

DIRK MITGLIEDERVERSAMMLUNG 2024



TECHNISCHE
UNIVERSITÄT
DARMSTADT

DR. ANNA VERENA HINRICHSEN

Investor Relations, Finanzkommunikation, ESG
AH Kommunikationsberatung & Corecoms
Email: avh@annahinrichsen.com

PROF. DR. DIRK SCHIERECK

Fachgebiet Unternehmensfinanzierung
Technische Universität Darmstadt (TUDa)
Email: dirk.schierECK@tu-darmstadt.de

MIT DEM MEHRSTIMMRECHT ZUM BÖRSENBOOM?

Professor Dr. Dirk Schiereck ist Leiter des Fachgebiets Unternehmensfinanzierung an der TU Darmstadt. Seine Forschungsschwerpunkte liegen in der (kapitalmarktorientierten) Unternehmensfinanzierung, dem Asset Management und der Digitalisierung der Finanzindustrie.

Er ist Aufsichtsratsmitglied bei der BayernInvest und Creditsheff sowie Mitglied in verschiedenen Wissenschaftlichen Beiräten. Die WirtschaftsWoche zählt ihn zu den 30 forschungsstärksten Betriebswirten im deutschsprachigen Raum.

Dr. Anna Verena Hinrichsen ist selbstständige Beraterin für ESG- und Finanzkommunikation und Senior Expert bei der Kommunikationsberatung Corecoms.

Vor ihrer Gründung war sie im Beratungsfeld Kapitalmarktkommunikation für die Brunswick Group tätig. Sie begleitete den Börsengang von SMA Solar und verantwortete dort mehrere Jahre Investor Relations. Interimistisch betreute sie später Investor Relations für Unternehmen im Automobil- und Finanzsektor. Sie wurde am Fachgebiet Unternehmensfinanzierung der TU Darmstadt promoviert.

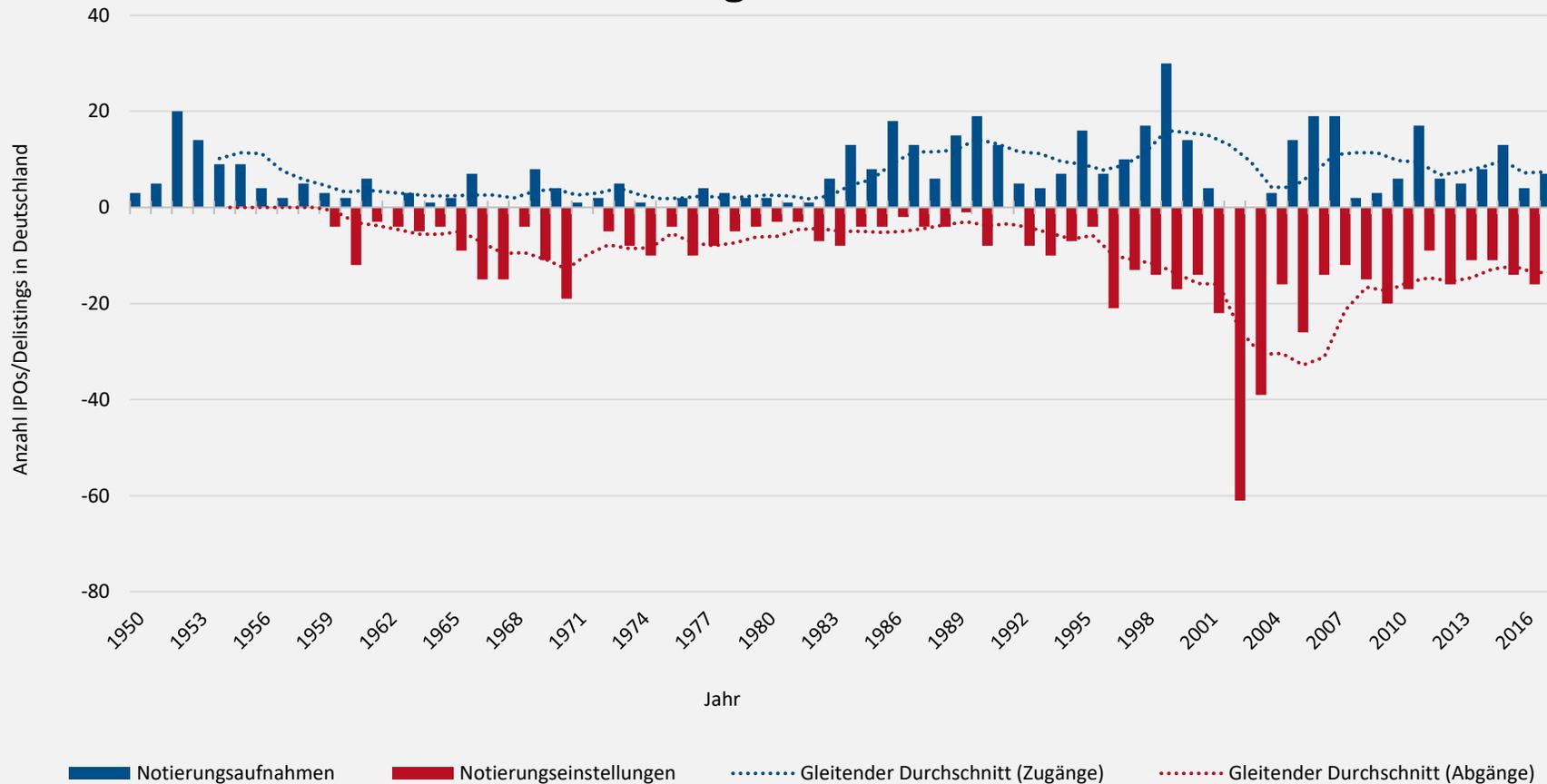


Trends bei börsennotierten Aktiengesellschaften

- Ansätze für Veränderungen
- Mehrstimmrechtsaktien als Game Changer?
- Methodik und Datensatz
- Aktuelle Evidenz

Rückgang der börsennotierten Unternehmen

IPOs und Delistings in Deutschland im Zeitverlauf



- Rückgang der Notierungszahlen von 417 in 1950 auf 238 Anfang 2023 (-43%)
- Jährlicher Rückgang im Regulierten Markt um 2,6 Unternehmen

Quelle: Eigene Recherche

In Deutschland sind neue börsennotierte Aktiengesellschaften oft Teil von alten - ein Mangel an echten großen IPOs?

“Die größten Börsengänge der letzten zwei Jahrzehnte waren hauptsächlich Carve-outs oder Spin-offs von bereits börsennotierten Unternehmen.“

	Emittent	Volumen (in Milliarden EUR)	Jahrgang	Führende Konsortialführer
	Deutsche Telekom	10.60	1996	Deutsche Bank, Dresdner Bank, Goldman Sachs
	Porsche	9.40	2022	Bank of America, Citigroup, Goldman Sachs
	Deutsche Post	5.83	2000	Deutsche Bank, UBS
	Infineon	5.40	2000	Deutsche Bank, Goldman Sachs
	Innogy	4.60	2016	Deutsche Bank, Goldman Sachs
	Knorr-Bremse	4.20	2018	Deutsche Bank, J. P. Morgan, Morgan Stanley

Die größten IPOs in Frankfurt bis 2022

Eine Frage des Patriotismus?

Cornelius Riese, European Banker of the Year und Co-Vorstandsvorsitzender der DZ Bank auf der Euro Finance Week 2023

- „Aus meiner Sicht ist es besorgniserregend, dass ein urdeutsches Unternehmen wie Birkenstock, aber auch ein innovatives wie Biontech es vorzieht, in den USA an die Börse zu gehen.“

Geteiltes Leid ist kein halbes Leid, ganz im Gegenteil!

- Ähnliches Klagen an allen großen Finanzzentren der westlichen Welt (LSE vs. Nasdaq bei Arm).
- Folgen für den globalen Wettbewerb um Initial Public Offerings (IPOs)?
- Exits europäischer Start-ups über IPOs gehen zurück, Verkauf an Private Equity steigt stark an.
- Notierungsaufnahmen als Symptom für Existentielles?
 - Nationale Kapitalmärkte als Ökosysteme – notwendige Mindestgrößen und Kipppunkte
 - Börsen als Voraussetzung zur Beteiligung der Massen am Produktivkapital, Sachverständigenrat betont Bedeutung der Kapitalmärkte für Wirtschaft und Wohlstand

So lang und global der Trend, so ratlos die Finanzforschung

Bereits im Jahr 2017 fragten Kathleen Kahle und Renè Stulz: "Is the US Public Corporation in Trouble?" und verglichen die Zusammensetzung des US-Aktienmarkts von 1995 mit 2015.

	1995	2015
Aktiengesellschaften	7.002	3.766
Durchschnittsalter	12,2	18,4
Marktkapitalisierung	11 B.	22 B.

- Zahl der börsennotierten Unternehmen ging um fast die Hälfte zurück
- Das Durchschnittsalter der Unternehmen ist in diesem Zeitraum um mehr als sechs Jahre (auch fast 50%) gestiegen
- Erhebliches Wachstum der Marktkapitalisierung, weniger aber viel größere Unternehmen dominieren das Börsengeschehen
- Größte Unternehmen nicht länger größte Arbeitgeber – Bindung zur USA?

Agenda

- Trends bei börsennotierten Aktiengesellschaften

Ansätze für Veränderungen

- Mehrstimmrechtsaktien als Game Changer?

- Methodik und Datensatz

- Aktuelle Evidenz

Ursachen für die sinkende Zahl börsennotierter Aktiengesellschaften

Ursachen für wenige IPOs

- Es gibt KEINE einfache Lösung / Antwort
- Relative Attraktivität ist wichtiger als absolute.
- Börsen als multi-sided markets – nur wenn alle Seiten profitieren, lebt das Ökosystem
- Zunehmende regulatorische Anforderungen erhöhen die Kosten der Emittenten, aber helfen den Investoren und sorgen so für Liquidität im Handel

Anlass der Delistings

- 59% Delistings nach Akquisitionen, 23% als Going Private und 18% als Insolvenz
- ein signifikanter Zusammenhang zwischen steigenden Corporate Governance-Anforderungen und einer Zunahme von Börsenrückzügen in 13 Ländern Europas
- Kein Rückgang insolvenzbedingter Börsenrückzüge durch Regulierung

Agenda

- Trends bei börsennotierten Aktiengesellschaften

- Ansätze für Veränderungen

Mehrstimmrechtsaktien als Game Changer?

- Methodik und Datensatz

- Aktuelle Evidenz

Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG)

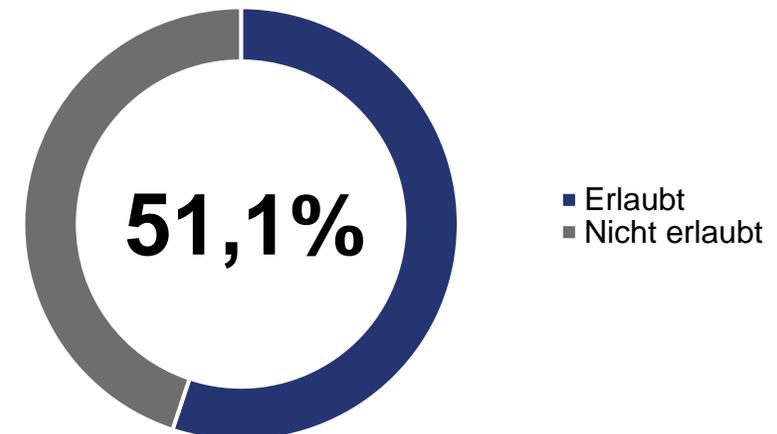
- Am 17. November 2023 beschlossen
- Ziel: bessere Finanzierungsbedingungen für Start-Ups und KMUs sowie die Erhöhung der Attraktivität des deutschen Kapitalmarktes.
- Maßnahmen: u.a. die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien.
- Voraussetzung für den Einsatz von Mehrstimmrechtsaktien:
 - Maximale Stimmverhältnis von 1:10.
 - Zustimmungserfordernis aller betroffenen Aktionäre.
 - “Sunset Clause”: Mehrstimmrechte erlöschen im Fall der Übertragung der Aktie, spätestens zehn Jahre nach der Börsennotierung der Gesellschaft.

Einsatz von Mehrstimmrechtsaktien im Ausland

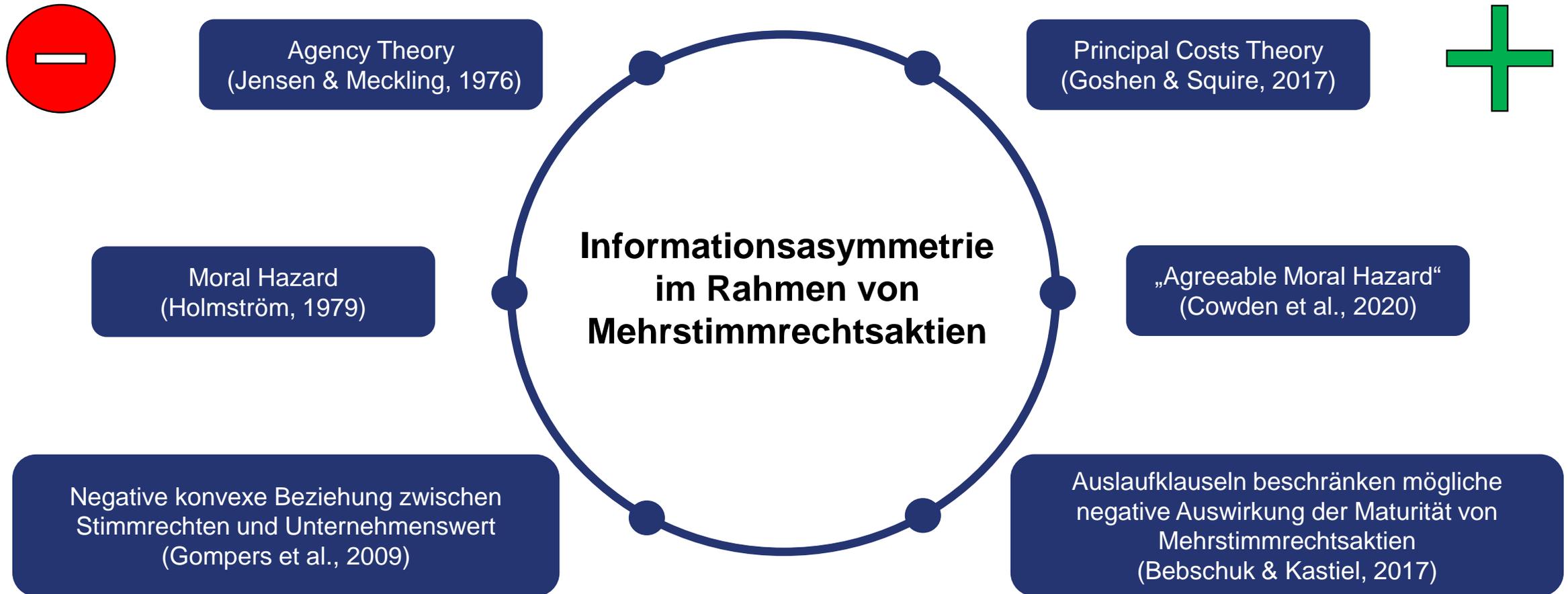
- Beliebtheit von Mehrstimmrechtsaktien in den nordischen Ländern: 40% aller Börsengänge in Schweden und über die Hälfte der Börsengänge in Finnland und Dänemark, bezogen auf die Marktkapitalisierung.
- In USA über 20% aller Börsengänge.
- In Frankreich ist die Emission von Treueaktien standardisiert.

Erlaubnis von Mehrstimmrechtsaktien in einzelnen Ländern

27 der **49** untersuchten OECD-Länder im Corporate Governance Factbook 2023 erlauben Mehrstimmrechtsaktien (68% der untersuchten europäischen Länder).



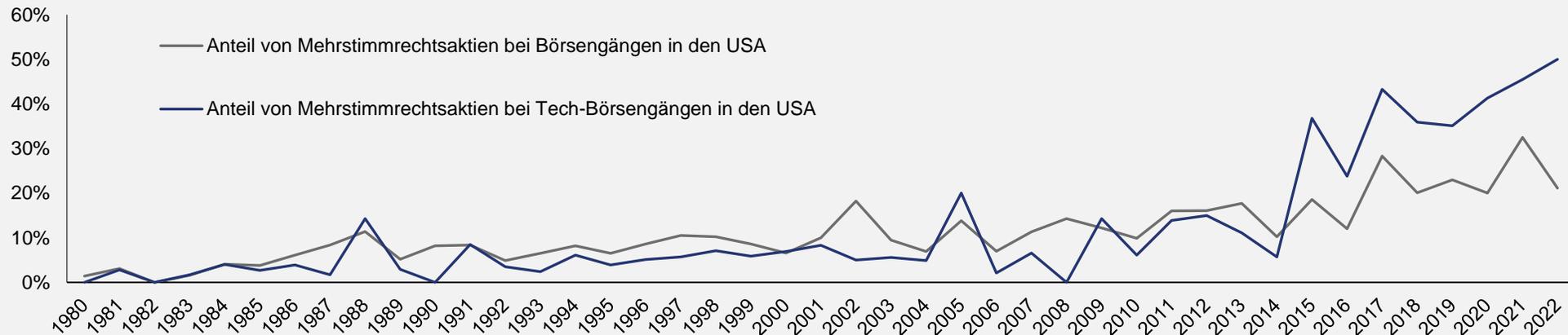
Theoretische Rahmenbedingungen



(Vordergründige) Vorteile für Technologieunternehmen

IPOs von Technologieunternehmen mit dualer Stimmrechtsstruktur mit positiven abnormalen Renditen

- Zwischen den Jahren 1980 und 2021 zeigen Technologie-Börsengänge mit einer Mehrstimmrechtsaktienstruktur in den USA marktbereinigte 3-Jahres-BHARs von +20%, im Vergleich zu -14,6% bei Börsengängen mit einer „One-Share-One-Vote“ Struktur (Ritter, 2022).



Quelle: Ritter, J. (2022): Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs Through 2022.

Mehrstimmrechtsaktien beeinflussen die Corporate Governance – Einfluss auf Finanzentscheidungen?

Mehrstimmrechtsaktien erhöhen die Stimmrechtskonzentration auf den Hauptversammlungen

- Unternehmen mit hoher Eigentümerkonzentration in Deutschland haben
 - einen niedrigeren Verschuldungsgrad; dies ist bei Familienunternehmen schwächer ausgeprägt (Gödecke & Schiereck 2023),
 - nutzen seltener Aktien zur Finanzierung von Akquisitionen (Gödecke & Schiereck 2024),
 - und akquirieren überhaupt seltener (Gödecke et al. 2024).
- Der Kapitalmarkt hat in Italien auf das Recht zur Aufstockung der Mehrstimmrechtsaktien reagiert
 - mit durchschnittlichen abnormalen Renditen in den 10 Tagen nach der Gesetzesankündigung von -3,07% (Fiesenig & Schiereck 2024).

Agenda

- Trends bei börsennotierten Aktiengesellschaften
- Konsequenzen eines siechenden Ökosystems
- Mehrstimmrechtsaktien als Game Changer?

Methodik und Datensatz

- Aktuelle Evidenz

Mehrstimmrechtsaktien beeinflussen die Corporate Governance – Einfluss auf Finanzentscheidungen?

Methodik und Datensatz

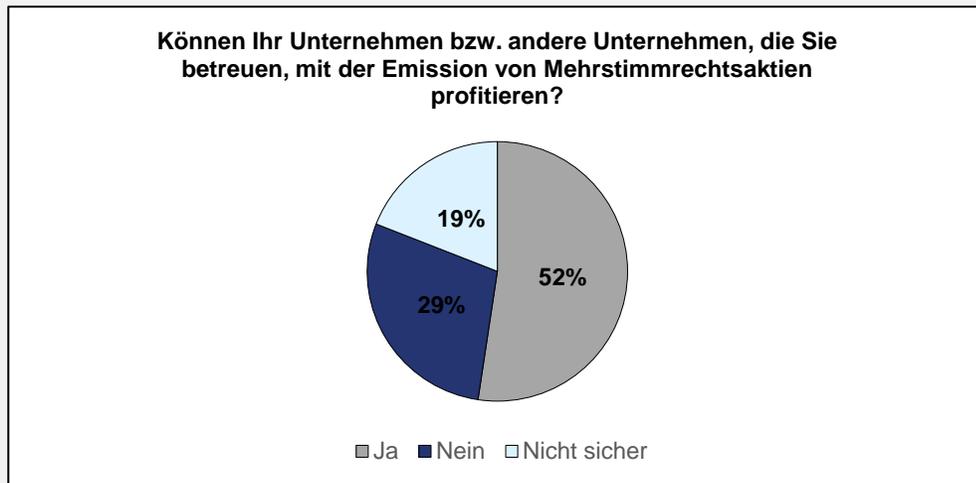
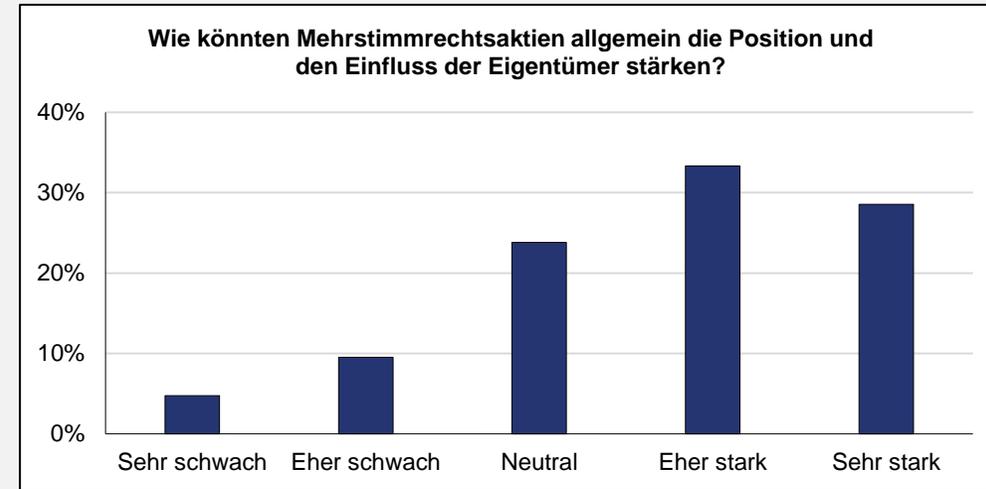
- Zweistufiges methodisches Vorgehen zur Sicherstellung von Validität und Klarheit
 - Persönliche Interviews mit vorläufigem Fragebogen zur Überprüfung von Verständlichkeit und Vollständigkeit,
 - Versenden von Zugangsdaten für den Online-Fragebogen an ausgesuchte Expert:innen unterschiedlicher Stakeholder unter Zusicherung der Anonymität
- Datenerhebung mit Expert:innen aus den Bereichen
 - Börsenverantwortliche, Institutionelle Investoren (Fondsgesellschaften), IPO-Kandidaten und erfolgreiche IPOs, Private Equity und Wirtschaftspresse.

Agenda

- Trends bei börsennotierten Aktiengesellschaften
- Ansätze für Veränderungen
- Mehrstimmrechtsaktien als Game Changer?
- Methodik und Datensatz

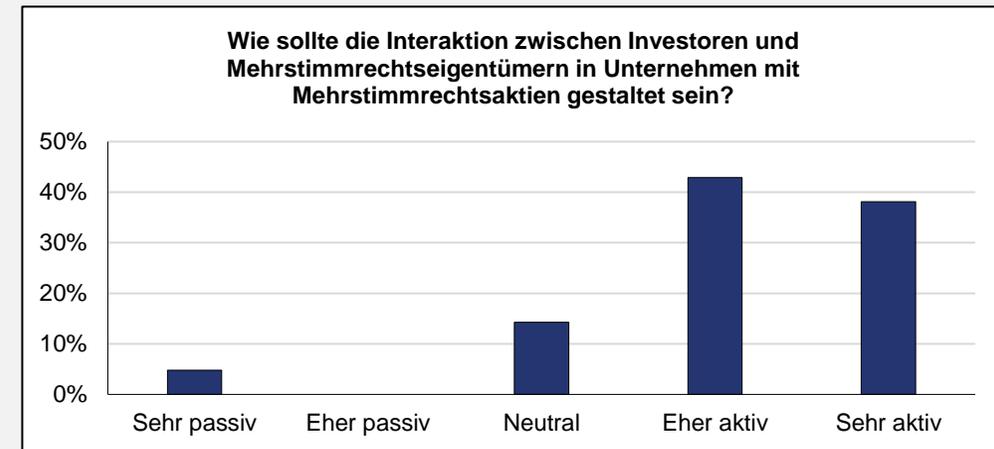
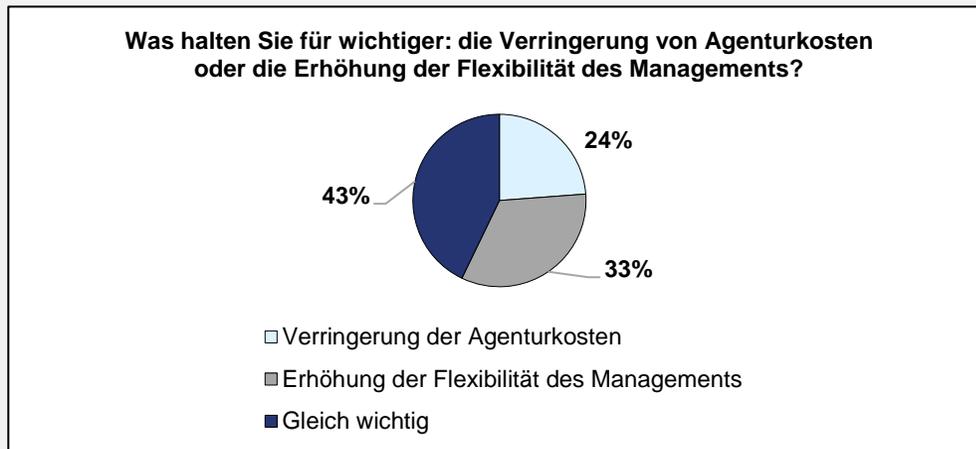
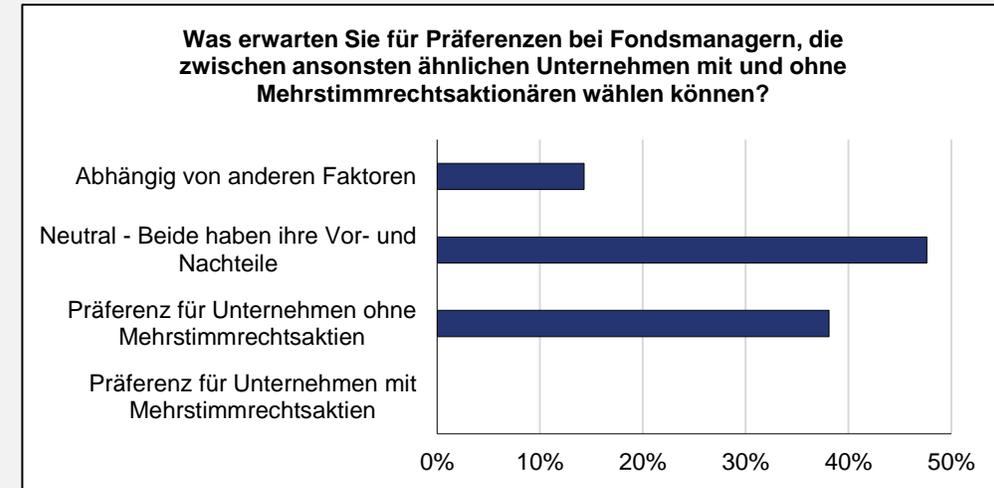
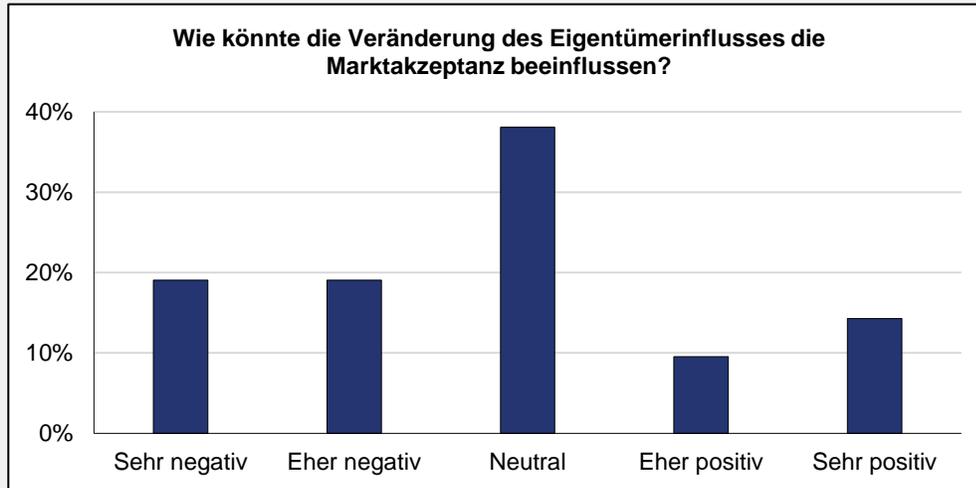
Aktuelle Evidenz

Gegenwärtige Evidenz zur allgemeinen Haltung gegenüber Mehrstimmrechtsaktien



Quelle: Eigene Recherche

Gegenwärtige Evidenz zur allgemeinen Haltung gegenüber Mehrstimmrechtsaktien



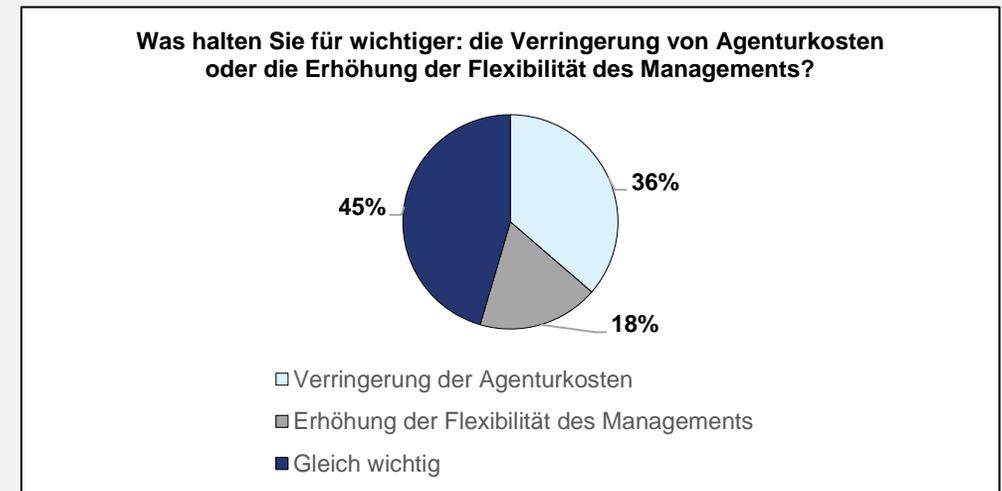
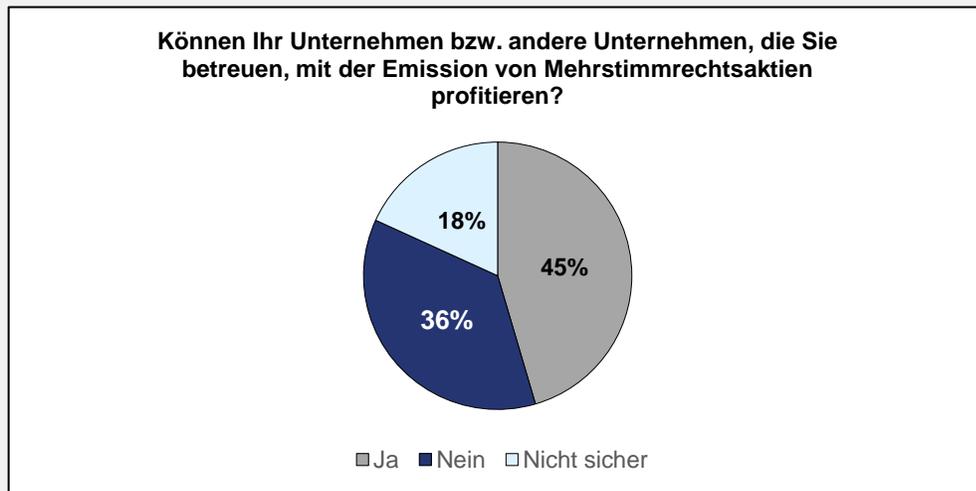
Quelle: Eigene Recherche

Gegenwärtige Evidenz zur Haltung von Kapitalnehmern gegenüber Mehrstimmrechtsaktien



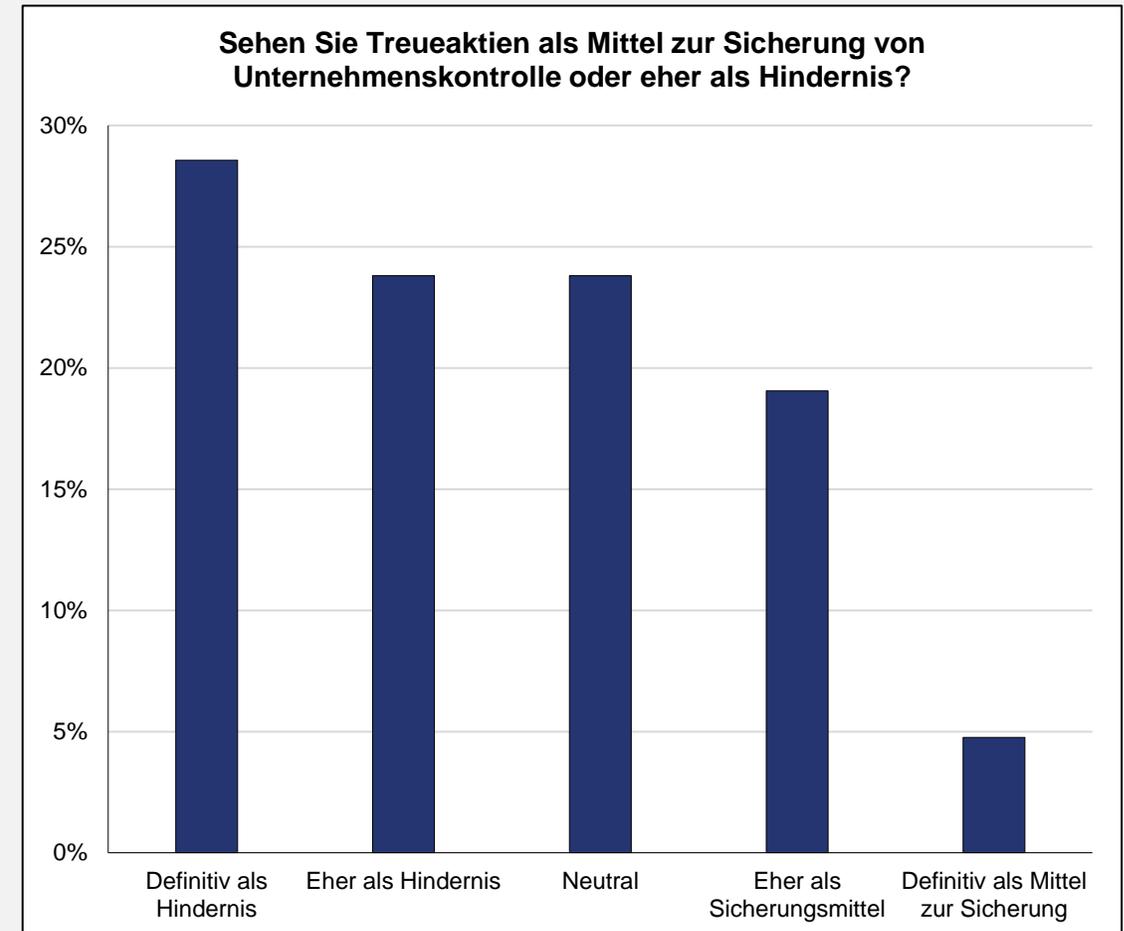
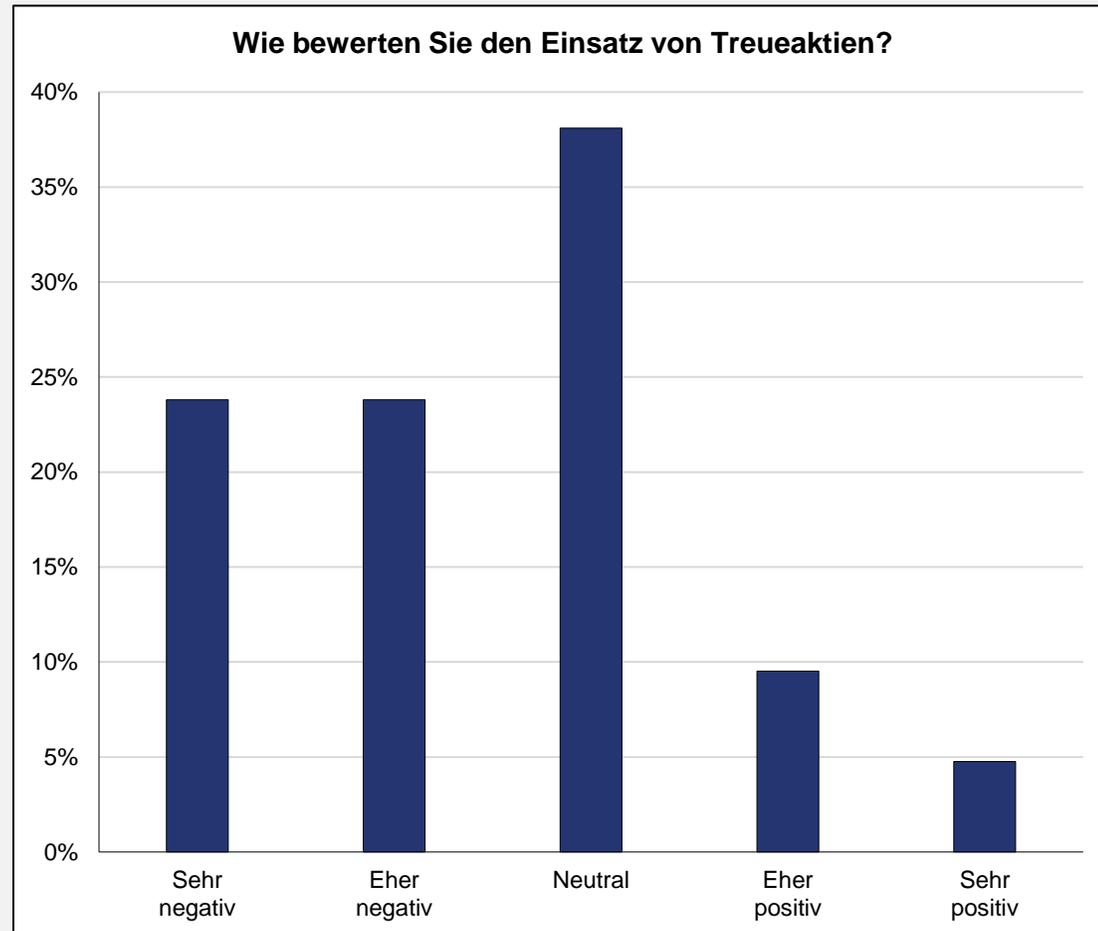
Quelle: Eigene Recherche

Gegenwärtige Evidenz zur Haltung von Kapitalgebern gegenüber Mehrstimmrechtsaktien



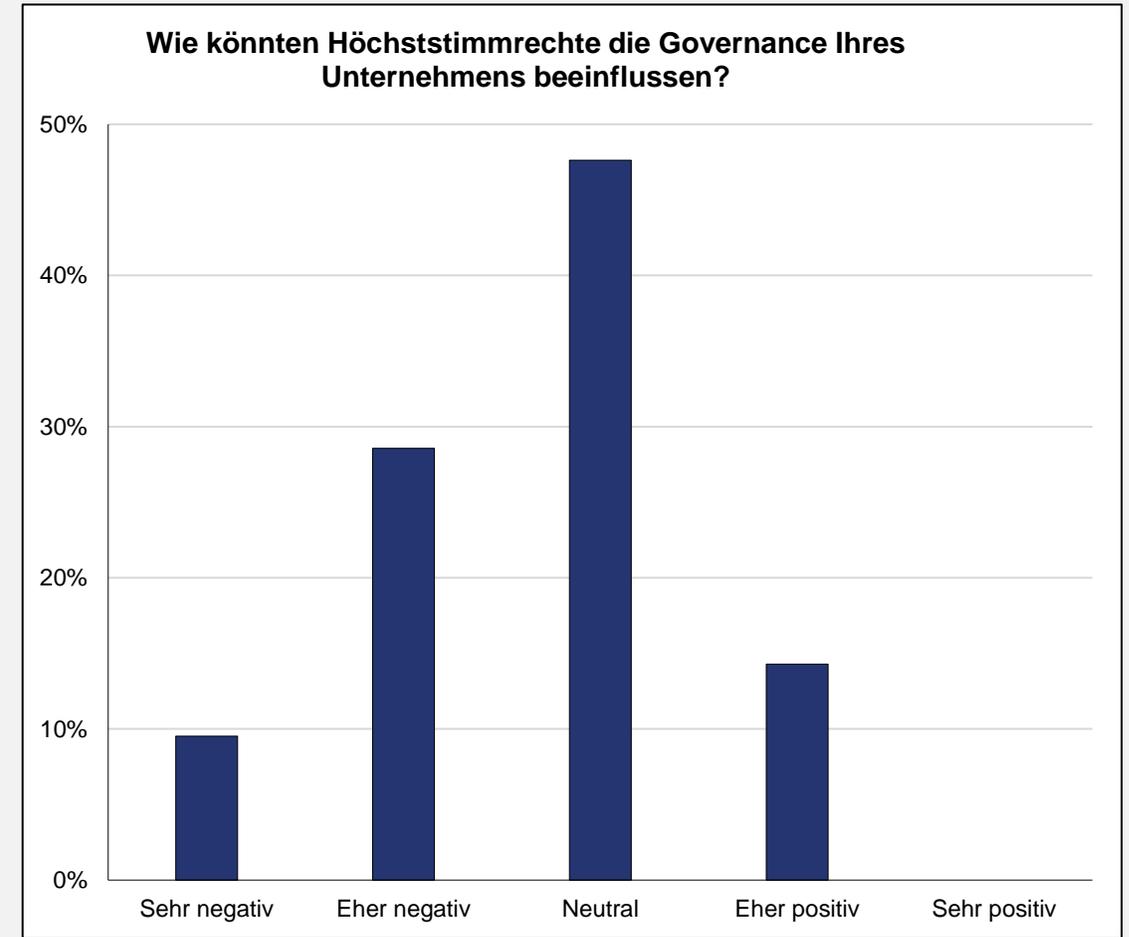
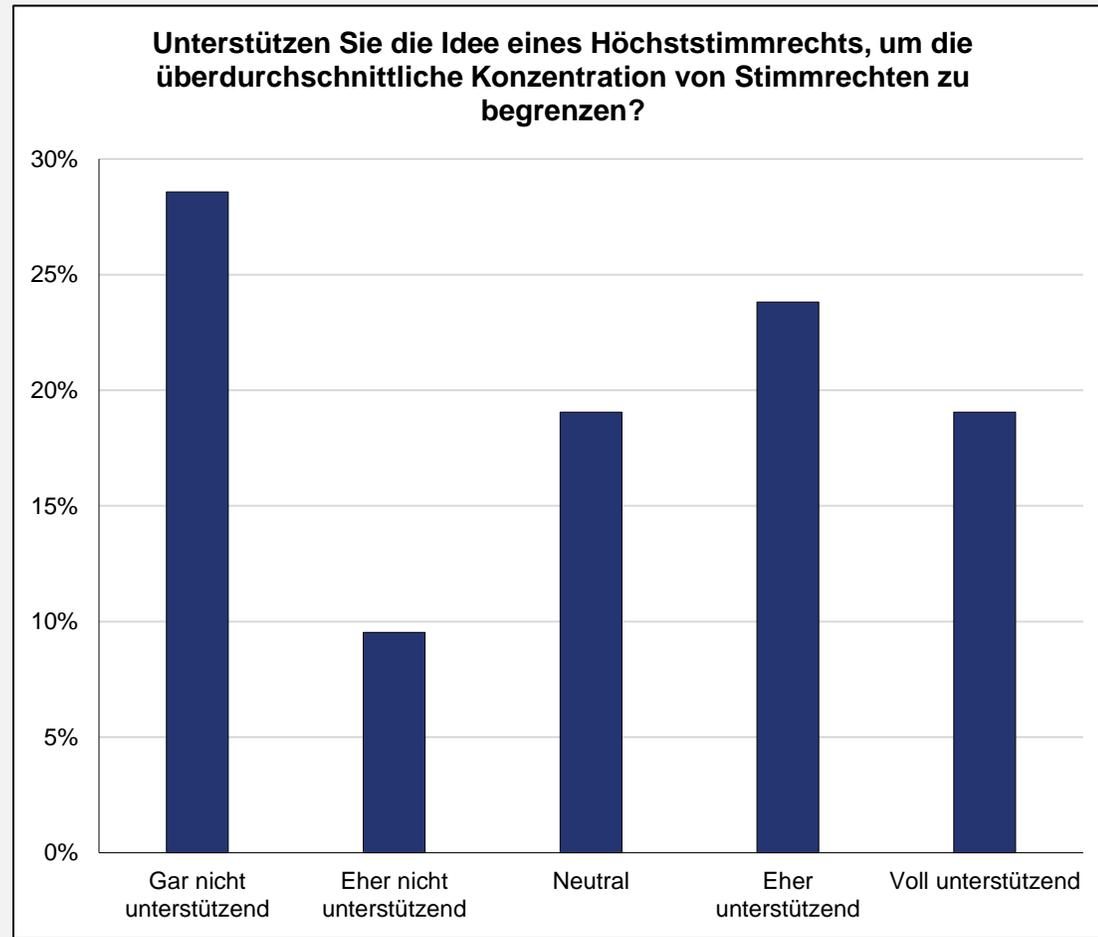
Quelle: Eigene Recherche

Präferenzen für alternative Instrumente zur Mehrstimmrechtsaktie: Treueaktien



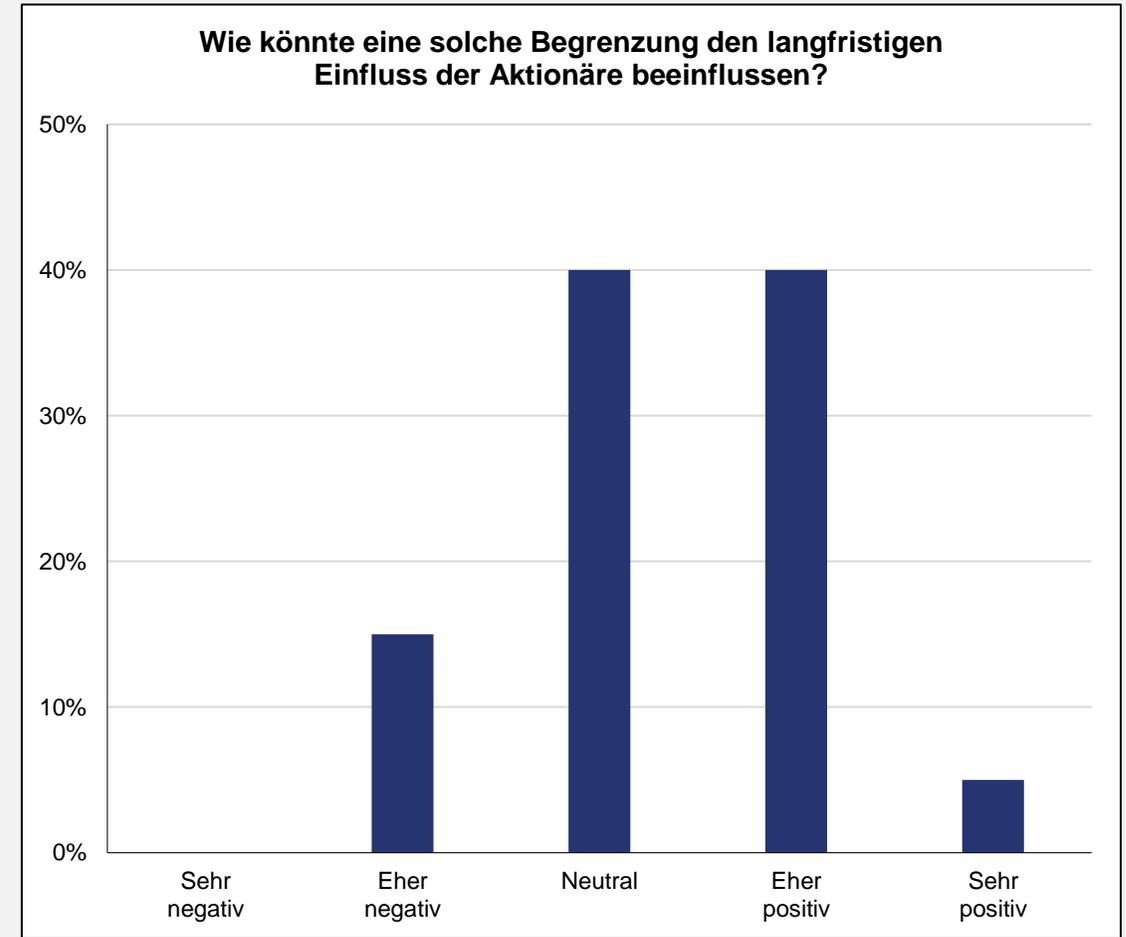
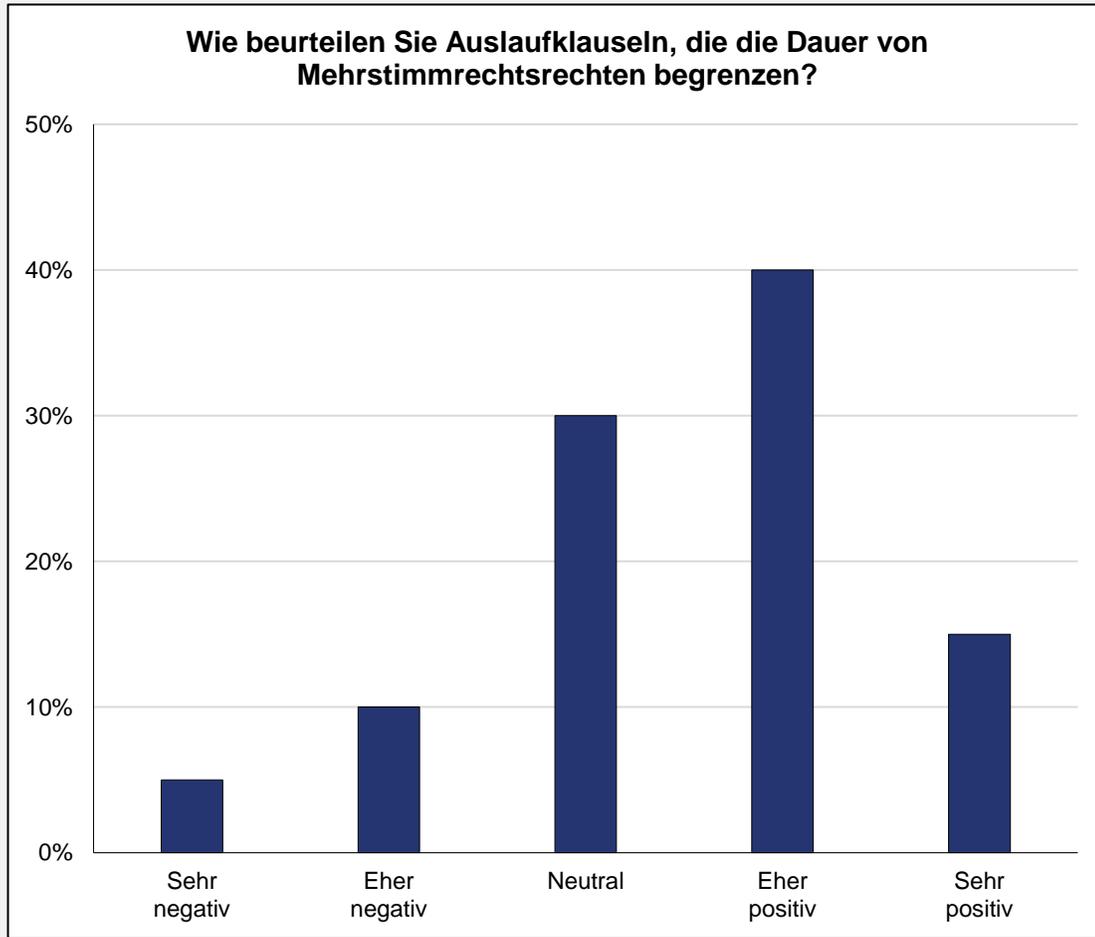
Quelle: Eigene Recherche

Präferenzen für alternative Instrumente zur Mehrstimmrechtsaktie: Höchststimmrechte



Quelle: Eigene Recherche

Präferenzen für alternative Instrumente zur Mehrstimmrechtsaktie: Auslaufklauseln



Quelle: Eigene Recherche



Herzlichen Dank!

Dr. Anna Verena Hinrichsen & Prof. Dr. Dirk Schiereck

- Bebchuk, L.; Kastiel, K. (2017): The untenable case for perpetual dual-class stock. *Virginia Law Review* 103, S. 585–631.
- Cowden, B. J., Bendickson, J. S., Bungcayao, J., & Womack, S. (2020): Unicorns and agency theory: Agreeable moral hazard? *Journal of Small Business Strategy*, 30(2), S. 17–25.
- Grebe, L., Merbeth, W., & Schiereck, D. (2022). *Timewashing der nachhaltigen Transformation-Die lange Bank der Unverbindlichkeit* (No. 136323). Darmstadt Technical University, Department of Business Administration, Economics and Law, Institute for Business Studies (BWL).
- Gompers, P.; Ishii, J.; Metrick, A. (2010): Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States. *The Review of Financial Studies*, 23(3), S. 1051–1088.
- Goshen, Z.; Squire, R. (2017): Principal Costs: A new Theory for Corporate Law and Governance. *Columbia Law Review*, 117(3), S. 767-829.
- Jensen, M.; Meckling, W. (1976): Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), S. 305-360.
- Holmström, B. (1979): Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), S. 74–91.
- Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2017). Is the US public corporation in trouble?. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 67-88.
- OECD (2023): OECD Corporate Governance Factbook. URL: https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-corporate-governance-factbook-2023_6d912314-en.
- Ritter, J. (2022): Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs Through 2022. University of Florida.