

Demary, Markus; Röhl, Klaus-Heiner

## Article

# Unternehmensfinanzierung: Was sind die Gründe für die rückläufigen Börsengänge?

IW-Trends - Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung

## Provided in Cooperation with:

German Economic Institute (IW), Cologne

*Suggested Citation:* Demary, Markus; Röhl, Klaus-Heiner (2017) : Unternehmensfinanzierung: Was sind die Gründe für die rückläufigen Börsengänge?, IW-Trends - Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung, ISSN 1864-810X, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln, Vol. 44, Iss. 3, pp. 81-97,  
<https://doi.org/10.2373/1864-810X.17-03-05>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/175023>

### Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

### Terms of use:

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Vierteljahresschrift zur empirischen  
Wirtschaftsforschung, Jg. 44



■ Markus Demary / Klaus-Heiner Röhl

## Unternehmensfinanzierung Was sind die Gründe für die rückläufigen Börsengänge?

Vorabversion aus: IW-Trends, 44. Jg. Nr. 3  
Herausgegeben vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Verantwortliche Redakteure:

Prof. Dr. Michael Grömling, Telefon: 0221 4981-776

Holger Schäfer, Telefon: 030 27877-124

groemling@iwkoeln.de · schaefer.holger@iwkoeln.de · www.iwkoeln.de

Die IW-Trends erscheinen viermal jährlich, Bezugspreis € 50,75/Jahr inkl. Versandkosten.

Rechte für den Nachdruck oder die elektronische Verwertung erhalten Sie über  
lizenzen@iwkoeln.de.

ISSN 0941-6838 (Printversion)

ISSN 1864-810X (Onlineversion)

© 2017 Institut der deutschen Wirtschaft Köln Medien GmbH

Postfach 10 18 63, 50458 Köln

Konrad-Adenauer-Ufer 21, 50668 Köln

Telefon: 0221 4981-452

Fax: 0221 4981-445

iwmedien@iwkoeln.de

www.iwmedien.de

## Unternehmensfinanzierung – Was sind die Gründe für die rückläufigen Börsengänge?

Markus Demary / Klaus-Heiner Röhl, September 2017

### Zusammenfassung

Die Anzahl an börsennotierten Unternehmen in Deutschland und weiteren Industrieländern wie dem Vereinigten Königreich und den USA nimmt seit mehreren Jahren ab. Es gibt deutlich mehr Börsenabgänge als Börsengänge. Zu diesem Trend tragen verschiedene Einflussfaktoren bei. Durch eine gute Verfügbarkeit von anderen Finanzierungsquellen – wie Private-Equity-Gesellschaften – stehen den Unternehmen Alternativen zum Börsengang zur Verfügung, die weniger reguliert sind und bei denen geringere Kosten anfallen als bei einer Börsennotiz. Gleichzeitig haben sich typische Aktieninvestoren wie Banken und Versicherungen von den Börsen zurückgezogen, sodass deren Anlagekapital für Börsengänge von jungen und schnell wachsenden Unternehmen fehlt. Eine Anpassung des Regulierungsrahmens zur Erleichterung von Börsengängen erscheint trotz der aktuell insgesamt günstigen Finanzierungslage geboten. Erleichterungen für Börsengänge und damit eine Umkehr des Trends zu immer weniger an der Börse gelisteten Unternehmen sind nicht nur für die Unternehmensfinanzierung relevant, sondern auch für die privaten Anlageentscheidungen zur Altersvorsorge.

Stichwörter: Aktien, Börsengänge, Private Equity, Unternehmensgründungen  
JEL-Klassifikation: G24, G32, G34, G38

## Bedeutung von Börsengängen

Aktuell ist die Finanzierungssituation der Unternehmen in Deutschland im Durchschnitt als ausgesprochen gut einzustufen. Angesichts des im langfristigen Vergleich extrem niedrigen Zinsniveaus und fehlender renditestarker Anlagealternativen können die Unternehmen derzeit mit sehr guten Konditionen für die Aufnahme von Fremdkapital kalkulieren und ihre Investitionsprojekte zumindest aus der Warte der Finanzierung problemlos angehen. Eine aktuelle Umfrage des Deutschen Industrie- und Handelskammertags vom Sommer 2017 bestätigt die gute Finanzierungslage. Nur ein Zehntel der 20.000 befragten Unternehmen sieht Finanzierungsprobleme als ein Geschäftsrisiko (DIHK, 2017). Auch stellt die Unternehmensfinanzierung zurzeit kein Investitionshemmnis dar (Bardt et al., 2017).

Eine generell komfortable Finanzierungssituation für Unternehmen schließt jedoch keineswegs aus, dass sich technologieintensive Wachstumsunternehmen mit einer schwierigen Finanzierungssituation konfrontiert sehen können. Dies gilt umso mehr, als der Kreditsektor nach den Richtlinien von Basel II und Basel III höhere Vorsicht bei risikobehafteten Kreditvergaben walten lassen muss. Die Finanzierung von Unternehmensexpansionen ohne entsprechende Sicherheiten zählt hierzu. Derartige Investitionsvorhaben sind nur bedingt über Fremdkapital zu finanzieren, da hohe Ausfallraten typisch sind (Röhl, 2014). Der Zins für gewährte Kredite lässt sich jedoch über Risikozuschläge nicht beliebig erhöhen, um diese Ausfälle zu kompensieren. Innovative Gründungen und starkes Unternehmenswachstum sind daher eher mittels Eigenkapitalbeteiligung finanzierbar, was die Frage nach einer ausreichenden Verfügbarkeit von Wagniskapital (Venture Capital) und, in späteren Finanzierungsphasen, auch Eigenkapital aus Börsengängen aufwirft.

Für die Aufnahme großer Volumina an Eigenkapital bietet sich ein Börsengang oder Initial Public Offering (IPO) an. Bei ausreichender Reife des Unternehmens und bei einem hohen Investitionsbedarf erlaubt die Aktienemission den Zugang zu einer breiten Masse an Investoren. Dafür muss sich ein an der Börse notiertes Unternehmen einem strengeren Regulierungsrahmen mit regelmäßigen Publizitätspflichten unterwerfen. An der Deutschen Börse hat das Segment Prime Standard den höchsten Transparenzstandard, gefolgt von dem Segment General Standard. Beide Segmente stellen den regulierten Markt dar. Die nicht für den regulierten Markt zugelassenen Aktien werden im Freiverkehr gehandelt. Nach der New-Economy-

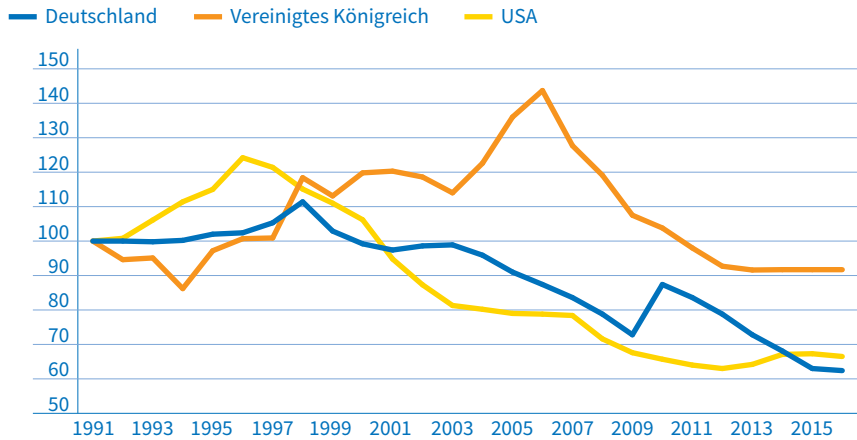
Blase zur Jahrtausendwende wurde das Börsensegment Neuer Markt eingestellt und durch den Entry Standard als Teilbereich des Freiverkehrs mit zusätzlichen Transparenzanforderungen ersetzt. Der Entry Standard wurde im März 2017 durch ein neues Segment mit dem Namen Scale für kleine und mittelgroße Unternehmen (KMU) abgelöst (Deutsche Börse, 2017). Die Wahl des Regulierungsrahmens ist aus Sicht der Unternehmen eine Abwägung zwischen den mit einer Börsennotiz einhergehenden Compliance-Kosten und dem Nutzen aus dem Zugang zur breiten Basis an Investoren. Für die Unternehmen ist der Börsengang aber auch eine strategische Frage, denn mit ihm gehen eine andere Rechtsform, eine andere Eigentümerstruktur und eine andere Unternehmensführung (Governance) einher.

Mittlerweile kann in vielen Ländern, darunter in Deutschland, dem Vereinigten Königreich und den USA, ein Rückgang der Anzahl an börsennotierten Unternehmen beobachtet werden. Dieser Trend ist nicht allein auf das Platzen der New-Economy-Blase zur Jahrtausendwende, die globale Finanzmarktkrise im Jahr 2008 oder auf die verschärfte Regulierung infolge der Bilanzierungsskandale um Enron und WorldCom in den frühen 2000er Jahren zurückzuführen. Zumindest in den USA begann er schon deutlich früher. Jensen (1989) erwartete bereits in den 1990er Jahren einen solchen Rückgang, der aus dem Wachstum der Private-Equity-Branche resultiere. Seine durch die nachfolgende Entwicklung gestützte These stand damals im Widerspruch zur These der finanziellen Entwicklung, wonach der Fortschritt eines Landes sich darin zeige, dass sich seine Unternehmen stärker über den Kapitalmarkt finanzieren (Levine, 1991). Letzterem widersprechen auch die Ergebnisse von Doidge et al. (2017) für die USA, die ein Listing Gap zwischen der von ihnen geschätzten Anzahl an börsennotierten Unternehmen, die aufgrund der wirtschaftlichen Entwicklung vorzufinden sein sollten, und der geringeren tatsächlichen Anzahl börsennotierter Unternehmen identifizieren. Für das Vereinigte Königreich finden Economides et al. (2016) einen vergleichbaren Befund.

Im folgenden Beitrag wird eine Bestandsaufnahme zu den Börsengängen in Deutschland vorgenommen. Es wird untersucht, welche Erklärungen für die rückläufige Entwicklung infrage kommen.

### Anzahl an börsennotierten Unternehmen

Index: 1991 = 100



Quellen: Deutsche Börse; Weltbank; Institut der deutschen Wirtschaft Köln



Abbildung 1: [http://www.iwkoeln.de/\\_storage/asset/365115/storage/master/download/abb1.xlsx](http://www.iwkoeln.de/_storage/asset/365115/storage/master/download/abb1.xlsx)

### Börsengänge und Delistings

Abbildung 1 zeigt die Entwicklung der Anzahl an börsennotierten Unternehmen seit dem Jahr 1991. Diese sind mit Beginn des neuen Jahrtausends in Deutschland und den USA um 37 Prozent und im Vereinigten Königreich um gut 23 Prozent gefallen. Für diese Entwicklung muss die Anzahl der jährlichen Börsenabgänge (Delistings) die Summe der jährlichen Börsengänge deutlich überstiegen haben.

Allerdings folgt die Anzahl der Börsengänge nicht einem konstanten Trend, sondern sie verläuft in mehr oder weniger globalen Zyklen. In der Tabelle werden mehrere Jahre zusammengefasst, um Trends sichtbar zu machen. Aus der Veränderung der börsennotierten Unternehmen und der Anzahl der Börsengänge kann die Anzahl der Delistings berechnet werden. Delistings sind auf Fusionen und Übernahmen zurückzuführen oder auf einen Wechsel eines Unternehmens in ein Marktsegment mit geringeren Transparenzanforderungen (Gao et al., 2013; Doidge et al., 2017). Aus den Börsengängen und den Delistings können die IPO-Rate und die Delist-Rate berechnet werden. Die IPO-Rate misst den prozentualen Zuwachs der börsengehandelten Unternehmen durch Börsengänge. Die Delist-Rate misst den Rückgang der börsengehandelten Unternehmen durch Delistings. In der Tabelle

## Börsengänge und Delistings

Anteil der Börsengänge (IPO-Rate) und der Delistings (Delist-Rate) an den börsennotierten Unternehmen des Vorjahres; Durchschnittswerte in Prozent

	1987–1990	1991–1995	1996–2002	2003–2006	2007–2009	2010–2016
<b>Deutschland</b>						
IPO-Rate	4,9	2,6	9,7	2,2	1,6	1,9
Delist-Rate	2,7	1,3	7,8	4,2	7,5	6,4
<b>USA</b>						
IPO-Rate	2,2	5,9	4,3	2,4	1,3	2,4
Delist-Rate	3,3	2,8	8,0	5,7	6,2	2,7
<b>Vereinigtes Königreich</b>						
IPO-Rate	k. A.	k. A.	5,8	9,1	2,8	3,8
Delist-Rate	k. A.	k. A.	4,5	4,3	12,0	6,0

Quellen: BVKAP; Deutsche Börse; London Stock Exchange; Doidge et al., 2017; Ritter, 2017; Weltbank; Institut der deutschen Wirtschaft Köln



Tabelle: [http://www.iwkoeln.de/\\_storage/asset/365121/storage/master/download/tab.xlsx](http://www.iwkoeln.de/_storage/asset/365121/storage/master/download/tab.xlsx)

zeigen sich die folgenden Befunde, aus denen ersichtlich ist, dass Deutschland keinen Sonderfall darstellt:

- Die IPO-Raten übertrafen zuletzt leicht das Niveau der Jahre 2007 bis 2009. Allerdings lagen sie sehr deutlich unter dem Durchschnitt der 1990er Jahre.
- Die Delist-Raten liegen seit Mitte der 1990er Jahre deutlich höher als zuvor.
- Seit der zweiten Hälfte der 1990er Jahre sind die Delist-Raten höher als die IPO-Raten. Im Zeitraum 2010 bis 2016 war die Delist-Rate in Deutschland um 4,5 Prozentpunkte höher als die IPO-Rate.

Zu dem Befund einer sinkenden Anzahl börsennotierter Unternehmen wurden folgende Hypothesen aufgestellt:

- Eine zu geringe gesamtwirtschaftliche Gründungsaktivität ist die Ursache für eine zu geringe Anzahl an Kandidaten für einen Börsengang (Doidge et al., 2013).
- Der Rückgang der Börsengänge wird auf gestiegene Compliance-Kosten und eine wachsende Bedeutung der Private-Equity-Gesellschaften zurückgeführt (Gao et al., 2013; de Fontenay, 2017). Mit einer besseren Verfügbarkeit von Private Equity besteht für die Unternehmen demnach eine Finanzierungsalternative mit geringeren Compliance-Kosten im Vergleich zur Börsennotiz.



- Es wird auch angeführt, dass sich große Investoren wie Banken und Versicherungen aus dem Aktiengeschäft zurückgezogen haben, da für diese Anlageklasse die Eigenkapitalanforderungen zu stark gestiegen sind. Zudem wird ein Mangel an Wagniskapital als Hemmnis für das Unternehmenswachstum in der Zeit vor einem möglichen Börsengang angesehen (BMW, 2015).
- Ein weiterer Erklärungsansatz beruht auf dem strukturellen Wandel der Unternehmensinvestitionen. Demnach investieren die Unternehmen nun weniger in Ausrüstungen, bei denen durch die Teilbarkeit der Aktien die Finanzierung auf eine große Anzahl Investoren verteilt werden kann. Dagegen wird stärker in Forschung und Entwicklung, Humankapital und weitere intangible Vermögenswerte investiert. Für deren Finanzierung müssen nicht mehr so große Kapitalmengen beschafft werden (Kahle/Stulz, 2017).
- Für die Eigentümer wachsender Technologieunternehmen ist es häufig optimal, dass ihr Unternehmen von einem größeren Unternehmen als Ganzes gekauft wird, da dies ihre Technologie schneller zu marktfähigen Produkten führt (Gao et al., 2013; Ritter et al., 2013). Gleichzeitig bietet es sich für die Unternehmen an, die in intangible Vermögenswerte investieren wollen, diese durch den Erwerb eines ganzen Unternehmens zu erlangen.

Bestehende Studien fokussieren auf die USA und das Vereinigte Königreich. In diesem Artikel wird überprüft, inwieweit sich diese Erklärungsansätze auf Deutschland übertragen lassen.

### **Gründungsaktivitäten und Unternehmenswachstum**

Eine zu geringe Gründungsaktivität und ein zu geringes Unternehmenswachstum bei den jungen Unternehmen können dazu führen, dass die Anzahl an börsenfähigen Unternehmen sehr gering ausfällt (BMW, 2015).

Junge Wachstumsunternehmen spielen eine besondere Rolle für entwickelte Volkswirtschaften. Sie sind für einen erheblichen Anteil der neu geschaffenen Arbeitsplätze verantwortlich, während von dem Großteil der Gründungen nur geringe Beschäftigungseffekte ausgehen und viele neu gegründete Betriebe innerhalb weniger Jahre wieder vom Markt verschwinden (Henrekson/Johansson, 2010; Hölzl, 2014). Zudem sind sie oft in jungen, technologieorientierten Branchen tätig und treiben so das gesamtwirtschaftliche Wachstum an (Röhl, 2016). Allerdings gibt es

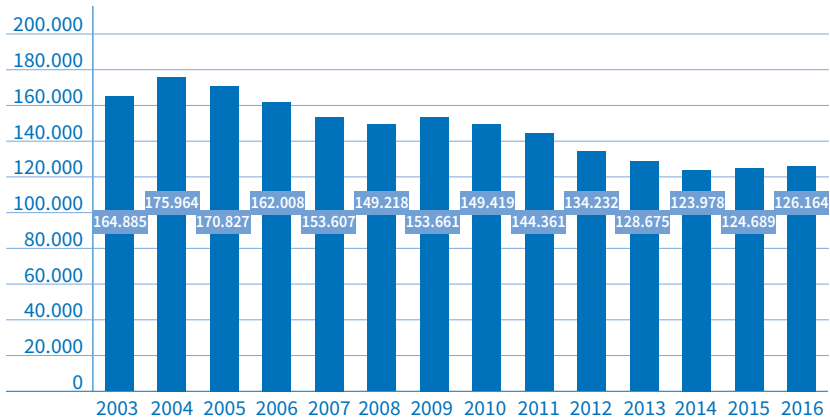
schnell wachsende Unternehmen – sogenannte Gazellen – in allen Branchen (Henrekson/Johansson, 2010). Überrepräsentiert sind sie vor allem in wissensintensiven Dienstleistungsbereichen (Almus, 2002), was auf die hohe Skalierbarkeit neuer digitaler Geschäftsmodelle zurückgeführt werden könnte. In diesem Marktsegment besitzen Deutschland und auch Europa insgesamt jedoch einen erheblichen Rückstand gegenüber den USA (Röhl, 2016).

Für Wachstumsunternehmen gibt es bislang keine einheitliche Definition. Birch (1979) verwendet in seiner grundlegenden Studie eine Mischung aus relativen und absoluten Kriterien, indem er die absolute Beschäftigungsdifferenz über einen bestimmten Zeitraum mit dem Wachstumsfaktor (Vervielfacher) über die gleiche Zeitspanne multipliziert. Die obersten 5 oder 10 Prozent der nach diesem Birch-Index gerankten Unternehmen werden als wachstumsstark eingestuft (Hözl, 2014). Das Eurostat-OECD Manual on Business Demography Statistics (2008, 61) definiert Unternehmen als schnell wachsend, wenn sie über einen Dreijahreszeitraum mit einer annualisierten Rate von mindestens 20 Prozent zugelegt haben. Das Wachstum kann wahlweise die Beschäftigtenzahl oder den Umsatz betreffen. Wachstumsstarke junge Unternehmen aus Branchen der Hochtechnologie werden auch als Start-ups bezeichnet. Dies sind Unternehmen, die noch keine zehn Jahre alt sind, (hoch)innovative Technologien entwickeln und/oder innovative Geschäftsmodelle verfolgen sowie ein signifikantes Wachstum des Umsatzes oder der Beschäftigtenzahl anstreben (Ripsas/Tröger, 2015, 4). Diese innovativen Start-ups benötigen Mittel zur Vorfinanzierung ihres Wachstums. Sie verfügen aber nicht über ausreichende Sicherheiten, um ihre oft hohen Anfangsinvestitionen und das weitere Wachstum durch Fremdkapital finanzieren zu können. Stattdessen sind sie auf Eigenkapitalfinanzierung in Form von Wagniskapital angewiesen (Röhl, 2014; Schefczyk, 2015).

Das Gründungsgeschehen in Deutschland ist seit dem Jahr 2005 durch rückläufige Zahlen der Neugründungen gekennzeichnet. Während vor zwölf Jahren – auch bedingt durch die Fördermaßnahme der Ich-AG – noch über eine halbe Million neue Gewerbe gegründet wurden, waren es 2016 nur noch knapp 300.000. Die Gesamtzahl der Gewerbegründungen schließt zudem Kleinstbetriebe mit ein, die keine angestellten Mitarbeiter verzeichnen und durch eine geringe Überlebenswahrscheinlichkeit geprägt sind. Relevanter für die hier aufgeworfene Fragestellung

## Unternehmensgründungen in Deutschland

Gründungen wirtschaftlich bedeutsamer Unternehmen im Zeitraum 2003 bis 2016



Quellen: Statistisches Bundesamt, 2016a; 2016b; Institut der deutschen Wirtschaft Köln



Abbildung 2: [http://www.iwkoeln.de/\\_storage/asset/365116/storage/master/download/abb2.xlsx](http://www.iwkoeln.de/_storage/asset/365116/storage/master/download/abb2.xlsx)

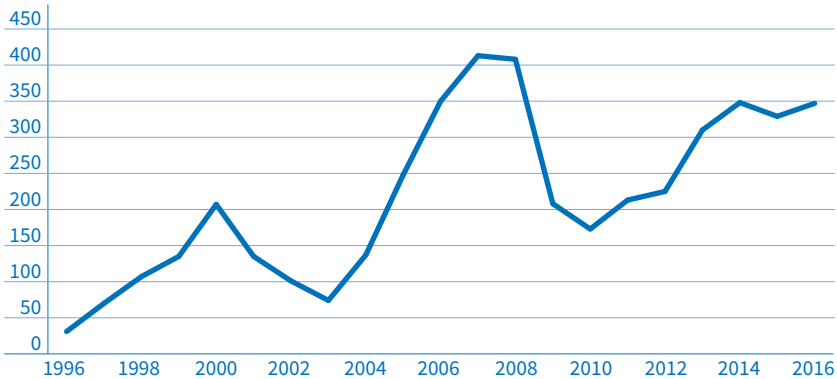
der Entstehung eines neuen unternehmerischen Mittelstands und des Potenzials für Börsengänge sind Unternehmen, die ein höheres Wachstumspotenzial aufweisen beziehungsweise die bereits mit der Intention des Wachstums zu einem mittleren oder größeren Unternehmen gegründet wurden. Diese werden vom Statistischen Bundesamt (2016a; 2016b) gesondert ausgewiesen. Als Unternehmen von voraussichtlich größerer Bedeutung gelten dabei Betriebe, die aufgrund ihrer Rechtsform (Kapitalgesellschaft), einem Eintrag in der Handwerksrolle, einer Registrierung im Handelsregister oder wegen ihrer Beschäftigtenzahl zum Gründungszeitpunkt Rückschlüsse auf eine angestrebte Größe oder ein höheres Wachstum zulassen. Abbildung 2 zeigt die rückläufige Entwicklung bei der Gründung wirtschaftlich bedeutsamer Unternehmen in Deutschland. Im Zeitraum 2004 bis 2016 ging die Anzahl der jährlichen Unternehmensgründungen um 50.000 zurück.

## Unternehmenskäufe durch Private-Equity-Investoren

Eine Analyse des Investitionsverhaltens der Private-Equity-Gesellschaften kann Aufschluss über die geringe Dynamik bei den Börsengängen liefern. Private-Equity-Gesellschaften versorgen Unternehmen verschiedener Größe mit Eigenkapital. Dies kann in einer frühen Phase des Unternehmens stattfinden, in der die

## Globale Mittelbeschaffung der Private-Equity-Gesellschaften

in Milliarden US-Dollar



Quellen: Preqin, 2017; Institut der deutschen Wirtschaft Köln



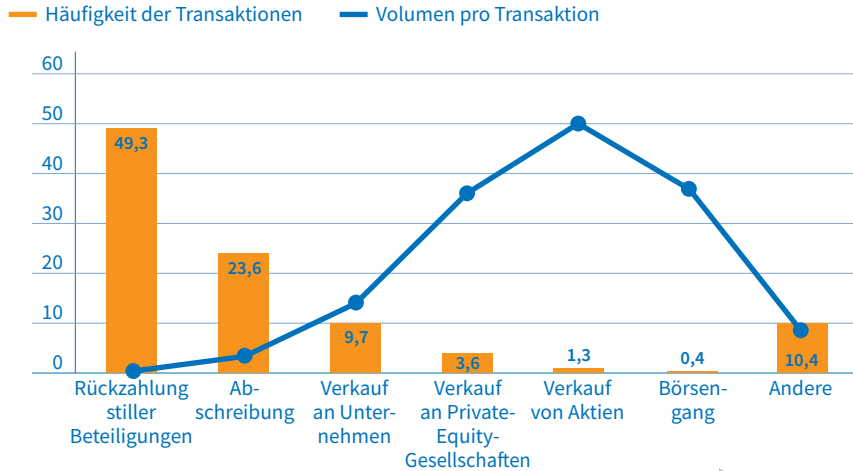
Abbildung 3: [http://www.iwkoeln.de/\\_storage/asset/365117/storage/master/download/abb3.xlsx](http://www.iwkoeln.de/_storage/asset/365117/storage/master/download/abb3.xlsx)

Geschäftsidee zwar feststeht, aber noch keine Kundenbasis aufgebaut ist. Private-Equity-Gesellschaften stärken die Eigenkapitalbasis von Unternehmen aber auch, wenn diese expandieren wollen. Seit dem Jahr 1996 hat sich das globale Volumen der von Private-Equity-Gesellschaften eingesammelten Mittel mehr als verzehnfacht (Abbildung 3).

Der Hypothese von de Fontenay (2017) zufolge soll das zunehmende Wachstum der Private-Equity-Gesellschaften zum Rückgang der Börsengänge beigetragen haben, da den Unternehmen deren Finanzmittel als nahes Substitut zum Kapital der Aktionäre zur Verfügung stehen. Eine Finanzierung durch Private Equity habe aus Sicht der Unternehmen den Vorteil, dass die Compliance-Kosten geringer seien. Das sind die Kosten, die mit der Einhaltung von Gesetzen, Richtlinien und Regulierungen einhergehen. Dieser Kostenvorteil wird als Erklärung angeführt, warum Unternehmen wie Uber oder Airbnb trotz ihrer Größe nicht an die Börse gehen und Facebook den Börsengang lange Zeit hinausgezögert hat (Economides et al., 2016). Eine mögliche Ursache dafür, dass diese Technologie-Unternehmen nicht an die Börse gehen, könnte sein, dass sie im Vergleich zu Industrieunternehmen weniger kapitalintensiv produzieren. Kapitalintensivere Unternehmen brauchen hingegen die Börse, um den Zugang zu einer großen Basis an Investoren zu haben.

### Exit-Strategien von Private-Equity-Gesellschaften in Deutschland

Volumen pro Transaktion in Millionen Euro und Häufigkeit der Transaktion, in Prozent, Durchschnitt für den Zeitraum 2007 bis 2014



Quellen: Invest Europe; Institut der deutschen Wirtschaft Köln



Abbildung 4: [http://www.iwkoeln.de/\\_storage/asset/365119/storage/master/download/abb4.xlsx](http://www.iwkoeln.de/_storage/asset/365119/storage/master/download/abb4.xlsx)

Offen bleibt, warum die Private-Equity-Gesellschaften bei Unternehmen wie Uber oder Airbnb nicht über den Börsengang aus ihrer erfolgreichen Investition aussteigen. Eine Analyse der Exitstrategien von Private-Equity-Gesellschaften für Deutschland zeigt, dass der Börsengang oder der spätere Aktienverkauf eher seltener als Ausstieg gewählt wird. Viel häufiger sind im Vergleich dazu die Rückzahlung von Private Equity in Form von stillen Beteiligungen, der Verkauf an ein anderes Unternehmen oder an eine andere Private-Equity-Gesellschaft (Abbildung 4).

Die Datenanalyse zeigt aber auch, dass der Börsengang und der Verkauf von Aktien nach dem Börsengang eher für größere Transaktionen gewählt wird, während der Verkauf des Unternehmens an ein anderes Unternehmen eher bei deutlich kleineren Transaktionen stattfindet (Abbildung 4). Da Private-Equity-Gesellschaften in wenige größere und viele kleinere Unternehmen investiert haben, kommt der Verkauf an ein anderes Unternehmen häufiger vor als der Börsengang. Der Verkauf eines Unternehmens an eine andere Private-Equity-Gesellschaft wird eher bei größeren Transaktionen gewählt. Diese Transaktionen sind zumindest für Deutschland vergleichbar mit der Transaktionsgröße bei einem Börsengang. Dies würde

für Deutschland für die Hypothese sprechen, dass der Verkauf an eine Private-Equity-Gesellschaft eine Alternative zum Börsengang darstellt (de Fontenay, 2017).

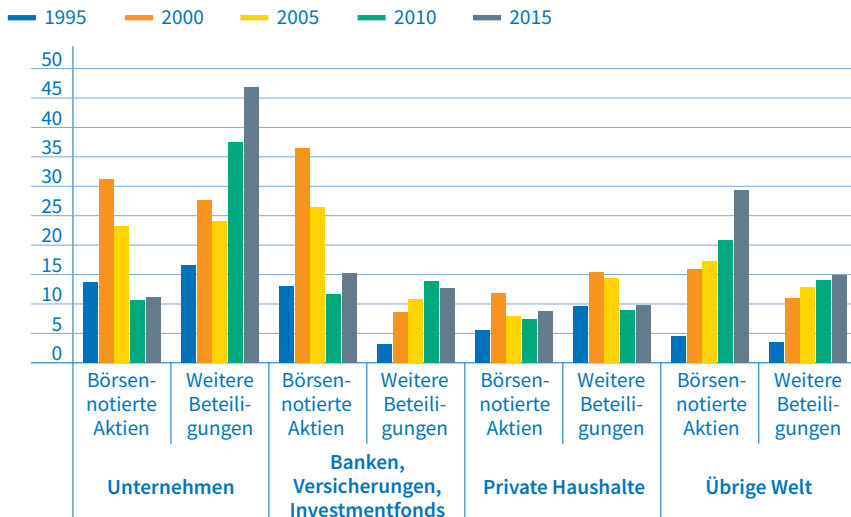
### Liegt eine Knappheit an Eigenkapitalinvestoren vor?

Dass die Unternehmen den Verkauf an eine andere Private-Equity-Gesellschaft dem Börsengang vorziehen, kann an einem Mangel entsprechender Investoren an der Börse liegen. Dieser Befund zeigt sich beispielsweise für Deutschland bei den privaten Haushalten, die im Jahr 2000 noch börsennotierte Aktien im Wert von 11,8 Prozent des BIP hielten und ihre Bestände auf zuletzt 8,7 Prozent des BIP reduziert haben (Abbildung 5). Der Rückzug der Haushalte ist vermutlich auf deren Erfahrungen mit dem Platzen der New-Economy-Blase zurückzuführen.

Banken, Versicherungen und Investmentfonds in Deutschland haben ihre Bestände an börsennotierten Aktien von 36,4 Prozent des BIP im Jahr 2000 auf aktuell 15,2 Prozent des BIP reduziert (Abbildung 5). Gleichzeitig haben sie sich stärker in anderen Eigenkapitalinvestitionen engagiert. Ihre Bestände an nicht börsennotier-

### Bedeutung der börsennotierten Aktien in Deutschland

Angaben in Prozent des BIP



Quellen: Eurostat; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Abbildung 5: [http://www.iwkoeln.de/\\_storage/asset/365120/storage/master/download/abb5.xlsx](http://www.iwkoeln.de/_storage/asset/365120/storage/master/download/abb5.xlsx)

ten Aktien und anderen Formen der Beteiligung sind im gleichen Zeitraum von 8,5 Prozent auf 12,6 Prozent des BIP gestiegen. Zudem geht der Rückzug aus den Aktienmärkten einher mit gestiegenen Investitionen in Anleihen und alternativen Anlageklassen. Das geänderte Anlageverhalten der Finanzinvestoren ist vermutlich eine Reaktion auf die letzten beiden Einbrüche der globalen Aktienmärkte (OECD, 2013). Zudem haben gestiegene Eigenkapitalanforderungen für Banken und Versicherer zum Rückgang der Aktienbeteiligungen beigetragen.

Ein ähnlicher Trend wie bei den Finanzinvestoren zeigt sich auch bei den nicht-finanziellen Unternehmen. Diese haben ihre Bestände an börsennotierten Aktien von 31,2 Prozent des BIP im Jahr 2000 auf aktuell 11,1 Prozent des BIP reduziert (Abbildung 5). Im gleichen Zeitraum haben sie ihre Bestände an nicht börsennotierten Aktien und anderen Formen der Beteiligung von 27,6 Prozent des BIP auf 46,8 Prozent des BIP erhöht. Ein verändertes Investitionsverhalten der Unternehmen könnte hier ursächlich sein. Höpner und Krempel (2003) zeigen einen Rückgang der Unternehmensverflechtungen zwischen den 100 größten deutschen Unternehmen seit der zweiten Hälfte der 1990er Jahre. Die Zunahme von anderen Formen der Unternehmensbeteiligung ist vermutlich auf eine strategische Neuausrichtung zurückzuführen. In Zeiten, in denen Wissen zunehmend an Bedeutung gewinnt, wollen die Unternehmen das Wissen anderer Unternehmen über den Kauf des ganzen Unternehmens gewinnen. Während sie bei einem Kauf an der Börse mit anderen Bietern um Teile des Unternehmens konkurrieren, können sie außerhalb der Börse leichter das gesamte Unternehmen kaufen.

Während sich Unternehmen, Finanzinvestoren und private Haushalte aus ihren Engagements an börsengehandelten Aktien zurückgezogen haben, sind ausländische Investoren an ihre Stelle gerückt (Abbildung 5). Deren Bestände an börsengehandelten Aktien sind von 15,9 Prozent des BIP im Jahr 2000 auf 29,3 Prozent des BIP im Jahr 2015 gestiegen. Eine Knappheit an Eigenkapitalinvestoren scheint es somit nicht zu geben. Vielmehr scheint die Eigenkapitalfinanzierung vom Bereich der Börse in den außerbörslichen Bereich oder von inländischen Investoren hin zu ausländischen Investoren zu wandern. Insgesamt fehlt den Unternehmen aber Anlagekapital für den Börsengang, da der Rückzug inländischer Investoren aus der Börse nicht vollständig durch ausländische Investoren kompensiert wurde.

## IPO Roundtable

Vor diesem Hintergrund wurde unter Federführung des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie (BMWi, 2015) in Deutschland im Jahr 2015 der sogenannte IPO Roundtable ins Leben gerufen. Dieser soll der Frage nachgehen, warum es auch nach Überwindung der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise von 2008 eine so geringe Anzahl an Börsengängen in Deutschland gegeben hat. Er soll zudem Vorschläge für eine Stärkung der Börsenkultur mit einer Erhöhung der IPO-Anzahl erarbeiten. Bis Herbst 2017 fanden drei Sitzungen des Roundtable statt. Die Anzahl der „wünschenswerten“ IPO an deutschen Börsen wurde von den teilnehmenden Experten auf 15 bis 20 pro Jahr geschätzt, wobei als Grundlage für diesen Zielwert IPO-Zahlen aus vergleichbar entwickelten Volkswirtschaften herangezogen wurden.

Empfehlungen des IPO Roundtable konzentrieren sich bislang auf die Bereiche Regulierung, Finanzierung und Unterstützung potenzieller Börsenkandidaten (BMWi, 2015). Eine Taskforce IPO soll zukünftig ausgewählte Wachstumsunternehmen identifizieren, die als reif für die Börse eingestuft werden. Diese sollen über die Chancen eines Börsengangs informiert und bei der Vorbereitung und Durchführung unterstützt werden. Im Rahmen einer Novellierung der Prospektrichtlinie sollen die Anforderungen für kleinere Unternehmen reduziert werden, um die mit einem Börsengang verbundenen Kosten zu senken. Dieser Punkt wird im Rahmen der Kapitalmarktunion auch von der EU-Kommission verfolgt (DAI, 2015). Um das Interesse von Anlegern an Aktieninvestments zu erhöhen, wird eine Stärkung der in Deutschland nur wenig entwickelten Börsenkultur über Reformen in der Anlageberatung und eine Förderung von Belegschaftsaktien angeregt.

## Schlussfolgerungen

Für den beobachteten Rückgang der Anzahl der Börsengänge und der börsennotierten Unternehmen wurden mehrere Erklärungsansätze diskutiert. So konnte ein globales Wachstum der Private-Equity-Branche beobachtet werden. Unternehmen, Banken, Versicherungen und Haushalte haben ihre Bestände an börsennotierten Aktien – möglicherweise auch aufgrund steigender Regulierungsanforderungen und Kosten – reduziert und Private-Equity-Gesellschaften haben diese Lücke gefüllt. Ausländische Investoren am Aktienmarkt konnten diesen Rückgang nicht kompensieren. Zusätzlich trägt eine geringe Gründungsaktivität wirtschaftlich bedeutsamer Unternehmen zu einer verringerten Anzahl an Börsengängen bei.



Eine Erleichterung der Börsengänge für Unternehmen, wie von den Experten des IPO Roundtable empfohlen, scheint geboten. Denn große Börsensegmente erzeugen wichtige öffentlich verfügbare Preissignale über die Unternehmenswerte. Eine sinkende Anzahl an börsennotierten Unternehmen erschwert den Investoren die Diversifikation der Risiken und erhöht so die Kosten der Risikosteuerung. Für wachsende Unternehmen ist die Börse potenziell eine wichtige Finanzierungsquelle, indem sie ihnen den Zugang zu einer breiten Basis an Investoren ermöglicht.

Dass sich Banken und Versicherungen aus Aktieninvestitionen zurückgezogen haben, scheint eine unerwünschte Nebenwirkung der Eigenkapitalregulierung zu sein. Diese behandelt Aktieninvestments vorwiegend als Handelstätigkeit und vernachlässigt den Charakter als langfristige Investition. Bei einer langfristigen Investition spielen aber Marktpreisschwankungen eine weniger große Rolle und verursachen keine größeren Risiken. Die Möglichkeit, Aktien langfristig zu halten, sollte deshalb in der Regulierung Beachtung finden.

Für die privaten Haushalte sollten Aktienanlagen ebenfalls wieder attraktiver werden. Gerade für die private Altersvorsorge bietet sich die langfristige Geldanlage am Aktienmarkt an. Eine Reform der Anlageberatung scheint deshalb geboten. Denn der dort vorgesehene Verbraucherschutz ist so streng gefasst, dass die Aktienberatung unattraktiv für Banken geworden ist und vielfach nicht mehr stattfindet. Dies entspricht nicht dem Regulierungsziel. Auch die Attraktivität der Mitarbeiteraktien kann über eine steuerliche Förderung erhöht werden.

Gründungen wirtschaftlich bedeutsamer und wachstumsstarker Unternehmen können gefördert werden, indem die Möglichkeit eines Börsengangs bei positiver Entwicklung des Unternehmens frühzeitig als eine Finanzierungsoption in späteren Finanzierungsrunden eingeplant werden kann. Diesen Ansatz verfolgen das neue Börsensegment Scale und die vorbörsliche Plattform Deutsche Börse Venture Network (DBVN), durch welche die Start-up-Szene stärker mit den Kapitalgebern vernetzt werden soll (BMW, 2017). Eine Vereinfachung der Prospektgestaltung würde gerade für kleinere Unternehmen die Kosten der Börsennotiz reduzieren. Dabei sollten die Auflagen maßvoll reduziert werden, denn ein weitgehender Verzicht auf Regulierung könnte das Vertrauen der Investoren untergraben und einer Stärkung der Börsenkultur entgegenstehen.

## Literatur

- Almus, Matthias, 2002, What characterizes a fast-growing firm?, in: Applied Economics, 34. Jg., Nr. 12, S. 1497–1508
- Bardt, Hubertus / Grömling, Michael / Hentze, Tobias / Puls, Thomas, 2017, Investieren Staat und Unternehmen in Deutschland zu wenig?, Bestandsaufnahme und Handlungsbedarf, IW-Analysen, Nr. 118, Köln
- Birch, David L., 1979, The job generation process, MIT program on neighborhood and regional change, Cambridge, MA
- BMWi – Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, 2015, Mehr Börsengänge von jungen Wachstumsunternehmen in Deutschland, Abschlussbericht der Arbeitsgruppen, September, Berlin
- BMWi, 2017, Mehr Börsengänge von jungen Wachstumsunternehmen in Deutschland, Fortschrittsbericht, Juli, Berlin
- DAI – Deutsches Aktieninstitut, 2015, Wachstumsfinanzierung über die Börse stärken – Empfehlungen des von Bundesminister Gabriel einberufenen Round Table IPO umsetzen, Berlin
- De Fontenay, Elisabeth, 2017, The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Public Company, in: Hastings Law Journal, 68. Jg., S. 445–502
- Deutsche Börse, 2017, Rundschreiben Open Market Nr. 006/16: Änderung der allgemeinen Geschäftsbedingungen der Deutschen Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse zum 1. März 2017, Frankfurt am Main
- DIHK – Deutscher Industrie- und Handelskammertag, 2017, Starke Konjunktur, Fachkräfte fehlen – Ergebnisse der DIHK-Konjunkturumfrage bei den Industrie- und Handelskammern Frühsommer 2017, <https://www.dihk.de/themenfelder/wirtschaftspolitik/konjunktur-und-wachstum/umfragen-und-prognosen/konjunkturumfrage-fruehsommer-2017> [5.9.2017]
- Doidge, Craig / Karolyi, Andrew G. / Stulz, René M., 2013, The U.S. left behind? Financial globalization and the rise of IPOs outside the U.S., in: Journal of Financial Economics, 110. Jg., Nr. 3, S. 546–573
- Doidge, Craig / Karolyi, Andrew G. / Stulz, René M., 2017, The U.S. Listing Gap, in: Journal of Financial Economics, 123. Jg., Nr. 3, S. 464–487
- Economides, Margarita / Lakoue-Derant, Yannick / Smirnova, Zhanna, 2016, Causes and Consequences of the Decline of the Public Corporation, London Business School, London
- Eurostat / OECD, 2008, Eurostat–OECD Manual on Business Demography Statistics, Luxemburg / Paris
- Gao, Xiaohui / Ritter, Jay R. / Zhu, Zhongyan, 2013, Where Have All the IPOs Gone?, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 48. Jg., Nr. 6, S. 1663–1692
- Henrekson, Magnus / Johansson, Dan, 2010, Gazelles as job creators: a survey and interpretation of the evidence, in: Small Business Economics, 35. Jg., Nr. 2, S. 227–244
- Hölzl, Werner, 2014, Persistence, survival, and growth: A closer look at 20 years of fast-growing firms in Austria, in: Industrial and Corporate Change, 23. Jg., Nr. 1, S. 199–231

Höpner, Martin / Krempel, Lothar, 2003, The Politics of the German Company Network, MPIFG Working Paper, Nr. 03/9, Köln

Jensen, Michael, 1989, Eclipse of the Public Corporation, in: Harvard Business Review, 67. Jg., S. 61–74

Kahle, Kathleen / Stulz, René M., 2017, Is the U.S. Public Corporation in Trouble?, in: Journal of Economic Perspectives, 31. Jg., Nr. 3, S. 67–88

Levine, Ross, 1991, Stock Markets, Growth, and Tax Policy, in: Journal of Finance, 46. Jg., Nr. 4, S. 1445–1465

London Stock Exchange, 2017, New Issues and IPO Summary, [www.londonstockexchange.com/statistics/new-issues-further-issues/new-issues.xls](http://www.londonstockexchange.com/statistics/new-issues-further-issues/new-issues.xls) [11.9.2017]

OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development, 2013, The role of Banks, Equity Markets and Institutional Investors in Long-Term Financing for Growth and Development, Report for G20 Leaders, Paris

Preqin, 2017, 2017 Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report, London

Ripsas, Sven / Tröger, Steffen, 2015, 3. DSM – Deutscher Startup Monitor, Bundesverband Deutsche Startups e.V. (BVDS), KPMG (Hrsg.), <https://home.kpmg.com/de/de/home/insights/2015/09/deutscher-start-up-monitor-2015.html?gclid=CI-ovcrDiskCFda4GwodoZs MTA> [7.9.2017]

Ritter, Jay, 2017, Initial Public Offerings: Updated Statistics, <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2017/08/IPOs2016Statistics.pdf> [14.9.2017]

Ritter, Jay / Signori, Andrea / Vismara, Silvio, 2013, Economies of Scope and IPO Activity in Europe, in: Levis, Mario / Vismara, Silvio (Hrsg.), Handbook of Research on IPOs, Cheltenham, S. 11–34

Röhl, Klaus-Heiner, 2014, Ein neuer Anlauf zur Erleichterung von Wagniskapitalfinanzierungen, IW policy paper, Nr. 6, Köln

Röhl, Klaus-Heiner, 2016, Unternehmensgründungen – Mehr innovative Startups durch einen Kulturwandel für Entrepreneurship?, IW policy paper, Nr. 2, Köln

Schefczyk, Michael, 2015, Wagniskapital für innovative Unternehmen – Bestandsaufnahme und Handlungsoptionen, in: WISO Direkt, Nr. 33, S. 1–4

Statistisches Bundesamt, 2016a, Gewerbeanmeldungen seit 1996, Betriebsgründung insgesamt [bereitgestellt durch Statistisches Bundesamt; Fachserie 2 Unternehmen und Arbeitsstätten Reihe 5 Gewerbeanzeigen]

Statistisches Bundesamt, 2016b, Erläuterungen zur Gewerbeanzeigenstatistik [bereitgestellt durch Statistisches Bundesamt; Fachserie 2 Unternehmen und Arbeitsstätten Reihe 5 Gewerbeanzeigen]

## Corporate Finance – What Lies Behind the Declining Number of New Stock Exchange Listings?

For several years now the number of listed companies in Germany and other industrialised countries such as the United Kingdom and the USA has been declining, with de-listings significantly outnumbering flotations. Various factors have contributed to this trend. The wide availability of other sources of finance – such as private equity companies –, which are less strictly regulated and not as costly as a stock exchange listing offer firms attractive alternatives. Despite the currently generally favourable situation for companies seeking additional capital, adjusting the regulatory framework to facilitate initial public offerings (IPOs) is still to be recommended. To name but one good reason, typical investors in equity, such as banks and insurance companies, have withdrawn from the stock exchanges in recent years, depriving young dynamic companies wanting to go public of their investment capital. Encouraging IPOs, and thus reversing the downward trend in company listings, would not only benefit financing of enterprises but also widen the options for private investors seeking to provide for their retirement.