

afme/
Finance for Europe

zeb

Die Rolle der Kapitalmärkte in Deutschland

Fünf Fragen zum Status quo, aktuellen Chancen
und Themen für die Zukunft

partners for change

Diese Studie wurde von **zeb** im Auftrag und in Zusammenarbeit mit der **Association for Financial Markets in Europe (AFME)** erstellt.

Die hier zusammengefassten Texte und Grafiken wurden im Rahmen einer Präsentation eingesetzt; sie stellen keine vollständige Dokumentation dar. Weitere Informationen und Analysen können auf Anfrage bereitgestellt werden. Kontaktangaben finden Sie am Ende der Präsentation.

Zum Zweck der besseren Lesbarkeit wird in dieser Unterlage das generische Maskulinum verwendet. Gemeint sind jedoch immer alle Geschlechter.

Alle Analysen und Bewertungen beruhen ausschließlich auf öffentlich zugänglichen Daten und Quellen. Einen detaillierten Überblick über die verwendete Literatur sowie die Quellen finden Sie in den entsprechenden Verzeichnissen am Ende dieses Dokuments. Die Studie dient nur der allgemeinen Information und ist nicht als vollumfänglicher Ratgeber zu Rechts-, Finanz-, Investitions-, Steuer-, Regulatorik- oder sonstigen Fragen gedacht oder als solcher zu verwenden. Weder **AFME** noch **zeb** garantieren die vollkommene Neutralität oder die Vollständigkeit der Studie, und weder **AFME** oder **zeb** noch ihre jeweiligen Mitarbeitenden übernehmen Haftung im Zusammenhang mit der Verwendung dieser Studie oder ihres Inhalts.

Aktuell stellen sich fünf zentrale Fragen zur Rolle und Bedeutung der Kapitalmärkte in Deutschland – die vorliegende Studie gibt einen umfassenden, datenbasierten Überblick

Fünf Fragen zu Kapitalmärkten in Deutschland

A	Bedeutung der Kapitalmärkte¹⁾	Trotz einiger Verbesserungen hat die EU die große Lücke bei der Kapitalmarktfinanzierung noch nicht geschlossen und bleibt eine überwiegend kreditbasierte Wirtschaft . Welche deutschen Besonderheiten gibt es, und wie wichtig sind Kapitalmärkte in einer solchen Wirtschaft?	S. 13–24
B	Vorteile von Risikokapital	Dt. Unternehmen in Privatbesitz können zwar zusätzliches Eigenkapital über die Kapitalmärkte beschaffen, entscheiden sich aber oft für andere Finanzierungsquellen. Was motiviert die Wahl dieser Finanzierungsquellen , und was sind die Folgen für Unternehmen und das Finanzsystem?	S. 25–31
C	Gründe für eine Börsennotierung im Ausland	Bei einem Börsengang entscheiden sich einige Unternehmen für ihre nationale Börse , andere für ausländische. Eine Sorge dabei ist, dass die Geschäftsaktivitäten der Finanzierung folgen könnten. Worauf basiert die Wahl der Börse , und was sind die Zweitrundeneffekte?	S. 32–35
D	Entstehung einer Aktienkultur	Die Beteiligung von Kleinanlegern an Kapitalmarktinstrumenten ist gering. Oft hört man, in Europa fehle eine Aktienkultur. Was kann zur Schaffung einer Aktienkultur unternommen werden, welche Rolle spielt das Rentensystem, und wie lange dauert es, eine solche Kultur zu etablieren?	S. 36–42
E	Wege für Anleger zu deutschen KMU	Die Möglichkeiten für Kapitalmarktanleger, in KMU zu investieren , sind begrenzt. Welchen Beitrag könnten, neben anderen Finanzierungsformen, Verbriefungen leisten?	S. 43–47

1) Diese Studie befasst sich primär mit Eigenkapitalmärkten; Quelle: AFME, zeb.research

Management Summary

Überblick

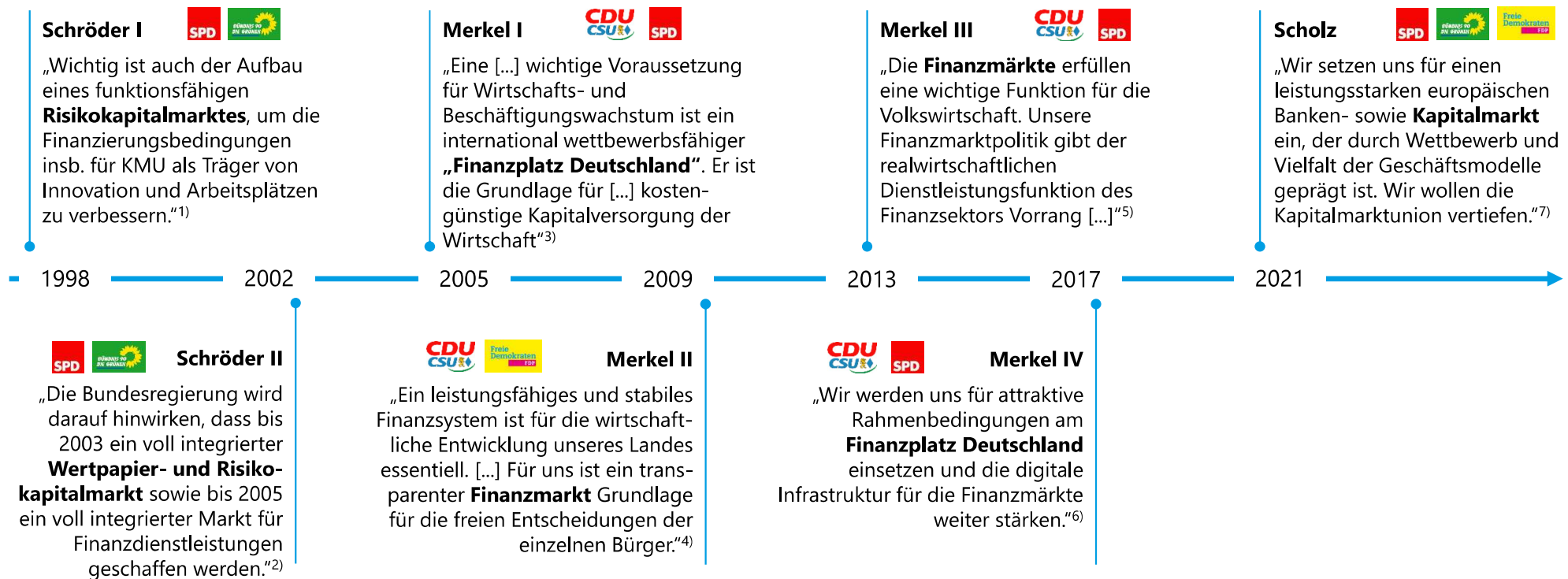
1	Status quo der Kapitalmärkte in Deutschland und Europa	Obwohl seit langem auf der politischen Agenda, liegt die Bedeutung des dt. Kapitalmarktes immer noch weit zurück im Vergleich zu anderen Ländern.	S. 5–10
2	A Bedeutung der Kapitalmärkte	Deutschland als bankbasiertes System mit festen 3-Säulen – es gibt aber Anzeichen, dass neue Herausforderungen andere Finanzierungsquellen erfordern	S. 13–24
	B Vorteile von Risikokapital	Deutschland mangelt es an Risikokapital (privat und öffentlich) zur Förderung von Wachstum und Innovation	S. 25–31
	C Gründe für eine Börsennotierung im Ausland	V. a. wachstumsorientierte Unternehmen mit Börsennotierung im Ausland – zentral sind strategische, anlegerbezogene und regulatorische Gründe	S. 32–35
	D Entstehung einer Aktienkultur	Aktienkultur in Deutschland hinkt deutlich hinterher, aber Hinweise auf Verbesserung sichtbar – Änderungen im Rentensystem ein wichtiger Hebel	S. 36–42
	E Wege für Anleger zu deutschen KMU	Derzeit nur begrenzte Möglichkeiten für Anleger, deutschen Mittelstand zu finanzieren – Potenzial von Verbriefungen für den deutschen Markt	S. 43–47
3	Zusammenfassung der Kernergebnisse	Der deutsche Kapitalmarkt kann einen Beitrag zur Bewältigung künftiger Herausforderungen leisten.	S. 48–49

1

Ein steiniger Weg – Entwicklung und Status quo
der Kapitalmärkte in Deutschland und Europa

Historische Aufgabe: Die Förderung der Rolle und Bedeutung der Kapitalmärkte in Deutschland steht partei- und regierungsübergreifend seit langem auf der politischen Agenda

Auszüge aus Koalitionsverträgen in Deutschland, 1998–2021

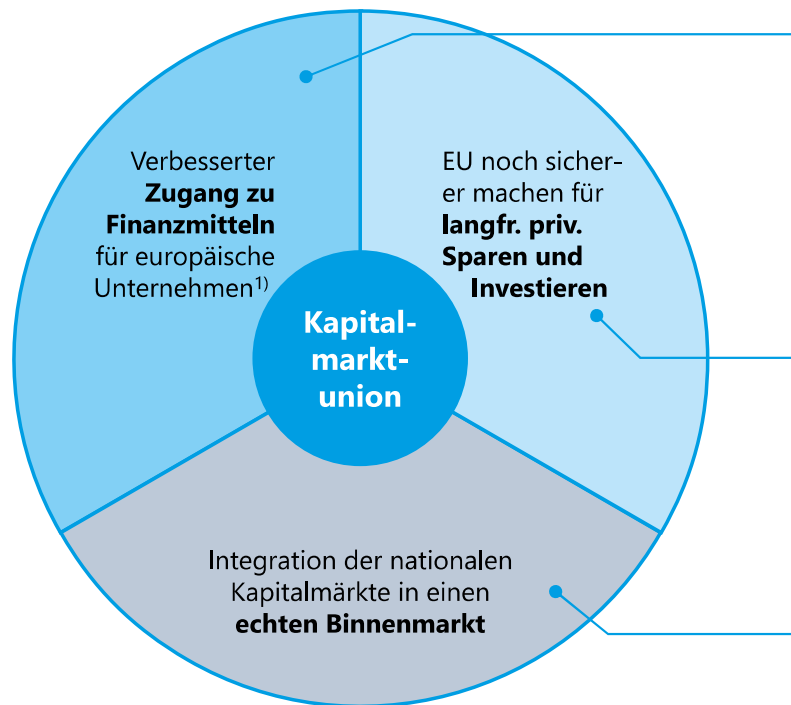


1) SPD, Bündnis 90/Die Grünen (1998), S. 11; 2) SPD, Bündnis 90/Die Grünen (2002), S. 80; 3) CDU/CSU, SPD (2005), S. 73; 4) CDU/CSU, FDP (2009), S. 52; 5) CDU/CSU, SPD (2013), S. 62; 6) CDU/CSU, SPD (2017), S. 70; 7) SPD, Bündnis 90/Die Grünen, FDP (2021), S. 134; Quelle: Koalitionsverträge, zeb.research

Ein Marathon, kein Sprint: Mit der Kapitalmarktunion hat Europa einen großen politischen Schritt gemacht, aber bis zur erfolgreichen Umsetzung ist es noch ein weiter Weg

Überblick: Aktionsplan Kapitalmarktunion 2020

Ziele



Ausgewählte Maßnahmen²⁾

- Einfachere Börsenzulassung
- Orientierungshilfe für KMU zu alternativer Finanzierung
- Mobilisierung des Verbriefungsmarktes

- Verbesserung der Finanzkompetenz der Bürger
- Stärkung des Vertrauens von Kleinanlegern
- Verbesserung Rentensysteme

- Einheitliches Regelwerk und aufsichtliche Konvergenz
- Stärkung Investitionsschutz und Erleichterung grenzüberschr. Investitionen

Anmerkungen

- Nach **erstem Aktionsplan von 2015**, zweiter Aktionsplan der EU-Kommission in 2020, um verbleibende Hindernisse zu beseitigen
- Der weitreichende Anpassungsbedarf hat zu Initiativen in viele EU-Rechtsnormen geführt – trotz aller Maßnahmen **erfolgreiche Umsetzung noch nicht abgeschlossen** (siehe AFMEs regelmäßige Veröffentlichung „Capital Markets Union: Key Performance Indicators“)
- Pläne mit positiver Resonanz in Deutschland³⁾:
 - Gemeinsamer Kapitalmarkt fördert Wettbewerbsfähigkeit (**BdB**)
 - Vorschläge enth. viele gute Ansätze (**DSGV**)
 - Ausdrückliche Unterstützung echten „Binnenkapitalmarktes“, der Fragmentierung der europ. Finanzmärkte verringert (**BDI & DIHK**)
 - Vertiefung des Kapitalmarktes würde die Möglichkeiten für Versicherer deutlich erweitern (**GDV**)

1) Zur Unterstützung eines grünen, digitalen, integrativen und widerstandsfähigen Wirtschaftsaufschwungs; 2) Der Aktionsplan Kapitalmarktunion 2020 umfasst 16 einzelne Maßnahmen; weitere Einzelheiten siehe Anhang; 3) BdB: Bundesverband deutscher Banken, DSGV: Deutscher Sparkassen- und Giroverband, BDI: Bundesverband der Deutschen Industrie, DIHK: Deutsche Industrie- und Handelskammer, GDV: Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft; Quelle: AFME (2022), BdB (2020), BDI & DIHK (2017), DSGV (2020), GDV (2020), EU-Komm. (2023), zeb.research

Ausblick: Die deutsche Regierung arbeitet derzeit an zwei Gesetzesinitiativen, die die Rolle der Kapitalmärkte in den kommenden Jahren erheblich erweitern könnten

Derzeit geplante wesentliche Gesetzesinitiativen

Zukunftsfinanzierungsgesetz

Hauptziel

- **Mobilisierung von priv. Kapital** zur Finanzierung einer nachhaltigen und digitalen Wirtschaftswende und **Unterstützung privater Vermögensbildung**

Eckpfeiler und Maßnahmen

- **Senkung der Mindestkapitalanforderungen** und Vereinfachung der regulatorischen Vorschriften für Unternehmensnotierungen an den Kapitalmärkten
- **Erleichterung Investitionen** durch instit. Anleger **in Start-ups, Wachstumsunternehmen und KMU**
- Einführung von **Mehrstimmrechtsaktien**
- Schaffung von **Anreizen zum Aufbau von Privatvermögen**, insb. durch Investitionen in Aktien

Aktueller Stand

- **Regierungsentwurf** veröffentlicht im August 2023
- **Inkrafttreten:** Dezember 2023

Generationenkapital

- **Modernisierung des Rentensystems** durch Aufbau eines Kapitalstocks aus öffentl. Mitteln, um Erträge zur Stabilisierung der Rentenbeiträge zu nutzen

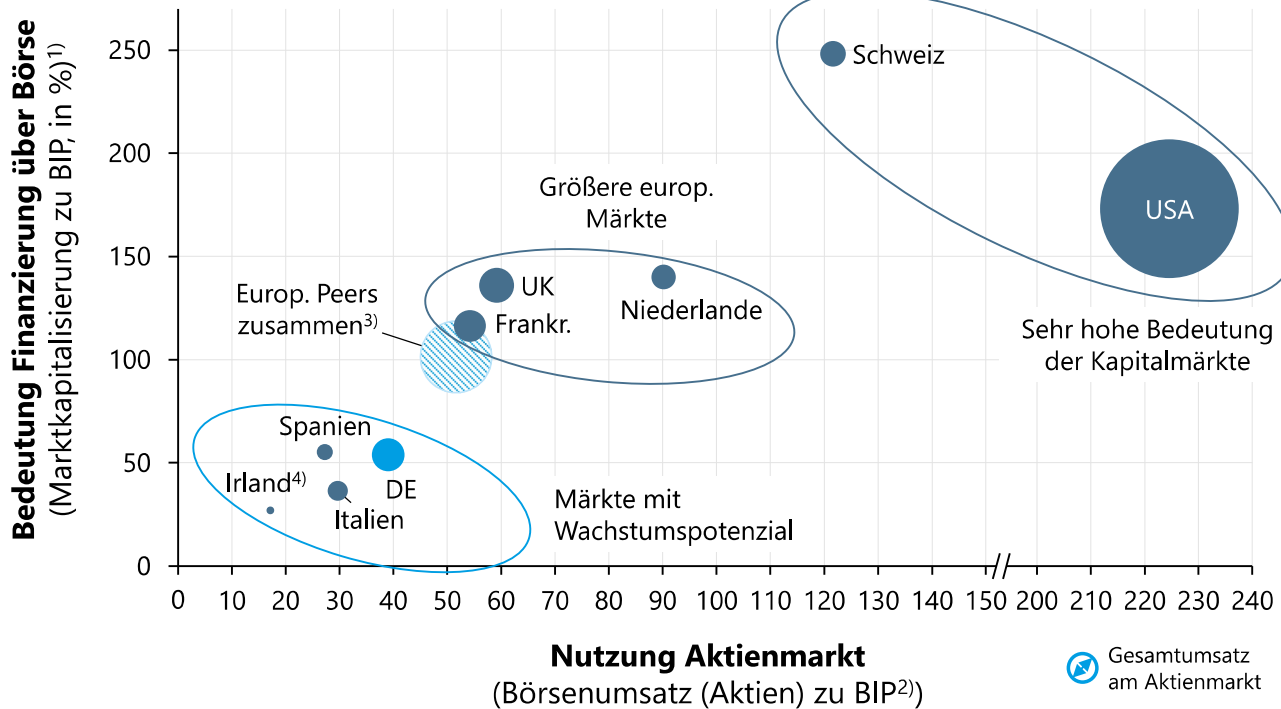
- **Schaffung des Kapitalstocks** durch Investition von 12 Mrd. EUR,¹⁾ finanziert durch Bundeskredite in 2024 und Festlegung späterer Investitionsmuster
- **Gründung einer unabhängigen Stiftung** zur Investition des Kapitals
- Festlegung von Regeln für die **Verwendung der Erträge ab Mitte der 2030er Jahre**
- Konkrete Maßnahmen sind noch zu klären

- **Konzeptpapier** in 2023 vorgestellt; **Referentenentwurf** im März 2024 veröffentlicht
- **Geplantes Inkrafttreten:** 2024

1) Ursprünglich war ein Betrag von 10 Mrd. EUR vorgesehen; Medienberichten zufolge soll dieser nun auf zunächst 12 Mrd. EUR pro Jahr und auf einen Gesamtbetrag von 200 Mrd. EUR bis 2035 erhöht werden; Quelle: Bundesministerium der Finanzen, BMF (2023a, 2023b, 2023c), Handelsblatt (2023), zeb.research

Raum für Wachstum: Relevanz und Nutzung der deutschen Kapitalmärkte hinken im Vergleich deutlich hinterher

Aktienmärkte 2022 im Vergleich



Anmerkungen

- **Aktienmärkte in USA haben hohe Bedeutung** für Unternehmensfinanzierung und sind sehr liquide (hoher Börsenumsatz)
- Die im Vgl. zur dt. Wirtschaftsleistung relativ geringe Marktkapitalisierung dt. Unternehmen spiegelt die nach wie vor **geringe Nutzung des Kapitalmarktes als Finanzierungsquelle** für deutsche Unternehmen wider (hoher Anteil von Familienunternehmen und Kreditfinanzierung)
- **UK, Frankreich und Niederlande** – hohe Bedeutung des Kapitalmarktes
- **Irland, Italien und Spanien** – eher geringe Kapitalmarktbedeutung und relativ geringe Börsenaktivität

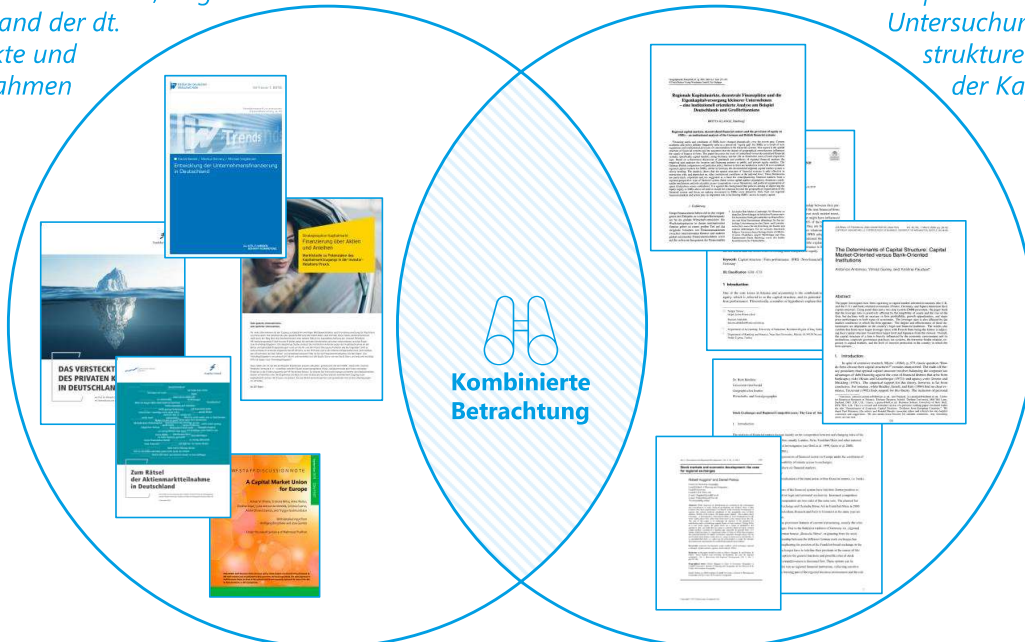
1) Marktkap. aller börsennotierten inländischen Unternehmen eines Landes als Anteil am BIP dieses Landes zu aktuellen Preisen; 2) Börsenumsatz incl. und ausl. Aktien im Verhältnis zum BIP, inländisch: Unternehmen, das in dem Land ansässig ist, in dem sich die Börse befindet, DE: Dt. Börse, Börse Stuttgart, CH: SIX, UK: LSE, FR: Euronext Paris, NL: Euronext Amsterdam, ES: BME, IT: Borsa Italiana, IE: Euronext Dublin, US: Nasdaq U.S., NYSE; 3) Aggregierte Werte für alle dargestellten europ. Börsen (inkl. UK/CH); 4) Relativ niedrige Werte, da Analyse sich nur auf Aktien konzentriert und großen Investmentfondsmarkt ausschließt; Quelle: Euronext (2023b), FESE (2023a), IWF (2023), LSE (2023a, 2023b, 2023c), Borsa Italiana (2023), WFE (2023), zeb.research

Bisherige Analysen beleuchten Teilaspekte der Kapitalmärkte – die aktuelle Zeitenwende und die großen Zukunftsherausforderungen erfordern eine neue, aktuelle Betrachtung

Literaturauswahl zu Kapitalmärkten¹⁾

Marktstudien

Beschreibender Charakter, zeigen aktuellen Stand der dt. Kapitalmärkte und polit. Maßnahmen



Akademische Forschung

Explorativer Charakter, Untersuchung einzelner struktureller Aspekte der Kapitalmärkte

Anmerkungen

- Neuere Studien, die strukturelle Marktdaten analysieren, finden Hinweise auf einen **unterentwickelten deutschen Kapitalmarkt²⁾** mit geringer Bedeutung als Finanzierungsquelle **im Vergleich mit Banken**
- **Sweet Spot:** Eine kombinierte Betrachtung der explorativen Forschung, eingebettet in das Gesamtbild des dt. Finanzsystems, ist aufgrund der aktuellen (wirtschafts-)politischen Diskussionen und Entwicklungen notwendig

1) Die hier aufgeführten Studien und Analysen stellen einen Auszug aus der akademischen Literatur und keinen vollständigen Überblick dar; 2) Einen zusätzlichen Überblick, der viele der in Kapitel 2 aufgeworfenen Fragen aufgreift, bietet auch ein Interview mit Sabine Mauderer, Vorstandsmitglied der Deutschen Bundesbank, in der Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung, FAS (2023); Quelle: EY (2023); FAS (2023), Grote & Fitza (2022); Ebert et al. (2019); Bhatia et al. (2019); Bendel et al. (2016); Klagge (2003); Bördlein (2002); Huggins & Prokop (2013); Antoniou et al. (2008); Abdullah & Tursoy (2019); zeb.research

2

Erklärungsansätze – Eine genauere Betrachtung
von fünf entscheidenden Fragen

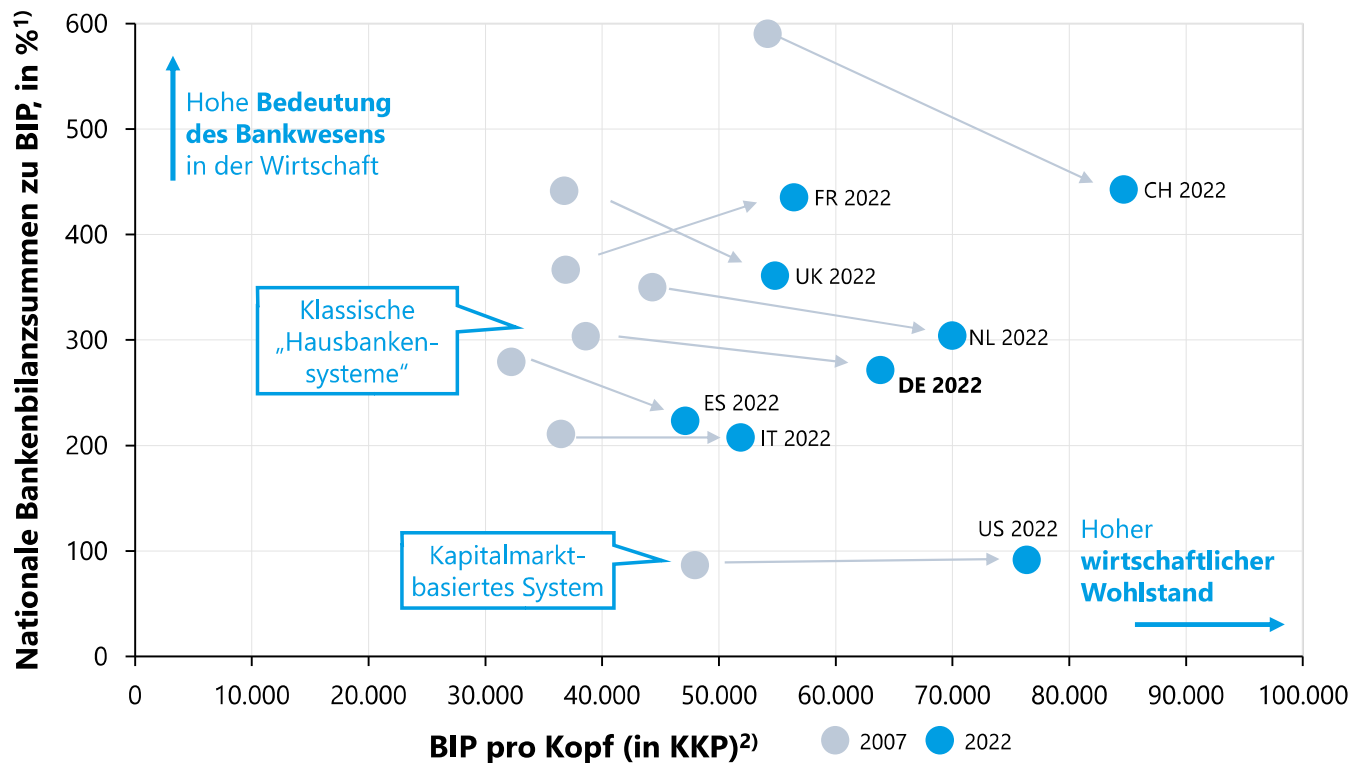
Aktuell stellen sich fünf zentrale Fragen zur Rolle und Bedeutung der Kapitalmärkte in Deutschland – die vorliegende Studie gibt einen umfassenden, datenbasierten Überblick

Fünf Fragen zu Kapitalmärkten in Deutschland

A	Bedeutung der Kapitalmärkte	Trotz einiger Verbesserungen hat die EU die große Lücke bei der Kapitalmarktfinanzierung noch nicht geschlossen und bleibt eine überwiegend kreditbasierte Wirtschaft . Welche deutschen Besonderheiten gibt es, und wie wichtig sind Kapitalmärkte in einer solchen Wirtschaft?	S. 13–24
B	Vorteile von Risikokapital	Dt. Unternehmen in Privatbesitz können zwar zusätzliches Eigenkapital über die Kapitalmärkte beschaffen, entscheiden sich aber oft für andere Finanzierungsquellen. Was motiviert die Wahl dieser Finanzierungsquellen , und was sind die Folgen für Unternehmen und das Finanzsystem?	S. 25–31
C	Gründe für eine Börsennotierung im Ausland	Bei einem Börsengang entscheiden sich einige Unternehmen für ihre nationale Börse , andere für ausländische. Eine Sorge dabei ist, dass die Geschäftsaktivitäten der Finanzierung folgen könnten. Worauf basiert die Wahl der Börse , und was sind die Zweitrundeneffekte?	S. 32–35
D	Entstehung einer Aktienkultur	Die Beteiligung von Kleinanlegern an Kapitalmarktinstrumenten ist gering. Oft hört man, in Europa fehle eine Aktienkultur. Was kann zur Schaffung einer Aktienkultur unternommen werden, welche Rolle spielt das Rentensystem, und wie lange dauert es, eine solche Kultur zu etablieren?	S. 36–42
E	Wege für Anleger zu deutschen KMU	Die Möglichkeiten für Kapitalmarktanleger, in KMU zu investieren , sind begrenzt. Welchen Beitrag könnten, neben anderen Finanzierungsformen, Verbriefungen leisten?	S. 43–47

A Veränderte Bedeutung: Seit der Finanzkrise hat sich die Bedeutung der Bankensektoren auf Basis der nationalen Bilanzsummen der Bank verändert

Relevanz nationaler Bankensektoren 2007–2022



Einordnung

- Die Zahlen decken sich mit der wirtschaftlichen Entwicklung seit 2007 und unterstreichen die typisch **hohe Bedeutung** des Bankensektors in Europa
- Ein Blick auf die **USA unterstreicht die systemischen Unterschiede**: Der geringe Intermediationsgrad deutet auf die geringere Bedeutung der Banken aufgrund starker Kapitalmärkte hin

1) Der Intermediationsgrad (definiert als Bilanzsumme des Bankensektors eines Landes (auf nationaler Basis, d. h. ohne Auslandsaktiva inländischer Banken) im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) zu aktuellen Preisen) ist ein Indikator für die Bedeutung des Bankensektors innerhalb einer Volkswirtschaft; 2) BIP pro Kopf in Kaufkraftparitäten (KKP); Kaufkraftbereinigung gewährleistet internationale Vergleichbarkeit; Quelle: EZB (2023a), SNB (2023), FRED (2023), IWF (2023), zeb.research

A Das deutsche Bankensystem besteht seit jeher aus drei Hauptsäulen

3-Säulen-Bankensystem in Deutschland

Deutscher Bankensektor

Sparkassen

- Deutscher Sparkassen- und Giroverband (DSGV) als Dachverband von 12 Regionalverbänden
- 6 Landesbanken
- **362 Sparkassen** (im Besitz von Kommunen)
- 142 weitere Partner²⁾
- 1 Rechenzentrum

Genossenschaftsbanken

- BVR als Bundesverband von 4 Landes- und 2 Gruppenverbänden
- DZ als „Zentralbank“ (im Besitz der Genossenschaftsbanken)
- **733 Genossenschaftsbanken**
- 27 weitere Partner¹⁾
- 1 Rechenzentrum

Geschäftsbanken

- Deutsche und ausländische große Universal- und Privatbanken, usw.
- Bundesverband deutscher Banken (BdB) als Dachverband von 155 Banken (Geschäftsbanken sowie andere Banken, z. B. private Hypotheken- oder Investmentbanken) und 21 FinTechs mit unterschiedlichen Geschäftsmodellen

Sonstige Banken

Hypothekenbanken²⁾

Bausparkassen

Andere Spezialinstitute³⁾

Einordnung

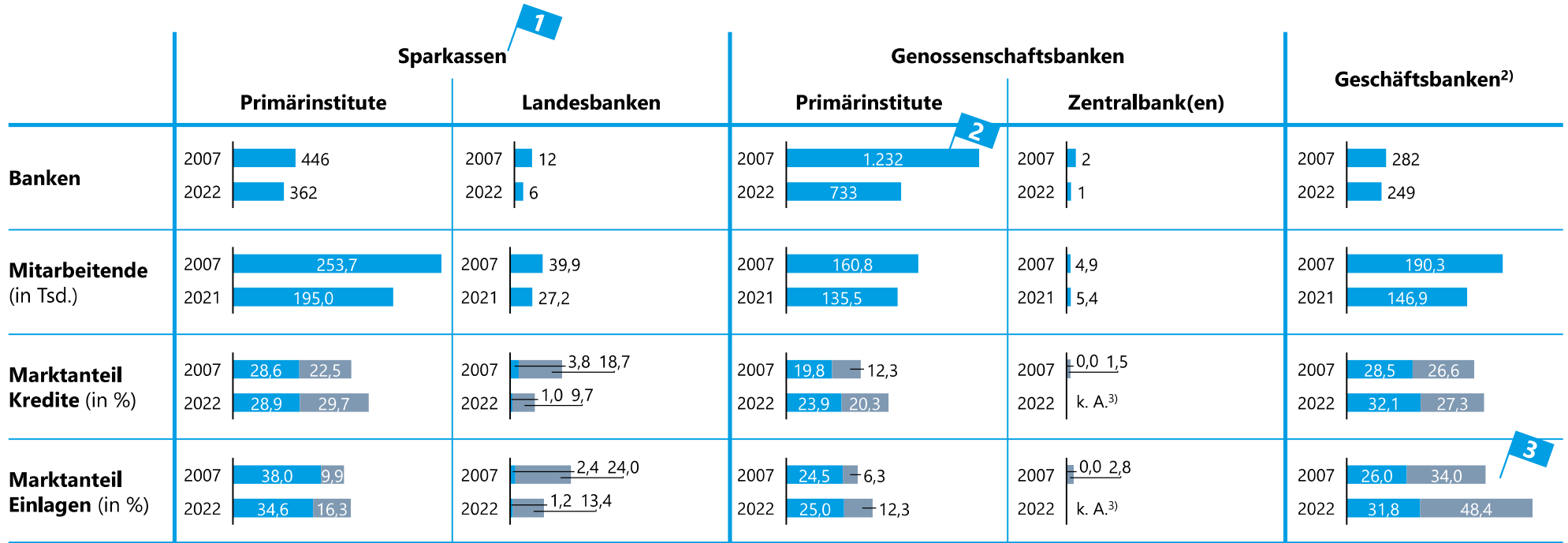
- Dt. Bankensystem fragmentiert und auf drei Säulen gestützt
- **Ausbleiben großer Bankenkrisen** in jüngerer dt. Geschichte verfestigte Sektorenaufteilung
- Im Gegensatz zu Bankensektoren anderer europ. Länder sind die **Grenzen zw. den Säulen des dt. Bankwesens noch relativ starr** (z. B. bzgl. Zusammenarbeit, sektorübergreifende Fusionen, ...)
- **Aufweichung der Grenzen** (z. B. im Hinblick auf mögl. Fusionen) kurzfristig nicht in Sicht
- Bankensystem spiegelt **Spezifika der dt. Wirtschaft** mit ausgeprägtem Mittelstand wider

1) Z. B. Bausparkassen, öffentlich-rechtliche Landesversicherungsanstalten, Leasing- und Factoringgesellschaften, sonstige Dienstleister usw.; 2) Teilweise auch über den BdB organisiert; 3) Z. B. Förderbanken; Quelle: DSGV (2023), BVR (2023), BdB (2023), zeb.research

A

Historischer Vergleich der drei Säulen

Größenvergleich der deutschen Bankensektoren¹⁾



■ Privatkunden
■ Firmenkunden

1 Der kombinierte Sparkassensektor hat den höchsten Marktanteil bei Firmenkundenkrediten

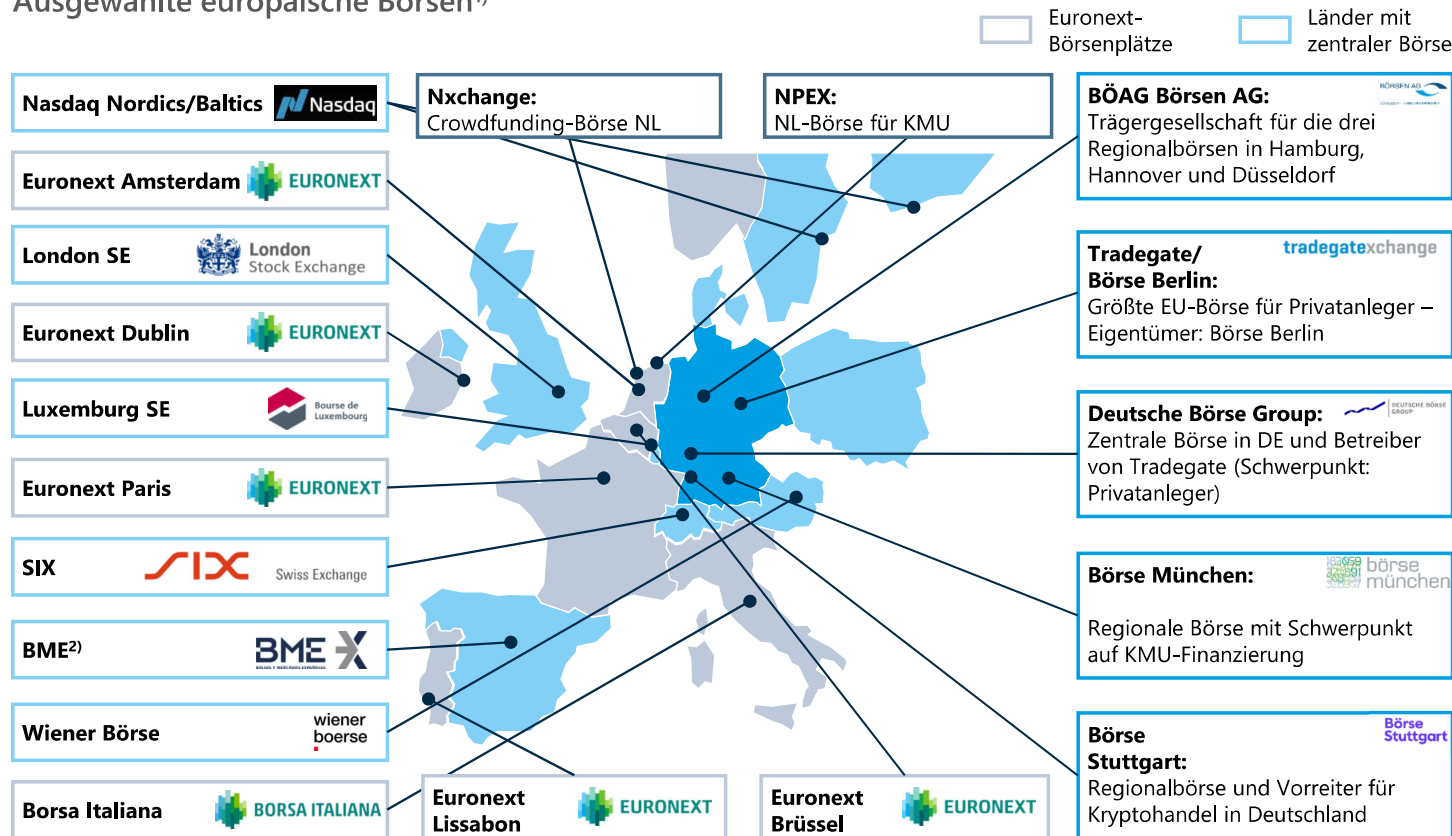
2 Gesamtzahl Banken massiv gesunken, aber Fusionen nach wie vor nur innerhalb der Sektoren, nicht übergreifend

3 In letzten Jahren haben Geschäfts- und Auslandsbanken z. T. durch spezialisierte Geschäftsmodelle Marktanteile gewonnen

1) Alle Werte zum Jahresende; die ausgewiesenen Anteile ergeben zusammen nicht 100% bzw. decken nicht den gesamten Bankenmarkt ab, da andere Banken (z. B. Förderbanken, ...) hier nicht berücksichtigt sind; 2) Sektor „Kreditbanken“ gemäß Statistik der Deutschen Bundesbank; umfasst Großbanken, private Regionalbanken und Filialen ausländischer Institute; 3) Seit der Fusion der ehemaligen DG Bank und der ehemaligen WGZ Bank zur DZ Bank sind detaillierte Sektorwerte nicht mehr verfügbar; Quelle: Deutsche Bundesbank (2023), AGV Banken (2023), zeb.research

A Überblick über die Börsenlandschaft – deutsche Regionalbörsen mit sehr unterschiedlichen Alleinstellungsmerkmalen

Ausgewählte europäische Börsen¹⁾



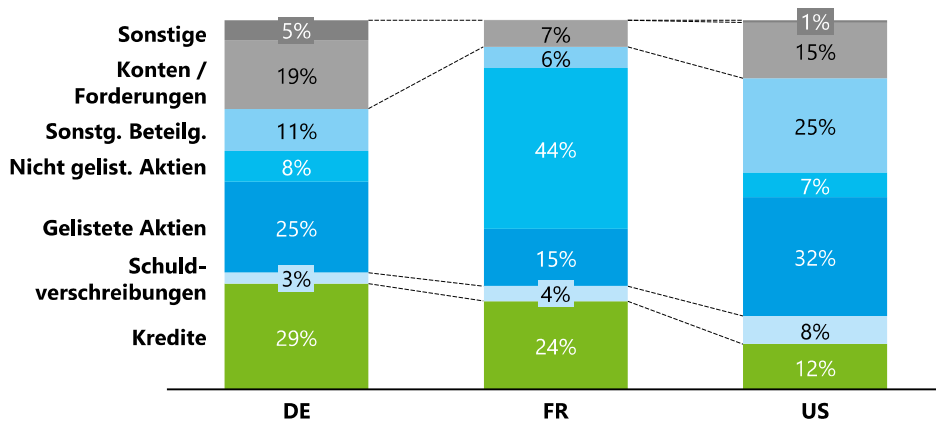
- **Regionale Börsen sind eine deutsche Besonderheit** – viele europäische Länder haben eine zentrale Börse
- Deutsche Landschaft von der **Deutschen Börse** dominiert – regionale Börsen mit sehr unterschiedlichen Alleinstellungsmerkmalen
- **Euronext** baut seine starke Präsenz weiter aus und ist der größte Konkurrent der Deutschen Börse
- Die **5 größten kontinental-europäischen Börsen 2022:** Euronext (Marktanteil: 38,4%), Deutsche Börse (20,3%), Nasdaq Nordics/Baltics (19,3%), SIX (14,1%), BME (5,5%)³⁾

¹⁾ Karte zeigt die ursprünglichen Hauptsitze der Börsen in Europa; die jeweiligen Börsen sind auch im Ausland tätig, z. B. hat die Deutsche Börse mit Hauptsitz in Frankfurt am Main auch Büros in London oder Luxemburg, die z. B. Eurex-, Clearstream- und Kassamarkt-Kunden betreuen; ²⁾ BME: Bolsas y Mercados Españoles; ³⁾ Marktanteil nach Umsatz über alle Börsensegmente; Daten gemäß Zahlen der Federation of European Securities Exchanges (FESE) für 17 kontinentaleuropäische Börsen; exkl. LSE aufgrund nichtvergleichbarer Daten; Quelle: Homepages, FESE (2023b), zeb.research

A Aufschlüsselung der Finanzierungsquellen von Unternehmen unterstreicht hohe Nutzung von Bankkrediten, aber auch geringen Anteil von Kapitalmarktinstrumenten in DE

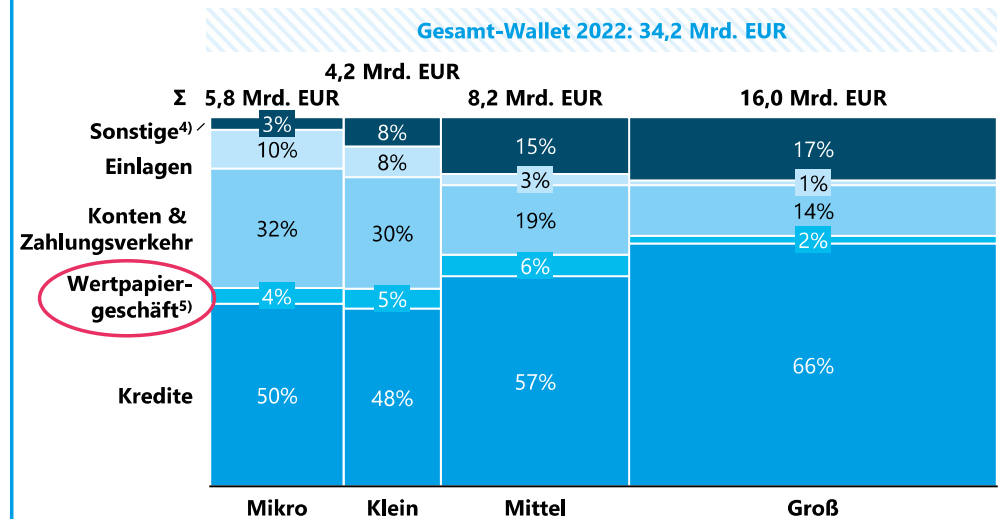
Unternehmensverbindlichkeiten und ihre Bedeutung für das Bankgeschäft

Finanzierungsstruktur der Unternehmen 2022 (in % der Bilanzsumme)¹⁾



- Kredite mit größtem Anteil an Finanzierung im bankenlastigen Deutschland (29%) – mehr als doppelt so hoch wie in den USA
- Kapitalmarktbezogene Finanzierung in USA am verbreitetsten²⁾

Dt. Banken: Firmenkunden-Wallet pro Segment/Service 2022³⁾



- Gesamt-Wallet im Firmenkundengeschäft der Banken in Deutschland in allen Kundensegmenten von Krediten dominiert
- Wertpapiergeschäft weniger relevant als andere Bankleistungen

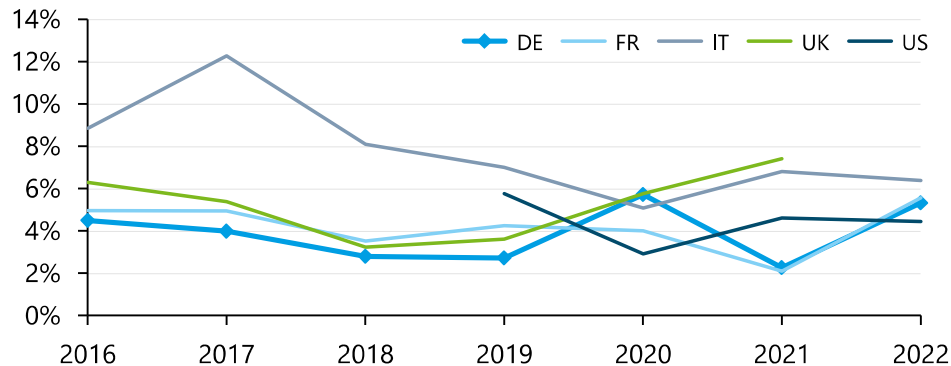
1) Gewichteter Durchschnitt aller Unternehmen eines Landes; 2) Schuldverschreibungen und börsennotierte Aktien; 3) Zahlen zeigen Gesamt-Wallet des Firmenkundengeschäfts der Banken in DE auf Basis des zeb.Wallet-Modells; zeb kann mit regionalen, bank-individuellen Analysen unterstützen; Mikro: Umsatz < 0,5 Mio. EUR, klein: 0,5-5 Mio. EUR, mittel: 5-50 Mio. EUR, groß > 50 Mio. EUR; 4) Inkl. Versicherungen, Garantien, Leasing, Außenhandelsfinanzierung, Derivate; 5) Inkl. Gebühren, Provisionen, z. B. Aktienkauf/-verkauf, Wertpapierverwahrung; kein Emissionsgeschäft (für Großteil dt. Banken kaum relevant, Marktanteil US/intern. Banken: ca. 80% bei Equities gemäß Bloomberg); Quelle: Eurostat (2023), OECD (2023b), zeb (2023b), zeb.research

A Trotz unterschiedlicher Bedeutung der Banken keine Anzeichen für deutliche Lücken in der Unternehmensfinanzierung – wie wirken sich künftige Kapitalanforderungen aus?

Finanzielle Engpässe und Finanzierungslücken im Zeitverlauf

Wahrgenommene finanzielle Engpässe¹⁾

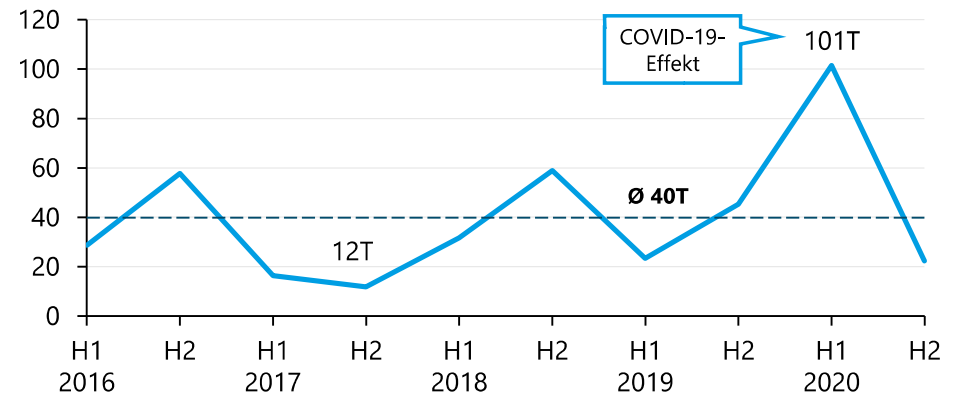
Anteil Unternehmen mit Finanzierungsempässen in % der Befragten



- Zahlen belegen **volatiles** Finanzierungsumfeld der letzten Jahre
- Nach Phase mit „Überschussliquidität“ ist Anteil der Unternehmen mit finanziellen Engpässen eher gering; aktuelles Wirtschaftsumfeld führt jedoch zu zunehmenden Engpässen
- Keine Anzeichen für grundlegende Unterschiede zw. DE, UK & US

Geschätzte Finanzierungslücken deutscher KMU²⁾

in TEUR pro Unternehmen



- Studie von Beck & Kessler (2023) zeigt **kein systematisches Problem**, aber einige deutsche KMU erhielten schlussendlich weniger finanzielle Mittel als zunächst angefragt
- Makroökon. (Inflation, Zinsen) und geopolitische Entwicklungen sowie enormer Investitionsbedarf (CO₂-Neutralität, Digitalisierung) werden Problem **voraussichtlich erheblich verschärfen**

1) Ergebnisse der EIB Investment Survey 2016–2022; Unternehmen mit Finanzierungsempässen: Unternehmen, die mit Höhe erhaltener Finanzierung unzufrieden sind (weniger erhalten haben), Unternehmen, die sich um externe Finanzierung bemüht, diese aber nicht erhalten haben (abgelehnt wurden), und Unternehmen, die sich nicht um externe Finanzierung bemüht haben, weil sie dachten, die Kreditkosten wären zu hoch (zu teuer) oder sie würden abgelehnt werden (entmutigt); 2) Studie von Beck & Kessler (2023) unter Verwendung der „Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE)“ von Europ. Komm./EZB, Finanzierungslücke = nachgefragte Kredite zu erhaltenen Krediten; Quelle: EIB (2016–2022), Beck & Kessler (2023), zeb.research

A Historische Herausforderung: konservative Schätzungen gehen von Investitionsbedarf von ~322 Mrd. EUR p.a. aus, damit Deutschland seine Treibhausgasziele erreichen kann

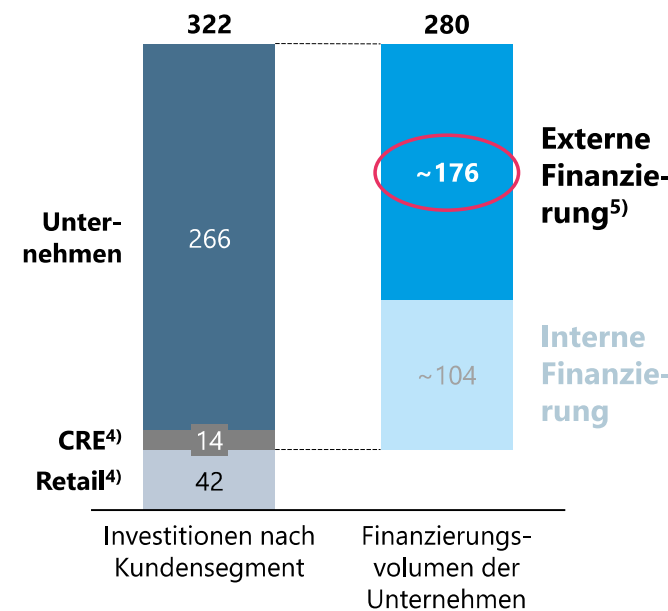
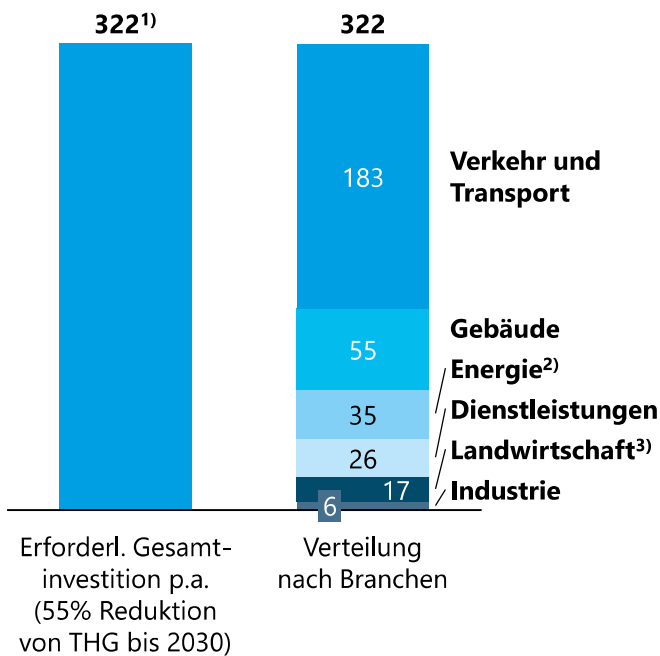
Klimawandelbedingter Investitionsbedarf in Deutschland (in Mrd. EUR, 2020–2030)

Erste Schätzungen

Künftiger Gesamtinvestitionsbedarf p.a. ...

... und der entsprechende Finanzierungsbedarf

Einordnung



- Schätzungen unterstreichen historische Herausforderung: bis 2030 in DE Investitionen i. H. v. ~322 Mrd. EUR p.a. erforderlich, um THG-Reduktion zu erreichen
- Beinhaltet nur zusätzliche **Transitionskosten**, d. h. ohne Verluste durch physische Risiken
- Ausgehend von typischen Finanzierungsmustern ergibt sich ein **Außenfinanzierungsbedarf von ~176 Mrd. EUR p.a.** in DE bis 2030¹⁾
- **Kernfrage:** Welche Finanzierungsquellen können die erforderlichen Mittel bereitstellen?

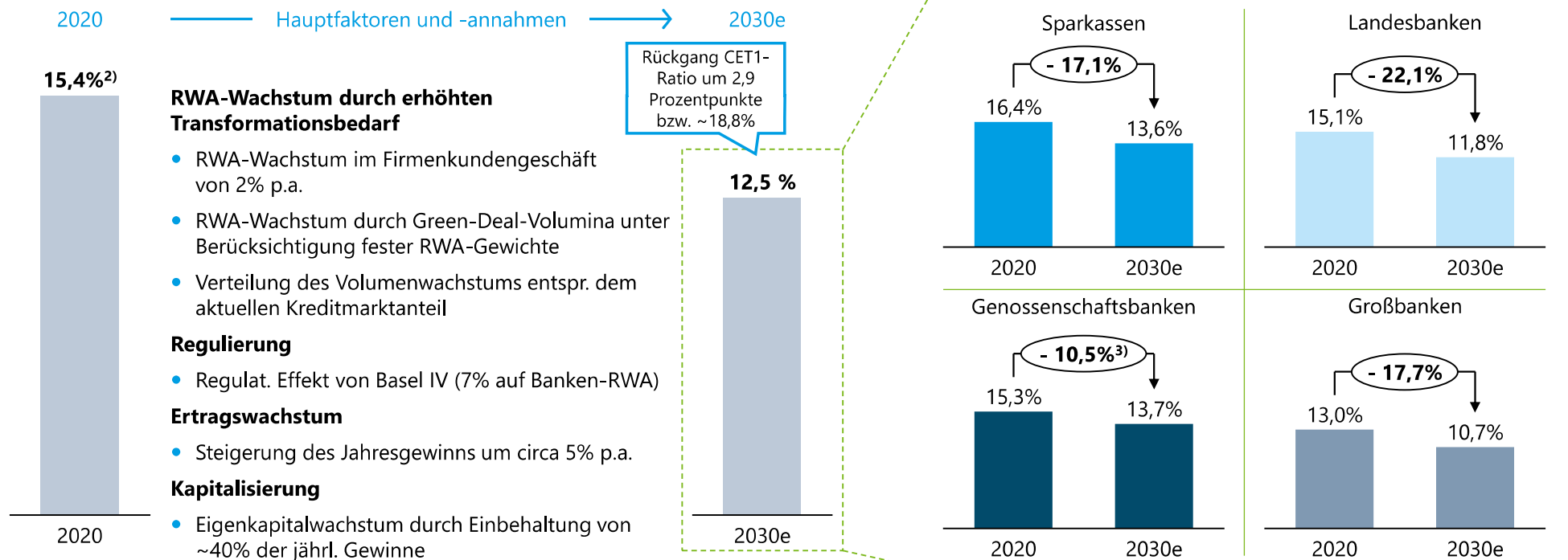
1) Basierend auf Schätzungen der EU-Kommission für die gesamte EU; Aufschlüsselung für DE nach Anteil an erforderlicher CO₂-Reduktion und BIP; auch andere Studien schätzen klimawandelbedingten Investitionsbedarf, teilw. mit großen Unterschieden in Methodik, betrachteten Sektoren und damit Gesamtergebnissen; einen Überblick geben z. B. GFMA & BCG (2020); KfW (2021), IW (2022) liefern grundsätzliche Bestätigung der Zahlen; 2) Energie inkl. Stromnetz, Kraftwerke, Heizkessel, Produktion und Vertrieb neuer Brennstoffe; 3) Landwirtschaft: Schätzung auf Basis des relativen Investitionsbedarfs des Energiesektors (nicht in offizieller Schätzung enthalten); 4) Annahme: 75% der Invest. im Gebäudesektor entfallen auf Retailsegment, 25% auf CRE; 5) Aufteilung externe und interne Finanzierung gemäß Zahlen für DE aus EIB-Investitionsbericht 2022; Quelle: EU-Komm. (2020a, b), EIB (2022), Europ. Parlament (2018), GFMA & BCG (2020), IW (2022), KfW (2021), zeb (2023a), zeb.research

A Nachhaltige Transformation hat starken Effekt auf dt. Banken – Schätzung zeigt Bedarf an alternativen Finanzquellen aufgr. resultierender niedriger CET1-Ratios der Banken

Risikotragfähigkeit und Kapitalausstattung¹⁾

Grobe Schätzung – regionale und bankspezifische Merkmale zu berücksichtigen

Effekt von Investitionen in nachhaltige Transformation auf CET1-Ratios dt. Banken (in %)



1) Dargestellte Werte sind Ergebnis einer langfr., dynamischen Simulation (z. B. inkl. Auswirkungen einbehaltener Gewinne) für dt. Bankensektor; angenommene Geschäftsausweitung auf Basis des zuvor aufgezeigten Finanzierungsbedarfs zur Erreichung der THG-Reduktionsziele bis 2030; Ausgangspunkt ist Ende 2020 (Übereinstimmung European Green Deal); aufgr. regionaler Unterschiede im Investitions-/Finanzierungsbedarf und indiv. Bankcharakteristika Ergebnisse nicht auf jede Bank übertragbar; zeb kann mit indiv., regionalen, bankspezifische Analysen unterstützen; weitere Details s. Anhang; 2) Durchschn. CET1-Ratio aller dt. Banken; 3) Relativ geringere Auswirkungen aufgr. hoher Überschüsse im Vgl. zu anderen Sektoren; Quelle: zeb.research

A Digitale Herausforderung: Trotz bereits mehrjähriger Beschäftigung mit dem Thema belegt EZB-Studie den enormen Budget- und Ressourcenbedarf der kommenden Jahre

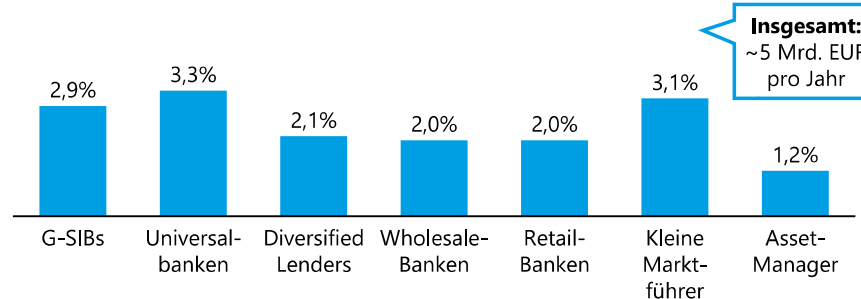
Deep-Dive: Digitalisierungsanstrengungen europäischer Banken¹⁾

Status quo

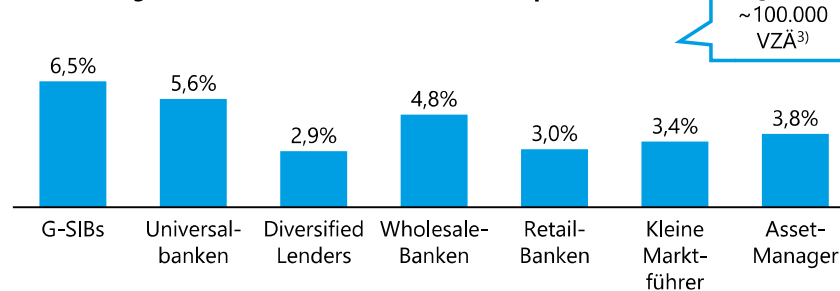
- Digitalisierung löst Veränderungen in allen Bereichen aus – gerade für Banken wird technologische Innovation zum **entscheidenden Faktor** für ein stabiles Geschäftsmodell
- Deshalb hat die EZB eine Umfrage unter **105 europ. Großbanken** über ihre digitale Transformation durchgeführt²⁾
- **Ergebnis:** Digitaler Reifegrad der Banken ist sehr heterogen
- Trotz vorhandener digitaler **Transformationsstrategien** gibt es noch viel zu tun, und es sind große (finanzielle) Anstrengungen erforderlich

Aktuelle Budgets und Ressourcen bei Banken

Budget für digitale Transformation in % des Betriebsergebnisses 2021



VZÄ³⁾ für digitale Transformation in % des Gesamtpersonals 2021



Zentrale Erkenntnisse

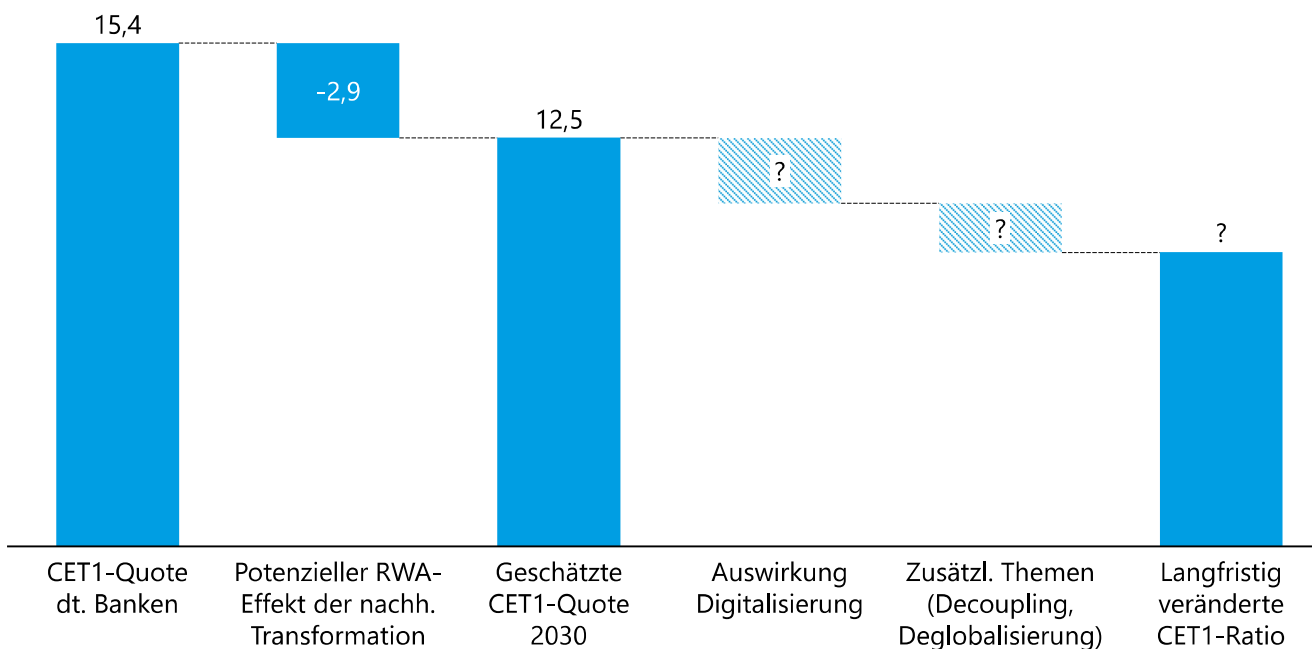
- Digitalisierung bleibt auf der Management-Agenda der Banken mit hoher Priorität für die kommenden Jahre
- **Neue Technologien** (KI usw.) werden erforderliche Budgets und VZÄ weiter erhöhen (derzeitiges Niveau als Minimum)
- Notwendige Investitionen in Digitalisierung und nachhaltige Transformation (s. vorige Folie) belasten das Ergebnis der Banken zusätzlich und verringern potenziell den Spielraum für **weiteres Kreditwachstum zumindest bei einigen Banken**

1) Basierend auf dem im Februar 2023 veröffentlichten „Horizontal assessment of the survey on digital transformation and the use of fintech“ der EZB; weitere Erkenntnisse siehe EZB (2023b); 2) Genaue Aufschlüsselung der teilnehmenden Banken nicht verfügbar; 3) VZÄ: Vollzeitäquivalente; Quelle: EZB (2023b), zeb.research

A Kombiniertes Effekt von nachhaltiger Transformation und Digitalisierung deutet auf Bedarf an zusätzlichen Kapitalquellen (über klassischen Bankkredit hinaus) hin

Mögliche Auswirkungen der nachhaltigen Transformation und der Digitalisierung auf deutsche Banken

Indikative Entwicklung der CET1-Ratio dt. Banken¹⁾



Einordnung

- **Nachhaltige Transformation und Digitalisierung** treiben Investitionsbedarf
- Der aktuelle Wandel des **makroök. & geopolitischen Umfelds** wird sich jedoch aufgrund wirtschaftlicher Verschiebungen durch **Decoupling** der Lieferketten, Verringerung der wirtschaftlichen **Abhängigkeiten** und **Deglobalisierungstendenzen** zusätzlich auswirken
- Mit wachsendem Investitionsbedarf steigt auch der **zusätzl. Finanzierungsbedarf**, z. B. vorzugsweise über Kapitalmärkte oder (außerhalb des regulierten Finanzsystems) über Nichtbanken, was nach Expertenansicht zu Problemen führen könnte²⁾
- In diesem Fall sind Kapitalmärkte kein Ersatz für Banken, sondern eine **Ergänzung**

¹⁾ Die dargestellten Zahlen sind das Ergebnis einer dynamischen Simulation (z. B. unter Einbeziehung von Thesaurierungseffekten) für den dt. Bankensektor; s. vorherige Folien; aufgrund regional unterschiedl. Investitions-/Finanzierungsbedarfe und indiv. Bankcharakteristika sind die Ergebnisse nicht auf jede Bank übertragbar; zeb kann mit individuellen, regionalen und bankspezifische Analysen unterstützen; ²⁾ Neben den Kapitalmärkten werden sich auch Nichtbanken an der Finanzierung der anstehenden Herausforderungen beteiligen; allerdings dürften viele Akteure (auch Politiker) den Weg über die klassischen Finanzmärkte bevorzugen, da eine zu weitgehende Verlagerung von Finanzierungen in den nicht regulierten Bereich mit einigen (politischen und aufsichtsrechtlichen) Problemen verbunden ist; mehrere Berichte und Analysen befassen sich mit diesen Fragen und den Auswirkungen auf das gesamte Finanzsystem, siehe z. B. FSB (2023a & 2023 b), IOSCO (2023); Quelle: zeb.research

A Bestehendes Bankensystem in Deutschland hat historische und ökonomische Gründe – wissenschaftliche Studien bestätigen positive Effekte einer Stärkung der Kapitalmärkte

Screening der wissenschaftlichen Literatur: Dominanz der Banken in Deutschland und Vorteile starker Kapitalmärkte



Wissenschaftliche Literatur liefert Gründe für bankbasiertes System ...



- **Dominanz der Banken** im dt. Finanzierungssystem geht auf die Zeit der Industrialisierung zurück
- Länderspezifische Vorschriften begünstigen Bankkredite als Finanzierungsquelle, z. B. durch **Steuerregelungen**
- Deutschlands dezentrales Bankensystem **vorteilhaft, da es gut zur deutschen Wirtschaftsstruktur passt** (hoher Anteil an KMU)
- Hoher Wettbewerb führt zu niedrigeren Zinssätzen und verringert Bedarf an **(billigeren) Alternativen**
- Seit Wiedervereinigung hat sich der deutsche Privatbankensektor verändert – Anzeichen für einen **höheren Bedarf an Kapitalmarktlösungen?**



... unterstreicht aber auch Bedeutung der Kapitalmarktfinanzierung



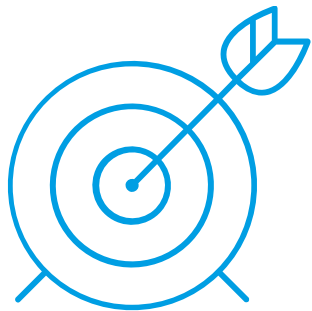
- Die Literatur unterstreicht eindeutig **Bedeutung und Vorteile der Kapitalmärkte** als Finanzierungsquelle
- Es gibt keinen klaren Vorteil einer bestimmten **Art von Finanzsystem** (bankbasiert oder marktbasierend)
- Vielmehr zeigen Analysen, dass der allgemeine **Grad der finanziellen Reife** (Zugang zu Finanzdienstleistungen, verschiedene Finanzierungsquellen, ...) entscheidender ist
- Banken und Kapitalmärkte sind nicht **substitutiv, sondern komplementär**
- Aus politischer Sicht geht es weniger um eine Diskussion über das richtige System als vielmehr darum, wie das Finanzsystem insgesamt **weiterentwickelt** werden kann

1) Die hier vorgestellten Analysen stellen einen Auszug aus der wissenschaftlichen Literatur und keinen vollständigen Überblick dar, sondern repräsentieren die vorherrschende Meinung; detaillierteres Bild inkl. Quellen siehe Anhang; Quelle: zeb.research



Zentrale Erkenntnisse zur Bedeutung des Bankensektors und der Kapitalmärkte in Deutschland

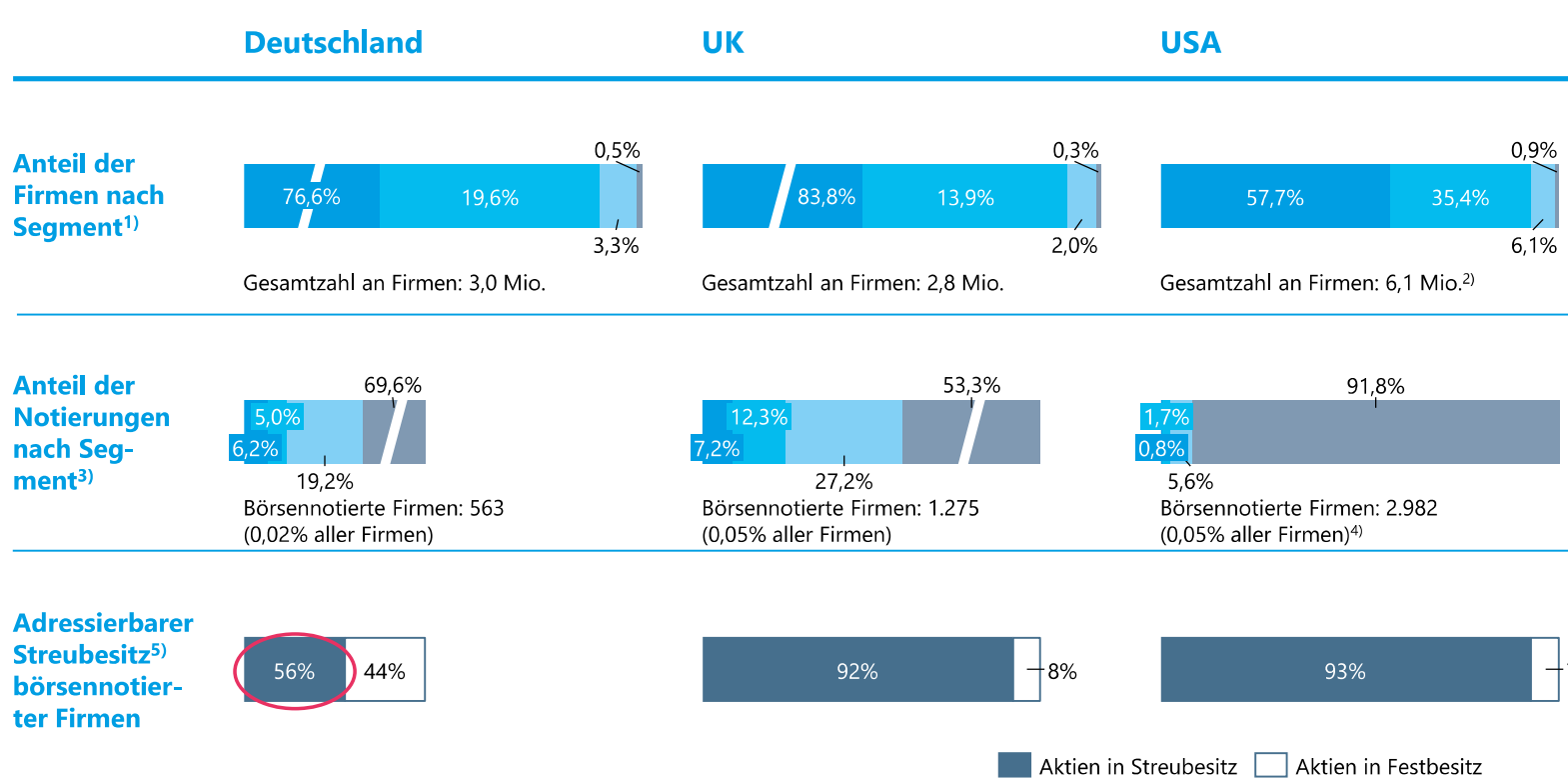
Überblick



- 1 Trotz einiger Entwicklungen seit der Finanzkrise verfügt Deutschland nach wie vor über ein eindeutig **bankbasiertes Finanzsystem**. Die deutschen Besonderheiten sind ein klassisches **3-Säulen-System** (Sparkassen, Genossenschaftsbanken, Geschäftsbanken) inkl. fester Abgrenzungen untereinander sowie eine große Zahl an **Regionalbanken** mit relativ hohem Marktanteil.
- 2 Im Vergleich zu anderen Ländern ist die **Bedeutung der Kapitalmarktfinanzierung in Deutschland eher gering**. Es gibt jedoch derzeit keine Anzeichen für ein generelles Marktversagen im Hinblick auf Finanzierung (gemessen an finanziellen Engpässen oder Finanzierungslücken).
- 3 **Nachhaltige Transformation, Digitalisierung** sowie die aktuellen **makroökonomischen und geopolitischen Veränderungen** werden in Zukunft zu einem erhöhten Investitions- und Finanzierungsbedarf führen. Vieles deutet darauf hin, dass diese Herausforderungen **zusätzliche Finanzierungsquellen** außerhalb der gegebenen Kreditstruktur erfordern werden. Eine **stärkere Rolle der Kapitalmärkte als Ergänzung zu Bankkrediten** ist daher für das gesamte Finanzsystem von Vorteil.

B Vergleich der Unternehmensstrukturen zeigt dt. Besonderheiten – nicht nur deutlich geringerer Anteil börsennotierter Unternehmen, auch viel weniger Aktien in Streubesitz

Anzahl der Unternehmen und Börsennotierungen nach Größenklassen



- Anzahl der Unternehmen und Marktstruktur in **DE und UK** sehr ähnlich – Zahl der gelisteten Untern. doppelt so hoch
- **USA** mit ähnlichem Anteil börsennotierter Unternehmen wie UK
- **Typisch deutsch:** Selbst wenn ein Unternehmen börsennotiert ist, ist Großteil der Aktien in Festbesitz
- **Kernfrage:** Was sind Gründe für „deutsche Börsenzurückhaltung“?

1) Aktuelle Zahlen in den jew. Währungen (DE in EUR: 2021, US in USD: 2017, UK in GBP: 2022), Mikrounternehmen: Umsatz < 0,5 Mio., klein: 0,5–5 Mio., mittel: 5–50 Mio., groß > 50 Mio.; 2) Nur Firmen mit > 0 Beschäftigten berücksichtigt; Zahl der Solo-Selbständigen für 2020 bei 27,1 Mio., darunter aber z. B. Briefkastenfirmen; 3) Börsennot. Firmen mit null oder negativen Umsätzen in letzten drei Jahren ausgeschlossen; detaillierte Zahlen zu den Segmenten s. Anhang; 4) Zahl basiert auf Refinitiv-Daten und eigenen Berechnungen, weicht leicht von anderen Quellen ab; z. B. 4.266 börsennot. inl. Unternehmen 2019 laut Weltbank (2023); 5) Streubesitz: Anzahl Aktien eines Unternehmens, die sich im Besitz vieler versch. Aktionäre befinden und am Kapitalmarkt frei gehandelt werden können; Quelle: Börse Frankfurt (2023), Refinitiv (2023), Destatis (2023a), US Census Bureau (2017, 2023a, 2023b), Office for National Statistics (2022), zeb.research

B Blick auf Markteintrittsbarrieren erklärt geringen Anteil börsennotierter dt. Firmen – deutliche strukturelle und kulturelle Unterschiede im Vergleich zu UK oder USA

Bewertung der Hindernisse für Börsennotierung und Zugang zu Aktienmärkten für Unternehmen¹⁾

● ● ● Ungünstige/mittelmäßige/günstige Situation in Bezug auf Börsennotierung

KPI	Kapitalmarktstruktur						Steuern	Kosten		Kultur	Regulierung	Gesamtbewertung
	Bedeutung institut. Anleger	Engagement privater Anleger	Liquiditätsgrad	Beratungsniveau	Zugänglichkeit für kleinere Firmen	Meldeforderungen	Steueranreize für Kapitalerträge	Gebühren Börsengang	Wettbewerbsfähigkeit ggü. anderen Finanzierungen	Bereitschaft zu Börsengang durch Familienunternehmen	Kontrolle über Stimmrechte	
	Vermögen in Pensionsfonds zu BIP	Aktienbesitz in % der Finanzmittel priv. HH	Börsenumsatz zu BIP	Anzahl designierter „Market-Maker“	Erforderliche Mindestmarktkapitalisierung für Notierung	Häufigkeit ²⁾ erforderliche Finanzberichte	Steuervorschriften für Kapitalerträge	Gebühren Börsengang zu Marktka.	Höhe der Risikoprämie für Aktien ³⁾	Anteil großer, nicht börsennot. Familienunternehmen	Option Mehrstimmrechtsaktien ⁴⁾	Numerisches Bewertungsschema ⁵⁾
DE	●	● 1	●	●	●	●	●	●	●	●	● 2 Wird zu grün (s. Punkt 2)	●-●
FR	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
UK	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●-● 3
USA	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●

1 Anteil priv. Aktienbesitzes und Rolle Pensionsfonds als Schlüsselfaktoren für geringe Anzahl Börsennotierungen in DE (s. auch These D)

2 Ermöglichung von Mehrstimmrechtsaktien⁴⁾ zentraler Punkt des Ende 2023 in Kraft getretenen Zukunftsfinanzierungsgesetzes

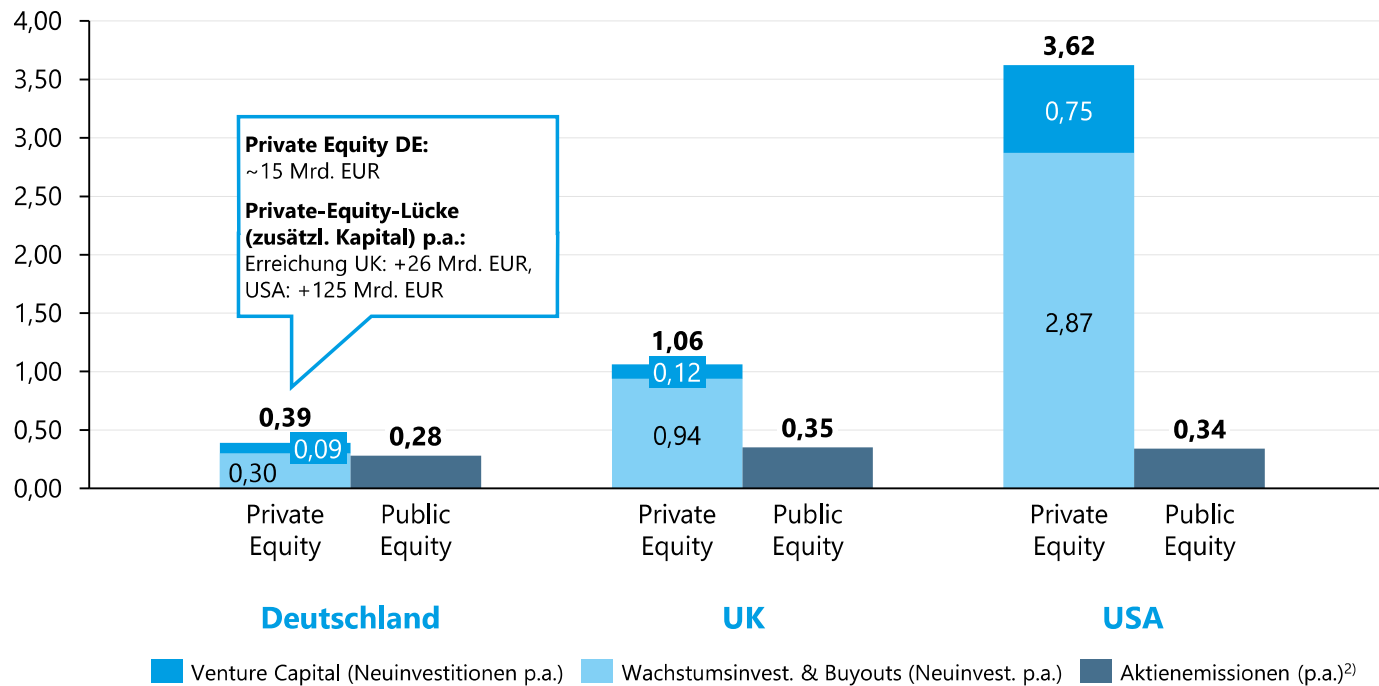
3 USA insgesamt mit sehr guten strukturellen Bedingungen, d. h. niedrige Hürden für Börsennotierungen

1) Einstufung ungünstig/mittelmäßig/günstig basiert auf quant./qual. Bewertungen der jew. KPIs; 2) Geringe Häufigkeit der geforderten Finanzberichte als günstig angesehen; 3) Geringe Risikoprämie wird als günstig angesehen, da die Kostendifferenz zu alternativen Finanzierungsquellen damit gering ist; 4) Mehrstimmrechtsaktien liegen vor, wenn Aktien eines Untern. in verschiedene Aktiegattungen mit unterschiedl. Stimmrechten aufgeteilt sind; 5) Jeder Klassifizierung wird eine Zahl zugeordnet (rot = 1, gelb=2; grün=3), die zur Berechnung der Categoriesummen verwendet wird; jede Kategorie wird mit 1 gewichtet; Durchschnittswerte: DE= 1,5; FR=1,9; UK=2,3; US=2,7; Quelle: BMF (2023a), Oxera (2019), Oxera & Kaserer (2021), zeb.research

B Volumen von privatem und öffentlich handelbarem Beteiligungskapital in Deutschland liegt hinter anderen Ländern zurück

Private-Equity-¹⁾ (Risikokapital & Wachstumsinvestitionen, Buyouts) und Public-Equity-Emissionen 2022

Neuemissionen von Private und Public Equity zu BIP 2022 (in %)



Einordnung

- Fall Deutschland: Werte für Public und Private Equity liegen zurück – d. h. es besteht ein **allgemeiner Mangel an Risikokapital in Deutschland**³⁾
- Grundlegender Unterschied zwischen USA und DE (und teilw. UK) liegt in der **Größe des Private-Equity-Marktes**
- **Konsequenz:** Junge, schnell wachsende US-Firmen haben relativ bessere Finanzierungsbedingungen
- Grundlegende Unterschiede zwischen Vergleichsgruppe seit Jahren **unverändert**
- Was sind die **Auswirkungen** des niedrigen Risikokapitalniveaus in Deutschland und was sind **potenzielle Hebel** zur Verbesserung der Finanzierung von Start-ups?

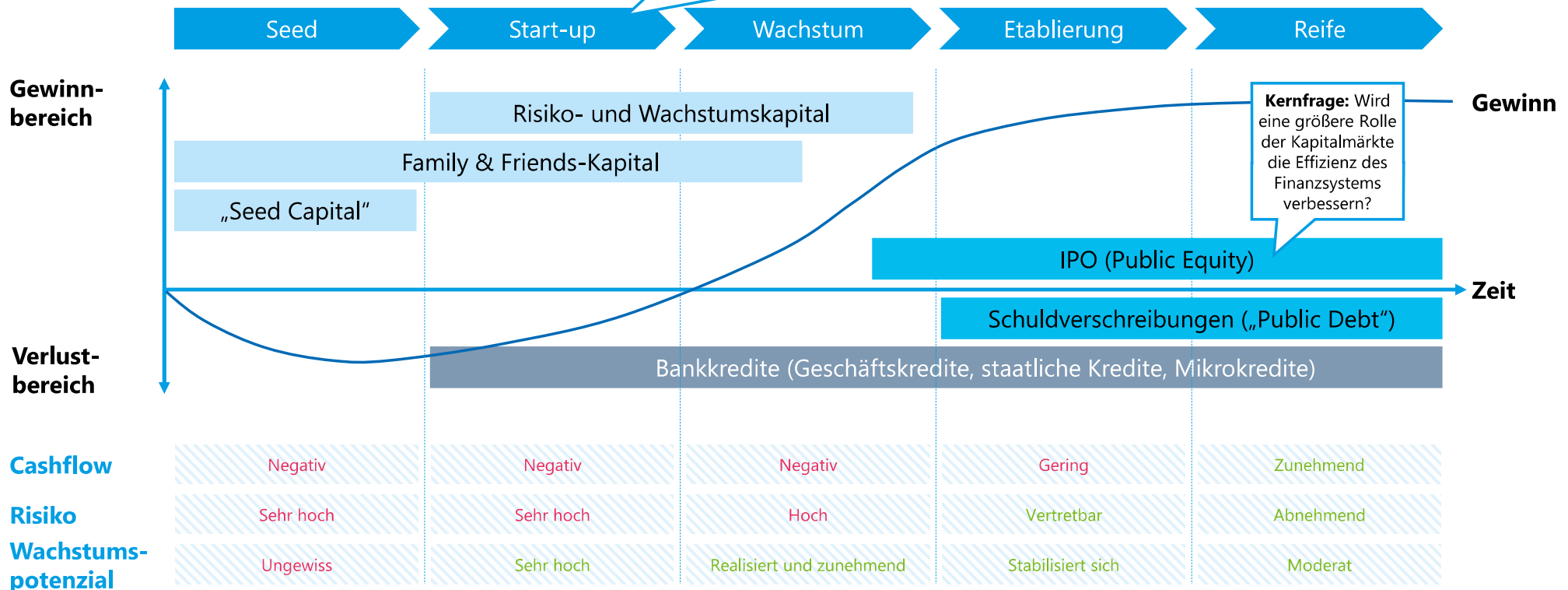
1) Private Equity: Kapitalbeteiligungen privater/institutioneller Anleger an nicht börsennotierten Unternehmen, hier: Schwerpunkt auf Unternehmen in Frühphase (Venture Capital, Wachstumsinvestitionen, Buyouts); 2) UK/US umfasst erfasste, nicht wandelbare IPOs und nachgelagerte Offerings, DE umfasst Gesamtwert von IPOs und Follow-on Public Offerings; 3) Kein rechtlich definierter, aber in der öffentl. Diskussion häufig verwendeter Begriff; fasst alle privaten und öffentlichen Kapitalbeteiligungen an jungen, wachstumsorientierten Unternehmen zusammen; Quelle: OECD (2023c), SIFMA (2023), Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (2023), American Investment Council (2022), PwC (2019, 2023a), zeb.research

B Vorteile von Finanzierungsquellen in versch. Unternehmensphasen – dt. Besonderheit: großes Segment von Krediten/„Family & Friends-Kapital“, wenig VC und Public Equity

Unternehmenslebenszyklus und entsprechende Finanzierungsquellen

Indikativ

Derzeit ~61.000 deutsche Start-ups¹⁾,
~7.600 suchen Risikokapital

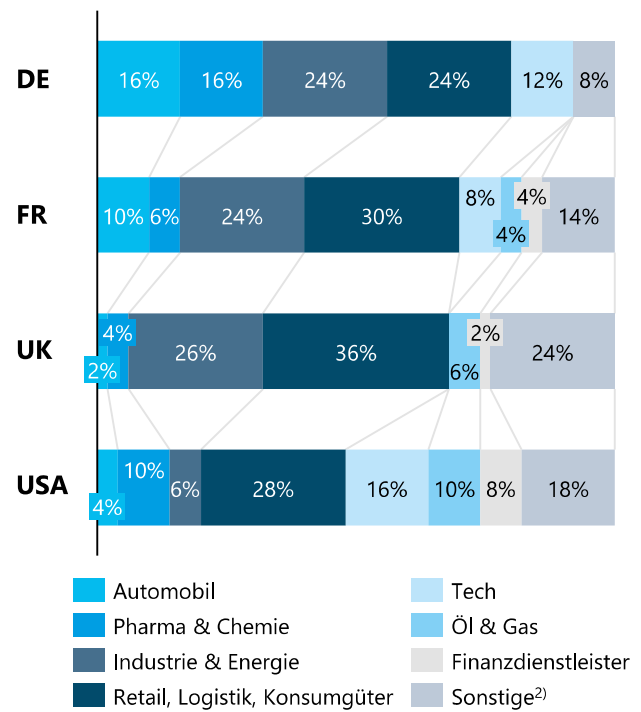


1) Gesamtzahl der innovations- bzw. wachstumsorientierten jungen Unternehmen Ende 2021, laut KfW-Gründungsmonitor 2022; Quelle: KfW (2022), Levitt (1965), Fasoon (2017), zeb.research

B Ein Blick auf die größten Unternehmen zeigt geringen Anteil an Wachstumsbranchen in Deutschland

Branchenstrukturen und Folgen

Branchenstruktur nach Anzahl Top-50-Untern.¹⁾



Hauptunterschiede

- Deutschland mit **moderatem Anteil an Unternehmen in Wachstumsbranchen**, aber hohem Anteil an Unternehmen in schwierigem Umfeld und **unter Transformationsdruck** (Automobil)
- **Klimawandel- und digitalisierungsbedingter Investitionsbedarf** wird in nächsten Jahren/Jahrzehnten an die Spitze rücken (s. These A)
- USA mit **hohem Anteil an Firmen in Wachstumsbranchen (Tech)** bei gleichzeitig **hohem Anteil an Öl- & Gasfirmen**; „Infrastructure Investment & Jobs Act (IIJA)“ bietet **Mittel z. B. für Infrastruktur und kohlenstofffreie Technologien**

Folgen für Kapitalmärkte

- **US-Firmenstruktur spiegelt Finanzsystem wider**: hoher Anteil an Unternehmen in Wachstumsbranchen und hohe Verfügbarkeit von wachstumsbezogenem Kapital
- **Transformationsbedarf** dt. Firmen **erfordert neue Finanzierungsquellen** neben Bankkrediten
- **Etablierung Wachstumskultur** für dt. Unternehmen erfordert entspr. Abbildung über Kapitalmärkte (Risikokapital)
- Unterentwickelte Kapitalmärkte hindern Unternehmen, adäquate Finanzierung zu erhalten – **Potenzial zur Förderung von Wirtschaft und Arbeit** wird **nicht voll ausgeschöpft**

1) Die 50 umsatzstärksten Unternehmen des jeweiligen Landes bei Ende 2021, Branchenstruktur gemessen an prozentualen Anteilen der 50 größten Unternehmen in den jew. Branchen; 2) z. B. Medien, Telekommunikation usw.; Quelle: Statista (2023), zeb.research

B

Die Risikokapitalmärkte in Deutschland und den USA unterscheiden sich deutlich voneinander

Strukturelle Unterschiede zwischen Risikokapitalmärkten

Marktstrukturen



- VC-Markt in USA entstand bereits am Ende des 2. Weltkriegs, während Venture Capital in Deutschland **erst Mitte der 1980er Jahre in nennenswertem Umfang aufkam**
- US-Markt ist also nicht nur viel größer, sondern verfügt auch über **viel besser etablierte Ökosysteme**, was die Interaktion zw. Serienunternehmern, Start-up-Managern, Business Angels und Exit-Kanälen angeht

Fondsstrukturen



- US-Fonds werden häufig von großen **Pensionsfonds, Versicherern, großen Stiftungen oder Dachfonds** gespeist und sind daher deutlich größer als dt. Fonds, die von **Staatsfonds, Banken oder Family Offices** gespeist werden
- Dadurch **Kapital-Überangebot** – mehr/risikantere Projekte werden finanziert
- Die größeren US-Fonds haben **z. T. effizientere Strukturen** und können daher relativ gesehen mehr Geschäfte abwickeln

Firmenstrukturen



- US-Risikokapitalmarkt konzentriert sich weitgehend auf **Silicon Valley und Großraum Boston**, was es für Investoren sehr leicht macht, relevante Start-ups zu ermitteln – dt. Markt stärker regional fragmentiert und intransparent
- Dt. Risikokapitalmarkt mehr auf Frühphasenfinanzierung konzentriert; VC-Fonds in USA **mehr Exit-orientiert** und investieren deutlich mehr in spätere Phasen, wo die Chance auf höhere Renditen das VC-Volumen treibt

Folgen

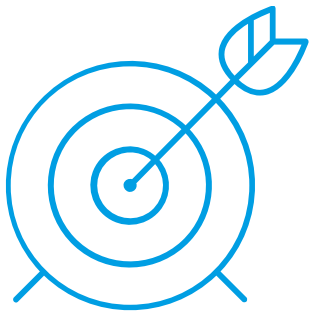


- Generell zu beachten: Risikokapitalmärkte in USA und in DE in **unterschiedlichen Entwicklungsstadien** – Fokus muss daher auf Strukturen liegen
- Öffnung der Finanzierung deutscher VC-Fonds für **große, finanzstarke institutionelle Anleger¹⁾** wird Kapitalangebot und Finanzierungsmöglichkeiten für Firmen erhöhen
- Deutscher Markt **braucht mehr Transparenz** zwischen Kapitalgebern und Unternehmern
- **Effizientere Strukturen** werden Marktvolumen weiter erhöhen

1) Wie in USA, d. h. Pensionsfonds, Versicherer, große Stiftungen, Dachfonds; Quelle: Business Insider (2011), Shafie, Liedtke, & Asghari (2021), VentureCapital Magazin (2019), zeb.research

B Zentrale Erkenntnisse über die Vorteile von Risikokapital

Überblick



1 Trotz ähnlicher Branchenstrukturen gibt es in DE relativ wenige börsennotierte Unternehmen. Zudem weisen **dt. börsennotierte Unternehmen geringere Streubesitzquoten** auf, d. h. prozentual weniger Aktien stehen für den Handel zur Verfügung und sind daher für Kapitalmarktteilnehmer weniger attraktiv.

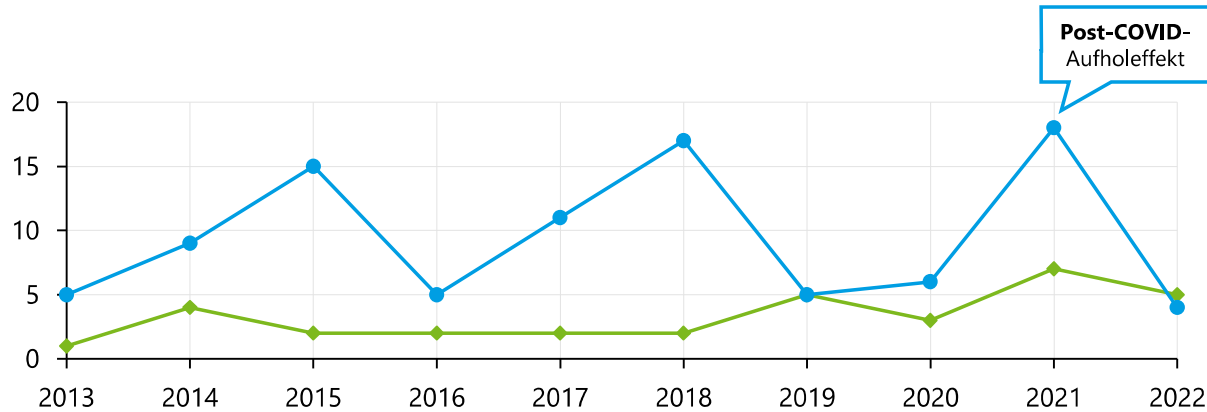
2 **Marktzugangsbarrieren aufgrund struktureller und kultureller Unterschiede** zwischen DE und UK/USA können den geringen Anteil börsennotierter dt. Firmen, d. h. die geringen öffentlich handelbaren Kapitalbeteiligungen, erklären. Außerdem besteht ein genereller **Mangel an Risikokapital in Deutschland**. Insgesamt ist das Finanzierungsumfeld für junge, innovative, wachstumsorientierte Firmen in DE deutlich schlechter als in anderen Ländern, insbesondere in den USA.

3 Mangel an Risikokapital korreliert eindeutig mit **Mangel an wachstumsorientierten Firmen** in DE – zeigt sich auch bei den größten Firmen, die in USA sehr viel stärker von Unternehmen aus Wachstumsbranchen dominiert werden; Maßnahmen, die die Grundstruktur der VC-Märkte verbessern, fördern daher immer auch die **Verbreitung und weitere Etablierung** wachstumsorientierter Unternehmen in DE.

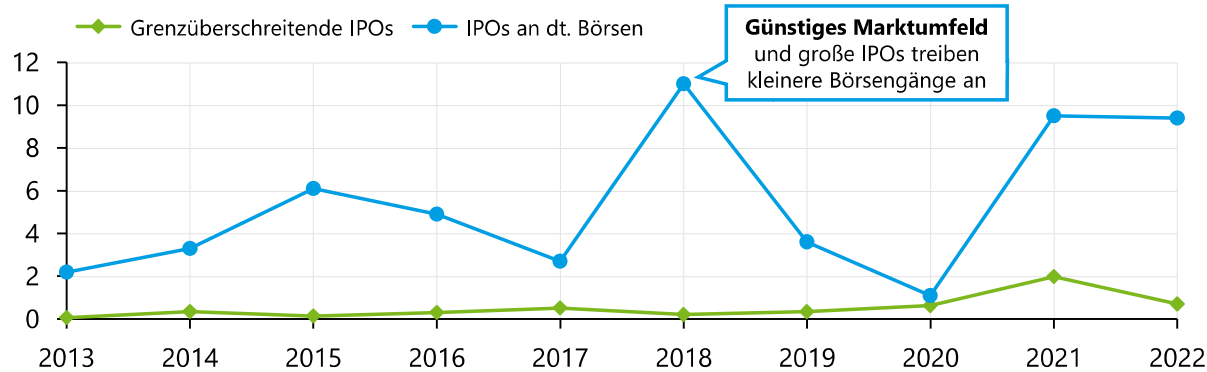
C Vor allem seit 2019 gibt es einen Trend bei dt. Unternehmen, im Ausland an die Börse zu gehen – insb. Unternehmen, die spezialisierte Investoren benötigen, gehen diesen Weg

Grenzüberschreitende und inländische Börsengänge dt. Unternehmen¹⁾

Anzahl grenzüberschreitender und inländischer IPOs²⁾



Emissionsvolumina grenzüberschreitender und inl. IPOs (in Mrd. EUR)³⁾



Einordnung

- **Steigende Zahl grenzüberschreitender IPOs** seit 2019
- Liste der Firmen, die IPO im Ausland anstreben, zeigt **klares Branchenmuster**: 52% sind Biotechnologiefirmen, 19% IT/Internet/E-Commerce, 6% Chemieunternehmen⁴⁾
- IPOs an dt. Börsen sehr **divers**: 24% IT-/Internet-/E-Commerce-Unternehmen, 16% Verarbeitendes Gewerbe, 16% Finanzsektor⁵⁾
- Anteil ausländischer IPOs am **Gesamtemissionsvolumen** deutlich geringer; Anzeichen, dass v. a. kleinere Firmen Notierung im Ausland anstreben
- Geringer Stichprobenumfang **erschwert allgemeine Schlussfolgerungen**

1) IPO: Initial Public Offering, Analyse berücksichtigt alle Firmen mit HS in DE zur Zeit des IPO mit grenzüberschr. IPOs inkl. Doppelnotierungen; grenzüberschreitender IPO: IPO an ausl. Börse eines Unternehmens mit HS in DE zur Zeit des IPO, inkl. Doppelnotierungen; 2) Basierend auf Daten des DAI, andere Quellen weichen geringfügig ab, führen aber zum gleichen Ergebnis; 3) Grenzüberschr. Zahlen basieren auf eigener Analyse von Bloomberg-Daten für jedes Untern., fehlende Werte entfernt; 4) Alle IPOs der letzten 10 Jahre; 5) Auch Medienuntern. (8%) und Immobilienfirmen (8%), aber nur ein Biotechnologieuntern.; Quelle: Blättchen Financial Advisory (2021), Bloomberg (2023), DAI (2021), GoingPublic Magazin (2023), PwC (2023a), zeb.research

C Blick auf jüngste Fälle zeigt wichtige Gründe für Börsennotierung im Ausland – in Deutschland verstärkt eine Reihe von Kernpunkten gemeinsam den Effekt

Gründe für Auslandsnotierungen von Unternehmen mit Sitz in Deutschland

Firmen wählen ausl. Börsen aufgrund struktureller Gründe in Deutschland ...

BIONTECH

„Nasdaq ist seit Jahren der Markt-
platz für innovative Technologie-
fokussierte Unternehmen und war
deshalb die erste Wahl für uns.“
U. Sahin, CEO Biontech



Strategische Faktoren

- **Geografische Ausrichtung:** Geringere wirtschaftliche Bedeutung des dt. Marktes führt zur Börsennotierung im Hauptmarkt, um Nähe zum Kundenstamm und Sichtbarkeit für potenzielle Investoren zu erhöhen
- **Benchmarking:** Mangelnde Branchenpräsenz auf dt. Kapitalmarkt (v. a. in Biotech) führt zu Marktmigration, um höhere Sichtbarkeit zu erreichen

Anlegerbezogene Faktoren

- **Mittelverfügbarkeit:** Geringe Volumina und begrenzte Verfügbarkeit von Mitteln auf dem Kapitalmarkt decken Bedarf der Unternehmen nicht
- **Expertise:** Geringes Finanz-Know-how, insb. zu ausgewählten innovativen Sektoren, führt zur Anwendung ungeeigneter Entscheidungskriterien und Nachteilen bei der Unternehmensbewertung im Vgl. zu anderen Börsen

Regulatorische Faktoren

- **Gesellschaftsrecht:** In DE börsenfähige Rechtsformen bieten weniger Flexibilität, v. a. zur Beschaffung von zusätzl. Kapital durch Sekundäremissionen
- **Finanzierungsmöglichkeiten:** Eingeschränkte Flexibilität, z. B. durch Verbot von Mehrstimmrechtsaktien¹⁾ und Einschränkungen bei Kapitalerhöhungen²⁾



CUREVAC
the RNA people®

„[Biotech-]Unternehmen sind
angesichts des [in den USA]
deutlich günstigeren Investoren-
umfelds und der aktienrechtlichen
Restriktionen hierzulande
gezwungen [im Ausland an die
Börse zu gehen].“
D. Hopp, Curevac-Investor

... mit vielfältigen Folgen

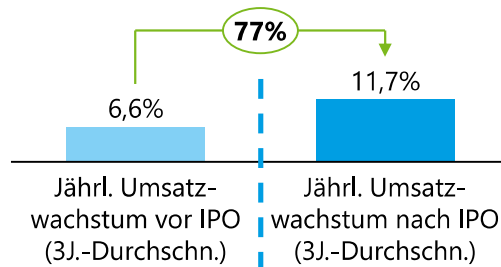
- Weniger inländische Investitionsmöglichkeiten in potenziell attraktive Aktien für private und institutionelle Anleger
- Verpasste Chancen für deutsche Finanzmarktintermediäre
- **Kernfrage:** Führt eine Börsennotierung im Ausland zur räumlichen Verlagerung von Geschäftsaktivitäten und damit zu weitreichenden Zweitrundeneffekten für die deutsche Wirtschaft?

1) Mehrstimmrechtsaktien liegen vor, wenn Unternehmensaktien in zwei (oder mehr) verschiedene Gattungen mit unterschiedlichen Stimmrechten aufgeteilt sind; die Ermöglichung von Mehrstimmrechtsaktien wird durch das neue Zukunftsfinanzierungsgesetz in Deutschland adressiert; ein weiterer Punkt ist, bei Kapitalerhöhungen mit vereinfachtem Bezugsrechtsausschluss Kapitalerhöhungen von bis zu 20 Prozent des Grundkapitals zu ermöglichen; 2) Beispiel: Bei Kapitalerhöhungen ist der Bezugsrechtsausschluss in Deutschland generell auf zehn Prozent des Grundkapitals beschränkt; die EU erlaubt eine Grenze von 20 Prozent; Quelle: Oxera (2019), DAI (2021), Handelsblatt, (2019), zeb.research

C Eine Sorge besteht darin, dass die Geschäftsaktivitäten der Finanzierung folgen könnten – quantitative Analyse unterstreicht dies

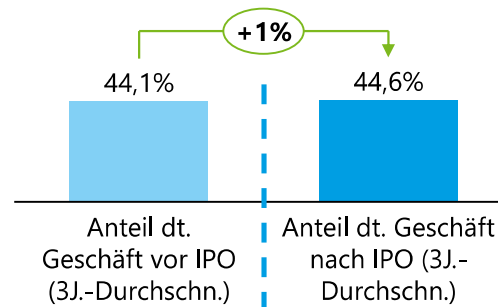
Pre- und Post-IPO-Entwicklung dt. Unternehmen¹⁾

Jähr. Wachstum Gesamtumsatz



Firmen mit IPO an einer dt. Börse

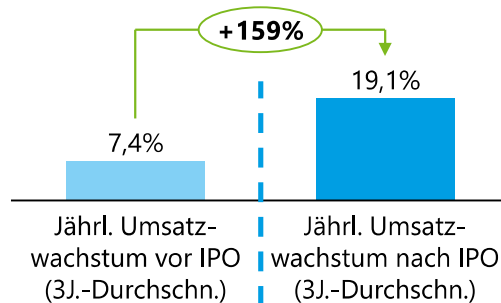
Anteil dt. Geschäft



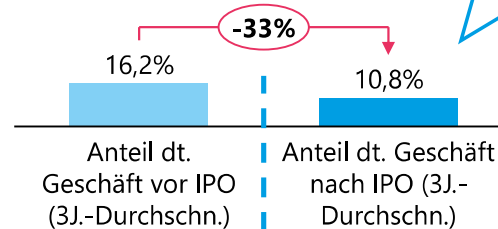
Einordnung

- Trotz ähnlichem Ausgangswachstum wachsen Unternehmen mit **grenzüberschreitendem IPO** schneller²⁾
- Im Ausland börsennotierte Unternehmen **verlagern ihre Geschäftsaktivitäten** in andere Regionen (nach IPO)
- **Hauptproblem:** Wachstum wird (v. a. in Phasen der Stagnation) durch herausragende Innovationen stimuliert – verlassen jedoch innovative Köpfe das Land aufgrund unzureichender Risikokapitalfinanzierung, leidet das Wachstumspotenzial
- Analyse auf Basis der Bilanzsumme zeigt sehr **ähnliche Ergebnisse**³⁾
- Ergebnisse **bestätigt** durch Pagano, Röell, Zechner (globale Stichprobe)⁴⁾

Firmen mit grenzüberschr. IPO an ausl. Börse



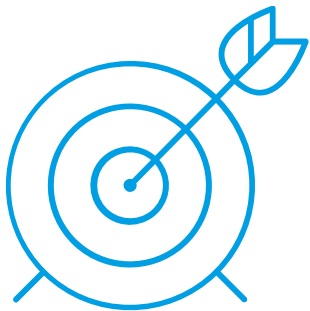
„Kombinierter Effekt“:
Absoluter Umsatz in DE steigt, aber in geringerem Maße als weltweit



1) Analyse basiert auf 21 grenzüberschr. IPOs und 59 IPOs an dt. Börsen von Firmen mit HS in DE zw. 2013 und 2020; Segmentdaten bereitgestellt von Refinitiv; eingeschränkte Datenverfügbarkeit (z. B. keine Segmentaufteilung, keine historische Daten, Untern. nicht enthalten, ...) führt zu relevanter Stichprobe von 9 grenzüberschr. IPOs und 16 IPOs an dt. Börsen; Methodik: t = Jahr des IPO, Jahre vor IPO: t-3 bis t-1; Jahre nach IPO: t (Startpunkt) bis t+3; angegebene Werte sind Mediane; 2) Bestätigt durch wissenschaftliche Analyse von Claessens, Klingbiel, Schmukler (2003); 3) Bei kleinerem Stichprobenumfang; 4) Globale Stichprobe von grenzüberschr. Börsengängen 1986–1997; Quelle: Pagano, Röell, & Zechner (2002), Refinitiv (2023), zeb.research

C **Zentrale Erkenntnisse zu grenzüberschreitenden Börsennotierungen deutscher Unternehmen und den Folgen für die deutsche Wirtschaft**

Überblick

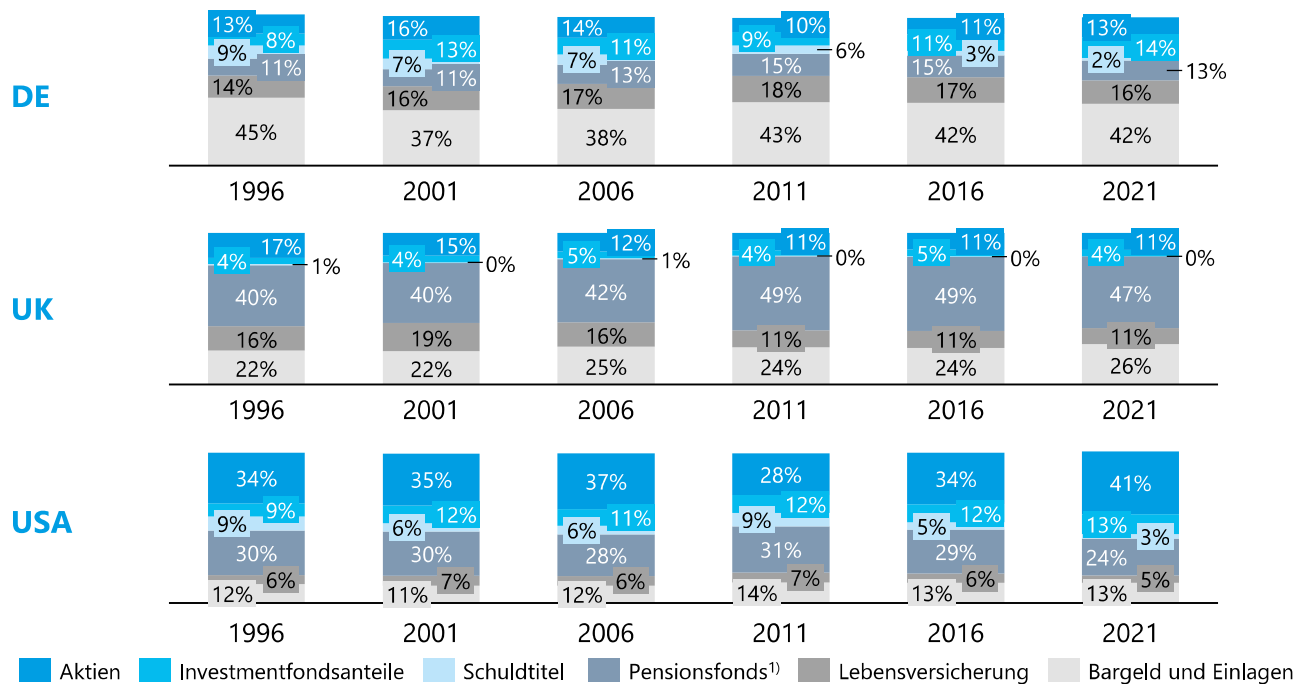


- 1** In den letzten Jahren ist ein zunehmender **Trend zu grenzüberschreitenden Börsennotierungen dt. Unternehmen** zu beobachten, da der Anteil der IPOs dt. Firmen an ausländischen Börsen deutlich gestiegen ist. Vor allem Unternehmen aus Wachstumsbranchen wie Biotechnologie, IT/Internet/E-Commerce oder Chemie gingen im Ausland an die Börse.
- 2** Für Notierungen im Ausland gibt es klare Gründe: **strategische Faktoren** (z. B. geografische Ausrichtung auf Kunden oder fehlende Branchenpräsenz am dt. Kapitalmarkt), **anlegerbezogene Faktoren** (z. B. geringe Volumina und begrenzte Verfügbarkeit von Investorengeldern sowie geringes Branchen-Know-how) und **regulatorische Faktoren** (z. B. gesellschaftsrechtliche Themen).
- 3** Eine Analyse der IPOs dt. Unternehmen an deutschen oder ausländischen Börsen bringt klare Ergebnisse. Unternehmen mit grenzüberschreitendem IPO wachsen nicht nur schneller, nachdem sie öffentlich handelbares Kapital erhalten haben; sie haben auch die Tendenz, ihr Geschäft **zunehmend weg aus DE** in andere Länder zu **verlagern**. Dies mag in der Natur der betroffenen Unternehmen liegen, führt aber zu negativen Auswirkungen für die dt. Wirtschaft.

D Im Vergleich zu anderen Ländern ist in Deutschland der Vermögensanteil aus Anleihe-/ Aktienmärkten bei privaten Haushalten eher gering

Geldvermögen der Privathaushalte

Geldvermögen HH nach Anlageklassen (in % des Geldvermögens, alle Altersgruppen)



Einordnung

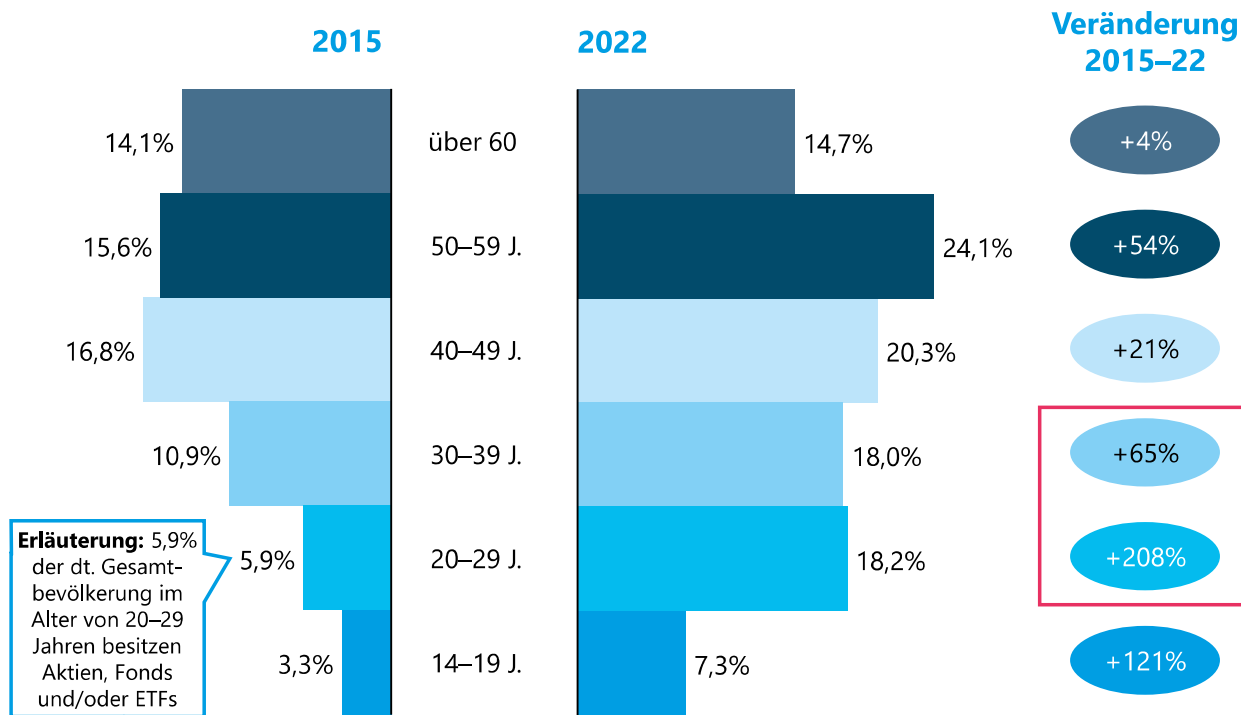
- **Verteilung der Geldvermögensklassen** ist von Land zu Land sehr unterschiedlich, bleibt aber über die Jahre relativ stabil – d. h. eher die Kultur/ Einstellung der privaten Haushalte ggü. Assetklassen und weniger wirtschaftliche Ereignisse bestimmen die Anlagestrategien
- Traditionell hoher Anteil von Bargeld und Einlagen am Finanzvermögen der privaten Haushalte Ausdruck der **eher geringen Risikobereitschaft der dt. Bevölkerung** – zusätzlich hoher Anteil von Lebensversicherungen
- In Übereinstimmung mit früheren Ergebnissen ist die **Risikobereitschaft in UK und USA höher**, wobei Pensionsfonds und Aktien jeweils die Hauptanlageklassen sind
- Neben kulturellen Aspekten deuten Studien²⁾ auf eine teilw. **geringere Finanzkompetenz privater Haushalte in DE** als in Vergleichsländern hin – der Abstand ist jedoch zu gering, um alle Unterschiede zu erklären

1) Pensionsfonds: ein am Kapitalmarkt angelegter Fonds zur Finanzierung von Altersrenten; Pensionsfonds können sowohl von privaten Arbeitgebern zur betriebl. Altersvorsorge als auch von Staaten oder staatl. Pensionsfonds betrieben werden; Zahlen basieren auf OECD-Berechnungen (2023a): Rentenansprüche werden nur berücksichtigt, wenn sie sich auf (kapitalgedeckte) beschäftigungsbezogene Systeme beziehen, was die länderübergreifende Vergleichbarkeit beeinträchtigen kann; 2) siehe z. B. Allianz Research (2023); Quelle: Allianz Research (2023), OECD (2023a), zeb.research

D „The trend is your friend“: Aktien werden in der dt. Bevölkerung immer beliebter, vor allem bei der jüngeren Generation – zunehmend breitere Aktienkultur als Folge

Aktieninhaber nach Altersgruppen¹⁾

Anteil Aktieninhaber an Gesamtbevölkerung nach Altersgruppen¹⁾



Einordnung

- Anteil der Aktieninhaber von 20- bis 29 Jahren unter allen Altersklassen mit **größtem Anstieg** seit 2015 – Hoffnung auf weitere Steigerungen in Zukunft
- Auch positive Entwicklung **bei 50- bis 59-Jährigen** (noch Zeit bis zur Rente)
- Demografische Entwicklung in DE führt dazu, dass die gesetzl. Rente allein in Zukunft nicht mehr ausreichen wird – dies wird der Bevölkerung zunehmend bewusst und führt zu einer **Stärkung der privaten Altersvorsorge**; ohne eine grundsätzliche Änderung des Rentensystems schreitet Entwicklung aber nur langsam voran
- **Kernfrage:** Verhindert das deutsche Rentensystem eine breitere Aktienkultur?

¹⁾ Anteil der in Aktien, Fonds oder ETFs investierten Bevölkerung an der Gesamtbevölkerung nach Altersgruppen; Quelle: DAI (2023), Destatis (2023b), zeb.research

D Einkommenssicht: Hoher Anteil der gesetzlichen Rente in DE führt bei Privatpersonen im Vergleich zu UK oder den USA zu geringerem Bedarf an aktienbasierten Pensionsplänen

Öffentliche Rentensysteme und Einkommen der Bevölkerung über 65 J.

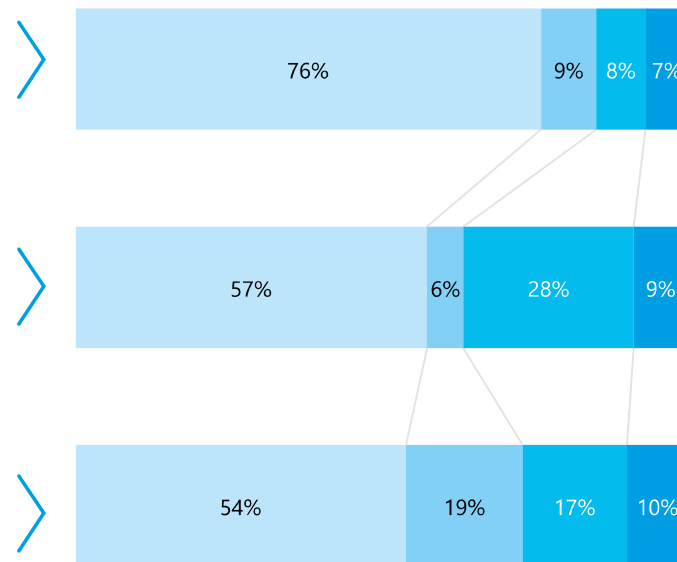
[Backup](#)

■ Staatl. Leistungen
 ■ Gehälter
 ■ Betriebliche Rente
 ■ Erträge aus Privatinvestitionen

Struktur des öffentlichen Rentensystems ...

DE	<p>Gesetzliche Rentenversicherung</p> <ul style="list-style-type: none"> Finanziert über gesetzliche Beiträge; Einkommensniveau und Arbeitsjahre bestimmen Höhe der Rente Umlagesystem ohne Investitionen in Kapitalmärkte – Vorschlag für „Generationenkapital“ bringt Veränderung
UK	<p>Staatliche Rente und Betriebsrente</p> <ul style="list-style-type: none"> Staatl. Rente finanziert über National-Insurance-Beiträge, Umlagesystem ohne Investition in Kapitalmärkte Obligatorische Betriebsrente für Beschäftigte, Beiträge können über Fonds angelegt werden
USA	<p>Soziale Altersabsicherung</p> <ul style="list-style-type: none"> Finanziert über Lohnsteuer; Arbeitsjahre bestimmen Höhe der Rente Überschüssiger Beitrag wird über Fonds angelegt

... beeinflusst Rentnereinkommensarten¹⁾



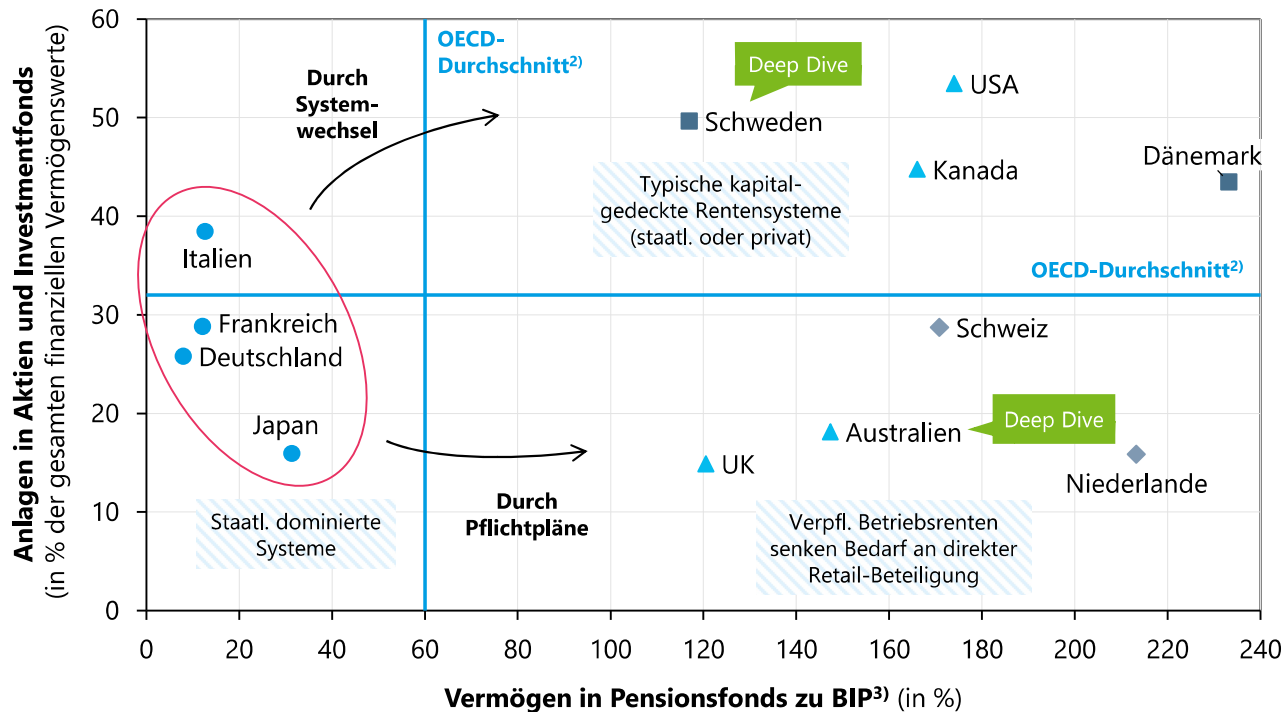
Einordnung

- In DE** dominieren staatl. Leistungen das Einkommen, niedriges Niveau betrieblicher Vorsorge
- Bedeutung Kapitalmarktprodukte in **UK** durch hohen Anteil an fonds-basierten Betriebsrenten deutlich höher
- USA** zeigen erwartetes Muster mit geringstem Anteil an staatl. Leistungen und 27% der Renten aus privater Vorsorge

1) DE: Einkommensquellen der Bevölkerung über 65 J., staatl. Leistungen inkl. gesetzl. Rentenversicherung & Beamtenpensionen, der gesetzl. Rentenversicherung gleichgestellte betriebl. Altersversorgung und sonstige Transferzahlungen; Erträge aus privaten Kapitalanlagen inkl. Lebensversicherungen und private Rentenversicherungen; UK: Einkommensquellen alleinstehender Rentner (über 65), staatl. Leistungen inkl. staatl. Rente, Erträge aus priv. Kapitalanlagen inkl. Kapitalerträge & private Renten; USA: Einkommensquellen der Bevölkerung über 65, staatl. Leistungen inkl. Sozialhilfe, zusätzl. Wertpapiereinkommen, Betriebsrente inkl. Einkünfte aus „Pension and Retirement Accounts“, Erträge aus privaten Kapitalanlagen inkl. Immobilieneinnahmen, private Einkünfte und andere Bareinkommen; US-Betriebsrente aufgrund mangelnder Datengranularität nicht darstellbar; Quelle: BMAS (2023), US Census Bureau (2022), Gov.UK (2023a), zeb.research

D Verhalten folgt Struktur: Staatl. dominierte Systeme gehen mit geringerer privater Kapitalmarkteteiligung einher – kapitalgedeckte Systeme erhöhen indirekte Anteile

Korrelation zwischen Pensionsfonds und privater Beteiligung an Kapitalmärkten¹⁾



Einordnung

- OECD-Länder mit teils deutlich **untersch. Systemen** – Anteil staatl. Leistungen und verpflichtender betrieblicher Rentenpläne bzw. kapitalgedeckter Systeme als **Hauptunterscheidungsmerkmale**
 - **Nur verpflichtende Pläne oder kapitalgedeckte Renten** erhöhen indirekte bzw. direkte Kapitalmarkteteiligung deutlich
 - Hauptproblem für **staatlich dominierte Systeme**: Demografischer Wandel drängt zur privaten Altersvorsorge; in 2040 liegt das Verhältnis der 15–64- zu den über 65-Jährigen in DE bei nur noch 2,0 (FR: 2,1, IT: 1,6, JP: 1,5)
- Staatl. dominiertes System mit freiwilligen Zusatzrenten
 - ▲ Staatl. Grundrente mit (verpflichtenden) Zusatzrenten
 - Staatl. Rentensystem ergänzt durch kapitalgedeckte Renten
 - ◆ Staatl. dominiertes System mit verpfl. Betriebsrenten

1) Aufgrund der Komplexität der internationalen Rentensysteme kann die vorliegende Analyse nicht alle Aspekte vollständig im Detail berücksichtigen; sie bietet jedoch eine valide Grundlage für die Diskussion über die Erhöhung der privaten Kapitalmarkteteiligung durch mögliche Veränderungen im Rentensystem; 2) Ungewichteter Durchschnitt der OECD-Länder; 3) Pensionspläne inkl. kapitalgedeckter und privater Pensionspläne; Pensionsansprüche sind nur dann enthalten, wenn sie sich auf (kapitalgedeckte) beschäftigungsbezogene Systeme beziehen, was die länderübergreifende Vergleichbarkeit beeinträchtigen kann; Quelle: Mercer (2022), OECD (2023a, 2023b), UN (2022), zeb.research

D Beispiel Schweden: Aufgrund von Änderungen im staatlichen Rentensystem stieg der Anteil der privaten Anleger in den Jahren danach deutlich an

Rentensystem und private Aktienkultur in Schweden

Deep Dive

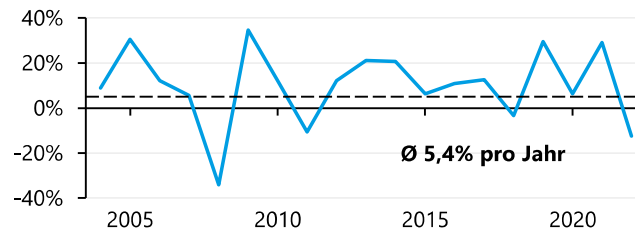
Eckdaten 2022



- Bevölkerung: 10,5 Mio.
- Anteil über 65 Jahre: 20,4%¹⁾
- Merkmale des Rentensystems:
 - Staatl. Rente: Mischung aus Umlageverfahren und staatl. oder privatem Kapitalgedeckten System²⁾
 - Hoher Anteil an Betriebsrenten

Staatliche Rentenkasse („Tilläggs pension“)

Anlageperformance pro Jahr 2000–2022³⁾

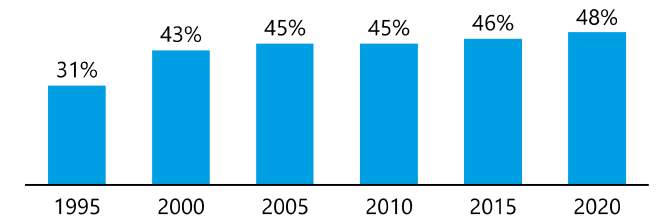


- Eingeführt in 2000 als Teil einer grundlegenden Änderung des Rentensystems⁴⁾
- Beitragsstruktur: 2,5% des Renteneinkommens (18,5% des Gehalts)
- Verwaltetes Vermögen: 75 Mrd. EUR⁵⁾
- Besteht aus mehreren Teilfonds, z. B.:
 - „AP7 Equity Fund“: Anlagen in globales Aktienportfolio⁶⁾
 - „AP7 Fixed Income Fund“: Anleihen

Referenz: **MSCI All Countries World Index**, d. h. ~2% des Vermögens sind in ~40 dt. Unternehmen investiert

Aktienkultur

Finanzanlagen der Privathaushalte in Aktien & Investmentfonds (in % des gesamten Finanzvermögens der Haushalte)⁷⁾



- Auswirkung Pensionsfonds und Änderung des Systems: deutlicher Anstieg der priv. Invest. in Aktien/Investmentfonds ab 2000
- Notwendigkeit eines Systemwechsels im Rentensystem (von umlagefinanziert zu kapitalgedeckt) hat Offenheit für Kapitalbeteiligungen priv. Anleger gefördert
- Zusätzl. kultureller Aspekt: Mitarbeiterbeteiligungsprogramme in Schweden sehr beliebt

1) Deutschland: 22,1%; 2) Privatpersonen haben die Wahl zw. Investitionen in zertifizierte private Fonds oder staatl. Fonds; 3) Anlageperformance ohne Beiträge und Auszahlungen; 4) Anteil der Bevölkerung >65 J. im Jahr 2000: 17,2%; 5) Für weitere Informationen inkl. Zahlen zu Performance, Beiträgen und Auszahlungen, s. Sjunde AP-fonden (2023); 6) MSCI All Countries World Index als Referenz, zusätzl. ausgewählte Unternehmen, die aufgr. sozialer oder staatl. Kriterien aus dem Portfolio ausgeschlossen wurden (Waffenhersteller, Arbeitsrechte,...); 7) Anteil am gesamten Finanzvermögen gemäß Analyse auf der ersten Seite von These D; Quelle: Mercer (2022), OECD (2023a, 2023b), SCB (2023), Sjunde AP-fonden (2023), zeb.research

D Beispiel Australien: Verpflichtendes „Superannuation“ System ist wichtigste Säule des australischen Rentensystems und ein Hauptgrund für eine entwickelte Aktienkultur

Rentensystem und private Aktienkultur in Australien

Deep Dive

Eckdaten 2022



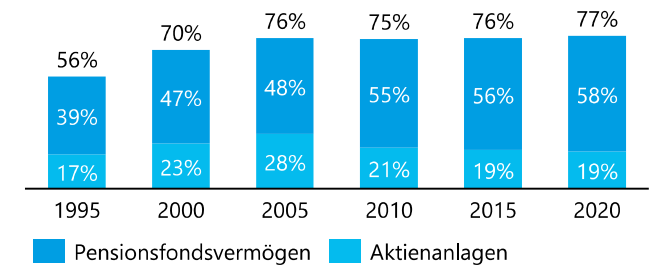
- Bevölkerung: 26,5 Mio.
- Anteil über 65 Jahre: 16,6%¹⁾
- Merkmale des Rentensystems:
 - Bedarfsabhängige Altersrente (vom Staat bezahlt)
 - Superannuation System: obligatorische Beitragszahlung in privaten DC-Plan²⁾
 - Freiwillige private Rentenpläne

Superannuation System

- Wichtigster Teil des australischen Rentensystems, vollständig kapitalgedecktes, kapitalmarktbasierendes System
- 1992 eingeführt, um **Abhängigkeit von staatl. finanziertem Rentensystem zu verringern** und selbstfinanzierte Altersvorsorge zu fördern
- **Kerngedanke:**
 - Arbeitgeber sind verpflichtet, einen Betrag i. H. v. mind. **11% des Bruttoverdienstes** in von Arbeitnehmern best. Investmentfonds einzuzahlen
 - Anteile werden Fondsmitgliedern **bei Eintritt in Ruhestand** zur Verfügung gestellt
- **Durchschn. Rendite** 2012–2021: 6,2% p.a.
- **Anzahl regulierte Fonds** (Juni 2023): 1.383

Aktienkultur

Finanzanlagen der Privathaushalte in Aktien & Pensionsfonds³⁾

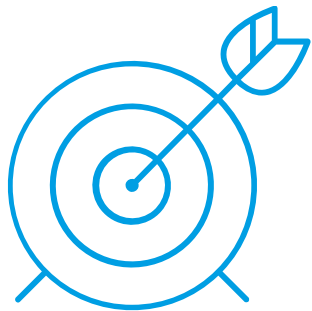


- Anteil Finanzanlagen von Privatanlegern an Kapitalmärkten derzeit insgesamt stabil
- Insbesondere **Pensionsfonds** (Superannuation System) zunehmend attraktiv für Privatanleger
- **Australischer Pensionsfonds** mit Volumen von 2,2 Bill. EUR (Juni 2023); Australien Nr. 4 im Pensionsfondsvermögen weltweit

1) In DE: 22,1%; 2) Defined Contribution Plan; 3) Anteil am gesamten Finanzvermögen; Quelle: APRA (2023), Mercer (2022), OECD (2023a, 2023b), visapath (2023), zeb.research

D Zentrale Erkenntnisse zur Entstehung einer adäquaten Aktienkultur und den strukturellen Auswirkungen der jeweiligen Rentensysteme

Überblick



- 1 Fast 60% des Finanzvermögens dt. Haushalte sind in Einlagen oder Lebensversicherungen angelegt – **Anteil typischer kapitalmarktbezogener Anlagen** (Anleihen, Pensionsfonds, Investmentfonds, Aktien) ist deutlich geringer als in anderen Märkten.
- 2 Aufgrund der demografischen Entwicklung ist bereits eine Entwicklung hin zu mehr privater Vorsorge über den Kapitalmarkt erkennbar. Ohne eine **grundlegende Änderung des Rentensystems** wird diese Entwicklung jedoch nur relativ langsam voranschreiten.
- 3 Ein internationaler Vergleich zeigt, dass in allen typischen staatl. dominierten Rentensystemen die **Aktienkultur weniger ausgeprägt** ist als in Systemen, die entweder nur eine staatl. Grundrente, ergänzt um verpflichtende oder freiwillige Renten-/Privatfonds, vorsehen, oder in den **skandinavischen Systemen staatlicher, kapitalgedeckter Renten**.

E Aus Investorensicht gibt es grundsätzlich verschiedene Wege für Direktinvestitionen in KMU – in der Praxis wird aber der klassische Bankkredit nach wie vor bevorzugt

Direkte Investitionsmöglichkeiten in KMU vs. von KMU in Betracht gezogene externe Finanzierungsquellen

Instrumente für Direktinvestitionen

Private Equity

Nicht-öffentl. Beteiligungskapital inkl. Risiko- und Wachstumskapital

Aktien

Beteiligungen an öffentlich gehandelten Unternehmen

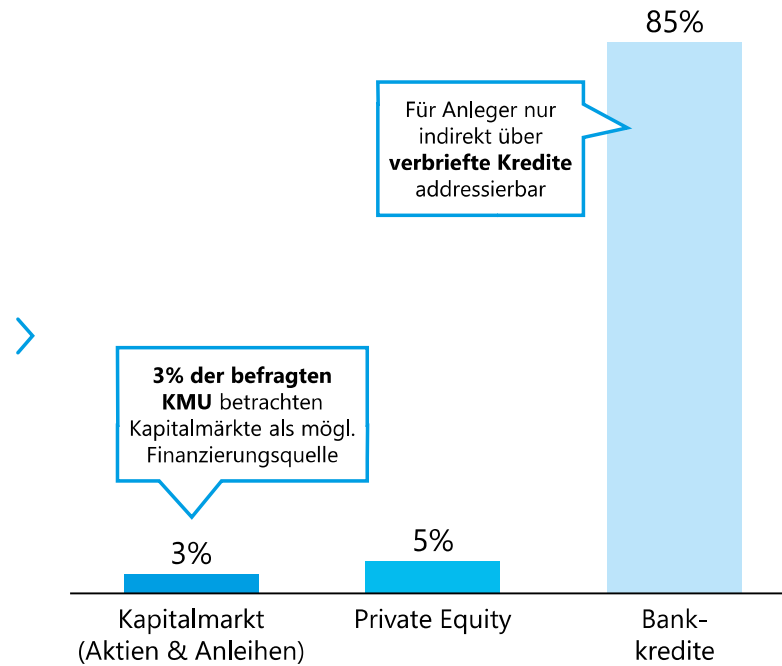
Mezzanine Kapital

Eigen- und Fremdkapitalinstrumente, Laufzeiten meist >5 Jahre

Anleihen

Öffentlich gehandelte Schuldtitel, i. d. R. mit Emissionsvolumen von > 200 Mio. EUR

Von KMU in Betracht gezogene externe Finanzierungsquellen in %¹⁾



Einordnung

- Mehrere Wege für Anleger, direkt in KMU zu investieren, jedoch werden **Kapitalmarkt- und Beteiligungsfinanzierung** nur von Minderheit der KMU als mögl. Finanzierungsquellen angesehen
- **Haupt Hindernisse:** dominantes Bankensystem, geringer Anteil börsennotierter Unternehmen, Hürden für privates Beteiligungskapital, intransparenter und regional verstreuter Markt
- Kernfrage: Inwieweit gibt es für Investoren **indirekte Wege, z. B. mittels verbriefter Bankkredite über Kapitalmärkte**, um in KMU investieren zu können?

¹⁾ Prozent der Unternehmen mit Finanzierungsbedarf, die angeben, dass sie die jeweilige Finanzierungsquelle in Betracht ziehen (Mehrfachauswahl möglich, ohne interne Finanzierung), Clusterung nach Unternehmensgröße verfügbar für prozentualen Anteil der Unternehmen mit Finanzierungsbedarf, aber nicht für die in Betracht gezogenen Finanzierungsquellen; Quelle: DZ Bank (2023), zeb.research

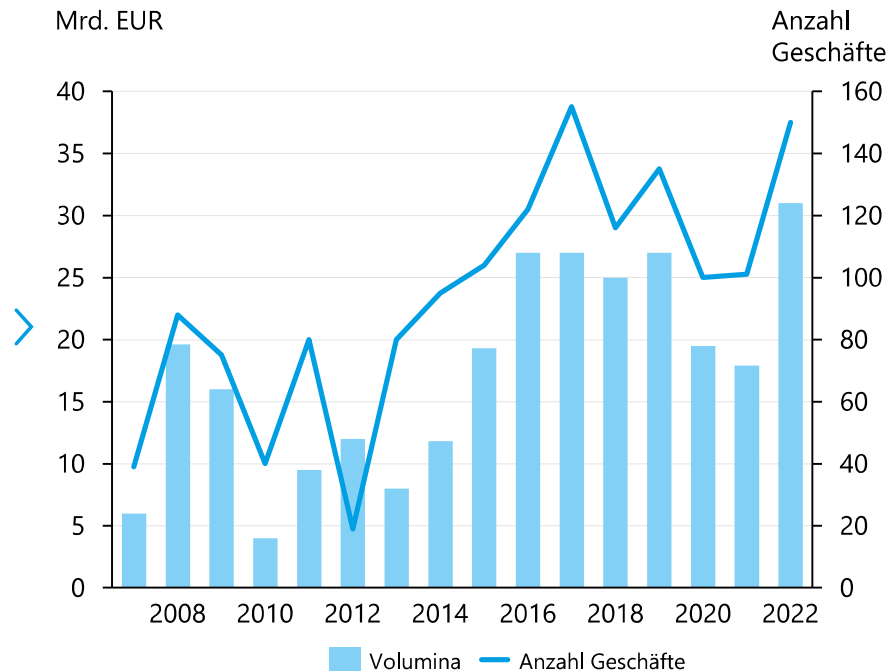
E Dt. Besonderheit erlaubt Direktinvestitionen in KMU-Kredite: Schuldscheindarlehen vereinen Eigenschaften von Darlehen und Anleihen eines einzelnen Unternehmens

Investitionen in KMU über Schuldscheindarlehen

Merkmale

- Dt. Besonderheit, die **Eigenschaften von Darlehen und Anleihen** kombiniert
- Schuldscheindarlehen sind **unbesichert begebene Darlehen mit geringen Dokumentationsanforderungen**, die von mehreren Anlegern finanziert werden können – Banken meist Arrangeur und Investor (~80% Marktanteil)¹⁾
- Arrangeur fungiert häufig als **Erstcreditgeber** und überträgt anschließend **einzelne Tranchen** an Investoren²⁾
- Schuldscheindarlehen sind **leicht von einem Gläubiger auf einen anderen zu übertragen**, werden jedoch nicht öffentlich gehandelt³⁾

Emissionen von Schuldscheindarlehen pro Jahr (Volumen in Mrd. EUR / Anzahl Geschäfte)



Bewertung

- **Vorteile:**
 - Emissionen sind **billiger** als z. B. Anleihen
 - Unternehmen können im Vergleich zu Krediten **höhere Finanzierungsvolumina** wählen
- **Herausforderungen:**
 - **Finanzierungskosten** höher als bei Anleihen aufgrund fehlender Sicherheiten und Illiquidität
 - **Feste Laufzeiten** erlauben keine vorzeitige Rückzahlung
- **Konsequenz:** Relativ hohe Volumina von SSD⁴⁾ in Deutschland und Möglichkeit auch für höher verschuldete Firmen (siehe Thesen A+B), Kredite zu erhalten, belasten das Volumen und die Größe des Verbriefungsmarktes

1) Verbleibende 20% der Investoren hauptsächlich Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen, Fonds und Family Offices; 2) Typische Volumina zw. 20 und 500 Mio. EUR mit Laufzeiten zw. 2 und 10 Jahren; 3) Schuldscheindarlehen können jedoch auch in einer Zweckgesellschaft gebündelt und in handelbare Tranchen umgewandelt werden; 4) Schuldscheindarlehen; Quelle: LBBW (2016, 2017, 2020, 2021, 2023), Helaba (2019, 2023), kapitalmarktteam.de (2021), zeb.research

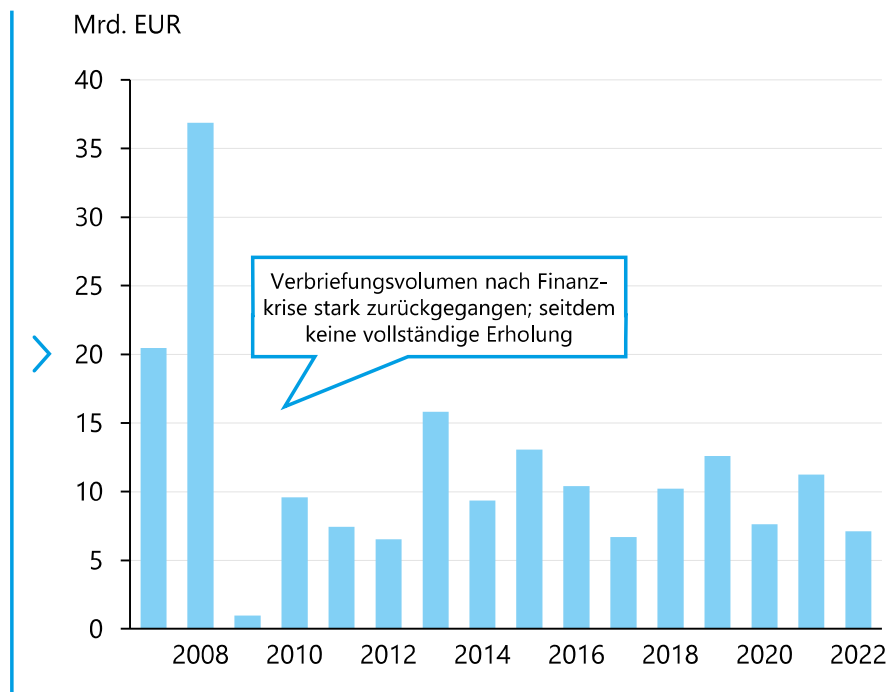
E Verbriefungen sind in handelbaren Wertpapieren gebündelte Assets, die indirekte Investitionen in KMU ermöglichen – Volumina aktuell deutlich niedriger als 2007/08

Investitionen in KMU durch verbrieftete Kredite

Merkmale

- In ihrer **grundlegendsten Form** (traditionelle oder True-Sale-Verbriefung) ist die Verbriefung ein Prozess, bei dem illiquide Vermögenswerte zusammengeführt, in handelbare Wertpapiere umgewandelt und in Tranchen mit unterschiedlichem Risikoprofil aufgeteilt werden
- I. d. R. verkaufen Banken Kredite aus ihrer Bilanz an eine Zweckgesellschaft, **die den Kauf der Kredite** durch Ausgabe von Anleihen an institutionelle Anleger **finanziert**
- Institutionelle Anleger tragen Risiko **je nach eigener Risikobereitschaft**, aber Banken haben **Selbstbehaltanforderung von mind. 5%**
- Da sie öffentlich gehandelt werden, sind Verbriefungen leicht übertragbar und entsprechend liquide¹⁾

Platzierte Verbriefungsemissionen pro Jahr (in Mrd. EUR)



Bewertung

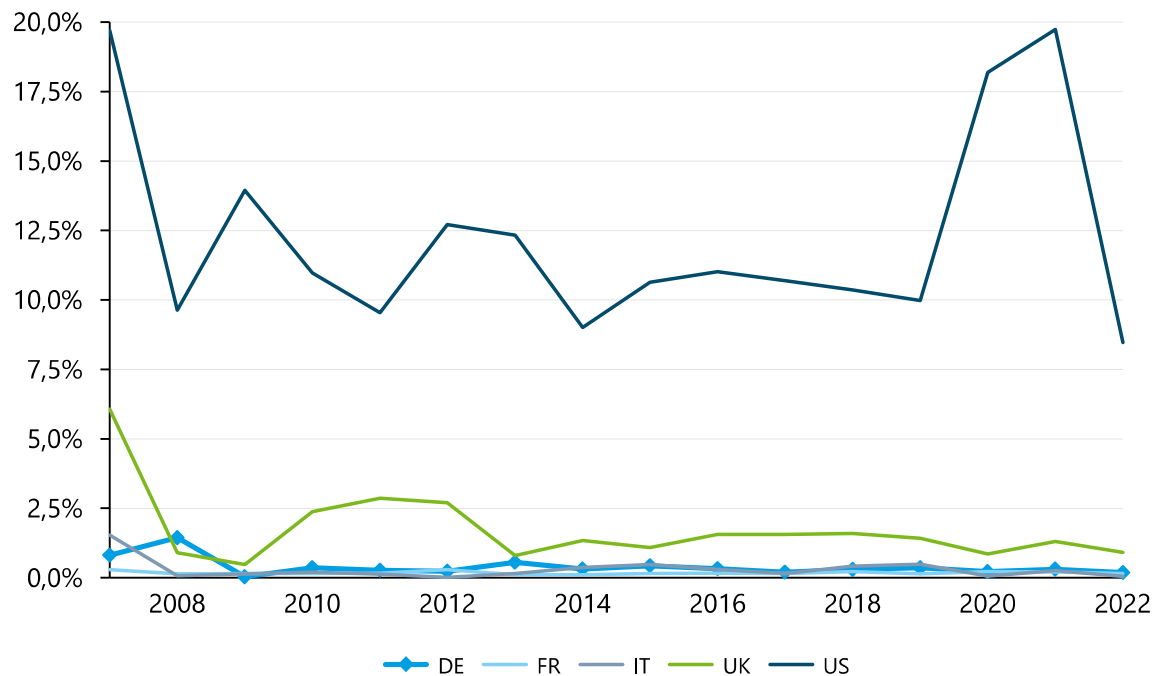
- **Vorteile:**
 - Refinanzierungsquelle für Banken
 - Setzt Kapital bei Banken frei²⁾ und erhöht damit Spielräume zur Finanzierung der Realwirtschaft
 - Bietet Banken weiteres Instrument zum Umgang mit notleidenden Engagements
 - Instrument für Banken, um mehr Kapital in das KMU-Marktsegment zu bringen
- **Herausforderung:**
 - Marktexperten betonen, dass präskriptive Regulierung das Wachstum des europäischen Verbriefungsmarktes einschränkt
- **Konsequenz:**
 - Funktionierender Verbriefungsmarkt kann Finanzierung für KMU verbessern

¹⁾ Verbriefungen sind jedoch eine Investition in viele Unternehmen und nicht in ein einziges Unternehmen wie bei SSD; ²⁾ Nur Verbriefungen, die die aufsichtsrechtlichen Kriterien für einen signifikanten Risikotransfer (SRT) erfüllen, schaffen Freiräume für neue Kredite; Quelle: AFME (2023), Deutsche Bundesbank (2019), Die Bank (2021, 2022), IW (2022), Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen (2022, 2023), zeb.research

E Deutliche Unterschiede in Größe und Entwicklung der Verbriefungsmärkte zwischen Europa und den USA – Europa und insbesondere Deutschland liegen hinter den USA zurück

Platzierte Verbriefungsemissionen nach Ländern

Platzierte Verbriefungsvolumina zu BIP¹⁾ (in %)



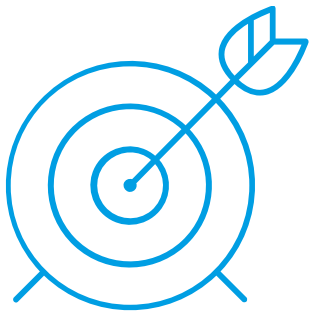
Erkenntnisse von AFME-Verbriefungsexperten:²⁾

- Seit der globalen Finanzkrise hat die EU versucht, den **europ. Verbriefungsmarkt** durch Umsetzung der Verbriefungsverordnung (EU 2017/2402) („SECR“) in 2019 **wiederzubeleben**. Mit der SECR wurde unter anderem der Rahmen für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen (STS) geschaffen
- Obwohl der SECR einen **internationalen „Goldstandard“** für STS- und Nicht-STS-Verbriefungen geschaffen hat, erfordern bestimmte Aspekte des regulatorischen Rahmens gezielte Anpassungen, damit der Markt wachsen kann
- Zwar ist der **politische Wille vorhanden**, wie z. B. der deutsch-französische Fahrplan für die Kapitalmarktunion zeigt, in dem betont wird, dass „einige regulatorische Ungleichgewichte das volle Potenzial dieses Instruments zur Finanzierung der Wirtschaft einschränken könnten“, doch ist auch eine vollständige Angleichung durch die Aufsichtsbehörden erforderlich, um solche Verbesserungen des regulatorischen Rahmens tatsächlich zu erzielen

1) Interpolierte Volumina für Frankreich und Italien für 2009; 2) Die Bewertung basiert ausschließlich auf der Marktexpertise der AFME-Verbriefungsexperten; Quelle: AFME (2023), BMF (2023d), Deutsche Bundesbank (2015), IWF (2023), zeb.research

E Zentrale Erkenntnisse zu Investitionen in KMU in Deutschland und zum Potenzial von Verbriefungen

Überblick



1 In Deutschland stützen sich kleine und mittlere Unternehmen **fast ausschließlich auf Bankkredite** als externe Finanzierungsquelle; kapitalmarktbezogene Instrumente oder institutionelles privates Beteiligungskapital (ohne Investitionen von Familie und Freunden) spielen eine sehr geringe Rolle.

2 Seit der Finanzkrise 2007/08 ist in DE das **Verbriefungsvolumen deutlich zurückgegangen** und erreichte 2022 nur noch 0,18% des dt. BIP (7,1 Mrd. EUR); es liegt damit weit hinter den Werten für UK (0,92%) und USA (8,47%). Das Volumen der **dt. Besonderheit Schuldscheindarlehen** nimmt nicht nur stetig zu, es ist auch mehr als dreimal so groß wie der klassische Verbriefungsmarkt; ihre allgemeine Struktur (z. B. nicht handelbar) behindert jedoch eine umfangreichere Nutzung durch (ausländische) Investoren.

3 Generell wäre ein **größerer Verbriefungsmarkt in Deutschland** nicht nur für Investoren, sondern insbesondere für KMU und Banken **von Nutzen**; er bringt klare Vorteile in Bezug auf die Erschließung neuer Finanzierungsquellen und die Möglichkeiten zur aktiven Steuerung des Risiko-Ertrags-Verhältnisses einer Bank – mit positiven Folgen für die allgemeine Stabilität des Finanzsystems.

3

Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse

Zusammengefasst liefert unsere umfassende Studie zur Rolle der Kapitalmärkte in Deutschland drei Hauptergebnisse

Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse

1 Den deutschen Kapitalmärkten fehlt es tatsächlich an Relevanz

Die Bedeutung der Kapitalmärkte in Deutschland bleibt in vielen entscheidenden Punkten hinter anderen Ländern zurück – nicht nur hinter UK und den USA, sondern zum Teil auch im kontinentaleuropäischen Vergleich (insbesondere ggü. Frankreich)

2 Eine größere Rolle der Kapitalmärkte ist erforderlich

Die **großen finanziellen Herausforderungen der Zukunft** (nachhaltige Transformation und Digitalisierung) können in Deutschland nicht allein innerhalb des bestehenden bankendominierten, kreditfokussierten Finanzsystems gelöst werden (egal, wie gut das dt. System derzeit ist und wie passend es die wirtschaftliche und politische Struktur abbildet)

3 Kapitalmärkte können einen Beitrag zur Bewältigung der zukünftigen Herausforderungen in Deutschland leisten

Die Studie analysiert und formuliert konkrete Ansätze für die Entwicklung der Kapitalmärkte in Deutschland – **Schwerpunkte** liegen auf dem Themenfeld **Risikokapital und seinen Auswirkungen auf Wachstum und Innovation** deutscher Unternehmen, sowie den Überlegungen zur **weiteren Etablierung und Verbreiterung einer Aktienkultur** in Deutschland

Anhang

Der aktuelle Aktionsplan zur Kapitalmarktunion, den die Europäische Kommission am 24. September 2020 vorgeschlagen hat, umfasst 16 Einzelmaßnahmen

Schlüsselmaßnahmen des EU-Aktionsplans 2020

Neuer Aktionsplan 2020 der Europäischen Kommission zur Kapitalmarktunion

Ziel 1: Besserer Finanzierungszugang für europäische Unternehmen

1. EU-weite Plattform mit Unternehmensinformationen für Anleger¹⁾
2. Leichter Zugang zu öffentlichen Märkten durch vereinfachte Notierungsvorschriften
3. Bereitstellung von Förderinstrumenten für langfristige Investitionen (insb. Infrastruktur)
4. Anreize für institutionelle Anleger (Versicherer und Banken), in Aktien und andere langfristige Vermögenswerte zu investieren
5. Verpfl. Beratung für KMU über alternative Finanzierung im Falle einer Kreditablehnung
6. Mobilisierung des Verbriefungsmarktes zur Förderung der Kreditvergabe durch Banken

Ziel 2: Gestaltung der EU als noch sichererer Platz für langfristiges privates Sparen und Investieren

7. Erweiterung des Finanzwissens der Bürger durch Finanzbildung (Anreize für die Mitgliedstaaten zur Förderung des Finanzwissens)
8. Stärkung des Vertrauens der Kleinanleger in die Kapitalmärkte (Verringerung des Überangebots an Informationen, Verbesserung der Qualität der Finanzberatung)
9. Unterstützung der Mitgliedstaaten bei der Verbesserung der Rentensysteme

Ziel 3: Integration der nationalen Kapitalmärkte in einen echten Binnenmarkt

10. Senkung der Kosten für grenzübergreifende Investitionen durch vereinfachte Steuerverfahren
11. Förderung Angleichung von Insolvenzvorschriften in den Mitgliedstaaten (erhöhte Rechtssicherheit)
12. Leichtere Durchsetzbarkeit von grenzübergreifenden Ansprüchen der Aktionäre
13. Ausweitung grenzübergreifender Abrechnungsdienste
14. Schaffung konsolidierte Datenquelle für Handelsbedingungen an allen EU-Handelsplätzen
15. Stärkung des Investitionsschutzes und Erleichterung grenzübergreifender Investitionen
16. Einheitliches Regelwerk und aufsichtliche Konvergenz bei der Kapitalmarktaufsicht

1) European Single Access Point (ESAP); Quelle: EU-Komm. (2023), zeb.research

A Durch die Verknüpfung externer Quellen mit zeb-Daten bietet das zeb.Potenzialmodell für Corporate Banking die bestmögliche Sicht auf regionale Firmenkunden-Potenziale

zeb.Firmenkundenstudie

Input/Parameter

Statistiken der Bundesbank

- Monatsberichte
- Kapitalmarktstatistiken

zeb-Benchmarkdatenbank

- Produktnutzung
- Adressierbarkeit

dafne-Datenbank

- Umsatz zu Aktiv-/Passivrelationen
- Branchenspezifika

zeb.Firmenkundenstudie

- Potenzialstruktur
- Bedarfsfeldernutzung

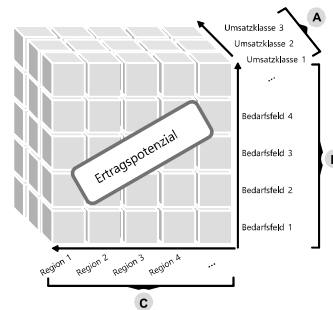
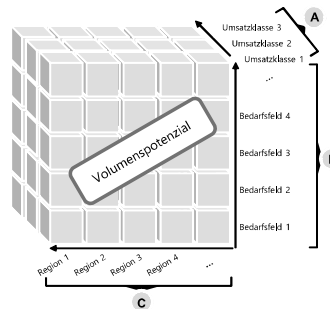
Umsatzsteuerstatistiken

- Anzahl Unternehmen
- Strukturelle Entwicklung

Sonstige

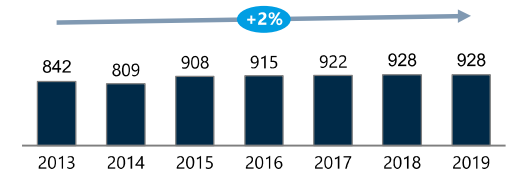
- zeb.research
- Experten-Know-how

Berechnung



Output

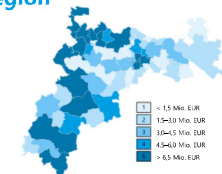
Wallets im Zeitverlauf



Wallets nach Ertragsart

Nach Größenklassen (Umsatz)			
Wallet	Prov.	Mittelgroße Unternehmen (1-25 Mio. EUR)	Große Unternehmen (> 25 Mio. EUR)
Passiv	27	25	27
Aktiv	34	52	60
	39		

Wallets je Region



A Auf Basis mehrerer Annahmen schätzt ein mehrperiodiges Simulationsmodell die Auswirkungen klimawandelbedingter Investitionen auf die Kapitalisierung von Banken

Überblick und zentrale Punkte

01 Ansatz und Annahmen

- Werte **ab Ende 2020** (übereinstimmend EU-Komm.-Schätzung des Finanzierungsbedarfs)
- **Stichprobe:** alle Sparkassen, Genossenschaftsbanken, Landesbanken, DZ Bank, Deutsche Bank und Commerzbank mit dem dt. Teil ihres Geschäfts; Stichprobe deckt ~75% des dt. Kreditgeschäfts ab
- **Allgemeine Annahmen:**
 - Auswirkungen Basel IV (+7% RWAs)¹⁾
 - Steigerung Jahresgewinn um circa 5% p.a.²⁾
 - Einbehaltung von 40% des Jahresgewinns³⁾
- **Annahmen zum Finanzierungsbedarf:**
 - RWA-Wachstum Firmenkunden: 2% p.a.²⁾
 - RWA-Wachstum im Zuge Green-Deal-Zahlen
 - Verteilung des Volumenwachstums entspr. dem aktuellen Kreditmarktanteil

02 Berechnungsmodell

- Simulation basiert auf **mehrperiodigem, dynamischem Modell**, das die Auswirkungen des zukünftigen Finanzierungsbedarfs auf die Kapitalausstattung der Banken in DE im Falle einer Finanzierung über Bankkredite auf Basis der Ausgangssituation 2020 ermittelt
- Modell berücksichtigt also das neue jährliche Investitionsvolumen bis 2030 sowie entspr. Tilgungen und die Erhöhung des Eigenkapitals der Banken durch Gewinnthesaurierung

03 Ergebnisse und Interpretation

- Berechnungen auf Basis eines **umfassenden Modells**; Fokus der Analyse dennoch auf den Auswirkungen des künftigen Finanzbedarfs auf die Kapitalisierung der Banken
- Andere Effekte und spezielle Gegenmaßnahmen, z. B. Kostensenkungen, Veränderungen im Portfolio, Marktveränderungen oder Veränderungen des gesamtwirtschaftlichen oder rechtl. Umfelds können nicht berücksichtigt werden – Berechnungen unterliegen somit in gewissem Maße dem **Ceteris-paribus-Prinzip**
- Ergebnisse deshalb als **indikativ für potenzielle Auswirkungen zu betrachten** – tatsächliche Werte in 2030 werden aufgrund der oben dargestellten Effekte von Annahmen abweichen
- Insgesamt stützen die Ergebnisse unsere These über Auswirkungen klimawandelindizierter Investitionen auf Banken

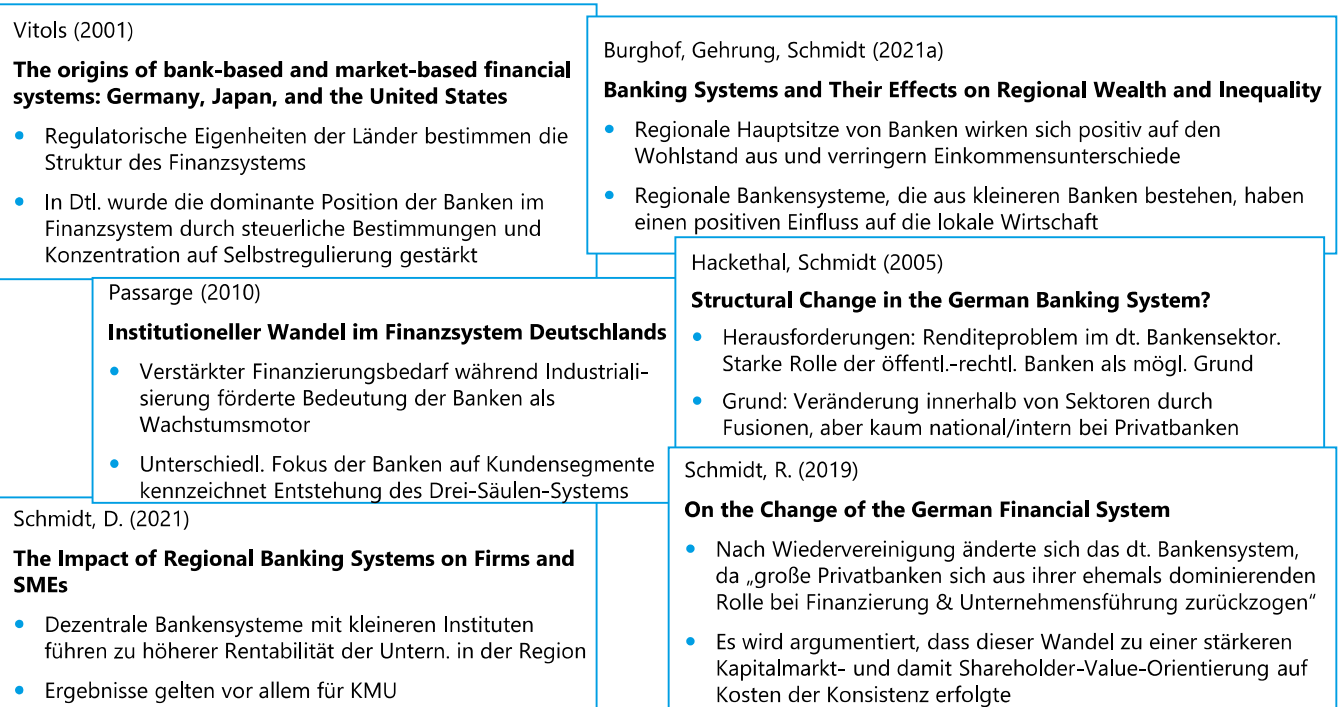
1) Durchschnittliche Auswirkungen von Basel IV auf deutsche Banken auf Basis von zeb-Schätzungen; 2) Annahmen auf Basis einer durchschnittlichen historischen Langzeitentwicklung für alle in Deutschland tätigen Banken; 3) Durchschnittliche Einbehaltungsquote über Geschäftsmodelle und Bankensektoren in Deutschland hinweg; Quelle: zeb.research

A Es gibt historische, aber auch wirtschaftliche Gründe für das bestehende Bankensystem in DE – wissenschaftliche Literatur unterstreicht Entsprechung zum Wirtschaftssystem

Wissenschaftliche Literatur zur Dominanz der Banken im deutschen Finanzsystem

Backup

Wissenschaftliche Grundlage¹⁾



Zentrale Erkenntnisse

- **Dominanz der Banken** im dt. Finanzierungssystem geht auf Industrialisierung zurück
- Landesspezifische Regulierung begünstigt Bankkredite, z. B. durch **steuerliche Bestimmungen**
- **Dezentrales Bankensystem** in DE vorteilhaft aufgrund guter Passgenauigkeit mit dt. Wirtschaftsstruktur mit hohem Anteil an KMU²⁾
- Hoher Wettbewerb führt zu niedrigeren Zinssätzen und verringert Bedarf an **(billigeren) Alternativen**
- Seit Wiedervereinigung hat sich der dt. Privatbankensektor verändert – Indikator für einen **höheren Bedarf an Kapitalmarktlösungen?**

1) Dargestellte Analysen sind ein Auszug aus der wissenschaftlichen Literatur und kein vollständiger Überblick, sondern repräsentieren die vorherrschende Meinung; die gezeigten Kerninhalte stellen keinen vollständigen Überblick über alle Ergebnisse dar; die Ergebnisse spiegeln nicht notwendigerweise Meinung von AFME/zeb wider; 2) Weitere Bestätigung liefern Burghof, Gehrung, Schmidt (2021b), Braun & Deeg (2020), während Beck (2012) und Belke, Haskamp, Setzer (2017) sich kritisch äußern; Quelle: genannte Publikationen, zeb.research

A Wissenschaftliche Studien bestätigen die positiven Auswirkungen der Stärkung der Kapitalmärkte als zusätzliche wichtige Finanzierungsquelle

Wissenschaftliche Literatur über den Nutzen starker Kapitalmärkte

Backup

Wissenschaftliche Grundlage¹⁾



Zentrale Erkenntnisse

- Literatur unterstreicht eindeutig die **Bedeutung/Vorteile der Kapitalmärkte** als Finanzierungsquelle
- Kein klarer Vorteil einer **Art von Finanzsystem** (bankbasiert oder markt-basiert)
- Vielmehr zeigen Analysen, dass der **Grad der finanziellen Reife** (Zugang zu Finanzdienstleistungen, verschiedene Finanzierungsquellen, ...) entscheidender ist
- Banken und Kapitalmärkte nicht **substitutiv, sondern komplementär**
- Aus politischer Sicht geht es weniger um eine Diskussion über das richtige System als vielmehr darum, wie das Finanzsystem als Ganzes **weiterentwickelt³⁾** werden kann

1) Dargestellte Analysen sind ein Auszug aus der wissenschaftlichen Literatur und kein vollständiger Überblick, sondern repräsentieren die vorherrschende Meinung; die gezeigten Kerninhalte stellen keinen vollständigen Überblick über alle Ergebnisse dar; die Ergebnisse spiegeln nicht notwendigerweise Meinung von AFME/zeb wider; 2) Weitere Bestätigung findet sich bei Passarge (2010); 3) z. B. durch Stärkung unterentwickelter Leistungen oder Finanzierungsquellen; Quelle: genannte Publikationen, zeb.research

B Deep Dive: Vergleich der Eintrittsbarrieren auf Kapitalmärkten für Unternehmen in Deutschland, Frankreich, UK und den USA (1/2)

Markteintrittsbarrieren: Bewertungskategorien, KPIs und Einwertungen

[Backup](#)

Kategorie	KPI	Deutschland	Frankreich	UK	USA	Quelle
Bedeutung institutioneller Anleger	Gesamtvermögen in kapitalgedeckten & priv. Pensionsplänen, in % des BIP in 2021	8%	12%	121%	174%	OECD (2022)
Engagement privater Anleger	Anteil Aktien und sonstige Anteilsrechte am gesamten Finanzvermögen der Privathaushalte, 2021–2022	12,6%	23,6%	11,2%	39,2%	OECD (2023)
Liquiditätsgrad	Börsenumsatz (Aktien) zu BIP in %, 2022 ¹⁾	39%	54%	59%	224%	FESE (2023), WFE (2023), IWF (2023), Euronext (2023b), zeb-Berechnung.
Level der Beratungsleistungen	Anzahl designierter Market-Maker, 2023 ²⁾	49	15	117	Mind. UK-Wert (basierend auf Marktkennntnissen)	ESMA (2023), FCA (2023b)
Zugänglichkeit für kleinere Firmen	Für Notierung erforderliche Mindestmarktkapitalisierung, 2023 ³⁾	Skala Dt. Börse: 30 Mio. EUR	Euronext Access: keine Mindestanforderung	LSE AIM ⁴⁾ : keine Mindestanforderung	Nasdaq ⁵⁾ : keine verpfl. Mindestanforderung	Deutsche Börse Cash Market (2022), Euronext (2023a), LSE (2021), Nasdaq (2023)

1) Börsen Deutschland: Deutsche Börse und Börse Stuttgart; UK: London Stock Exchange; US: NYSE und NASDAQ; 2) Deutschland/UK: Market-Maker, die von der Ausnahmeregelung der Verordnung über Leerverkäufe und Credit Default Swaps Gebrauch machen; 3) Börsen: Deutschland: Deutsche Börse; UK: LSE; US: Nasdaq; 4) London Stock Exchange Alternative Investment Market; 5) Nasdaq Capital Market; Quelle: genannte Publikationen, zeb.research

B Deep Dive: Vergleich der Eintrittsbarrieren auf Kapitalmärkten für Unternehmen in Deutschland, Frankreich, UK und den USA (2/2)

Markteintrittsbarrieren: Bewertungskategorien, KPIs und Einwertungen

[Backup](#)

Kategorie	KPI	Deutschland	Frankreich	UK	USA	Quelle
Berichtsanforderungen	Häufigkeit vorgeschriebener Finanzberichte als börsennotiertes Unternehmen ¹⁾	vierteljährlich/ halbjährlich ²⁾	halbjährlich	halbjährlich	vierteljährlich	Deutsche Börse (2023), Euronext (2023a), LSE (2021), Listing Center Nasdaq (2023)
Steueranreize für Kapitalerträge	Steuervorschriften für Kapitalanlagen	25% pauschaler Steuersatz	30% pauschaler Steuersatz	10%/20% je nach Gesamteinkünfte, Nachlässe für LSE AIM	0%/10%/20% je nach Gesamteinkünfte ³⁾	BZSt (2023), PwC (2023b), Gov.UK (2023b), Bessler & Book (2021), IRS (2023)
Gebühren Börsengang	Erstnotierungsgebühr pro Marktkapitalisierung ⁴⁾	54.400 EUR	112.000 EUR	280.000 EUR	250.000 EUR	Xetra (2022), LSE (2023d), Nasdaq (2023)
Wettbewerbsfähigkeit zu and. Finanzierungen	Höhe der Aktienrisikoprämie	5,00%	5,75%	5,90%	5,00%	Damodaran, 2023
Bereitschaft zu Börsengang durch Familienunternehmen	Anteil großer nicht börsennotierter Familienunternehmen ⁵⁾	79%	66%	71%	29%	Oxera, 2019, S. 302, US Census Bureau (2020), zeb-Berechnungen
Kontrolle der Stimmrechte	Option Mehrstimmrechtsaktien	nein	ja (Treueaktien)	ja (seit Ende 2021)	ja	Oxera, 2019, S. 43f, FCA (2023a)

1) Börsen DE: Deutsche Börse; Frankreich: Euronext Paris; UK: London Stock Exchange; US: Nasdaq; 2) Vierteljährlich: gilt für den geregelten Markt (Prime Standard), halbjährlich: andere Marktsegmente; 3) für Vermögenswerte, die länger als ein Jahr gehalten werden; 4) DE: Berechnung für Firmen, die an Dt. Börse notiert sind und Marktkap. von 250 Mio. EUR aufweisen; Frankreich: Berechnung für Firmen mit Marktkap. von 250 Mio. EUR; UK: Berechnung für Firmen mit Marktkap. von 250 Mio. GBP; USA: Berechnung für an der Nasdaq notierte Firmen mit Marktkap. von 250 Mio. EUR; 5) DE/UK: nicht börsennot. Firmen mit > 250 Beschäftigten und Umsatz > 50 Mio. EUR; USA: Firmen mit > 250 Beschäftigten; Quelle: wie genannt, Oxera, zeb.research



Seit 2013 gab es 33 grenzüberschreitende Börsengänge (IPOs) deutscher Unternehmen

Details zu grenzüberschreitenden Börsengängen seit 2013¹⁾

[Backup](#)

Jahr	Unternehmen	Branche	Angebotsgröße (IPO-Volumen) in Mio. EUR
2013	voxeljet AG	IT-Hardware	72,8
2014	Affimed N.V.	Biotechnologie	41,1
2014	Orion Engineered Carbons S.A.	Chemikalien	258,3
2014	Pieris Pharmaceuticals GmbH	Biotechnologie	25,1
2014	Vivoryon Therapeutics N.V.	Biotechnologie	23,2
2015	OpGen Inc.	Biotechnologie	15,3
2015	Superior Industries Inc.	Automobilzulieferer	123,3
2016	trivago N.V.	Tourismus	307,3
2016	Noxxon Pharma N.V.	Biotechnologie	1,0
2017	InflaRx N.V.	Biotechnologie	89,6
2017	X-FAB Silizium-Gießereien SE	Halbleiter	426,4
2018	Biofrontera AG	Biotechnologie	10,7
2018	Morphosys AG	Biotechnologie	194,3
2019	BioNTech SE	Biotechnologie	142,7
2019	Centogene N.V.	Biotechnologie	k. A.
2019	EuroEyes DE Holding GmbH & Co. KG	Optik	k. A.

Jahr	Unternehmen	Branche	Angebotsgröße (IPO-Volumen) in Mio. EUR
2019	Immunität AG	Biotechnologie	k. A.
2019	Jumia Technologies AG	E-Marketing	199,4
2020	CureVac N.V.	Biotechnologie	207,3
2020	Immatics N.V.	Biotechnologie	311,1
2020	VIA optronics AG	IT-Hardware	110,5
2021	MyTheresa.com GmbH	E-Commerce	k. A.
2021	Atotech Deutschland GmbH	Chemikalien	475,1
2021	Lilium GmbH	Luftfahrt	703,1
2021	Atai Lebenswissenschaften	Biotechnologie	213,6
2021	Mainz Biomed	Biotechnologie	14,7
2021	Sono-Gruppe	Solartechnik	152,8
2021	Signa Sport	E-Commerce	428,9
2022	European Healthcare	Gesundheitswesen	200,0
2022	Mynaric AG	Laser-Kommunikation	65,2
2022	Evotec SE	Biotechnologie	432,6

1) Insgesamt gab es seit 2013 33 grenzüberschreitende Börsengänge dt. Unternehmen, Jahre 2013–2020: Anzahl IPOs und Firmennamen basierend auf Deutsches Aktieninstitut (DAI), für 2021: Anzahl der IPOs und Firmennamen basierend auf DAI und GoingPublic Magazin, für 2022: Anzahl IPOs basierend auf GoingPublic Magazin, Namen basierend auf eigener Bloomberg-Recherche, für vier IPOs Angebotsgrößen nicht in Bloomberg verfügbar (siehe k. A. in obiger Liste); zusätzlich zwei IPOs in 2022 nicht in Bloomberg (Namen und Angebotsgrößen nicht verfügbar) und in obiger Liste enthalten; alle Jahre: Angebotsgrößen basierend auf Zahlen von Bloomberg und DAI; Quelle: Bloomberg (2023), GoingPublic Magazin (2023), DAI (2021), zeb.research

E Ein funktionierender Verbriefungsmarkt bringt Vorteile für Unternehmen, Investoren und Banken

Vorteile von Verbriefungen

[Backup](#)

KMU



- Bessere **Finanzierungsmöglichkeiten** – Deckung eines Finanzierungsbedarfs, der nicht über einen klassischen Bankkredit hätte gedeckt werden können, z. B. aufgrund von **Kapitalengpässen** oder aus **Risikogründen**
- Bei Kapitalmarktfähigkeit von KMU: **tendenziell niedrigere Risikoprämien (geringere Finanzierungskosten)**, da Bank vor Ort besseren Einblick in das Unternehmen hat als Kapitalmarktinvestoren

Banken



- Bessere Möglichkeit zu einer eventuellen Trennung von Vertrieb und Risikomanagement innerhalb einer Bank – ermöglicht optimierte Steuerung der **Risikoneigung der Bank** und verbessert das **Risiko-Ertrags-Profil**
- Aktives Bilanzmanagement setzt **Eigenkapital** frei und erweitert **Finanzierungskapazitäten** durch Freisetzung risikogewichteter Aktiva („RWA-Entlastung“)
- Verringerung des **Konzentrationsrisikos** in verschiedenen Sektoren, Regionen oder Unternehmen

Anleger



- Erweiterung des Anlagespektrums durch meist **nicht-öffentliche KMU-Kredite**¹⁾
- Je nach Tranche **vergleichsweise attraktive**²⁾ **Anlage**; zudem: höhere Liquidität im Vgl. zu Private-Debt-Funds
- CLOs³⁾: Vorteile bei **steigenden Zinsen** durch variable Verzinsung und kurze Zinsdauer

1) Ausnahmen: Unternehmenskredite (in der Regel nicht von KMU begeben) und private Kreditfonds; 2) Angesichts der guten Performance europäischer Verbriefungen in der Vergangenheit (einschließlich Komplexitätsprämie); 3) CLO: Collateralised Loan Obligation; Quelle: Die Bank (2021, 2022), IW (2022), Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen (2022, 2023), zeb.research

Quellen & Abkürzungen

Literaturverzeichnis (1/7)

- Abdullah, H. & Tursoy, T. (2021). Capital structure and firm performance: evidence of Germany under IFRS adoption. *Review of Managerial Science*, 15, 379–398.
- AFME (2022). Capital Markets Union: Key Performance Indicators. <https://www.afme.eu/key-issues/cmu> (Zugriffsdatum 04.09.2023).
- AFME (2023). Interne Zusammenstellung öffentlich zugänglicher Daten zu Verbriefungsvolumina auf Grundlage von Bloomberg, JP Morgan, SIFMA.
- Allianz Research (2023). Playing with a squared ball: the financial literacy gender gap.
- American Investment Council (2022). 2022-Q4 Private Equity Trends. <https://www.investmentcouncil.org/wp-content/uploads/2023/04/2022-Q4-AIC-Trends-Report-Final-85.pdf> (Zugriffsdatum 31.08.2023).
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59–92.
- BdB, Bundesverband deutscher Banken (2020). Bankenverband begrüßt Pläne zur Kapitalmarktunion. <https://bankenverband.de/newsroom/presse-infos/bankenverband-kapitalmarktunion/> (Zugriffsdatum 04.09.2023).
- BdB, Bundesverband deutscher Banken (2023). Mitglieder. <https://bankenverband.de/bankenverband/mitglieder/> (Zugriffsdatum 24.08.2023).
- BDI, Bundesverband der Deutschen Industrie & DIHK, Deutscher Industrie- und Handelskammertag (2017). Stellungnahme zum Konsultationsdokument der Europäischen Kommission „Capital Markets Union Mid-Term Review 2017“. https://issuu.com/bdi-berlin/docs/20170317_stellungnahme_bdi_dihk_kapitalmarktunion (Zugriffsdatum 13.09.2023).
- Beck, T. (2012). The Role of Finance in Economic Development: Benefits, Risks, and Politics. *Oxford Handbook of Capitalism*, 161–203.
- Beck, T. & Kessler, N. (2023). The SME finance gap in the European Union. RSC Arbeitspapier Nr. 2023/07, Florence School of Banking and Finance.
- Belke, A. H., Haskamp, U., & Setzer, R. (2017). Bank Efficiency and Regional Growth in Europe: New Evidence from Micro-data. EZB Arbeitspapier Nr. 1983.
- Bendel, D., Demary, M., & Voigtländer, M. (2016). Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland. *IW-Trends*, 43(1), 37–54.
- Bessler, W. & Book, T. (2021). Strategien zur nachhaltigen Finanzierung der Zukunft Deutschlands. Deutsche Börse AG. https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/resource/blob/2782450/2060ad27facf5bb6e0f6515da2042469/data/Studie_Strategien%20zur%20nachhaltigen%20Finanzierung%20Deutschlands.pdf (Zugriffsdatum 03.09.2023).
- Bhatia, A. V., Mitra, S., Weber, A., Aiyar, S., de Almeida, L., Cuervo, C., Santos, A., & Gudmundsson, T. (2019). A Capital Market Union for Europe. IMF Staff Discussion Note SDN/19/07.
- Blättchen Financial Advisory (2021). Jahresrückblick 2020.
- BMAS, Bundesministerium für Arbeit (2023). Alterseinkommen und zusätzliche Vorsorge. <https://www.bmas.de/DE/Soziales/Rente-und-Altersvorsorge/Fakten-zur-Rente/Alterseinkommen-und-zusaetzliche-Vorsorge/alterseinkommen-und-zusaetzliche-vorsorge.html#:~:text=Die%20gesetzliche%20Rentenversicherung%20ist%20die,anderen%20Alterssicherungssystemen%20stammen%2014%20Prozent.> (Zugriffsdatum 19.09.2023).
- BMF, Bundesministerium der Finanzen (2023a). BMF Monatsbericht August 2023. Das Zukunftsfinanzierungsgesetz im parlamentarischen Verfahren.
- BMF, Bundesministerium der Finanzen (2023b). BMF Monatsbericht Januar 2023. Das Generationenkapital: für Gerechtigkeit und solide Staatsfinanzen.
- BMF, Bundesministerium der Finanzen (2023c). Zukunft finanzieren. <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Schlaglichter/Start-ups/zukunftsfinanzierungsgesetz.html> (Zugriffsdatum 21.08.2023).

Literaturverzeichnis (2/7)

BMF, Bundesministerium der Finanzen (2023d). French-German roadmap for the capital markets union. <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Topics/Europe/Articles/roadmap-capital-markets-union.html> (Zugriffsdatum 17.10.2023).

Bördlein, R. (2002). Stock Exchanges and Regional Competitiveness: The Case of Small German Exchanges. European Regional Science Association, ERSA conference papers.

Börse Frankfurt (2023). Free float. <https://www.boerse-frankfurt.de/en/know-how/glossary/free-float>

Bossone, B. & Lee, J.-K. (2004). In Finance, Size Matters: The "Systemic Scale Economies" Hypothesis. IMF Staff Papers, 51(1), 19–46.

Braun, B. & Deeg, R. (2020). Strong Firms, Weak Banks: The Financial Consequences of Germany's Export-led Growth Model. German Politics, 29(3), 358–381.

Burghof, H. P., Gehrung, M., & Schmidt, D. (2021a). Banking Systems and Their Effects on Regional Inequality and Wealth. Arbeitspapier.

Burghof, H. P., Gehrung, M., & Schmidt, D. (2021b). Under Italy's Sun or in an Economic Shadow - The Effects of Regional Banking Systems on Economic Development in the Italian Mezzogiorno Regions. Arbeitspapier.

Business Insider (2011). Die deutsche Venture-Capital-Szene. Gründerszene. <https://www.businessinsider.de/gruenderszene/allgemein/venture-capital-szene-deutschland-vs-usa/> (Zugriffsdatum 27.09.2023).

BVR, Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken (2023). Genossenschaftliche FinanzGruppe. https://www.bvr.de/Wer_wir_sind/Genossenschaftliche_FinanzGruppe (Zugriffsdatum 24.08.2023).

BZSt, Bundeszentralamt für Steuern (2023). Kapitalertragsteuerentlastung. https://www.bzst.de/DE/Unternehmen/Kapitalertraege/Kapitalertragsteuerentlastung/kapitalertragsteuerentlastung_node.html#:~:text=Kapitalertr%C3%A4ge%20unterliegen%20in%20Deutschland%20einem,im%20Ausland%20ans%C3%A4ssigen%20Empf%C3%A4nger%20zuflie%C3%9Fen. (Zugriffsdatum 07.09.2023).

CDU/CSU & FDP (2009). Wachstum. Bildung. Zusammenhalt.

CDU/CSU & SPD (2005). Gemeinsam für Deutschland. Mit Mut und Menschlichkeit.

CDU/CSU & SPD (2013). Deutschlands Zukunft gestalten.

CDU/CSU & SPD (2017). Ein neuer Aufbruch für Europa. Eine neue Dynamik für Deutschland. Ein neuer Zusammenhalt für unser Land.

Cournède, B., Denk, O., & Hoeller, P. (2015). Finance and Inclusive Growth. OECD Economic Policy Paper, No. 14.

DAI, Deutsches Aktieninstitut (2021). Auslandslistings von BioNTech, Curevac & Co. Deutsches Aktieninstitut. https://www.dai.de/fileadmin/user_upload/210714_Studie_Auslandslistings_von_BioNTech__CureVac__Co..pdf (Zugriffsdatum 12.09.2023).

DAI, Deutsches Aktieninstitut (2023). Deutschland kann Aktie!. https://www.dai.de/fileadmin/user_upload/230117_Deutsches_Aktieninstitut_Aktionaerszahlen_2022.pdf (Zugriffsdatum 12.09.2023).

Deutsche Boerse (2023). Follow-up obligations. <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/primary-market/being-public/ipo-line-being-public/regulated-market/lipo-21956-0> (Zugriffsdatum 03.09.2023).

Literaturverzeichnis (3/7)

Deutsche Boerse Cash Market (2022). Scale. <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/resource/blob/3239422/48b5a32da2c70d0ba5293c80e66c21ba/data/Factsheet-Scale.pdf> (Zugriffsdatum 03.09.2023).

Deutsche Bundesbank (2015). Der Verbriefungsmarkt ist besser als sein Ruf. <https://www.bundesbank.de/de/presse/gastbeitraege/der-verbiefungsmarkt-ist-besser-als-sein-ruf-608114> (Zugriffsdatum 26.09.2023).

Deutsche Bundesbank (2019). Verbriefungen. <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/bankenaufsicht/einzelaspekte/eigenmittelanforderungen/kreditrisiko/verbiefungen-598450> (Zugriffsdatum 10.10.2023).

Die Bank – Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis (2021). Positiver Beitrag zur Weiterentwicklung der Kapitalmarktunion, 8. <https://webkiosk.die-bank.de/die-bank-08-2021/65867822> (Zugriffsdatum 26.09.2023).

Didier, T., Levine, R., Llovet Montanes, R., & Schmukler, S. (2020). Capital Market Financing and Firm Growth. Policy Research Arbeitspapier 9337.

Die Bank – Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis (2022). Bankbasierte Mittelstandsfinanzierung – Verbriefung kann die nachhaltige und digitale Transformation unterstützen, 7. <https://webkiosk.die-bank.de/die-bank-07-2022/67167194> (Zugriffsdatum 26.09.2023).

DSGV, Deutscher Sparkassen- und Giroverband (2020). Pläne der EU Kommission zur Kapitalmarktunion. https://www.dsgv.de/newsroom/presse/200924_PM_EU_Kapitalmarktunion_50.html (Zugriffsdatum 04.09.2023).

DSGV, Deutscher Sparkassen- und Giroverband (2023) Verbundstruktur. <https://www.dsgv.de/sparkassen-finanzgruppe/organisation/verbandsstruktur.html> (Zugriffsdatum 24.08.2023).

DZ Bank (2023). Mittelstand Im Mittelpunkt – Frühjahr 2023. <https://www.bvr.de/p.nsf/0/1AE8BD8BD206280AC12589DA0031624B/%24FILE/Mittelstand%20im%20Mittelpunkt%20Fr%20C3%BCjahr%202023.pdf> (Zugriffsdatum 26.09.2023).

Ebert, S., Grote, M., & Laudenbach, C. (2019). Zum Rätsel der Aktienmarktteilnahme in Deutschland. Frankfurt School of Finance & Management & Goethe-Universität Frankfurt.

EIB, Europäische Investitionsbank (2016). EIB Investment Survey 2016 – EU overview. EIB Investment Survey.

EIB, Europäische Investitionsbank (2017). EIB Investment Survey 2017 – EU overview. EIB Investment Survey.

EIB, Europäische Investitionsbank (2018). EIB Investment Survey 2018 – EU overview. EIB Investment Survey.

EIB, Europäische Investitionsbank (2019). EIB Investment Survey 2019 – EU overview. EIB Investment Survey.

EIB, Europäische Investitionsbank (2020). EIB Investment Survey 2020 – EU overview. EIB Investment Survey.

EIB, Europäische Investitionsbank (2021). EIB Investment Survey 2021 – EU overview. EIB Investment Survey.

EIB, Europäische Investitionsbank (2022). EIB Investment Survey 2022 – EU overview. EIB Investment Survey.

EU-Komm., Europäische Kommission, (2020a). Stepping up Europe's 2030 climate ambition – Investing in a climate-neutral future for the benefit of our people Part 1/2. COM(2020) 562 final.

EU-Komm., Europäische Kommission, (2020b). Stepping up Europe's 2030 climate ambition – Investing in a climate-neutral future for the benefit of our people Part 2/2. COM(2020) 562 final.

Literaturverzeichnis (4/7)

EU-Komm., Europäische Kommission (2023). Capital Markets Union 2020 action plan: A capital markets union for people and businesses. https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_en (Zugriffsdatum 04.09.2023).

EZB (2023b). Take-aways from the horizontal assessment of the survey on digital transformation and the use of fintech. EZB Bankenaufsicht. https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/Takeaways_horizontal_assessment~de65261ad0.en.pdf (Zugriffsdatum 26.09.2023).

Euronext (2023a). Choosing your market. <https://www.euronext.com/en/raise-capital/how-go-public/choosing-market> (Zugriffsdatum 13.09.2023).

European Parliament (2018). Senkung der Treibhausgasemissionen in der EU: nationale Ziele für 2030. <https://www.europarl.europa.eu/news/de/headlines/priorities/klimawandel/20180208STO97442/senkung-der-treibhausgasemissionen-in-der-eu-nationale-ziele-fur-2030> (Zugriffsdatum 05.09.2023).

EY, Ernst & Young (2023). Strategieoption Kapitalmarkt - Finanzierung über Aktien und Anleihen. https://www.ey.com/de_de/ipo/kapitalmarkt-finanzierung-ueber-aktien-und-anleihen (Zugriffsdatum 27.09.2023).

FAS, Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung (2023, 01. Oktober). Der deutsche Kapitalmarkt ist unterentwickelt, S. 26.

Fasoon (2017). Kapitalbeschaffung (Teil 2) - Die Lebensphasen eines Unternehmens. <https://fasoon.ch/kapitalbeschaffung-teil-2/> (Zugriffsdatum 27.09.2023).

FCA (2023a). FCA proposes to simplify rules to help encourage companies to list in the UK. <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-proposes-simplify-rules-help-encourage-companies-list-uk> (Zugriffsdatum 26.09.2023).

FSB, Financial Stability Board (2023a). Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation.

FSB, Financial Stability Board (2023b). The Financial Stability Implications of Leverage in Non-Bank Financial Intermediation.

GDV, Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft (2020). Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft.

GFMA, Global Financial Markets Association & BCG, Boston Consulting Group (2020). Climate finance markets and the real economy. <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2020/12/Climate-Finance-Markets-and-the-Real-Economy.pdf> (Zugriffsdatum 27.09.2023).

GoingPublic Magazin (2023). Listed Germany – Die börsennotierte Deutschland AG in Zahlen, Teil II, 3.

Gov.UK (2023a). How is Social Security financed. <https://www.gov.uk/government/statistics/pensioners-incomes-series-financial-year-2021-to-2022/pensioners-incomes-series-financial-year-2021-to-2022#sources-of-pensioners-incomes> (Zugriffsdatum 13.09.2023).

Grote, M. & Fitza, M. (2022). Das versteckte Potenzial des privaten Kapitalmarktes in Deutschland. Frankfurt School of Finance & Management.

Hackethal, A. & Schmidt, R. H. (2005). Structural Change in the German Banking System?. Arbeitspapier-Serie: Finance & Accounting No. 147.

Handelsblatt (2023). Bundesregierung will Aktienrente immens vergrößern: 200 Milliarden Euro bis 2035. <https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/altersvorsorge-bundesregierung-will-aktienrente-immens-vergroessern-200-milliarden-euro-bis-2035/29300134.html>

Handelsblatt (2019). Biontech-Chef Sahin erklärt, was sich durch den Börsengang ändert. <https://www.handelsblatt.com/technik/forschung-innovation/biotechunternehmen-biontech-chef-sahin-erklaert-was-sich-durch-den-boersengang-aendert/25107840.html> (Zugriffsdatum 12.09.2023)

Literaturverzeichnis (5/7)

Helaba, Landesbank Hessen-Thüringen (2019). Corporate Schuldscheinmarkt 2018 – Gute Bonitäten weiterhin dominierend. Credit Special. <https://www.helaba.de/blueprint/servlet/resource/blob/docs/485240/c5061aafd6f6b78768e7cc293736cd87/cs-20190116-data.pdf> (Zugriffsdatum 26.09.2023).

Helaba, Landesbank Hessen-Thüringen (2023). Corporate Schuldschein: Primärmarkt im 1. Quartal 2023. Credits and Covered Bonds. <https://www.helaba.de/blueprint/servlet/resource/blob/docs/612444/b3fb302c48a943efe4d305aa4f38e31b/primaerm-ssd-20230411-data.pdf> (Zugriffsdatum 26.09.2023).

Huggins, R. & Prokop, D. (2013). Stock markets and economic development: the case for regional exchanges. *International Journal of Innovation and Regional Development*, 5(3), 279-303.

IOSCO, The Board of the International Organization of Securities Commissions (2023). Thematic Analysis: Emerging Risks in Private Finance.

IRS, Internal Revenue Service (2023). Capital gains and losses. <https://www.irs.gov/taxtopics/tc409> (Zugriffsdatum 07.09.2023).

IW, Institut der deutschen Wirtschaft (2022). Transformation in NRW. IW-Gutachten. <https://www.iwkoeln.de/studien/markus-demary-jonas-zdrzalek-wie-kann-die-digitale-und-klimaneutrale-transformation-der-unternehmen-in-nrw-am-besten-finanziert-werden.html> (Zugriffsdatum 20.09.2023).

kapitalmarktteam.de (2021). Wer kauft Schuldscheindarlehen?. <https://schuldscheine.kapitalmarktteam.de/schuldscheindarlehen-die-basics/wer-kauft-schuldscheindarlehen/> (Zugriffsdatum 09.10.2023).

KfW, Kreditanstalt fuer Wiederaufbau (2021). Beitrag von Green Finance zum Erreichen von Klimaneutralität in Deutschland.

KfW, Kreditanstalt fuer Wiederaufbau (2022). KfW-Start-up-Report 2022 – Nach Corona-Knick hat sich Zahl der Start-ups 2021 wieder erholt,

Klagge, B. (2003). Regionale Kapitalmärkte, dezentrale Finanzplätze und die Eigenkapitalversorgung kleinerer Unternehmen – eine institutionell orientierte Analyse am Beispiel Deutschlands und Großbritanniens. *Geographische Zeitschrift*, 175-199.

LBBW, Landesbank Baden-Württemberg (2016). Schuldscheinmarkt 2016: „Bond to SSD“ treibt den Markt. Pressemitteilung. https://www.lbbw.de/konzern/medien-center/presseinfos/2016/20161219-lbbw-presseinformation-schuldscheinmarkt-schreibt-2016-neue-rekorde--bond-to-ssd-treibt-den-markt_8ydiggecq_m.pdf (Zugriffsdatum 26.09.2023).

LBBW, Landesbank Baden-Württemberg (2017). Schuldscheinmarkt 2016: „Bond to SSD“ treibt den Markt. LBBW behält Spitzenposition am SSD-Markt – Emissionszahl am Schuldscheinmarkt im Jahr 2017 um ein Viertel gestiegen. Pressemitteilung. https://www.lbbw.de/konzern/medien-center/presseinfos/2017/20171222-lbbw-presseinformation-lbbw-behaelt-spitzenposition-am-ssd-markt-emissionszahl-am-schuldscheinmarkt-im-jahr-2017-um-ein-viertel-gestiegen_8ydifr233_m.pdf (Zugriffsdatum 26.09.2023).

LBBW, Landesbank Baden-Württemberg (2020). Schuldscheinmarkt wächst 2019 trotz ruhigen Schlussquartals wieder auf Rekordniveau. Pressemitteilung.

LBBW, Landesbank Baden-Württemberg (2021). Schuldscheinmarkt mit gutem Jahresabschluss. Blickpunkt. https://www.lbbw.de/konzern/research/2021/studien/20211222-lbbw-research-ausblick-schuldscheinmarkt-2022_ad3k5ono75_m.pdf?origin=/2021-studie-schuldschein (Zugriffsdatum 26.09.2023).

LBBW, Landesbank Baden-Württemberg (2023). Schuldscheinmarkt legt 2022 Rekordjahr hin. Blickpunkt. https://www.lbbw.de/konzern/research/2023/studien/20230103-lbbw-blickpunkt-schuldscheinmarkt-gj-2022_afwmfwo1z_m.pdf (Zugriffsdatum 26.09.2023).

Levine, R. (2002). Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? NBER Arbeitspapier Nr. W9138.

Levitt, T. (1965). Exploit the Product Life Cycle. *Harvard Business Review*.

Listing Center Nasdaq (2023). 5200. General Proedures and Prerequisites for inital and continued listing on the Nasdaq Stock Market. <https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/nasdaq-5200-series#:~:text=Except%20in%20unusual%20circumstances%2C%20a,securities%20or%20influence%20investors%27%20decisions> (Zugriffsdatum 03.09.2023).

Literaturverzeichnis (6/7)

- LSE (2021) AIM Rules for companies. https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/n2020_attachment_b.pdf (Zugriffsdatum 03.09.2023).
- LSE (2023d). Fees for Issuers. https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/Fees_for_Issuers-Jan_2023.pdf (Zugriffsdatum 03.11.2023).
- Mercer (2022). Mercer CFA Institute Global Pension Index 2022. <https://www.mercer.com/insights/investments/market-outlook-and-trends/mercer-cfa-global-pension-index/> (Zugriffsdatum 27.09.2023).
- Nasdaq (2023). Initial Listing Guide. <https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide.pdf> (Zugriffsdatum 03.09.2023).
- Oxera (2019). Primary and Secondary Equity Markets in the EU. Final Report. European Commission. <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf> (Zugriffsdatum 27.09.2023).
- Oxera & Kaserer, C. (2021). Wie können Börsengänge für Start-ups in Deutschland erleichtert werden? Internationaler Vergleich und Handlungsempfehlungen. https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Publikationen/Studien/studie-wie-koennen-boersengaenge-fuer-startups-in-deutschland-erleichtert-werden.pdf?__blob=publicationFile&v=1. (Zugriffsdatum 27.09.2023).
- Pagano, M., Röell, A.A., & Zechner, J. (2002), The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad?. *The Journal of Finance*, 57, 2651-2694.
- Passarge, E. (2010). Institutioneller Wandel im Finanzsystem Deutschlands. Vom bank- zum marktbasieren Modell?. *Bamberger Beiträge zur Soziologie*. University of Bamberg Press.
- PWC (2019). Emissionsmarkt Deutschland Q1 2019. <https://www.pwc.de/de/newsletter/kapitalmarkt/emissionsmarkt-deutschland-q1-2019.pdf> (Zugriffsdatum 31.08.2023).
- PWC (2023a). Emissionsmarkt Deutschland Q2 2023. <https://www.pwc.de/de/kapitalmarktorientierte-unternehmen/emissionsmarkt-q2-2023.pdf> (Zugriffsdatum 31.08.2023).
- PWC (2023b). Worldwide Tax Summaries - France. <https://taxsummaries.pwc.com/france/individual/other-taxes> (Zugriffsdatum 13.09.2023).
- Schmidt, D. (2021). The Impact of Regional Banking Systems on Firms and SMEs – Evidence from five European Countries. Arbeitspapier.
- Schmidt, R. (2019). On the Change of the German Financial System. SAFE White Paper Nr. 61. Center for Financial Studies and Goethe University Frankfurt.
- Shafie, S., Liedtke, M., & Asghari, R. (2021). Der deutsche Venture-Capital-Markt – Investitionen und Rahmenbedingungen. *Wirtschaftsdienst*, ISSN 1613-978X, Springer.
- Sjunde AP-fonden (2023). Homepage with several topics and areas. <https://www.ap7.se/english/>
- Song, F. & Thakor, A. (2010). Financial system architecture and the co-evolution of banks and capital markets. *Economic Journal*, 120(547), 1021-1055.
- SPD & Bündnis 90/Die Grünen (1998). *Aufbruch und Erneuerung – Deutschlands Weg ins 21. Jahrhundert*.
- SPD & Bündnis 90/Die Grünen (2002). *Erneuerung – Gerechtigkeit – Nachhaltigkeit*.
- SPD, Bündnis 90/Die Grünen & FDP (2021). *Mehr Fortschritt wagen – Bündnis für Freiheit, Gerechtigkeit und Nachhaltigkeit*.
- US Census Bureau (2022). Income sources of Older Households. <https://www.census.gov/content/dam/Census/library/publications/2022/demo/p70br-177.pdf> (Zugriffsdatum 13.09.2023).
- VentureCapital Magazin (2019). Europa vs. USA: Wie ticken die beiden Wagniskapitalmärkte? Eine Einschätzung über den Atlantik hinweg. <https://www.vc-magazin.de/blog/2019/08/01/europa-vs-usa-wie-ticken-die-beiden-wagniskapitalmaerkte/> (Zugriffsdatum 27.09.2023).

Literaturverzeichnis (7/7)

Vitols, S. (2001). The origins of bank-based and market-based financial systems: Germany, Japan, and the United States. (Diskussionspapiere / Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, Forschungsschwerpunkt Arbeitsmarkt und Beschäftigung, Abteilung Wirtschaftswandel und Beschäftigung, 01-302). Berlin: Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung

visapath (2023). Über Australien. <https://visapath.de/allgemeine-informationen/australien/leben-und-arbeiten-in-australien/> (Zugriffsdatum 27.09.2023)

Xetra (2022). Gebührenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse. https://www.xetra.com/resource/blob/35140/4bf781b171b18fa68bfdab75ca78de08/data/2022-06-13_Geb%C3%BChrenordnung.pdf (Zugriffsdatum 03.09.2023).

Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen (2022). Verbriefte Unternehmenskredite trotz den steigenden Zinsen.

<https://www.kreditwesen.de/kreditwesen/themenschwerpunkte/aufsaeetze/verbriefte-unternehmenskredite-trotzen-steigenden-id81545.html> (Zugriffsdatum 26.09.2023).

Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen (2023). Der Beitrag von Verbriefungen zur Finanzierung des Mittelstands in der nachhaltigen Transformation.

<https://www.kreditwesen.de/kreditwesen/themenschwerpunkte/aufsaeetze/beitrag-verbriefungen-finanzierung-mittelstands-na-id87115.html> (Zugriffsdatum 26.09.2023).

Quellenverzeichnis (1/2)

APRA, Australian Prudential Regulation Authority (2023). Quarterly superannuation statistics. <https://www.apra.gov.au/quarterly-superannuation-statistics> (Zugriffsdatum 27.09.2023).

Arbeitgeberverband des privaten Bankgewerbes, AGV Banken (2023). Beschäftigte im Kreditgewerbe. <https://www.agvbanken.de/grafiken/beschaeftigte-im-kreditgewerbe-seit-1991> (Zugriffsdatum 16.08.2023).

Bloomberg (2023). Financial market data. (Zugriffsdatum 02.09.2023).

Borsa Italiana (2023). Analysis and statistics – monthly update December 2022. https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/sintesi-mensili/2022/sintesi mensili202212.en_pdf.htm (Zugriffsdatum 15.08.2023)

Damodaran, A. (2023). Country Default Spreads and Risk Premiums. <https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fpages.stern.nyu.edu%2F~adamodar%2Fpc%2Fdatasets%2FctrypremJuly23.xlsx&wdOrigin=BROWSELINK> (Zugriffsdatum 03.09.2023).

Destatis (2023a). Umsatzsteuerstatistik. <https://www-genesis.destatis.de/genesis/online?operation=table&code=73311-0004&bypass=true&levelindex=0&levelid=1693922374784#abreadcrumb> (Zugriffsdatum 02.09.2023).

Destatis (2023b). Bevölkerung: Deutschland, Stichtag, Altersjahre. <https://www-genesis.destatis.de/datenbank/beta/statistic/12411/table/12411-0005/> (Zugriffsdatum 12.09.2023).

Deutsche Bundesbank (2023). Bankenstatistiken. <https://www.bundesbank.de/de/statistiken/banken-und-andere-finanzielle-unternehmen/banken/bankenstatistiken-803956> (Zugriffsdatum 16.08.2023).

EZB (2023a). BSI – Balance sheet items. <https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691312> (Zugriffsdatum 15.08.2023).

ESMA (2023). List of market makers and authorised primary dealers who are using the exemption under the Regulation on short selling and credit default swaps. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/list_of_market_makers_and_primary_dealers.pdf (Zugriffsdatum 04.09.2023).

Euronext (2023b). Euronext Factbook 2022. <https://live.euronext.com/resources/statistics/factbook> (Zugriffsdatum 04.09.2023).

Eurostat (2023). Financial balance sheets – annual data. https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/NASA_10_F_BS/default/table?lang=en (Zugriffsdatum 29.08.2023).

FCA (2023b). List of market makers and authorised primary dealers using the exemption under the UK version of Regulation (EU) No236/2012 of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 on short selling and certain aspects of credit default swap. <https://www.fca.org.uk/publication/documents/market-makers-authorised-primary-dealers.pdf> (Zugriffsdatum 04.09.2023).

FESE, Federation of European Securities Exchanges (2023a). FESE statistics (January 2022 - December 2022). <https://www.fese.eu/statistics/> (Zugriffsdatum 15.08.2023).

FESE, Federation of European Securities Exchanges (2023b). FESE-EEMR-2022. <https://fese.eu/app/uploads/2023/01/FESE-EEMR-2022.xlsx> (Zugriffsdatum 04.09.2023).

Federal Reserve Economic Data, FRED (2023). Balance Sheet: Total Assets <https://fred.stlouisfed.org/series/QBPBSTAS> (Zugriffsdatum 15.08.2023).

Gov.UK (2023b). Capital Gains Tax. <https://www.gov.uk/capital-gains-tax/rates#:~:text=If%20this%20amount%20is%20within,above%20the%20basic%20tax%20rate> (Zugriffsdatum 07.09.2023).

IWF, Internationaler Währungsfonds (2023). World Economic Outlook Database April 2023 Edition. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2023/April> (Zugriffsdatum 15.08.2023).

Quellenverzeichnis (2/2)

LSE (2023a). LSEG market report December 2022. <https://www.londonstockexchange.com/reports?tab=monthly-market-report> (Zugriffsdatum 15.08.2023).

LSE (2023b). Secondary Market factsheet December 2022. <https://www.londonstockexchange.com/reports?tab=market-summary> (Zugriffsdatum 15.08.2023).

LSE (2023c). Trading statistics December 2022. <https://www.londonstockexchange.com/reports?tab=equities> (Zugriffsdatum 15.08.2023).

Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (2023). Research- Investments. <https://nvp.nl/facts-figures/market-figures/investments/> (Zugriffsdatum 31.08.2023).

OECD (2022). Global pension statistics. <https://www.oecd.org/finance/private-pensions/globalpensionstatistics.htm> (Zugriffsdatum 04.09.2023).

OECD (2023a). Household financial assets. <https://data.oecd.org/hha/household-financial-assets.htm> (Zugriffsdatum 04.09.2023).

OECD (2023b). Non-consolidated financial balance sheets by economic sector. https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=QASA_TABLE720R (Zugriffsdatum 29.08.2023).

OECD (2023c). Venture Capital Investments. https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=VC_INVEST (Zugriffsdatum 31.08.2023).

Office for National Statistics (2022). UK Business: activity, size and location. <https://www.ons.gov.uk/businessindustryandtrade/business/activitysizeandlocation/bulletins/ukbusinessactivitysizeandlocation/2022/relateddata> (Zugriffsdatum 02.09.2023).

Refinitiv (2023). Pricing and Market Data. (Zugriffsdatum 02.09.2023).

SCB, Statistics Sweden (2023). Summary of Population Statistics 1960–2022. <https://www.scb.se/en/finding-statistics/statistics-by-subject-area/population/population-composition/population-statistics/pong/tables-and-graphs/population-statistics---summary/summary-of-population-statistics/> (Zugriffsdatum 09.10.2023).

SIFMA (2023). Capital Markets Factbook - Global Equity Issuance. <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2022/07/2023-SIFMA-Capital-Markets-Factbook.pdf> (Zugriffsdatum 31.08.2023).

SNB (2023). Total Aktiven. [https://data.snb.ch/de/warehouse/BSTA/facets?facetSel=toz_bsta_bsta\(2579\)](https://data.snb.ch/de/warehouse/BSTA/facets?facetSel=toz_bsta_bsta(2579)) (Zugriffsdatum 15.08.2023).

Statista (2023). Top 100 companies: Germany, UK, U.S. US Census Bureau (2023a). NES Tables. <https://www.census.gov/programs-surveys/nonemployer-statistics/data/tables.html> (Zugriffsdatum 07.09.2023).

UN, Vereinte Nationen (2022). 2022 Revision of World Population Prospects. <https://population.un.org/wpp/> (Zugriffsdatum 09.10.2023).

US Census Bureau (2023b). SUSB Tables. <https://www.census.gov/programs-surveys/susb/data/tables.html> (Zugriffsdatum 07.09.2023).

US Census Bureau (2020). Annual Business Survey 2020. https://data.census.gov/table?q=ab2000*&tid=ABSCB2020.AB2000CSCB04&nkd=BUSCHAR~A1:BM:BN:BO,EMPSZFI~652:657,QDESC~B02,RACE_GROUP~00,SEX~001,VET_GROUP~001 (Zugriffsdatum 03.09.2023).

US Census Bureau (2017). County Business Patterns and Economic Census. <https://www.census.gov/data/tables/2017/econ/susb/2017-susb-annual.html> (Zugriffsdatum 02.09.2023).

WFE (2023). Market Statistics – February 2023. <https://focus.world-exchanges.org/issue/february-2023/market-statistics> (Zugriffsdatum 15.08.2023).

Weltbank (2023). Listed domestic companies, total – United States. <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO?locations=US> (Zugriffsdatum 07.09.2023).

zeb (2023a). zeb.ESG Wallet Model, August 2023 Update. zeb-interne Quelle.

zeb (2023b). zeb.Wallet Model, August 2023 Update. zeb-interne Quelle.

Abkürzungsverzeichnis (1/7)

Abkürzung	Erläuterung
AFME	Association for Financial Markets in Europe
AG	Aktiengesellschaft
AGV Banken	Arbeitgeberverband des privaten Bankgewerbes
AIM	Alternative Investment Market
APRA	Australian Prudential Regulation Authority
aufgr.	aufgrund
ausl.	ausländische
BCG	Boston Consulting Group
BdB	Bundesverband deutscher Banken
BDI	Bundesverband der Deutschen Industrie e.V.
betriebl.	betrieblich(en)
Bill.	Billionen

Abkürzung	Erläuterung
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BMAS	Bundesministerium für Arbeit und Soziales
BME	Bolsas y Mercados Espanoles
BMF	Bundesministerium der Finanzen
börsennot.	börsennotiert
BVR	Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken
bzgl.	bezüglich
BZSt	Bundeszentralamt für Steuern
bzw.	beziehungsweise
CDU	Christlich Demokratische Union Deutschlands
CEO	Chief executive officer
CET1-Ratio	Common Equity Tier 1-Ratio

Abkürzungsverzeichnis (2/7)

Abkürzung	Erläuterung
CH	Schweiz
CLO	Collateralised Loan Obligation
CRE	Commercial Real Estate
CSU	Christlich-Soziale Union in Bayern e. V.
d. h.	das heißt
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DC-Plan	Defined Contribution Plan
DE	Deutschland
DIHK	Deutscher Industrie- und Handelskammertag e. V.
DSGV	Deutscher Sparkassen- und Giroverband
Dt.	deutsche(r/n)
durchschn.	durchschnittlich

Abkürzung	Erläuterung
DZ Bank	Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank
E-Commerce	Electronic Commerce
EIB	Europäische Investitionsbank
entspr.	entspricht/entsprechend
ES	Spanien
ESAP	European Single Access Point
ESMA	European Securities and Markets Authority
et al.	et alii
ETF	Exchange traded fund
EU	Europäische Union
EU-Komm.	Europäische Kommission
EUR	Euro

Abkürzungsverzeichnis (3/7)

Abkürzung	Erläuterung
europ.	europäisch(e/en)
EY	Ernst & Young
EZB	Europäische Zentralbank
f	folgende
FAS	Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung
FCA	Financial Conduct Authority
FDP	Freie Demokratische Partei
FESE	Federation of European Securities and Exchanges
FR	Frankreich
FRED	Federal Reserve Economic Data
FSB	Financial Stability Board
GBP	Britisches Pfund

Abkürzung	Erläuterung
GDV	Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft
gesetzl.	gesetzliche
GFMA	Global Financial Markets Association
ggü.	gegenüber
grenzüberschr.	grenzüberschreitend(er)
Helaba	Landesbank Hessen-Thüringen
HH	Haushalte
HS	Hauptsitz
i. d. R.	in der Regel
i. H. v.	in Höhe von
IE	Irland
IFRS	International Financial Reporting Standards

Abkürzungsverzeichnis (4/7)

Abkürzung	Erläuterung
IJJA	Infrastructure Investment & Jobs Act
indiv.	individueller
inkl.	inklusive
inl.	inländischer
insb.	insbesondere
instit.	institutionell(er)
Invest.	Investitionen
IOSCO	The Board of the International Organization of Securities Commissions
IPO	initial public offering
IRS	Internal Revenue Service
IT	Italien

Abkürzung	Erläuterung
IW	Institut der deutschen Wirtschaft Köln e.V.
IWF	Internationaler Währungsfonds
J.	Jahre
jährl.	jährlich(e/en)
jew.	jeweiligen
JP	Japan
k. A.	keine Angabe
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KI	Künstliche Intelligenz
KKP	Kaufkraftparitäten
KMU	Kleine- und mittelständische Unternehmen

Abkürzungsverzeichnis (5/7)

Abkürzung	Erläuterung
KPI	Key Performance Indicator
langfr.	langfristig(en/es)
LBBW	Landesbank Baden-Württemberg
LSE	London Stock Exchange
Makroökon.	Makroökonomisch
Marktkap.	Marktkapitalisierung
mind.	mindestens
Mio.	Millionen
mögl.	möglich(e/er)
Mrd.	Milliarden
NL	Niederlande

Abkürzung	Erläuterung
Nr.	Nummer
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
öffentl.	öffentlichen
p.a.	per annum
polit.	politisch(e/en)
priv.	privat(en/es)
PwC	PricewaterhouseCoopers
qual.	qualitative
quant.	quantitative
rechtl.	rechtlichen
regulat.	regulatorisch(e/er)

Abkürzungsverzeichnis (6/7)

Abkürzung	Erläuterung
RWA	Risk-Weighted Assets
S.	Seite
s.	siehe
SECR	Securitisation Regulation
SIFMA	Securities Industry and Financial Markets Association
SIX	Swiss Infrastructure and Exchange
SNB	Swiss National Bank
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
SSD	Schuldscheindarlehen
staatl.	staatliche
STS	simple, transparent, standardised
SUSB	Statistic of U.S. Businesses

Abkürzung	Erläuterung
T	tausend
teilw.	teilweise
THG	Treibhausgas
UK	United Kingdom (Vereinigtes Königreich)
UN	United Nations (Vereinte Nationen)
Untern.	Unternehmen
unterschiedl.	unterschiedlichen
US / USA	United States / United States of America
USD	US-Dollar
usw.	und so weiter
v. a.	vor allem
VC	Venture capital

Abkürzungsverzeichnis (7/7)

Abkürzung	Erläuterung
verpfl.	verpflichtenden
versch.	verschiedene
Vgl.	Vergleich
VZÄ	Vollzeitäquivalente
WFE	World Federation of Exchanges
WGZ Bank	Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank
z. B.	zum Beispiel
z. T.	zum Teil
Zusätzl.	zusätzlich(e/en)
zw.	zwischen

Kontakte & rechtliche Hinweise

Über AFME und zeb

Association for Financial Markets in Europe (AFME)



Die Association for Financial Markets in Europe (AFME) ist die Stimme aller europäischen Wholesale-Finanzmärkte und bietet Fachwissen zu einem breiten Spektrum von regulatorischen und Kapitalmarktfragen. Wir vertreten die führenden globalen und europ. Banken und andere wichtige Kapitalmarktteilnehmer. Wir setzen uns für tiefe, integrierte europ. Kapitalmärkte ein, die den Bedürfnissen von Unternehmen und Anlegern entsprechen, das Wirtschaftswachstum fördern und der Gesellschaft zugute kommen. Unser Ziel ist es, mithilfe unserer starken, langjährigen Beziehungen, unseres Fachwissens und unserer faktenbasierten Arbeit eine Brücke zwischen Marktteilnehmern und polit. Entscheidungsträgern in ganz Europa zu schlagen.



zeb



Als führende Strategie-, Management- und IT-Beratung bietet zeb seit 1992 Transformationskompetenz entlang der gesamten Wertschöpfungskette im Bereich Financial Services in Europa. In Deutschland unterhalten wir Büros in Frankfurt, Berlin, Hamburg, München und Münster (Hauptsitz). Dazu kommen zehn weitere, internationale Standorte. Zu unseren Kunden zählen neben europäischen Groß- und Privatbanken auch Regionalbanken und Versicherungen sowie Finanzintermediäre aller Art. Bereits mehrfach wurde unser Unternehmen in Branchenrankings als „Bester Berater“ der Finanzbranche klassifiziert und ausgezeichnet.



Kontakt

Association for Financial Markets in Europe (AFME)



Dr. Richard Middleton

Managing Director
AFME

Tel. +49.69.710456661
richard.middleton@afme.eu

Arved Kolle

Director
AFME

Tel. +49.69.710456662
arved.kolle@afme.eu

Jacqueline Mills

Managing Director, Head of Advocacy
AFME

Tel. +32.2.8835547
jacqueline.mills@afme.eu

zeb



Dr. Dirk Holländer

Senior Partner
zeb

Tel. +49.69.719153313
dhollaender@zeb.de

Christian Schiele

Partner
zeb

Tel. +49.251.97128398
cschiele@zeb.de

Dr. Ekkehardt Bauer

Senior Manager
zeb.research

Tel. +49.251.97128225
ebauer@zeb.de

Dr. Christoph Ostermair

Consultant
zeb.research

Tel. +49.89.543433142
christoph.ostermair@zeb.de

Association for Financial Markets in Europe

Zeil 127
60313 Frankfurt am Main
Deutschland

AFME ist im Lobbyregister des Deutschen
Bundestages eingetragen, Registernummer R001235
AFME ist im EU-Transparenzregister eingetragen,
Registernummer 65110063986-76

zeb.rolfes.schierenbeck.associates gmbh

Hammer Straße 165
48153 Münster
Deutschland

Registergericht: Amtsgericht Münster HRB 3745

Umsatzsteueridentifikationsnummer: DE126119817

