbar. Gefährlicher für die Unternehmensentwicklung ist es eher, wenn Vorstände und Aufsichtsräte unterschiedlich oder sogar gegensätzliche Vergütungsanreize erhalten, weil sie dann das Unternehmen in unterschiedliche Richtungen lenken. Das Ziel – gerade bei Wachstumsunternehmen – ist aber ein zügiger Aufbau des Unternehmens. Hier sollten Vorstand und Aufsichtsrat in die gleiche Richtung wirken. Statt gegensätzlicher oder unverbundener Anreizstrukturen ist deshalb Wert auf die angemessene Ausgestaltung des Vergütungssystems zu legen, d.h. auf die sorgfältige Auswahl der Leistungsindikatoren, die Umfang und Zeitpunkt der Aktienoptionsgewährung determinieren. Darüber hinaus könnte der Umfang der für den Aufsichtsrat zu gewährenden Aktienoptionen begrenzt werden.

4.3.4 Mehrstimmrechte einführen

„Diejenigen, die die Firma aufbauen oder das Management, die wesentlich den Wert des Unternehmens vermehren, sollen mehr Kapital aufnehmen können, ohne wirklich die strategische Kontrolle zu verlieren.“

Ebenfalls ein wichtiges Thema aus Sicht der Umfrageteilnehmer ist die Ausgabe von Aktien mit unterschiedlichen Stimmrechten (beispielsweise A-Aktien mit einem Stimmrecht pro Aktie und B-Aktien mit zehn Stimmrechten pro Aktie). Diese Mehrstimmrechte sollen den Einfluss der Gründer auf die strategische Ausrichtung des Unternehmens sichern, der insbesondere durch den Verwässerungseffekt bei Kapitalerhöhungen gefährdet wird.

In der US-amerikanischen Tech-Szene sind Mehrstimmrechte bereits weit verbreitet. Prominente Beispiele sind Google, Tesla und Facebook. Neben den USA sind heute schon in Schweden, den Niederlanden, Schweiz und Italien Mehrstimmrechte erlaubt und von den Investoren akzeptiert.¹⁸ Mehrstimmrechte wurden von einer Expertengruppen empfohlen, die von der Europäischen Kommission eingesetzt wurde.¹⁹ Die unterschiedlichen Stimmrechtsausstattung der Aktien wird vom Kapitalmarkt entsprechend bewertet. Die Unternehmen müssen damit rechnen, dass Investoren diese Aktien nur mit Abschlägen kaufen oder im Extremfall ganz meiden.

In Deutschland sind Mehrstimmrechte aktuell allerdings verboten. Die meisten Interviewpartner sehen Mehrstimmrechte als hilfreich an, wenn die Aktionäre über diese informiert werden.

¹⁸ Siehe Oxera Consulting LLP 2020, S. 43ff.

¹⁹ Siehe Technical Expert Group on SMEs 2021, S. 32ff.

Dr. Moritz Weber (RITTERSHAUS Rechtsanwälte):

Die Möglichkeit, Aktien mit Mehrstimmrechten auszustatten, wäre sowohl unternehmens- als auch rechtspolitisch zu begrüßen. Bei nicht börsennotierten Gesellschaften ist es weit verbreitet, verschiedene Aktiengattungen zu schaffen, die beispielsweise mit einem Vetorecht für bestimmte, unternehmenspolitisch wesentliche Entscheidungsgegenstände ausgestattet werden.

Mehrstimmrechte bei Aktien von börsennotierten Gesellschaften sollen es ihren Inhabern in erster Linie ermöglichen, eine vergleichbare Wirkung auch im gelisteten Umfeld zu erzielen. So sollten diese vorrangig dafür eingesetzt werden können, bestimmte Richtungsentscheidungen beim Wachstum des Unternehmens zu verhindern oder zu befördern.

Unzweifelhaft wäre es begrüßenswert, wenn die Einführung von Mehrstimmrechten für Aktien innerhalb der Europäischen Union für die SE ebenso wie für die jeweiligen nationalen Aktiengesellschaftsformen gelänge, nicht zuletzt um ein starkes Aufbruchssignal an die attraktiven Börsenplätze in Übersee zu senden.

4.3.5 Hauptversammlungen entschlacken

Die im Rahmen der Covid-19-Pandemie geschaffene Möglichkeit der Online-Hauptversammlung wird von den Interviewteilnehmern, die in der Rechtsform der AG geblieben sind, durchweg begrüßt. Sie wollen auch zukünftig dieses Format für die Hauptversammlung nutzen.

Ebenfalls wird die Sprache der Hauptversammlung thematisiert, die derzeit zwingend deutsch sein muss. Angesichts einer zunehmenden Internationalisierung des Managements und des Aktionariats wünschen sich die Interviewteilnehmer mehr Flexibilität. Dies schließt deutsche Simultanübersetzungen nicht aus.

„Es muss doch möglich sein, sowohl die Veranstaltung als auch das Voting elektronisch durchzuführen, da müssen wir irgendwann mal im 21ten Jahrhundert ankommen.“

Schließlich werden Gehaltsobergrenzen für das Management, die die Hauptversammlung beschließen muss, kritisch gesehen. Gerade in schnell wachsenden Unternehmen soll das Management ohne größere Einschränkungen ausreichend über das Gehalt an dem Wachstumspotenzial beteiligt werden.

Prof. Dr. Christof Hettich (RITTERSHAUS Rechtsanwälte):

Die mangelnde Flexibilität des deutschen Aktienrechts in den beschriebenen Bereichen der Kapitalaufnahme, Anreizstrukturen und Ausgestaltungen zum Stimmrecht hat dazu geführt, dass die Mehrzahl der deutschen Biotechnologie-Unternehmen (wohlgemerkt unter Beibehaltung des deutschen Steuersitzes) den Weg über eine niederländische Holding-N.V. gewählt hat und in dieser Form an die US-Börse gegangen ist. So beispielsweise CureVac, Immmatics, Centogene, Affimed oder schon früh die Qiagen.

Wir plädieren daher für eine entsprechende Öffnung des Aktienrechts, die es Aktiengesellschaften ermöglicht, bei Vorliegen einer deutlichen Mehrheit (und sei es zunächst nur im Rahmen einer Experimentierklausel) Abweichungen von geltenden Rechtsfiguren, etwa dem Verbot des Mehrfachstimmrechts, zu beschließen. Dies wäre ein wichtiger Schritt, um deutschen Gesellschaften aus kapitalintensiven Zukunftstechnologien wie der Biotechnologie einen Zugang zum Kapitalmarkt zu eröffnen und ihre Attraktivität zu erhöhen, ohne dass sie sich eines ausländischen Vehikels mit zusätzlicher Komplexität für diese jungen Unternehmen bedienen müssten. Dies kann ein Booster für den deutschen Kapitalmarkt unter der Voraussetzung sein, dass sich dessen Ökosystem mithilfe der hier vorgeschlagenen Maßnahmen entwickelt.

4.4. Das Kapitalmarktrecht – wo uns die USA voraus sind

In Kapitel 4.3. haben wir die Aussagen der Interviewpartner zur Bedeutung der gesellschaftsrechtlichen Rahmen zusammengefasst. Das deutsche Aktienrecht bildet danach eine unnötige Hürde, die deutsche Unternehmen für die Wachstumsfinanzierung nehmen müssen. Eine weitere Hürde besteht in den europäischen kapitalmarktrechtlichen Regelungen. Darunter sind die spezifischen Transparenz-, Prozess- und Verhaltensanforderungen zu verstehen, die bei der Kapitalaufnahme über die Börse und während der Börsennotiz bestehen. Die Interviewpartner geben hier insbesondere Hinweise, was Deutschland und Europa von den USA lernen kann.

4.4.1 Mehr Flexibilität bei der Festlegung des Angebotspreises

Das US-Recht bietet, so die Interviewpartner, deutlich mehr Flexibilität. Dies trifft zum Beispiel beim Ermitteln des Angebotspreises zu. Dabei geht es um den Preis, zu dem die Aktien beim Börsengang an die Investoren verkauft werden. In der Regel legt das Unternehmen zwei Wochen vor dem Börsengang eine Preisspanne fest, die den potenziellen Investoren als Orientierungshilfe hinsichtlich des Preises dient.

In den USA darf bei der Preisfestlegung diese Angebotspreisspanne ohne weitere Anforderungen um 20 Prozent unter- beziehungsweise überschritten werden. In den Ländern

der Europäischen Union kann nur unter bestimmten Voraussetzungen davon abgewichen werden. Diese sind in der EU-Prospektverordnung geregelt. Danach kann die Angebotspreisspanne am Tag des Börsengangs nur unter zwei Voraussetzungen unter- oder überschritten werden: Der Emittent muss im Wertpapierprospekt auf diese Möglichkeit bereits hingewiesen haben oder einen Prospektnachtrag erstellen. Zugleich muss der Emittent dem Investor zwei Tage lang die Möglichkeit einräumen, das neue Angebot zu überdenken. Um den Börsengang nicht zu gefährden, wird daher die Angebotsspanne in Deutschland tendenziell konservativer festgelegt. Konsequenz ist unter Umständen eine Bewertung unter den eigentlichen Möglichkeiten des Unternehmens, die wiederum für die Altaktionäre unattraktiver ist.

Das US-Recht ermöglicht also unkompliziert Abweichungen von der Preisspanne, die den Börsengang bei Wachstumsunternehmen deutlich erleichtern können. Daraus leitet sich für die Interviewpartner auch für Börsengänge in Deutschland der Wunsch nach mehr Flexibilität bei der Festlegung des Angebotspreises ab, wie es in den USA üblich ist.

4.4.2 Eingewöhnungsphase für Wachstumsunternehmen erlauben

Positiv bewerten die Interviewteilnehmer Befreiungen von bestimmten Kapitalmarktpflichten für Wachstumsunternehmen in den USA („Emerging Growth Companies“). Diese Regelung, die im Jahr 2012 verabschiedet wurde, soll den Börsenstart kleiner Wachstumsunternehmen erleichtern. Notwendig dafür ist ein Jahresumsatz von weniger als 1,07 Milliarden USD im letzten Geschäftsjahr vor dem Börsengang. Als Emerging Growth Company hat der Emittent bis zu fünf Jahre nach dem Börsengang verschiedene Erleichterungen, etwa im Zusammenhang mit der Prüfung des internen Kontrollsystems, das beispielsweise sicherstellen soll, dass Richtlinien unternehmensweit eingehalten werden. Voraussetzung ist allerdings, dass sie in den fünf Jahren die Voraussetzungen einer Emerging Growth Company weiter erfüllen.²⁰ Eine solche Eingewöhnungsphase wird derzeit auch auf Ebene der Europäischen Kommission im Rahmen der Kapitalmarktunion geprüft.²¹

Da die Einhaltung der vielen Kapitalmarktpflichten mit einem großen Aufwand gerade für kleinere Wachstumsunternehmen verbunden ist, sprechen sich die meisten Interviewteilnehmer für eine Eingewöhnungsphase aus. Direkt nach dem Börsengang gibt es oft Anlaufschwierigkeiten bei der Abstimmung der verschiedenen Unternehmensabteilungen, wenn beispielsweise die unterschiedlichen Meldepflichten erfüllt werden müssen. Fehler bei der Erfüllung dieser Pflichten könnten zu erheblichen Sanktionen führen.

Einige Interviewpartner sehen aber auch die Komplexität, die mit unterschiedlichen Regulierungsniveaus in ein- und demselben Börsensegment einhergehen würde. Voraussetzung für den Börsengang sei es eben auch, hinsichtlich der Erfüllung der unterschiedlichen Pflichten eine gewisse Reife mitzubringen.

²⁰ Siehe Securities and Exchange Commission 2019.

²¹ Siehe Europäische Kommission 2020, S. 1.

5 Fazit:

Den Kapitalmarkt in Deutschland zukunftsfähig gestalten

Diese Studie analysiert die Hintergründe der zunehmenden Zahl von Börsengängen deutscher Wachstumsunternehmen im Ausland und insbesondere in den USA. Dazu haben wir die Unternehmen befragt, die diesen Schritt gegangen sind. Die Erfahrungen der Interviewpartner und der anderen Experten, die an dieser Studie beteiligt waren, sind daher von unschätzbarem Wert – insbesondere für die Politik.

Das Ergebnis unserer Befragung ist eindeutig: Fast jeder Interviewteilnehmer mit einem Listing im Ausland gibt an, dass die Verfügbarkeit von Kapital der entscheidende Faktor ist. Das beginnt bei der vorbörslichen Finanzierung, setzt sich beim Börsengang fort und betrifft die Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung nach dem Börsengang über Sekundäremissionen. Dem folgen die gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen, die ebenfalls von vielen Interviewpartnern als wichtiger Faktor für die Wahl der Rechtsform und des Finanzierungsortes angegeben werden. Aus diesen Bausteinen formt sich ein leistungsfähiges Ökosystem Kapitalmarkt mit Investoren, die über genügend Investitionskapital und Expertise verfügen, mit Banken und Analysten, die auch komplexe Geschäftsmodelle verstehen und an die Börse begleiten können, und mit ausreichend Unternehmen, die Investoren vergleichende Analysen erlauben. Deutschland hat hier eindeutig Nachholbedarf.

Ein solches Ökosystem entsteht nicht über Nacht, sondern ist das Ergebnis wegweisender politischer Entscheidungen. Die politischen Akteure sind deshalb aufgefordert, mit innovativen Ideen den Kapitalmarkt und sein Ökosystem attraktiver zu gestalten. Die Interviews liefern zahlreiche Hinweise, wie Deutschland neue Wege einschlagen und sich damit bei der vorbörslichen Finanzierung und dem Börsengang in ein neues Zeitalter katapultieren kann.

Die wichtigsten davon sind:

- Länder wie die USA und Schweden sind eindrucksvolle Beispiele dafür, wie sich auf der Grundlage eines Altersvorsorgesystems, das auf Aktien und Wagniskapital setzt, ein leistungsfähiges Ökosystem Kapitalmarkt herausbildet. Diesen Ländern gelingt es, genügend Kapital zu mobilisieren, um Gründer, Start-ups und Wachstumsunternehmen bei ihrer Entwicklung finanziell zu begleiten. Wachstumsunternehmen stehen auch für ein Mehr an Arbeitsplätze und Steuereinnahmen. Deutschland muss hier nachziehen. Dazu muss das gesetzliche Umlageverfahren um ein aktienbasiertes Ansparverfahren in der Altersvorsorge ergänzt werden.

Dies ist nicht nur mit Blick auf das Ökosystem Kapitalmarkt wichtig, sondern auch notwendig, um die Altersvorsorge in Deutschland generationengerecht aufzustellen.

- Das deutsche Aktienrecht muss modernisiert werden, um deutschen Unternehmen den rechtlichen Rahmen für die Finanzierung von Wachstum zu bieten. Es darf nicht sein, dass deutsche Wachstumsunternehmen auf andere Rechtsordnungen ausweichen müssen, um einen für sie angemessenen Rechtsrahmen zu finden. Der Gesetzgeber muss hier handeln und für gleiche rechtliche Rahmenbedingungen sorgen, damit Deutschland im Standortwettbewerb nicht weiter zurückzufällt. Das niederländische Recht zeigt, wie es besser geht.
- Das Bewusstsein muss wachsen, dass auch das Kapitalmarktrecht darüber entscheidet, ob Unternehmen den letzten Schritt an die Börse gehen. Das betrifft insbesondere die Pflichten, die Unternehmen später an der Börse erfüllen müssen. Hier zeigen die USA, dass es sich lohnt, für junge Unternehmen Brücken in den Kapitalmarkt zu bauen. Der europäische Gesetzgeber ist daher gefordert, eine Eingewöhnungsphase für Wachstumsunternehmen zu ermöglichen.

Der Moment zu handeln, ist ideal. Die öffentliche Debatte über die Tragfähigkeit der gesetzlichen Rente und über Generationengerechtigkeit ist voll entbrannt. Ebenfalls hat aufgerüttelt, dass deutsche Impfstoffhersteller ihre Ideen nur mit ausländischem Kapital finanzieren konnten. Die Debatte um die Zukunftsfähigkeit des Standort Deutschland darf daher nicht ohne die Dimension der Finanzierung am Kapitalmarkt geführt werden. Gute Ideen haben wir genug. Jetzt geht es darum, diese ausreichend zu finanzieren.

Anhang: Auslandslistings deutscher Unternehmen

1996	Qiagen N.V.	Bio (NASDAQ, Dual Listing 1997 FWB; ab 2018 NYSE)
2013	voxeljet AG	3D-Drucker (NYSE, ab 2020 NASDAQ)
2014	Affimed N.V.	Bio (NASDAQ)
2014	Orion Engineered Carbons S.A.	Chemie (NYSE)
2014	Pieris Pharmaceuticals GmbH	Bio (NASDAQ)
2014	Vivoryon Therapeutics N.V.	Bio (Euronext Amsterdam)
2015	OpGen Inc. (vormals Curetis N.V.)	Bio (Euronext Amsterdam und Brüssel, ab 2019 NASDAQ)
2015	Superior Industries Inc. (vormals Uniwheels AG)	Felgenreifenhersteller (Warschau, 2017 nach Akquisition NYSE)
2016	trivago N.V.	Touristik (NASDAQ)
2016	Noxxon Pharma N.V.	Bio (Alternext Paris)
2017	InflaRx N.V.	Bio (NASDAQ)
2017	X-FAB Silicon Foundries SE	Halbleiter (Euronext Paris)
2018	Biofrontera AG	Bio (Dual Listing NASDAQ/2006: FWB)
2018	Morphosys AG	Bio (Dual Listing NASDAQ/1999: FWB)
2019	BioNTech SE	Bio (NASDAQ)
2019	Centogene N.V.	Bio (NASDAQ)
2019	EuroEyes Deutschland Holding GmbH & Co. KG	Optik (Shanghai)
2019	Immunic AG (Inc.)	Bio (NASDAQ durch Fusion)
2019	Jumia Technologies AG	Internet (NYSE)
2020	CureVac N.V.	Bio (NASDAQ)
2020	Immatics N.V.	Bio (NASDAQ durch Fusion)
2020	VIA optronics AG	Display Hersteller (NYSE)
2021	MyTheresa.com GmbH (B.V)	Luxusmode (NYSE)
2021	Atotech Deutschland GmbH (Limited)	Chemie (NYSE)
2021	Lilium GmbH (angekündigt)	Lufttaxis (NASDAQ durch Fusion)

Quelle: Blättchen Financial Advisory/eigene Recherchen, Stand: Anfang Juni 2021

Interviewpartner und Teilnehmer des Expertenworkshops

Unser großer Dank gilt allen an dieser Studie beteiligten Interviewpartnern und Teilnehmern des Expertenworkshops, auch denen, die nicht namentlich genannt werden wollten. Für die inhaltlichen Aussagen sind selbstverständlich ausschließlich die Studienautoren verantwortlich.

Renata Bandov, Director, Head of Department, Capital Markets, Deutsche Börse AG

Markus Boser, Chief Financial Officer, AUTO1 Group SE

Dr. Ulrich Dauer, Chief Executive Officer, Vivoryon Therapeutics N.V.

Oliver Diehl, Leiter Equity Capital Markets, Jefferies International

Armin von Falkenhayn, Country Executive for Germany, Head of Corporate and Investment Banking for Germany, Austria and Switzerland, Bank of America Europe DAC

Rudolf Franz, Chief Financial Officer, voxeljet AG

Peter Fricke, Head of Deutsche Börse Venture Network, Capital Markets, Deutsche Börse AG

Henning Gebhardt, Geschäftsführer, GAPS GmbH

John Gilardi, Vice President, Head of Corporate Communications and Investor Relations, QIAGEN N.V.

Dr. Franz-Werner Haas, Chief Executive Officer, CureVac N.V.

Axel Hefer, Managing Director & Chief Executive Officer, trivago N.V.

Dr. Matthias Heiden, Chief Financial Officer, Software AG

Dr. Adi Hoess, Chief Executive Officer, Affimed N.V.

Pamela Keck, Head of Investor Relations, Biofrontera AG

Matthias Konrad, Managing Director, Bank of America Europe Designated Activity Company

Andreas Krause, General Counsel, Delivery Hero SE

Michael Motschmann, General Partner und Vorstand, MIG Verwaltungs AG, und Mitglied des Aufsichtsrats der BioNTech SE

Uwe Nespethal, Geschäftsführender Gesellschafter und Partner, Blättchen Financial Advisory GmbH

Johannes Pesch, Director Business Development & Investor Relations, voxeljet AG

Dr. Christian Ries, Group General Counsel, Syndikusrechtsanwalt, HelloFresh SE

Oliver Schacht, PhD, President and CEO OpGen Inc, und Vorstandsvorsitzender BIO Deutschland e.V.

Peer M. Schatz, Geschäftsführer, PS Capital Management GmbH, Vorsitzender des Aufsichtsrates, Centogene N.V., und Special Advisor, QIAGEN N.V.

Dr. Martin Steinbach, Partner, Leiter Börsengänge und Listing Services Deutschland, Schweiz, Österreich, EY

Literaturverzeichnis

Alda, Mercedes/Marco, Isabel (2016): The importance of domestic equity pension funds on stock market, Working paper. Online verfügbar unter https://zagan.unizar.es/record/63409/files/texto_completo.pdf?version=1 [Stand 14.5.2021].

atomico (2020): The State of European Tech. Online verfügbar unter <https://2020.stateofeuropeantech.com/> [Stand 11.06.2021].

Blättchen, Wolfgang/Nespethal, Uwe (2020): Alternative Wege an den US-Kapitalmarkt für deutsche Familienunternehmen. In: FUS – Zeitschrift für Familienunternehmen und Strategie, 10. Jahrgang, 6/2020, S. 192-199.

Boston Consulting Group & Hello Tomorrow (2019): The Dawn of the Deep Tech Ecosystem. Online verfügbar unter <https://media-publications.bcg.com/BCG-The-Dawn-of-the-Deep-Tech-Ecosystem-Mar-2019.pdf> [Stand 14.6.2021].

CB Insights (2021): The Complete List Of Unicorn Companies. Online verfügbar unter <https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies> [Stand 25.05.2021].

CEIC Data (2021): Marktkapitalisierung: % des BIP. Online verfügbar unter <https://www.ceic-data.com/de/indicator/market-capitalization--nominal-gdp> [Stand 30.06.2021].

Deutsche Börse Cash Market (2021): Primärmarktstatistik. Online verfügbar unter <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-de/instrumente-statistiken/statistiken/primaermarktstatistiken/downloads-primaermarktstatistiken> [Stand 30.06.2021].

Deutsches Aktieninstitut (2019): Altersvorsorge mit Aktien zukunftsfest machen. Was Deutschland von anderen Ländern lernen kann. Online verfügbar unter https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/studien/190730_Studie_Altersvorsorge.pdf [Stand 11.6.2021].

Europäische Kommission (2020): Anhang der Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss der Regionen. Eine Kapitalmarktunion für die Menschen und Unternehmen – neuer Aktionsplan. Online verfügbar unter https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:61042990-fe46-11ea-b-44f-01aa75ed71a1.0003.02/DOC_2&format=PDF [Stand 11.06.2021].

EY (2016 bis 2020): Global IPO trends reports.

EY (2021): Global IPO trends report. Q1 2021. Online verfügbar unter https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/ipo/ey-global-ipo-trends-2021-q1-v1.pdf [Stand 30.06.2021].

Federation of European Securities Exchanges (2016 bis 2020): IPO Database. Online verfügbar unter <https://www.fese.eu/statistics/> [30.06.2021].

Hofstede, Geert (2001): Culture's consequences: comparing values, behaviors, institutions, and organizations across nations. Sage Publ., Thousand Oaks.

Investment Company Institute (2021): Retirement Assets Total \$35.4 Trillion in First Quarter 202. Online verfügbar unter https://www.ici.org/statistical-report/ret_21_q1 [Stand 30.6.2021].

KfW Bankengruppe (2020): KfW Venture Capital Studie 2020. VC-Markt in Deutschland: Reif für den nächsten Entwicklungsschritt. Online verfügbar unter <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Studien-und-Materialien/KfW-Venture-Capital-Studie-2020.pdf>. [Stand 11.06.2021].

Lilium (2021): Investor Relations. Intention to list on Nasdaq. Online verfügbar unter <https://lilium.com/investors> [Stand 30.06.2021].

Luft, Carl-Georg Christoph/Hartung, Thomas (2019): Altersvorsorge aus dem Baukasten: Försiktig, balanserad oder offensiv? Eine Analyse der Anlagestrategie, Finanzanlagenallokation und Vermögenswertveränderungen des schwedischen Prämienrentensystems. In: Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, Bd. 88 (2019), Heft 1: S. 31–48.

Oxera Consulting LLP (2020): Primary and Secondary Markets in the EU, Final Report. Online verfügbar unter <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/54e82687-27bb-11eb-9d7e-01aa75ed71a1/language-en> [Stand 11.06.2021].

PitchBook (2021): PitchBook Analyst Note: Crossing Over Into Venture. Online verfügbar unter <https://pitchbook.com/news/reports/q2-2021-pitchbook-analyst-note-crossing-over-into-venture> [Stand 11.06.2021].

Ritter, Jay R. (2021): Initial Public Offerings: Updated Statistics. Online verfügbar unter <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/> [Stand 11.06.2021].

Securities and Exchange Commission (2019): Emerging Growth Companies. Online verfügbar unter <https://www.sec.gov/smallbusiness/goingpublic/EGC> [Stand 30.06.2021].

Technical Expert Group on SMEs (2021): Empowering EU Capital Markets for SMEs. Making listing cool again, Final Report. Online verfügbar unter https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/growth_and_investment/documents/210525-report-tesg-cmu-smes_en.pdf [Stand 11.06.2021].

Kontakt



Dr. Norbert Kuhn

Leiter Unternehmensfinanzierung
Stellvertretender Leiter
Fachbereich Kapitalmärkte
kuhn@dai.de
Tel. +49 69 92915-20



Svenja Balonier

Referentin der Geschäftsführung
und für Kapitalmarktpolitik
balonier@dai.de
Tel. +49 69 92915-35



Birgit Homburger

Leiterin Hauptstadtbüro
homburger@dai.de
Tel. +49 30 25899-773

Frankfurt

Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main
Tel. +49 69 92915-0
Fax +49 69 92915-12
dai@dai.de
www.dai.de
@Aktieninstitut

Brüssel

Deutsches Aktieninstitut e.V.
Rue Marie de Bourgogne 58
1000 Brüssel
Tel. +32 2 7894-100
Fax +32 2 7894-109
europa@dai.de

Berlin

Deutsches Aktieninstitut e.V.
Haus Huth
Alte Potsdamer Str. 5
10785 Berlin
Tel. +49 30 25899-774
Fax +49 30 25899-651
berlin@dai.de



Prof. Dr. Christof Hettich

Partner
 christof.hettich@rittershaus.net
 Tel.: +49 621 42 56-208



Dr. Christina Eschenfelder

Partnerin
 christina.eschenfelder@rittershaus.net
 Tel.: +49 621 42 56-239



Dr. Moritz Weber

Partner
 moritz.weber@rittershaus.net
 Tel.: +49 621 42 56-279

RITTERSHAUS Rechtsanwälte
Partnerschaftsgesellschaft mbB
 Harrlachweg 4
 68163 Mannheim
 Tel. +49 621 42 56-0
 Fax +49 621 42 56-250
 ma@rittershaus.net
 www.rittershaus.net

Büro Frankfurt
 Bockenheimer Landstraße 77
 60325 Frankfurt am Main
 Tel. +49 69 27 40 40-0
 Fax +49 69 27 40 40-250
 ffm@rittershaus.net

Büro München
 Maximiliansplatz 10
 Im Luitpoldblock
 80333 München
 Tel. +49 89 12 14 05-0
 Fax +49 89 12 14 05-250
 muc@rittershaus.net

Deutsches Aktieninstitut

Das Deutsche Aktieninstitut setzt sich für einen starken Kapitalmarkt ein, damit sich Unternehmen gut finanzieren und ihren Beitrag zum Wohlstand der Gesellschaft leisten können.

Unsere Mitgliedsunternehmen repräsentieren über 85 Prozent der Marktkapitalisierung deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften. Wir vertreten sie im Dialog mit der Politik und bringen ihre Positionen über unser Hauptstadtbüro in Berlin und unser EU-Verbindungsbüro in Brüssel in die Gesetzgebungsprozesse ein.

Als Denkfabrik liefern wir Fakten für führende Köpfe und setzen kapitalmarktpolitische Impulse. Denn von einem starken Kapitalmarkt profitieren Unternehmen, Anleger und Gesellschaft.

RITTERSHAUS

Mit 70 Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälten an den Standorten Frankfurt/Main, Mannheim und München hat sich RITTERSHAUS auf die Beratung von international agierenden mittelständischen Unternehmen und Unternehmerfamilien spezialisiert. Der Schwerpunkt der 1969 gegründeten Wirtschaftskanzlei liegt im Gesellschaftsrecht mit besonderer Ausrichtung auf M&A-, Private-Equity- und Venture-Capital-Transaktionen, ferner auf Unternehmensfinanzierungen, Bank- und Kapitalmarktrecht sowie Unternehmens- und Vermögensnachfolge. Weitere Tätigkeitsschwerpunkte sind Arbeitsrecht, Gewerblicher Rechtsschutz, Öffentliches Recht, IT-Recht, Immobilienrecht und Steuerrecht.

RITTERSHAUS wurde von der Wirtschaftswoche bereits 2019 als Top Kanzlei für Gesellschaftsrecht und Patentrecht und 2020 zusätzlich als Top-Kanzlei für Datenschutzrecht ausgezeichnet. Von den Redakteuren des JUVE-Handbuchs, der führenden Publikation zu Wirtschaftskanzleien in Deutschland, wurde RITTERSHAUS 2020 für den Award als „Kanzlei des Jahres für M&A“ nominiert und als Kanzlei des Jahres 2020 für Nachfolge, Vermögen und Stiftungen ausgezeichnet.

