

# Mit dem Kapitalmarkt zur Zukunftsnation

---

Die Erfolgsfaktoren Schwedens

# Deutsches Aktieninstitut



Das Deutsche Aktieninstitut setzt sich für einen starken Kapitalmarkt ein, damit sich Unternehmen gut finanzieren und ihren Beitrag zum Wohlstand der Gesellschaft leisten können. Unsere Mitgliedsunternehmen repräsentieren rund 90 Prozent der Marktkapitalisierung deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften. Wir vertreten sie im Dialog mit der Politik und bringen ihre Positionen über unser Hauptstadtbüro in Berlin und unser EU-Verbindungsbüro in Brüssel in die Gesetzgebungsprozesse ein. Als Denkfabrik liefern wir Fakten für führende Köpfe und setzen kapitalmarktpolitische Impulse. Denn von einem starken Kapitalmarkt profitieren Unternehmen, Anleger und Gesellschaft.

## Boerse Stuttgart Group

Die Gruppe Börse Stuttgart ist die sechstgrößte Börsengruppe in Europa mit strategischen Standbeinen im Kapitalmarktgeschäft sowie im Digital- und Kryptogeschäft. Sie betreibt Börsen in Deutschland, Schweden und der Schweiz und hat als Vorreiter das größte Digital- und Kryptogeschäft aller europäischen Börsengruppen aufgebaut. Die Gruppe Börse Stuttgart beschäftigt 700 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter an Standorten in Stuttgart, Berlin, Frankfurt, Ljubljana, Mailand, Stockholm und Zürich.

Herausgeber: Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Senckenberganlage 28  
60325 Frankfurt am Main  
[www.dai.de](http://www.dai.de)

In Kooperation mit: Boerse Stuttgart Group  
Börsenstraße 4  
70174 Stuttgart  
<https://group.boerse-stuttgart.com/de/>

April 2025  
Alle Rechte vorbehalten  
ISBN: 978-3-949519-05-5

# Mit dem Kapitalmarkt zur Zukunftsnation

**Die Erfolgsfaktoren Schwedens**

# Inhalt

<b>Kickstart für die Kapitalmärkte: Handlungsempfehlungen auf einen Blick</b> .....	<b>5</b>
<b>Der schwedische Kapitalmarkt – Erfolgsmodell für Europa</b> .....	<b>8</b>
<b>1 Vorsprung Schwedens in Zahlen</b> .....	<b>9</b>
<b>2 Erfolgsfaktor Investorenbasis</b> .....	<b>12</b>
2.1 Altersvorsorge als Hebel für die Fondsanlage .....	14
2.2 Aktiensparen mit dem steuerlich geförderten Investeringssparkonto .....	16
<b>3 Erfolgsfaktor rechtlicher Rahmen</b> .....	<b>18</b>
<b>4 Erfolgsfaktor KMU-Wachstumsmarkt</b> .....	<b>20</b>
<b>5 Handlungsempfehlungen: Was können wir von Schweden lernen?</b> .....	<b>21</b>
5.1 Handlungsempfehlungen zur Investorenbasis .....	21
5.2 Handlungsempfehlungen zum rechtlichen Rahmen .....	23
5.3 Handlungsempfehlungen zum KMU-Wachstumsmarkt .....	24
<b>Interviewpartner</b> .....	<b>25</b>
<b>Literatur</b> .....	<b>26</b>

# Kickstart für die Kapitalmärkte:

## Handlungsempfehlungen auf einen Blick

Die Europäische Union (EU) braucht leistungsfähige Kapitalmärkte, um europäische Unternehmen und die digitale und grüne Transformation der Wirtschaft zu finanzieren. Innovationskraft durch Zukunftstechnologien ist der beste Weg, um die wirtschaftliche Stärke Europas auszubauen und den Anschluss an China und den USA zu halten. In Bezug auf die Kapitalmärkte gibt es unter den Mitgliedstaaten der EU allerdings große Unterschiede. Während der Kapitalmarkt in den großen Mitgliedstaaten Frankreich, Deutschland und Italien noch unausgeschöpftes Potenzial hat, besticht Schweden durch eine hohe Zahl von Börsengängen und börsennotierten Unternehmen. Von 2016 bis 2023 gingen in Schweden 508 Unternehmen an die Börse, in Frankreich, Italien und Deutschland hingegen insgesamt nur 450. Die Marktkapitalisierung aller börsennotierten Unternehmen in Relation zum Bruttosozialprodukt beträgt in Schweden 169 Prozent, in Frankreich 128 Prozent, in Deutschland 47 Prozent und in Italien 32 Prozent.

Was sind die Gründe für den Erfolg des schwedischen Modells? Die vorliegende Studie, ein gemeinsames Projekt des Deutschen Aktieninstituts und der Boerse Stuttgart Group/Nordic Growth Market, gibt Antworten auf diese Frage. Sie identifiziert drei Erfolgsfaktoren, aus denen Handlungsempfehlungen für den nationalen und europäischen Gesetzgeber abgeleitet werden: die Investorenbasis, der rechtliche Rahmen und der KMU-Wachstumsmarkt.

### **Erfolgsfaktor Investorenbasis**

Nach einer Reihe staatlicher Fördermaßnahmen ist der Aktienbesitz für die Schweden eine Selbstverständlichkeit. Dementsprechend vermehren die Schweden ihr Geldvermögen und bauen ihre Altersvorsorge aus. Über den Aktienmarkt fließen zudem Mittel in die lokale Wirtschaft, die Innovation, Wachstum und Beschäftigung finanzieren.

### Handlungsempfehlungen für den nationalen Gesetzgeber

- Mehr Investments in Aktien in jeder der drei Säulen der Altersvorsorge.
- Einführung eines steuerlich geförderten Anlagesparkontos.
- Flächendeckende Einführung eines Schulfachs „Wirtschaft und Finanzen“.
- Benennung einer koordinierenden Stelle, beispielsweise die Deutsche Bundesbank, für Bildungsmaßnahmen mit einem Schwerpunkt auf Aktien/Kapitalmarkt.

### Handlungsempfehlungen für den EU-Gesetzgeber

- Verpflichtung aller EU-Mitgliedsstaaten, jährlich ein Volumen in Höhe von zwei Prozent der Löhne und Gehälter in den Aufbau eines Kapitalstocks in der gesetzlichen Rente zu investieren.
- Einführung eines EU-Labels für ein „langfristiges Sparprodukt“ nach dem Vorbild des schwedischen „Investeringssparkontos“ und anderen Konzepten von Anlagesparkonten, die bereits in vielen Mitgliedsstaaten existieren.
- Reform des Pan-European Personal Pension Product (PEPP).
- Bürokratieabbau in der Anlageberatung durch Banken.
- Im Bereich der wirtschaftlichen und finanziellen Bildung die Praxis in den Mitgliedsstaaten analysieren und Empfehlungen erarbeiten.

### Erfolgsfaktor rechtlicher Rahmen

Das Gesellschaftsrecht in Schweden ist wachstumsfreundlich, erleichtert den Unternehmen den Zugang zum Aktienmarkt und die Kapitalbeschaffung nach einem Börsengang. Darüber hinaus sind die Prospekte schwedischer Emittenten im Vergleich zu den Prospekten von Emittenten anderer EU-Länder sehr kurz, was die Erstellung und Lesbarkeit erleichtert. Gerade bei den Wachstumsunternehmen spielt die Einschätzung der Qualität des Managements im Vergleich zu Informationen aus dem Prospekt eine größere Rolle. Ein pragmatischer Umgang der Unternehmen mit Haftungsrisiken bei Prospektfehlern ist die Folge. Zu lange Formulierungen und Wiederholungen werden vermieden. Zudem wird von den schwedischen Interviewpartnern bemängelt, dass die EU-Marktmissbrauchsverordnung zu komplex und bürokratisch ist. Schließlich gibt es in Schweden keine Notarpflicht bei der Übertragung außerbörslicher Anteile, was den Kauf bzw. Verkauf dieser Anteile im Start-up-Bereich erleichtert.

### Handlungsempfehlungen für den nationalen Gesetzgeber

- Erhöhung der Grenze beim genehmigten Kapital auf mehr als 50 Prozent des Grundkapitals.
- Einführung von Aktien mit einem Nominalwert von weniger als einem Euro („Cent-Aktien“).
- Abschaffung der Notarpflicht bei der Übertragung von außerbörslichen Beteiligungen.

### Handlungsempfehlungen für den EU-Gesetzgeber

- Schaffung eines wachstumsfreundlichen 28. Regimes für das Gesellschaftsrecht, für das sich europäische Unternehmen freiwillig entscheiden können.
- Maßnahmen ergreifen, die den Emittenten die Angst vor der Haftung für Prospektfehler nehmen, die eine der Hauptursachen für die Länge der Prospekte ist. Dazu gehört beispielsweise die Möglichkeit, durch eine Ad-hoc-Meldung einen Prospektfehler korrigieren zu können.
- Vereinfachung der EU-Marktmissbrauchsverordnung, insbesondere bei sogenannten gestreckten Sachverhalten (beispielsweise Mergers & Acquisitions), Insiderlisten und der Verpflichtung zur Meldung von Aktiengeschäften des Managements (Managers' Transactions).
- Einführung einer Eingewöhnungsphase für neu gelistete Unternehmen mit vereinfachten regulatorischen Anforderungen. Diese gilt seit 2012 in den USA und hat dazu beigetragen, die Zahl der Börsengänge deutlich zu erhöhen.

### Erfolgsfaktor KMU-Wachstumsmarkt

Das Konzept des EU-regulierten KMU-Wachstumsmarktes bietet Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von bis zu 200 Millionen Euro ein maßgeschneidertes Regulierungskonzept. Im Vergleich zum Regulierungsrahmen des regulierten Marktes geht es mit Vereinfachungen bei der Rechnungslegung oder der Prospekterstellung einher. In Schweden finden fast 90 Prozent der Börsengänge auf den KMU-Wachstumsmärkten statt.

### Handlungsempfehlung für den Gesetzgeber

- Die Ausweitung der EU-Marktmissbrauchsverordnung auf den KMU-Wachstumsmarkt hat zu einer weitgehenden Annäherung an das Regulierungskonzept des regulierten Marktes, dem Segment für größere und etablierte Unternehmen, geführt. Zwar gibt es in diesem Zusammenhang Erleichterungen für Emittenten an einem KMU-Wachstumsmarkt, beispielsweise im Zusammenhang mit der Bereitstellung von Insiderlisten. Weitere Anpassungen sind aber notwendig.
- Weitere regulatorische Verschärfungen des nationalen und EU-Gesetzgebers, die die Attraktivität des KMU-Wachstumsmarktkonzepts vermindern, sind zu vermeiden.

# Der schwedische Kapitalmarkt – Erfolgsmodell für Europa

Die Europäische Union (EU) ist eine Erfolgsgeschichte – politisch und wirtschaftlich. Mit einem Binnenmarkt von 450 Millionen Einwohnern und 23 Millionen Unternehmen macht die EU 17 Prozent der globalen Wirtschaftsleistung aus.

Die EU steht allerdings vor großen Herausforderungen, denn in den letzten 20 Jahren hat die wirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit im Vergleich zu den globalen Wirtschaftsblöcken China und den USA abgenommen. Während China im Zeitraum von 2002 bis 2023 jährliche Wachstumsraten von 8,3 Prozent ausweist, sind es in den USA 2 Prozent und in der EU lediglich 1,4 Prozent.

In einer Welt des rasanten technologischen Wandels bedeutet mehr Innovation gleich mehr Produktivität. Nur vier der 50 weltweit führenden Tech-Unternehmen sind europäisch. Europa muss in wichtigen Schlüsseltechnologien innovativer werden. Dazu gehören insbesondere Technologien für die digitale und grüne Transformation der Wirtschaft.<sup>1</sup>

Um die Innovationskraft der europäischen und deutschen Wirtschaft zu stärken, müssen intelligente unternehmerische Ideen schnell zur Marktreife gebracht werden. Leistungsfähige Kapitalmärkte spielen bei diesem Kommerzialisierungsprozess eine Schlüsselrolle. Sie stellen die benötigten finanziellen Mittel bereit und verteilen das unternehmerische Risiko auf viele Schultern. Attraktive Kapitalmärkte sind dafür prädestiniert, innovative Technologien voranzutreiben.

Allerdings gibt es in der EU große Unterschiede, was die Entwicklung der Kapitalmärkte angeht. Insbesondere Schweden wird regelmäßig als Erfolgsmodell genannt. Dort werden die Stärken des Kapitalmarktes viel besser genutzt als in Deutschland und in anderen EU-Mitgliedstaaten.<sup>2</sup>

Wie drückt sich der Erfolg des schwedischen Modells in Zahlen aus und was sind die Faktoren dieses Erfolgs? Das Deutsche Aktieninstitut und die Boerse Stuttgart Group mit ihrer schwedischen Tochterbörse Nordic Growth Market (NGM) haben hierzu Interviews mit Experten<sup>3</sup> aus Schweden geführt und Zahlen dazu recherchiert. Insgesamt ermitteln wir drei wesentliche Erfolgsfaktoren, aus denen wir Handlungsempfehlungen für den nationalen und den EU-Gesetzgeber ableiten: die Investorenbasis, der rechtliche Rahmen und der KMU-Wachstumsmarkt. Diese sollen, nach einer empirischen Analyse zum Kapitalmarkt in Schweden im Vergleich zu den großen EU-Mitgliedstaaten Deutschland, Frankreich und Italien, im Folgenden näher betrachtet werden.

<sup>1</sup> Siehe zu diesen ersten Abschnitten Draghi 2024, S. 3ff.

<sup>2</sup> Beispielsweise Draghi 2024, p. 285; Oxera 2020, p. 49.

<sup>3</sup> Wir haben mit Vertretern von Investoren, Emittenten, Börsen, Anwaltskanzleien, Beratungsunternehmen und Verbänden zu den Erfolgsfaktoren des schwedischen Modells gesprochen (siehe Abschnitt Interviewpartner).

# 1 Vorsprung Schwedens in Zahlen

Schwedische Wachstumsunternehmen haben einen einfachen Zugang zu Kapital, den sie zur Finanzierung innovativer Geschäftsmodelle nutzen. Unter Wachstumsunternehmen verstehen wir überwiegend börsennotierte Unternehmen mit einem großen Wachstumspotenzial, aber noch geringer Marktkapitalisierung von bis zu 200 Millionen Euro, was einer EU-Definition für börsennotierte Unternehmen aus dem Mittelstand entspricht.

Der Kapitalmarkt in Schweden trägt maßgeblich zur Finanzierung wichtiger Zukunftsbranchen bei. Schwerpunkte des schwedischen Kapitalmarkts sind die Bereiche Health Care und Informationstechnologie, aber auch die Energiewirtschaft und grüne Technologien.

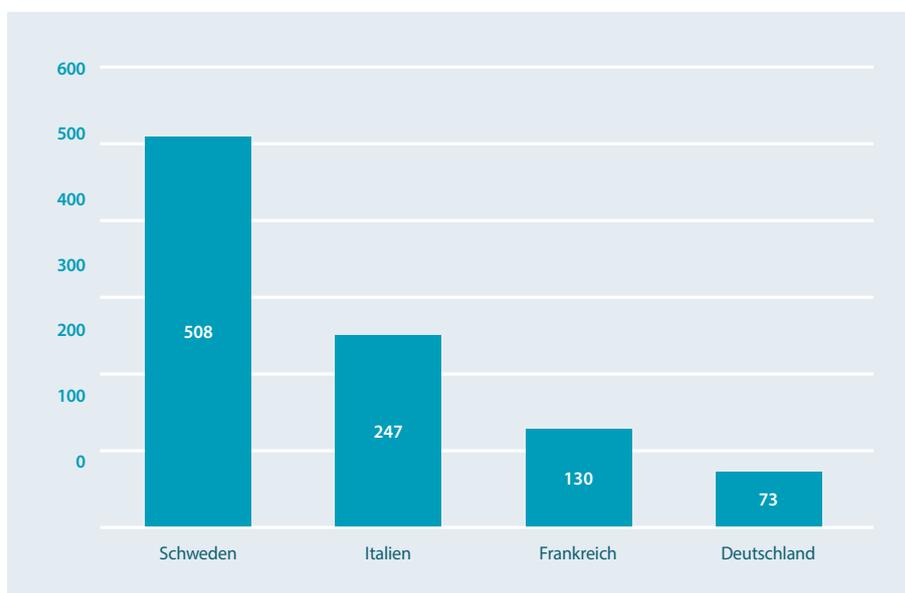


Abb. 1: Zahl der Neuemissionen/Privatplatzierungen (2016 bis 2023)<sup>4</sup>

Den Vorsprung des schwedischen Kapitalmarkts gegenüber den Kapitalmärkten in den größten EU-Mitgliedstaaten Deutschland, Frankreich und Italien verdeutlicht die Zahl der Börsengänge, die mit einer Kapitalaufnahme verbunden sind. Im Zeitraum von 2016 bis 2023 betrug diese in Schweden 508 (siehe Abb. 1). Mit einem Anteil von fast 90 Prozent aller Börsengänge stechen die drei KMU-Wachstumsmärkte von Nordic Growth Market (NGM), NASDAQ und Spotlight heraus. In Italien beträgt die Zahl der Börsengänge 247, in Frankreich 130 und in Deutschland 73.

<sup>4</sup> Quelle: Kaserer/Treßel (2024), FESE, Boerse Stuttgart Group / Nordic Growth Market (NGM), Euronext, Deutsche Börse. Der KMU-Wachstumsmarkt wurde 2018 eingeführt.

Bei den KMU-Wachstumsmärkten handelt es sich um EU-regulierte Segmente, die den Börsenanstieg insbesondere für Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von bis zu 200 Millionen Euro erleichtern sollen.<sup>5</sup> Dort gelistete Unternehmen dürfen nach nationalen Rechnungslegungsstandards bilanzieren und erhalten mit dem EU-Wachstumsprospekt die Möglichkeit einer erleichterten Prospekterstellung.

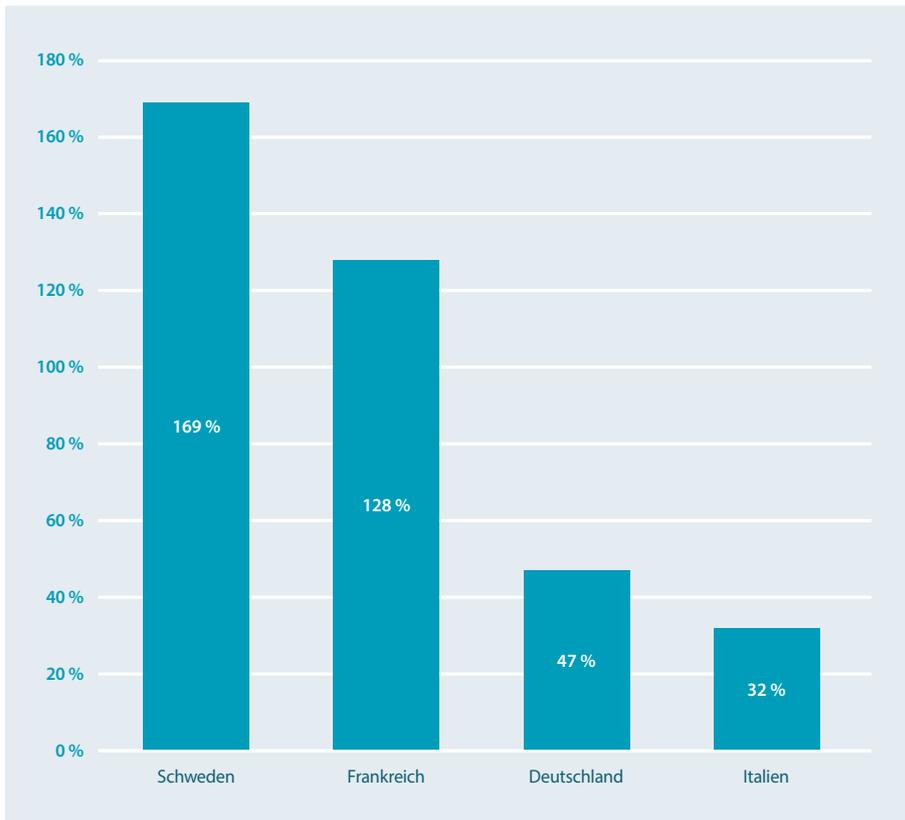


Abb. 2: Marktkapitalisierung der börsennotierten Unternehmen in Prozent des BIP<sup>6</sup>

Die Bedeutung börsennotierter Unternehmen in Schweden lässt sich auch an der Marktkapitalisierung in Relation zur Wirtschaftskraft, dem Bruttoinlandsprodukt (BIP), ablesen (siehe Abb. 2). Mit 169 Prozent liegt Schweden deutlich vor Frankreich. Der Abstand zu Deutschland und Italien ist nochmal größer.

<sup>5</sup> Der Anteil der Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung bis zu 200 Millionen Euro muss mindestens 50 Prozent betragen.

<sup>6</sup> Quelle: CEIC data, 2023, außer Italien: 2022.

Schweden hat auch bei den Finanzierungen mit Venture Capital einen Vorsprung. Pro Einwohner standen im Zeitraum von 2016 bis 2023 in Schweden 427 Euro zur Verfügung, in Frankreich 359 Euro, in Deutschland 226 Euro und in Italien 94 Euro.<sup>7</sup> Die Bereitstellung von Venture Capital und die Finanzierung über die Börse sind eng miteinander verzahnt: Für ein „erwachsenes“ Start-up ist die Börse die Fortsetzung der Wachstumsfinanzierung. Venture Capital sorgt damit in der Expansionsphase für ein breites Angebot an börsenreifen Unternehmen. Die Börse bietet wiederum den Venture-Capital-Investoren eine Möglichkeit, sich von den Anteilen zu trennen und das damit frei gewordene Geld in andere Start-ups zu investieren.

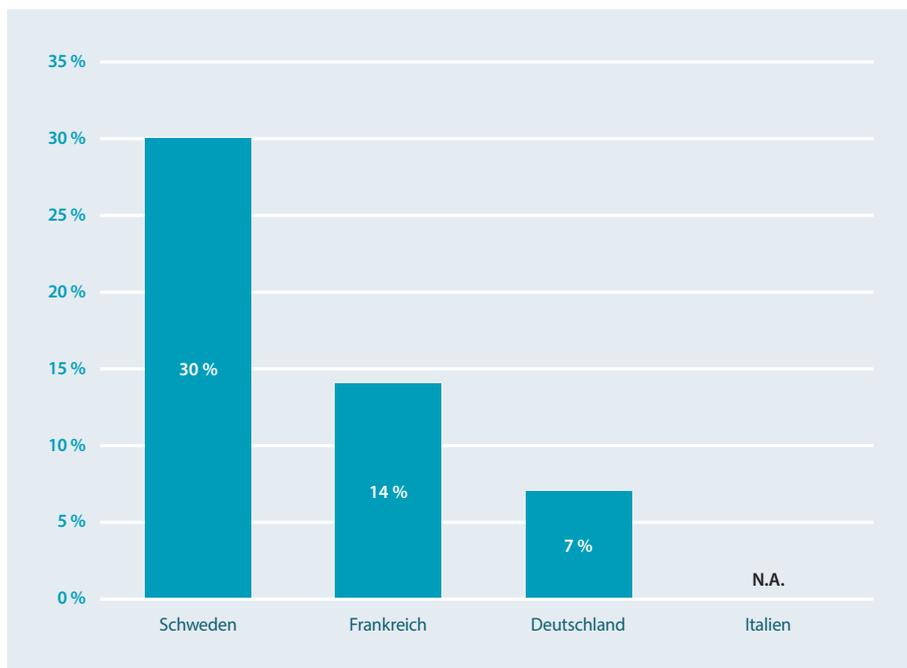


Abb. 3: Anteil des Börsengangs am Gesamtvolumen des Exits aus VC-Finanzierungen (2016 bis 2023)<sup>8</sup>

In Schweden ist die Börse beim Ausstieg von Venture-Capital-Gebern aus der Investition von großer Bedeutung. Das zeigen die Zahlen. Knapp ein Drittel der Mittel, die beim Verkauf der Venture-Capital-Anteile durch die Investoren in den Jahren von 2016 bis 2023 freigesetzt wurden, stammen aus einem Börsengang. In Frankreich, Deutschland und Italien spielt der Exit über die Börse hingegen eine kleinere bis gar keine Rolle (siehe Abb. 3). Dementsprechend ist die Börse in Schweden auch ein wichtiger Teil des dortigen Venture-Capital-Ökosystems.

<sup>7</sup> Quelle: InvestEurope, o.J.

<sup>8</sup> Quelle: InvestEurope, o.J.

## 2 Erfolgsfaktor Investorenbasis

**W**as ist das Erfolgsgeheimnis des schwedischen Kapitalmarktes? Die Antwort ist einfach: Die Schweden sind ein Volk von Aktionären! Mit dem weit verbreiteten Besitz von Aktienfonds und Aktien sind zwei wesentliche Effekte verbunden:

- Mit attraktiven Erträgen aus der Aktienanlage verfügen die Schweden 2023 über ein durchschnittliches Brutto-Geldvermögen von 172.910 Euro. Die Menschen in Deutschland, Frankreich und Italien kommen nur auf etwas mehr als die Hälfte davon.<sup>9</sup> Zudem verfügt Schweden im Vergleich zu Frankreich, Deutschland und Italien über das nachhaltigere System der Alterssicherung (siehe Abschnitt 2.1).<sup>10</sup>
- Die Aktienanlagen der Schweden fließen zu einem erheblichen Teil in die lokale Wirtschaft und schaffen Wachstum, Innovation und Arbeitsplätze. Über die Altersvorsorge ist fast jeder Schwede Aktienfondsbesitzer, jeder vierte hält Einzelaktien und fast jeder fünfte ist direkt über Aktien an einem schwedischen Unternehmen beteiligt.<sup>11</sup> Getrieben durch das lokale Kapitalangebot hat sich ein Kapitalmarkt-Ökosystem mit institutionellen Anlegern wie Family Offices, Small-, Nano- und Micro-Fonds entwickelt, die sich auf Wachstumsunternehmen spezialisiert haben. Hinzu kommen Pensionsfonds und Lebensversicherer, die ihren Fokus aber eher auf größere Unternehmen legen. Unterstützt werden diese Akteure von zahlreichen Beratern, Anwälten, Banken und Börsen, die Unternehmen und Investoren beraten und zusammenbringen.

Die lokale Investorenbasis erleichtert in Schweden die Finanzierung von Wachstumsunternehmen über den Börsengang, etwa an der Nordic Growth Market (NGM):

- Die lokalen Investoren agieren oftmals als „Cornerstone-Investoren“, also Aktionäre, die bei einem Börsengang oder schon davor einen großen Teil der Aktien kaufen. Sie haben zum Teil einen ausgeprägten Branchenfokus, können deshalb auch spezifische Geschäftsmodelle bewerten und zeichnen einen großen Anteil der Aktien bei einem Börsengang. Dabei signalisieren sie anderen Investoren, die nicht auf das Geschäftsmodell des Unternehmens spezialisiert sind, die Qualität des Börsengangs. Diese „Cornerstone-Investoren“ sind oftmals entscheidende Voraussetzung für einen erfolgreichen Börsengang.

<sup>9</sup> Quelle: Allianz 2024, S. 18.

<sup>10</sup> In Bezug auf die finanzielle Sicherheit der Bezieher von Renteneinkommen führt Schweden in internationalen Rankings vor Frankreich, Deutschland und Italien (siehe beispielsweise Mercer 2024).

<sup>11</sup> Siehe New Financial 2024, S. S. 20, SSMA. Zum Vergleich: In Deutschland ist jeder Sechste Besitzer eines Aktienfonds, ETFs oder Einzelaktien (siehe Deutsches Aktieninstitut 2024b).

- Weit verbreitet sind Vereinbarungen, denen zufolge Investoren schon vor dem Börsengang Anteile des Unternehmens unter der Voraussetzung erwerben, dass der Börsengang in den darauffolgenden 12 bis 18 Monaten erfolgt. Diese vorbörslichen Finanzierungszusagen geben den Unternehmen die Sicherheit, ihre Aktien platzieren zu können.

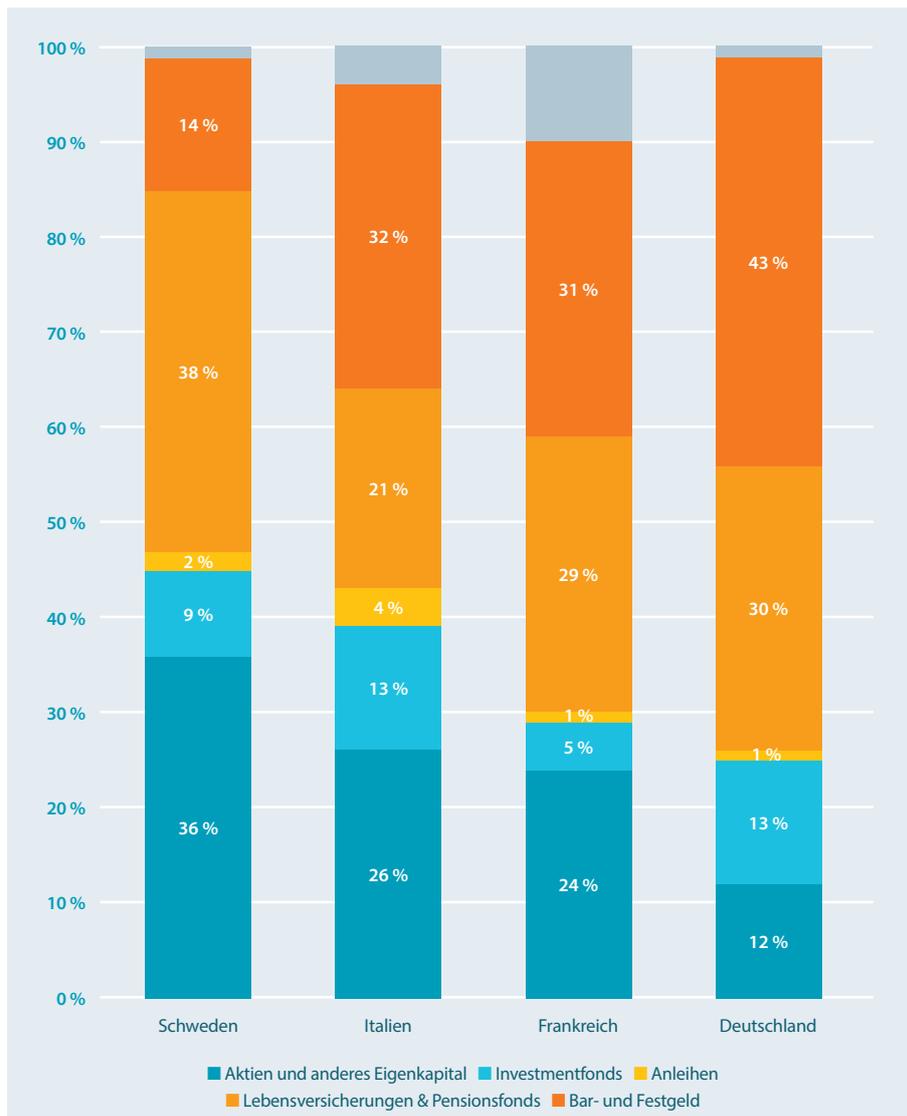


Abb. 4: Anlagen im Geldvermögen der Haushalte im Jahr 2022 in Prozent<sup>12</sup>

Dass der Besitz von Aktien und Aktienfonds in Schweden eine Selbstverständlichkeit ist, zeigt Abb. 4. Der Anteil an Aktien am Geldvermögen schwedischer Haushalte beträgt über ein Drittel. Noch bedeutender sind Anteile an Pensionsfonds und Lebensversicherern, die ihrerseits wiederum stark in Aktien investiert sind (siehe Abschnitt 2.1).

Der Anteil von Aktien am Geldvermögen der Italiener und Franzosen ist deutlich geringer. In Deutschland beträgt dieser nur etwas mehr als ein Zehntel. Das Geldvermögen deutscher Haushalte besteht hingegen zu mehr als 40 Prozent aus Bar- und Festgeld. Ein Drittel wird in Versicherungen und Pensionsfonds investiert, deren Anlageschwerpunkt allerdings ebenfalls im festverzinslichen Bereich wie beispielsweise Staatsanleihen liegt.

<sup>12</sup> Quelle: OECD o.J.

## 2.1 Altersvorsorge als Hebel für die Fondsanlage

Was hat die Schweden zu einem Volk der Aktionäre und Aktienfondsbesitzer gemacht?

Die Politik hat mit unterschiedlichen Maßnahmen, die bis in die 1970er Jahre zurückreichen, insbesondere die Fondsanlage gefördert.<sup>13</sup> Dazu gehören die steuerlich geförderten Allemansfonder („Jedermann-Fonds“), die dazu geführt haben, dass 1990 fast jeder fünfte Schwede Aktienfondsbesitzer wurde. Dass diese Maßnahmen von Parteien verschiedener Couleur eingeführt wurden, spiegelt den politischen Konsens wider, den Kapitalmarkt und die Anlage mit Aktien zu unterstützen.

Der Durchbruch erfolgte mit der Einführung der Prämienrente im Jahr 1999, mit der jeder Schwede, der arbeitet und Steuern zahlt, ergänzend zum Umlageverfahren in der ersten Säule fondsbasiert für das Alter vorsorgen muss. Der Beitragssatz beträgt 2,5 Prozent des Bruttoeinkommens. Die Versicherten haben gemäß ihren individuellen Risikopräferenzen die Wahl, mit bis zu fünf Fonds aus einer Auswahl von rund 450 Fonds für ihr Alter vorzusorgen. Wird keine Wahl getroffen, fließt das Altersvorsorgegeld automatisch in den staatlich verwalteten Fonds AP7 SÅfa.

Das Vermögen in der Prämienrente der ersten Säule der schwedischen Altersvorsorge beträgt derzeit 222 Milliarden Euro. 94 Prozent dieser Gelder werden in Aktien- und Mischfonds investiert.<sup>14</sup> Damit ist fast jeder Schwede Aktionär.

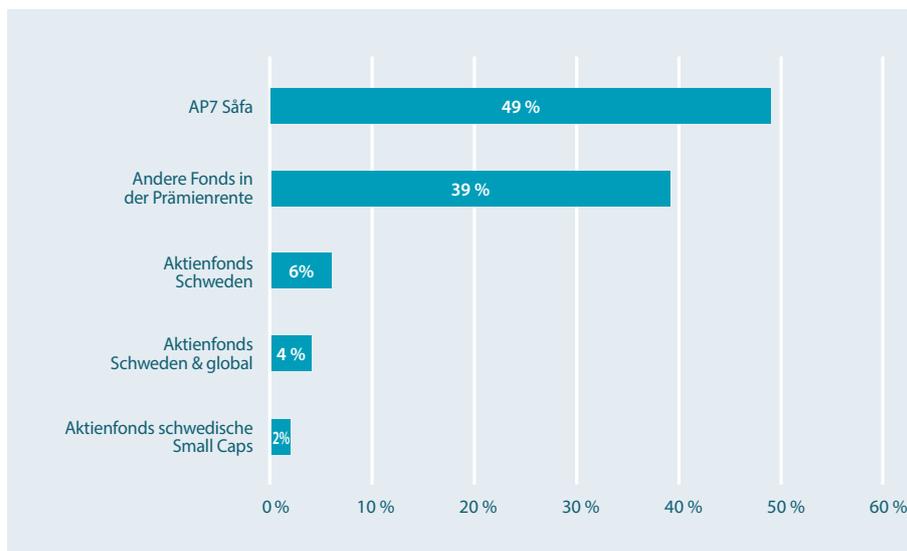


Abb. 5: Aufteilung des Vermögens in der Prämienrente (Oktober 2024)<sup>15</sup>

<sup>13</sup> Zu den einzelnen Maßnahmen siehe Fondbolagens o.J.

<sup>14</sup> Quelle: Fondbolagens, Pensionsmyndigheten.

<sup>15</sup> Quelle: Pensionsmyndigheten.

Knapp die Hälfte der Prämienrente entfällt auf den AP7 Såfa mit einem Aktienschwerpunkt von rund 90 Prozent, die aber weitgehend in Nordamerika angelegt sind (siehe Abb. 5). Wer allerdings in der Prämienrente nicht den AP7 Såfa nutzt, kann seine Altersvorsorge in Fonds mit einem Anlageschwerpunkt in Schweden investieren, die rund 12 Prozent des Gesamtvermögens in der Prämienrente ausmachen. Dabei wird auch in schwedische Wachstumsunternehmen investiert, in die über Small-Cap-Fonds zwei Prozent der Prämienrente fließen.

Über die Prämienrente hinaus gibt es in der ersten Säule der schwedischen Altersvorsorge fünf staatlich verwaltete Fonds, die Reserven des schwedischen Umlageverfahrens anlegen.<sup>16</sup> Der Fokus der Fonds AP1 bis AP4 liegt auf Wertpapieren mit einem Schwerpunkt auf Aktien.

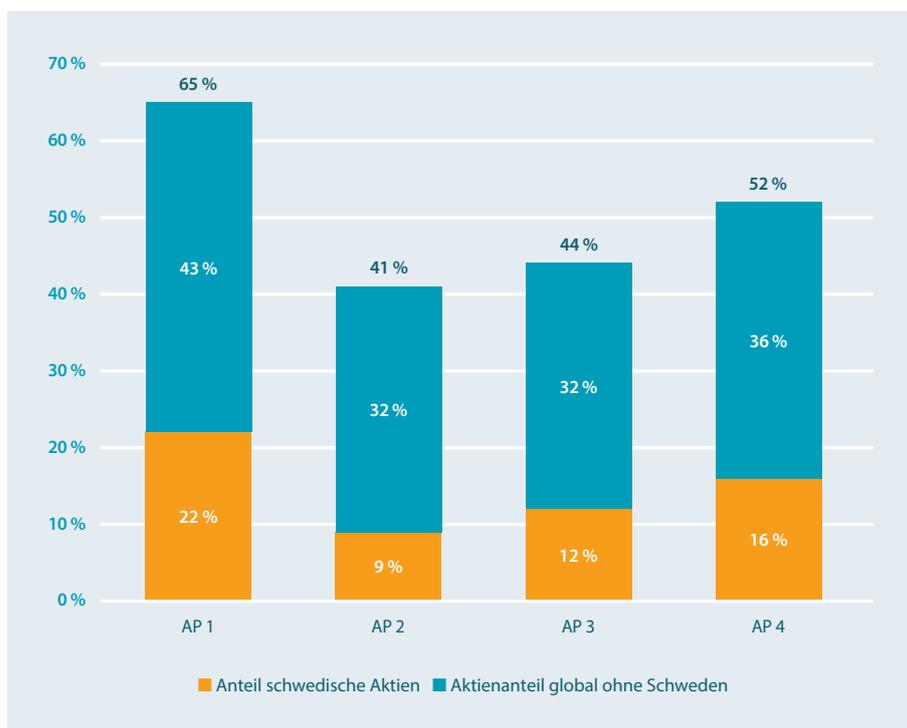


Abb. 6: Anteil von Aktien in Prozent des Vermögens der AP-Fonds in der ersten Säule der schwedischen Altersvorsorge<sup>17</sup>

Das Vermögen der Fonds AP1 bis AP4 beträgt insgesamt 166 Milliarden Euro und der Aktienanteil zwischen 40 und 65 Prozent. Etwa ein Drittel der Aktienanlage dieser Fonds fließt in schwedische Unternehmen (siehe Abb. 6).

Eine Besonderheit ist der Fonds AP6, der das verwaltete Vermögen von 6,1 Milliarden Euro ausschließlich in Anteile nicht börsennotierter Unternehmen investiert, 12 Prozent davon in schwedische Unternehmen.<sup>18</sup>

<sup>16</sup> AP5 gibt es nicht mehr, da dieser mit anderen AP-Fonds zusammengelegt wurde..

<sup>17</sup> Quelle: Finanzberichte aus den Jahren 2024 oder 2023.

<sup>18</sup> Siehe den Geschäftsbericht von 2023.

Auch die zweite Säule, die betriebliche Altersvorsorge, hat in Schweden große Bedeutung. Obwohl die 5,3 Millionen schwedischen Erwerbstätigen nur 2,5 Prozent aller Erwerbstätigen in der EU ausmachen, verwalten dortige Pensionsfonds mehr als 8 Prozent der gesamten betrieblichen Altersvorsorge in der EU (2023). Aktien und Aktienfonds dominieren dabei mit fast der Hälfte die Anlagestruktur.<sup>19</sup>

Die Bedeutung der Pensionsfonds für die Finanzierung der schwedischen Wirtschaft zeigen exemplarisch die größten Pensionsfonds Alecta und AMF. Bei einer Gesamtaktienquote von 38,3 Prozent legt Alecta 14,3 Prozent seines Vermögens in Aktien schwedischer Unternehmen an. Bei AMF beträgt die Aktienquote 39 Prozent; 23 Prozent des Vermögens werden in Aktien aus Schweden investiert.<sup>20</sup>

Schließlich investieren auch die schwedischen Lebensversicherungsgesellschaften mehr als die Hälfte ihrer Anlagen in Aktien und Aktienfonds. In Deutschland beträgt diese Quote mit 5 Prozent gerade einmal ein Zehntel des schwedischen Wertes.<sup>21</sup> Ein Grund für die hohen Aktienquoten der schwedischen Lebensversicherer sind die attraktiven Erträge, so dass gestiegene Eigenkapitalkosten unter Solvency II in Kauf genommen werden. Zudem spielen in Schweden die klassischen Lebensversicherungen eine immer kleinere Rolle. Es überwiegen zunehmend fondsgebundene Lebensversicherungen. Diese werden ohne Mindestverzinsungen oder Garantien ausgegeben und können daher einen größeren Teil ihres verwalteten Vermögens in Aktien anlegen.

## 2.2 Aktiensparen mit dem steuerlich geförderten Investeringssparkonto

Im Jahr 2012 wurde das Investeringssparkonto (ISK) eingeführt. Dabei handelt es sich um ein steuerlich gefördertes Wertpapierkonto, das freiwillig eröffnet werden kann und neben liquiden Wertpapieren wie Fonds oder Anleihen auch die Anlage in Aktien einzelner Unternehmen erlaubt. In der Diskussion um Anreize zum langfristigen Vermögensaufbau firmieren diese Konten unter dem Begriff Anlagesparkonto.<sup>22</sup>

Die Ersparnisse auf diesem Anlagesparkonto werden unabhängig von den Erträgen mit einem jährlichen Pauschalsteuersatz auf das dort angelegte Vermögen von derzeit etwas mehr als einem Prozent besteuert.<sup>23</sup> Hinzu kommen Freibeträge, bis zu denen die Ersparnisse auf den ISK komplett steuerfrei sind. Weitere Kapitalertragsteuern fallen nicht an.

Auch aufgrund der positiven Erfahrungen der Schweden mit der Aktienanlage in der Altersvorsorge konnte sich das ISK breitflächig durchsetzen. Schon fünf Jahre nach der Einführung betrug die Zahl der Kontoinhaber mehr als 2 Millionen. Heute wird das ISK von mehr als jedem dritten Schweden (3,8 Millionen) genutzt. Im Jahr 2017 kamen die ISKs auf ein Gesamtvolumen von 61 Milliarden Euro, heute sind es 143 Milliarden Euro. 97 Milliarden Euro sind Anlagen in Fonds, davon 88 Prozent in Aktien- und Mischfonds.<sup>24</sup> Auch wenn in den ISK die Fondsanlage dominiert, hat das ISK wesentlich dazu beigetragen, dass die Schweden auch in Einzelaktien von Wachstumsunternehmen investieren.

<sup>19</sup> Siehe EIOPA 2023.

<sup>20</sup> Siehe Geschäftsberichte des Jahres 2023.

<sup>21</sup> Quelle: GDV 2023, Insurance Sweden 2024.

<sup>22</sup> Siehe Deutsches Aktieninstitut 2022.

<sup>23</sup> Die Freibeträge belaufen sich im Jahr 2025 auf 150.000 SEK (12.900 Euro) und im Jahr 2026 auf 300.000 SEK (25.800 Euro).

<sup>24</sup> Siehe Fondbolagens 2024.

Das ISK zeigt, dass steuerliche Anreize wirksam sind, um Vermögen mit Aktien zu bilden. Wichtig ist aber ebenso, dass die staatlich geförderte Vermögensbildung so unkompliziert wie möglich ist. Das ISK kann einfach und kostengünstig digital eröffnet werden. Zudem informieren die Finanzdienstleister ihre Kunden digital über anstehende Börsengänge und Zeichnungsmöglichkeiten.

Flankierend kommt hinzu, dass es in Schweden verschiedene wirtschaftliche und finanzielle Bildungsmaßnahmen gibt. Maßgeblicher Akteur ist das Swedish National Network on Financial Education, das von der nationalen Aufsichtsbehörde („Finansinspektionen“) koordiniert wird und dem andere öffentliche Institutionen, Verbände und Unternehmen angehören. Das Netzwerk hat zum Ziel, die Bildung zum Thema „Wirtschaft und Finanzen“ in der schwedischen Bevölkerung zu verbessern und initiiert hierzu unterschiedliche Projekte. So gehen beispielsweise Vertreter der schwedischen Aktionärsvereinigung „Aktiespararna“ weitflächig in die Schulen und klären dort über den Kapitalmarkt auf.<sup>25</sup> Darüber hinaus gibt es zahlreiche Apps, Webseiten und Seminare zu Finanzthemen, die alle Altersklassen adressieren.

---

<sup>25</sup> Siehe Nilsson 2024.

### 3 Erfolgsfaktor rechtlicher Rahmen

Der zweite Erfolgsfaktor der gut entwickelten Kapitalmarktkultur in Schweden ist ein wachstumsfreundliches Aktiengesetz. So können Wachstumsunternehmen aufgrund flexibler aktienrechtlicher Regelungen umfassend Kapital aufnehmen. Insbesondere gibt es keine gesetzlichen Höchstgrenzen für das genehmigte Kapital. Die Entscheidung, welchen Rahmen die Aktionäre dem Management für spätere Kapitalmaßnahmen einräumen wollen, liegt allein bei den Aktionären. Zudem sind in Schweden Aktien mit einem Nominalwert von weniger als einem Euro gerade bei Wachstumsunternehmen üblich. Damit haben sie die Möglichkeit, ein geringes Grundkapital auf eine größere Zahl von Aktien zu verteilen, was die Liquidität der Aktien verbessert.

Schweden sticht bei der Kürze der Prospekte hervor, die Unternehmen für die Kapitalaufnahmen und Börsennotierung erstellen müssen. Eine Analyse der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) aus dem Jahr 2022 gibt über den Umfang der Wertpapierprospekte im Fall eines Börsengang in verschiedenen EU-Ländern Auskunft: In Schweden sind es weniger als 200 Seiten, in Frankreich und in Italien über 400 Seiten, in Deutschland sogar bis zu 700 Seiten.<sup>26</sup>

Schwedische Wachstumsunternehmen nutzen gerade bei Sekundäremissionen, also Kapitalerhöhungen nach einem Börsengang, das Format des EU-Wachstumsprospekts, der eine Begrenzung auf 75 Seiten und Erleichterungen in der Dokumentation vorsieht.<sup>27</sup> Beispielsweise entfallen hier Angaben zur Unternehmensgeschichte oder den Beschäftigten. Wie wichtig das ist, zeigt sich gerade bei Börsengängen von kleinen Wachstumsunternehmen. Dort berücksichtigen die lokalen Investoren bei ihrer Investitionsentscheidung vor allem die Qualität des Managements und weniger die Informationen im Prospekt. Kommen ausländische Investoren hinzu, was bei größeren Börsengängen der Fall ist, steigen die Informationsanforderungen an die Prospekte. Schließlich ist der Prozess der Billigung voll digitalisiert. Die schwedische Finanzaufsicht stellt Checklisten zur Verfügung und die Einreichung sowie die Absprachen mit den zuständigen Mitarbeitern der Aufsicht erfolgt online.

<sup>26</sup> Siehe ESMA 2022, S. 33f.

<sup>27</sup> Der EU-Wachstumsprospekt kann unter anderem von Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von weniger als 200 Millionen Euro genutzt werden.

Die Experten in den Interviews klagen über die enorme Komplexität der Marktmissbrauchsverordnung, die die Börsennotierung erschwert. Dieser Befund deckt sich mit Erfahrungen aus anderen Mitgliedstaaten. Bei der Vereinfachung sollte insbesondere bei den Anforderungen an Ad-hoc-Mitteilungen, Insiderlisten und Management-Transaktionen angesetzt werden.

In Schweden trägt die Börse wesentlich dazu bei, den Ausstieg von Venture-Capital-Investoren zu ermöglichen. Die Bereitstellung von Venture Capital wird zudem dadurch erleichtert, dass der Kauf und Verkauf der Anteile ohne einen Notar erfolgt, wie dies beim Verkauf eines GmbH-Anteils in Deutschland vorgeschrieben ist.

## 4 Erfolgsfaktor KMU-Wachstumsmarkt

**M**it dem EU-regulierten KMU-Wachstumsmarkt gibt es seit 2018 einen europaweit einheitlichen Rahmen für die Gestaltung von Börsensegmenten, an denen hauptsächlich Aktien von Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von bis zu 200 Millionen Euro gehandelt werden.

An den schwedischen KMU-Wachstumsmärkten dominieren Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von bis zu 5 Millionen Euro, die mehr als ein Drittel aller dort gelisteten Unternehmen ausmachen. An KMU-Wachstumsmärkten wie dem der Nordic Growth Market (NGM) sind auch Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als 200 Millionen Euro notiert, deren Anteil allerdings nicht 50 Prozent aller dort gelisteten Unternehmen übersteigen darf. In Schweden ist der Anteil dieser größeren Unternehmen mit rund 5 Prozent sehr gering.<sup>28</sup>

Im Vergleich zu dem regulierten Markt, dem Börsensegment für größere Unternehmen, ist das Regulierungsniveau auf dem KMU-Wachstumsmarkt weniger umfassend. Damit erleichtert der KMU-Wachstumsmarkt den Einstieg in die Börse, dem in vielen Fällen nach einer „Eingewöhnungsphase“ der Übergang in den regulierten Markt folgt. Im Jahr 2024 haben in Schweden insgesamt sieben Unternehmen den Weg vom KMU-Wachstumsmarkt in den regulierten Markt genommen.<sup>29</sup>

Das schwedische Beispiel zeigt, dass gerade für Wachstumsunternehmen niedrige Eintrittsbarrieren und geringere Anforderungen für die laufende Compliance bei einem Börsengang wichtig sind. Das ist das Ziel des KMU-Wachstumsmarkts. Allerdings hat in den vergangenen Jahren eine zunehmende Angleichung der Regularien mit dem regulierten Markt stattgefunden. In diesem Zusammenhang fällt insbesondere die Komplexität der EU-Marktmissbrauchsregulierung auf, die auch für Unternehmen auf dem KMU-Wachstumsmarkt anzuwenden ist. Damit verliert der KMU-Wachstumsmarkt immer mehr an Attraktivität. Es ist dringend notwendig, wieder einen nennenswerten Abstand in der Regulierungsintensität zwischen den KMU-Wachstumsmärkten und dem regulierten Markt zu schaffen.

<sup>28</sup> Quelle: Nordic Growth Market (NGM).

<sup>29</sup> Siehe die Statistik des Nordic Growth Market (NGM).

## 5 Handlungsempfehlungen: Was können wir von Schweden lernen?

### 5.1 Handlungsempfehlungen zur Investorenbasis

Wie in Schweden sollte es in Deutschland gelingen, die breite Bevölkerung zu Aktionären zu machen. Davon profitieren die Anleger mit attraktiven Renditen und der Kapitalmarkt durch die Bereitstellung von zusätzlichen Finanzierungsmitteln. Ansatzpunkte sind die Altersvorsorge und steuerliche Anreize in Form von Anlagesparkonten wie dem ISK.

#### Mehr Aktien in allen Säulen der Altersvorsorge

In Deutschland werden in jeder der drei Säulen der Altersvorsorge noch zu wenig Aktien genutzt:

- Die Einführung einer beitragsfinanzierten Kapitaldeckung nach dem Vorbild der Prämienrente in Schweden ergänzt und entlastet das Umlageverfahren.
- In der zweiten Säule könnten Pensionsfonds mit einem hohen Aktienanteil eine deutlich größere Rolle spielen. Das Betriebsrentenstärkungsgesetz bietet mit der reinen Beitragszusage eine gute Basis. Dabei sagt der Arbeitgeber nur die Beiträge zu, garantiert aber keine Rentenhöhe. Ohne diese einengenden Garantievorschriften bietet sich den Pensionsfonds ein großer Spielraum für die Aktienanlage. Es gilt daher, die Verbreitung der reinen Beitragszusage zu fördern.
- In der privaten Altersvorsorge hat die letzte Regierung mit dem Plan, ein Altersvorsorgedepot einzuführen, gute Arbeit geleistet. Hieran gilt es anzuknüpfen. Bei einem Altersvorsorgedepot ist es wichtig, Sparformen ohne Beitragsgarantien zuzulassen und damit höhere Aktienquoten zu ermöglichen. Eine attraktive steuerliche Förderung stellt zudem sicher, dass ausreichend Mittel mobilisiert werden, von denen ein Teil in die lokale Wirtschaft fließen kann. Einfache und unbürokratische Regeln ermöglichen den Markteintritt vieler Anbieter, was den Wettbewerb erhöht und zu sinkenden Preisen führt.<sup>30</sup>

Wichtig ist auch ein europäisches Vorgehen, um die EU-Kapitalmärkte zu stärken. Alle EU-Mitgliedsstaaten sollten sich darauf verpflichten, jährlich ein Volumen in Höhe von zwei Prozent der Löhne und Gehälter in den Aufbau eines Kapitalstocks in der gesetzlichen Rente zu investieren. Zudem ist es notwendig, dass die Europäische Kommission

<sup>30</sup> Siehe zu den Details Deutsches Aktieninstitut 2024a.

das Pan-European Personal Pension Product (PEPP) reformiert, für das es bislang aufgrund zu hoher bürokratischer Hürden kein Angebot gibt. Damit das PEPP den Anspruch einlösen kann, einen EU-weiten Markt für die private Altersvorsorge zu schaffen, sind die Freiheit von Garantien und eine attraktive steuerliche Förderung wichtig.

### **Anlagesparkonto einführen**

Das steuergeförderte Anlagesparkonto (Investeringssparkonto) trägt wesentlich dazu bei, die Aktienkultur in Schweden zu stärken und damit eine Investorenbasis für schwedische Unternehmen zu schaffen. Anlagesparkonten gibt es nicht nur in Schweden, sondern auch in vielen anderen EU-Mitgliedstaaten, etwa in Frankreich (Plan d'Épargne en Actions) oder in Italien (Piani Individuali di Risparmio). Das sind gute Vorbilder für Deutschland.

Diese nationalen Initiativen können gut durch ein Label für ein „Long Term Savings Product“ auf EU-Ebene flankiert werden, das derzeit als eine Maßnahme der Spar- und Investitionsunion diskutiert wird.

### **Anlageberatung entbürokratisieren**

Ein unbürokratisches Angebot steuergeförderter Produkte in der Altersvorsorge und von Anlagesparkonten hilft, diese in weiten Bevölkerungskreisen zu verbreiten. Die EU-Regulatorik in der Anlageberatung an die Dokumentation und die Prüfung der Geeignetheit sollte auf ein Minimum reduziert werden. Kostendeckel, die die Zahl der Anbieter und damit den Wettbewerb verringern, sind kontraproduktiv.

### **Bildungsmaßnahmen zum Thema „Wirtschaft und Finanzen“**

Schweden zeigt, dass eine Koordination privater und sonstiger Bildungsinitiativen zum Thema „Wirtschaft und Finanzen“ unter staatlicher Obhut hilfreich ist und zudem ein Signal an die Bevölkerung sendet. In Deutschland könnte die Deutsche Bundesbank eine koordinierende Rolle einnehmen, da sie ohnehin schon zum Thema Geld beispielsweise in den Schulen informiert. Dieses Informationsangebot könnte um die Themen Aktien und Kapitalmärkte ergänzt werden und auch private Initiativen wie den Anlegerclub der Boerse Stuttgart Group einbinden.

In Deutschland fehlen im Gegensatz zu Schweden regelmäßige Berührungspunkte zu den Themen Aktien und Kapitalmärkte beispielsweise über die Altersvorsorge. Wir brauchen daher ein Schulfach „Wirtschaft und Finanzen“. Da die Bildungspolitik Ländersache ist, fallen einheitliche Lehrinhalte zu Fragen rund um Wirtschaft, Kapitalanlage und Steuern der unterschiedlichen Priorisierung der Kultusministerien der Länder zum Opfer. Einzig Nordrhein-Westfalen und Baden-Württemberg haben sich auf diesen Lehrinhalt festgelegt. Hier braucht es ein gemeinsames Voranschreiten des Bundes und der Länder, gegebenenfalls durch einen Staatsvertrag, indem der Bund den Ländern finanzielle Mittel zusichert und die Länder sich umgekehrt dazu verpflichten, einheitliche Lehrinhalte einzuführen.

Schließlich sollte die Europäische Kommission Bildungsmaßnahmen rund um Finanz- und Wirtschaftsthemen in den Mitgliedstaaten analysieren und Empfehlungen erarbeiten. Das Beispiel Schweden zeigt, wie wichtig eine zentrale Stelle ist, die alle nationalen wirtschaftlichen und finanziellen Bildungsmaßnahmen koordiniert.

## 5.2 Handlungsempfehlungen zum rechtlichen Rahmen

### Aktienrecht flexibilisieren

Mit der Einführung von Mehrstimmrechtsaktien und der Erhöhung der möglichen Volumina bei Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss hat der deutsche Gesetzgeber bereits wichtige Weichen zur Modernisierung des Aktienrechts gestellt. Dieser Weg sollte weitergegangen werden. Wichtig ist es, den Unternehmen beim genehmigten Kapital mehr Spielraum zu geben. Das Beispiel Schweden zeigt das Potenzial für Kapitalerhöhungen nach einem Börsengang. Eine Erhöhung der Grenze von derzeit 50 Prozent des Grundkapitals ist daher notwendig. Gerade Wachstumsunternehmen brauchen oftmals schnell und flexibel ein Mehrfaches des Grundkapitals, um die Expansion ihres Geschäftsmodells finanzieren zu können. Auch muss das Vorhaben aus dem nicht mehr zu Ende gebrachten Entwurf eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes II, Cent-Aktien zu erlauben, weitergeführt werden.

Wichtig ist es zudem, diese Maßnahmen auf EU-Ebene im Rahmen eines 28. Regimes zu flankieren. Ein Beispiel für ein 28. Regime ist die Europäische Aktiengesellschaft (Societas Europaea – SE), die um die oben genannten und weitere gesellschaftsrechtliche Komponenten erweitert werden könnte.

### Notarpflicht bei der Übertragung nichtbörsennotierter Anteile abschaffen

Noch nicht börsennotierte Unternehmen haben oftmals die Rechtsform der GmbH. Die Notarpflicht erschwert die Übertragung von GmbH-Anteilen, beispielsweise bei der Implementierung von Mitarbeiterkapitalbeteiligungsprogrammen oder beim Einstieg von Investoren. Das Hindernis der Notarpflicht in der vorbörslichen Finanzierung sollte abgeschafft werden.

### Prospektregime vereinfachen

Aus Angst vor Haftung nimmt der Emittent oftmals Ausführungen in den Prospekt auf, um auf Nummer sicher zu gehen. Damit werden die Prospekte übermäßig lang. Mehr Rechtssicherheit bei der Prospekthaftung kann daher dazu beitragen, die Prospektlänge zu verringern.

Es ist daher nötig, den Emittenten die Angst vor einem Prospektfehler, der mit Haftungsfolgen verbunden ist, zu nehmen. Die Möglichkeit, durch eine Ad-hoc-Mitteilung die Investoren über den Prospektfehler aufzuklären und diesen damit zu korrigieren, sollte eingeführt werden.

Informationen, die im Wege der Regelberichterstattung bereits veröffentlicht wurden und nochmals in den Prospekt aufgenommen werden müssen, sind redundant und daher nicht notwendig.

Von den nationalen Aufsichtsbehörden bereitgestellte Checklisten würden es den Emittenten erleichtern, einen Überblick über die zahlreichen Prospektanforderungen zu erhalten und rechtssicher zu agieren.

## EU-Marktmisbrauchsregulierung entschlacken

Es bleibt Aufgabe des Gesetzgebers, die Komplexität der Kapitalmarktregulierung insgesamt zu vereinfachen. Mit dem EU Listing Act hat die EU in der vergangenen Legislaturperiode einen ersten Schritt getan. Gerade in Bezug auf die EU-Marktmisbrauchsregulierung besteht aber weiter Handlungsbedarf. Denn zum einen stehen zur Ad-hoc-Publizität noch Delegierte Rechtsakte aus, die stark darüber entscheiden werden, ob bei sogenannten gestreckten Sachverhalten wie Unternehmenskäufen, Kapitalmaßnahmen oder Personalentscheidungen praxismgerechte Lösungen definiert werden. Konkret sollten Unternehmen erst am Ende solcher Prozesse Informationen publik machen müssen. Ob dies so kommt, hängt auch davon ab, wie ESMA und die Europäische Kommission den finalen Rechtstext interpretieren werden. Zum anderen hat es der Gesetzgeber mit dem EU Listing Act versäumt, bei Insiderlisten und der Verpflichtung zur Meldung von Aktiengeschäften des Managements (Managers' Transactions) einen spürbaren Bürokratieabbau zu wagen.

## Eingewöhnungsphase für Börsenneulinge

Eine Phase mit erleichterten Regulierungsanforderungen nach dem Börsengang erleichtert es den Börsenneulingen, sich an der Börse mit ihrer hohen Regulierungsdichte zurechtzufinden. Eine solche „Eingewöhnungsphase“ wurde 2012 mit dem JOBS-Act in den USA erfolgreich für Wachstumsunternehmen eingeführt und wäre eine gute Blaupause für die EU.

### 5.3 Handlungsempfehlungen zum KMU-Wachstumsmarkt

Die meisten Börsengänge in Schweden finden auf den KMU-Wachstumsmärkten statt, etwa an der Nordic Growth Market (NGM). Dort unterscheidet sich das Regulierungsniveau von den Regeln auf den regulierten Märkten und entspricht den Bedürfnissen der Investoren sowie dieser kleineren Unternehmen.

Die Ausweitung der EU-Marktmisbrauchsverordnung auf den KMU-Wachstumsmarkt hat dazu geführt, dass dieser stark an das Regulierungskonzept des regulierten Marktes angeglichen wurde. Die Erleichterungen für Emittenten am KMU-Wachstumsmarkt bei der Anwendung der Marktmisbrauchsverordnung, beispielsweise bei den Insiderlisten, sind gemessen daran eher marginal. Weitere Erleichterungen sind daher notwendig, damit das Konzept des KMU-Wachstumsmarkts attraktiv bleibt. Wichtig ist zumindest eine Entlastung in Bezug auf die oben beschriebenen Regeln der Marktmisbrauchsverordnung.

Eine weitere Harmonisierung der Regeln des KMU-Wachstumsmarktes und des regulierten Marktes widerspricht der grundlegenden Idee, mit dem KMU-Wachstumsmarkt den Einstieg an die Börse zu erleichtern. Ein Beispiel dafür, wie ein Listing auf dem KMU-Wachstumsmarkt erschwert wird, war das Vorhaben im Vorschlag für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz II der letzten Legislatur für eine Pflicht der Emittenten, bei einem Delisting den Aktionären ein Abfindungsangebot für die ausstehenden Aktien vorlegen zu müssen. Die Börse ist keine Einbahnstraße, und wenn der Weg an die Börse über das Konzept des KMU-Wachstumsmarkts erleichtert werden soll, darf der Weg von der Börse nicht unnötig erschwert werden. Ansonsten verliert das Konzept an Attraktivität.

# Interviewpartner

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

**Edin Agic**, Senior Manager, Capital Markets, Advokatfirman Vinge KB

**Maria Althin**, Senior Legal Counsel, Confederation of Swedish Enterprise

**Elisabet Jamal Bergström**, Head of Sustainability and Communication, SEB Investment Management

**Fredrik Bonthron**, Chief Economist, Swedish Securities Markets Association

**Andrew Brabner**, CFO, Bentley Endovascular Group AB

**Erik Einerth**, Senior Expert Equities & Derivatives Markets, Swedish Securities Markets Association

**Daniel Eriksson**, Compliance Officer, Nordic Growth Market (NGM), Boerse Stuttgart Group

**Mark Falkner**, Head of CoSec, Partner, Eversheds Sutherland Advokatbyrå AB

**Lars Granbom**, Chairman, Scandinavian Astor Group

**Magdalena Hartman**, CEO, Nordic Growth Market (NGM), Boerse Stuttgart Group

**Mats Jarl**, CEO, Lysa Life

**Mikael König**, Chairman, Medclair AB

**Fredrik Ljung**, Head of Equity Capital Markets, Investment Banking, Pareto Securities AB

**Anna Magnusson**, Chief Active Ownership Officer, Första AP-fonden (AP1)

**Jens Nystrand**, Equity Capital Markets Legal & Strategy, Nordea

**Anders Oskarsson**, Head of Equities, AMF

**Christina Ploom**, CEO, Senior Advisor, Amudova AB

**Magnus Tornling**, Global Head of ECM, EQT Group

**Fredrik Segenmark**, Nordic Head of Equity Capital Markets, Nordea

**Fredrik Hård af Segerstad**, Economist, Swedish Investment Fund Association

**Elias Skog**, Senior Legal Counsel, Confederation of Swedish Enterprise

**Victor Snellman**, Economist, Confederation of Swedish Enterprise

**Helena Somervail**, Director, Rothschild & Co

**Anders Strid**, Partner, Capital Markets, Advokatfirman Vinge KB

**Olof Sundberg**, CSO, Nordic Growth Market (NGM), Boerse Stuttgart Group

**Göran Svensson**, Head of Corporate Finance Sweden, Nordea

**Sten Tärnbro**, Head of Public Affairs & Research, Swedish Private Equity & Venture Capital Association

**Johan Thiman**, Partner, White & Case

**Anna Thoms**, Principal Associate, Head of CoSec, Eversheds Sutherland Advokatbyrå AB

**Dennis Westermark**, Partner, Advokatfirman Lindahl KB

**Eirik Winter**, CEO & Head of CIB Nordic Region, BNP Paribas

# Literatur

Allianz Research (2024): [Allianz Global Wealth Report, München.](#)

Deutsches Aktieninstitut (2024a): [Altersvorsorgedepots – erfolgreiche Modelle der Alterssicherung im internationalen Vergleich.](#)

Deutsches Aktieninstitut (2024b): [Aktionärszahlen 2023: Erneut über 12 Millionen. Aktiensparer trotz der Zinswende, Frankfurt.](#)

Deutsches Aktieninstitut (2022): [Diskriminierung der Aktienanlage beenden – Anlagesparerkonten einführen, Frankfurt.](#)

Draghi, Mario (2024): [The future of European competitiveness, Part B: In-depth analysis and recommendations, o.O.](#)

EIOPA (2023): [Occupational pensions statistics, Frankfurt.](#)

ESMA (2022): [Peer review of the scrutiny and approval procedures of prospectuses by competent authorities, Paris.](#)

Fondbolagens (2024): [The investment savings account in focus, Stockholm.](#)

Fondbolagens o.J.: [How Sweden became a world leader in fund saving.](#)

GDV (2023): [Fakten zur Versicherungswirtschaft, Berlin.](#)

Insurance Sweden (2024): [Insurance in Sweden 2014-2023, Stockholm.](#)

InvestEurope o.J.: [Annual activity statistics, Brüssel.](#)

Kaserer, C./Treßel, V. (2024): [The EU prospectus regulation and its impact on SME listings, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Vol. 93.](#)

Mercer (2024): Mercer CFA Institute Global Pension Index.

New Financial (2024): The Future of Pensions and Retail Investment in the EU, London.

Nilsson, C. (2024): [Turning Students into Stock Market Investors: The Role of Civil Society and Public Schools in Swedish Financialization, c. 1985–2010, Enterprise & Society, S. 1–31.](#)

OECD o.J.: [Household financial assets, Paris.](#)

Oxera (2020): [Primary and secondary equity markets in the EU. Final report, Brüssel.](#)

Pensionsmyndigheten (2024): [Monatliche Statistik zu den Prämienrentenfonds.](#)

## Kontakt



### Frankfurt

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

**LinkedIn** Aktieninstitut  
X@Aktieninstitut

### Brussels

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

### Berlin

Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Behrenstraße 73  
10117 Berlin  
Tel. +49 30 25899-775  
Fax +49 30 25899-651  
berlin@dai.de

**Boerse Stuttgart Group**

Regulatory and Governmental Affairs  
Börsenstraße 4  
70174 Stuttgart  
regulatoryaffairs@boerse-stuttgart.de