

Thorsten Pepler / Axel Wieandt

Der deutsche Aktienmarkt im internationalen Kontext – Chancen und Herausforderungen für den Finanzstandort

In Zeiten zunehmender Disintermediation des Finanzsektors, also der Aufgabenverlagerung von Intermediären auf die Kapitalmärkte, ist ein entwickelter Aktienmarkt von immer größerer Bedeutung für die Standortqualität eines Finanzplatzes und einer Volkswirtschaft insgesamt.¹⁾ Ein funktionierender, in Breite und Tiefe liquider Aktienhandel und angemessene Bewertungen sind kein Selbstzweck, sondern für eine effiziente Kapitalallokation und für den Zugang der Unternehmen zu kostengünstiger Finanzierung unverzichtbar. Zugleich bildet der Aktienmarkt die Basis für ein großes Spektrum weiterer Finanzprodukte und -dienstleistungen im Wettbewerb um die globalen Finanzströme und letztlich auch um Arbeitsplätze.

Status des deutschen Aktienmarktes im internationalen Vergleich

Dies vor Augen, haben die Politik wie auch die Akteure an den Finanzmärkten in den letzten Jahren auf verschiedenen Ebenen Anstrengungen unternommen, um den Finanzstandort Deutschland zu stärken. Die „Initiative Finanzplatz Deutschland“ ist ein prominentes Beispiel hierfür.²⁾ Ziel der folgenden Betrachtungen ist eine Bestandsaufnahme im Hinblick auf die heutige Position des deutschen Aktienmarktes im internationalen Vergleich und die sich zukünftig ergebenden Chancen, Risiken sowie die zu adressierenden Defizite am Finanzplatz Deutschland.

Im Vergleich zur Kursentwicklung wie auch zu den relativen Bewertungen der wichtigsten Indizes weltweit erwies sich der

deutsche Leitindex, Dax 30, über die letzten Jahre als besonders konjunktursensitiv. In der Hochphase des Aktienbooms, zu Beginn des Jahres 2000, lag der Dax 30 mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von rund 30x3 klar vor den Bewertungen der wichtigsten Leitindizes fast aller Industrieländer.⁴⁾ Am folgenden Abschwung partizipierten die Kurse und Bewertungen der

Dr. Axel Wieandt, Global Head, Corporate Development (AfK)/Corporate Investments, Deutsche Bank AG und Honorarprofessor, WHU/Otto Beisheim School of Management, Vallendar, und Thorsten Pepler, Vice President, Corporate Development (AfK), Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main

Der deutsche Aktienmarkt als wichtiger Standortfaktor der Volkswirtschaft bedarf aus Sicht der Autoren einer intensiven Pflege. Auf der Angebotsseite registrieren sie nicht zuletzt die relativ starke Gewichtung der Kreditfinanzierung im deutschen Mittelstand als Ursache einer im internationalen Maßstab geringen Aktienemissionstätigkeit. Und auf der Nachfrageseite beklagen sie weiterhin eine mangelnde Aktienkultur der deutschen Privatanleger wie auch die Untergewichtung privater und betrieblicher Altersvorsorge. Eine Verbesserung der Bedingungen versprechen sie sich durch fortgesetzte Maßnahmen in der Arbeitsmarkt- und Steuerpolitik, Korrekturen im Aktienrecht, intensive Aufklärungsarbeit und die Realisierung des Potenzials ausländischer institutioneller Anlegergelder für den deutschen Aktienmarkt durch ordnungspolitisch umsichtige Entscheidungen. (Red.)

deutschen Titel besonders stark, sodass der Dax 30 ab Ende 2002 lange Zeit mit einem Discount gegenüber den wichtigen Vergleichsindizes gehandelt wurde. Im Zuge des Aufschwungs der letzten Jahre konnte diese Bewertungslücke reduziert und zuletzt geschlossen werden.

Die hohe Schwankungsanfälligkeit des deutschen Leitindex ist – neben der relativ, zum Beispiel zum FTSE 100 oder S&P 500, geringeren Anzahl enthaltener Werte – auch auf die Branchenzusammensetzung des Dax 30 und des deutschen Aktienmarktes insgesamt zurückzuführen, also die vergleichsweise starke Gewichtung konjunktursensitiver Branchen wie des Industrie- und Chemiesektors. Insofern ist der Aktienmarkt auch Spiegel der stark von der weltweiten Konjunktur abhängigen deutschen Volkswirtschaft insgesamt (Abbildung 1).

Niedrige Aktienkapitalisierung

Hingegen wird die Größe des Aktienmarktes der Bedeutung der deutschen Volkswirtschaft nicht gerecht: Gemessen am Bruttoinlandsprodukt ist Deutschland noch immer die drittgrößte Volkswirtschaft der Erde⁵⁾ und hat zuletzt auch beim Wirtschaftswachstum (plus 2,9 Prozent in 2007) wieder zu den europäischen Partnern aufgeschlossen. Im Hinblick auf die anhaltenden Exporterfolge gehört Deutschland zu den Gewinnern der Globalisierung und darf sich – zumindest beim Warenhandel – einstweilen noch Exportweltmeister nennen.

Vergleicht man dieses volkswirtschaftliche Gewicht mit der Gesamtkapitalisierung der



in Deutschland notierten Aktien, so tritt ein zentrales Defizit des deutschen Finanzstandortes zutage: Per Ende Oktober 2007 betrug die Aktienkapitalisierung in Deutschland gerade einmal 69 Prozent des erwarteten BIP für 2007 – zum Vergleich: In den USA waren es 158 Prozent,⁶⁾ in Großbritannien 177 Prozent und in der Schweiz sogar über 350 Prozent. Deutschland nimmt damit einen der hintersten Plätze unter den wichtigen Industrienationen ein. Selbst die großen Schwellenländer sind in den letzten Jahren hinsichtlich dieser sogenannten „Equitization“ ihrer Volkswirtschaften an Deutschland vorbeigezogen: Per Ende Oktober 2007 hatte beispielsweise Indien ein Verhältnis der Marktkapitalisierung zum BIP von 164 Prozent⁷⁾, China von 123 Prozent⁸⁾ und Brasilien von 119 Prozent (Abbildung 2). Die Ursachen für die im internationalen Vergleich geringe Aktienmarktkapitalisierung in Deutschland sind gleichermaßen beim „Aktienangebot“ und bei der „Aktienachfrage“ zu suchen.

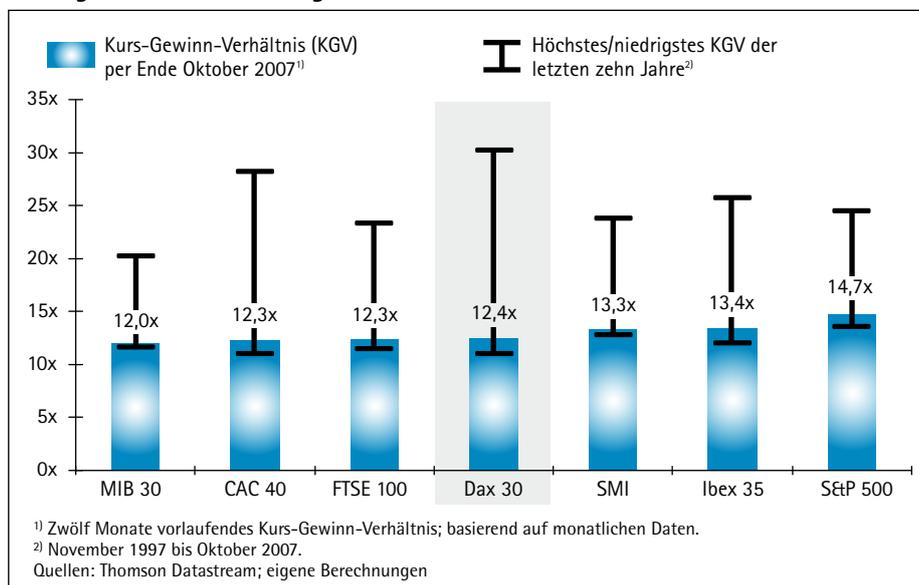
Defizite beim „Aktienangebot“

Im Hinblick auf das Angebot an börsennotierten Unternehmen liegen wesentliche Gründe für die niedrige Kapitalisierung in der noch immer relativ geringen Eigenkapitalfinanzierung deutscher Unternehmen und den niedrigen Aktienemissionsvolumina, auch von Seiten ausländischer Aktiengesellschaften.

Die Eigenmittelausstattung deutscher Unternehmen, insbesondere der Personen- und Kapitalgesellschaften des deutschen Mittelstands, ist – trotz einer deutlichen Verbesserung über die vergangenen Jahre⁹⁾ – weiterhin deutlich schlechter als beispielsweise in den angelsächsischen Ländern. Zwar erschweren die international unterschiedlichen Rechnungslegungs-, Bewertungs- und Abschreibungsregeln einen länderübergreifenden Vergleich der Eigenmittelquoten, die verbreitete Eigenkapitalchwäche im deutschen Mittelstand ist jedoch unbestritten.¹⁰⁾ Unter anderem diese relativ starke Gewichtung der Kreditfinanzierung im deutschen Mittelstand führt zu einer im internationalen Vergleich geringen Aktienemissionstätigkeit am deutschen Kapitalmarkt.

Entsprechend niedrig ist das Volumen von Initial Public Offerings (IPOs) von Aktiengesellschaften in Deutschland: Knapp drei

Abbildung 1: Entwicklung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses wichtiger Leitindizes im Vergleich



Milliarden Euro wurden im Durchschnitt der vergangenen fünf Jahre im Rahmen von IPOs jährlich an deutschen Börsen platziert. Zum Vergleich: in Großbritannien waren es im Schnitt rund 17 Milliarden Euro per annum, in den USA über 30 Milliarden Euro.¹¹⁾ Der deutsche IPO-Markt zog dabei bisher nur sehr wenige ausländische Emittenten an: Während hierzulande nur knapp fünf Prozent des IPO-Volumens der

Jahre 2002 bis 2006 von ausländischen Unternehmen stammen, liegt dieser Anteil in den USA bei zirka 20 Prozent, in Großbritannien sogar bei fast 50 Prozent.¹²⁾ Ausländische Emittenten, nicht zuletzt aus den Emerging Markets, sind eine bisher unzureichend genutzte Chance für das „Aktienangebot“ in Deutschland; dies zeigt auch das in den letzten Monaten steigende Interesse vor allem kleinerer chinesischer

Abbildung 2: „Equitization“ verschiedener Volkswirtschaften

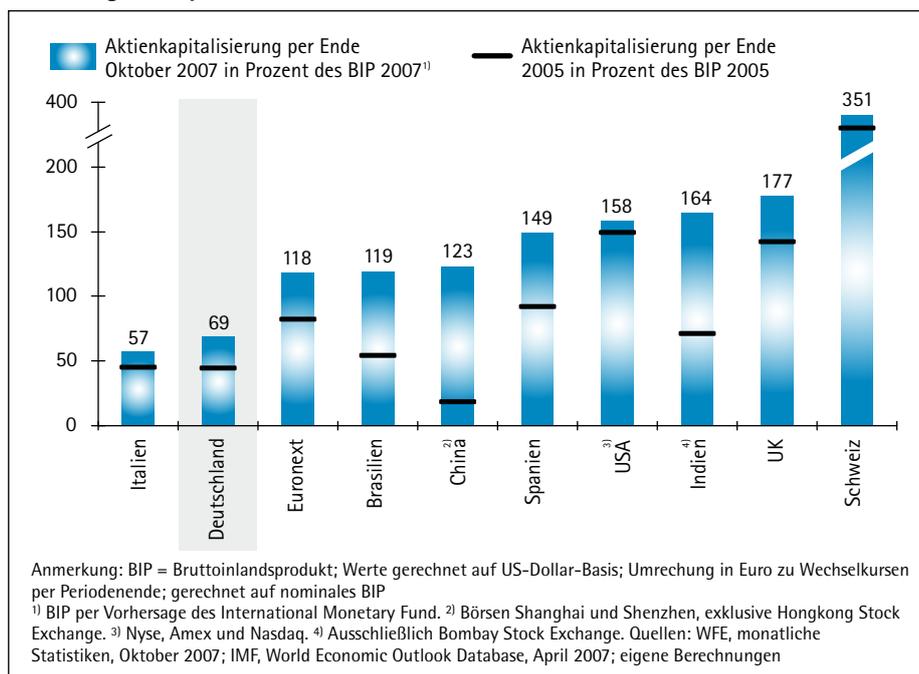
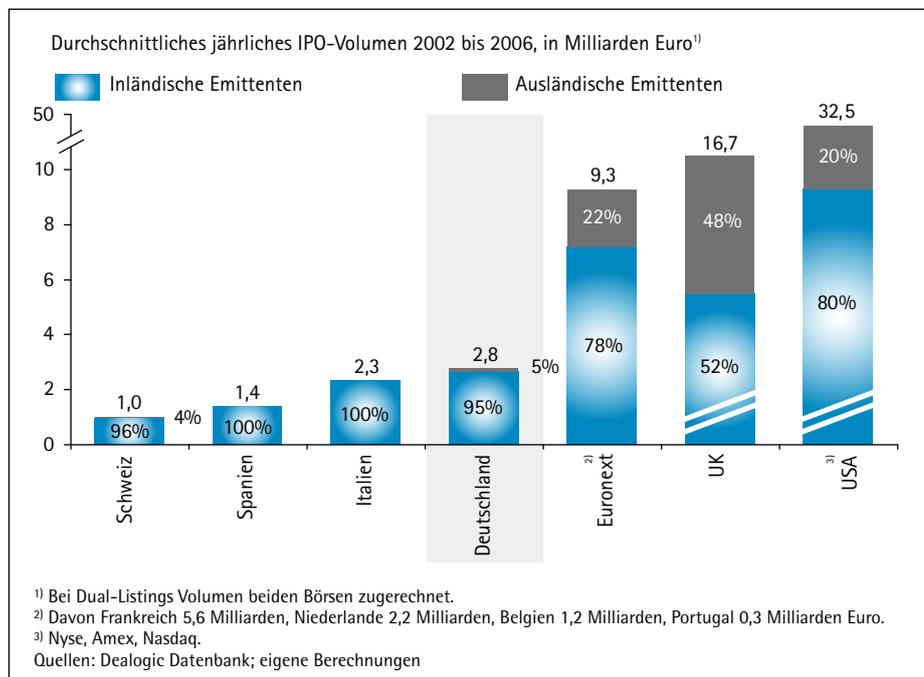


Abbildung 3: Durchschnittliches jährliches IPO-Volumen nach Herkunftsland des Emittenten



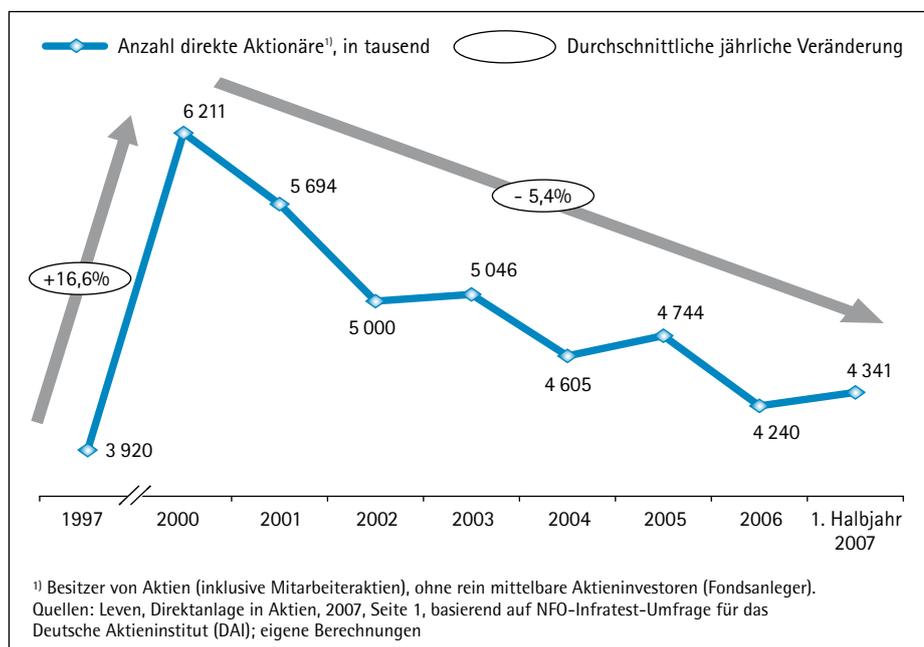
Aktiengesellschaften an einer Notierung in Deutschland (Abbildung 3).

Aktive Standortpflege

Um die Attraktivität Deutschlands als Wirtschaftsstandort im Allgemeinen und insbe-

sondere auch aus der Sicht von Aktiengesellschaften zu erhöhen und damit das Angebot an börsennotierten Unternehmen langfristig zu stärken, ist aktive Standortpflege von großer Bedeutung. In dieser Hinsicht konnten in den letzten Jahren bereits einige wichtige wirtschaftspolitische

Abbildung 4: Entwicklung der Anzahl direkter Aktionäre in Deutschland 1997 bis 2007



Verbesserungen realisiert werden: Am Arbeitsmarkt lässt sich eine größere Flexibilität bei den Arbeitsbedingungen beobachten, seien es Löhne, Arbeitszeiten oder der Bedeutungszuwachs der Zeitarbeit. Die Unternehmenssteuerreform signalisiert über die Landesgrenzen hinweg, dass Deutschland für unternehmerische Aktivitäten inländischer und ausländischer Investoren attraktiv sein will.

Trotz dieser Erfolge besteht nach wie vor Handlungsbedarf. So liegen die Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe in Deutschland – trotz der moderaten Lohnabschlüsse in den letzten Jahren – noch immer um rund 18 Prozent über denen der USA und um rund 37 Prozent über denen Japans.¹³⁾ Ein weiteres Defizit aus der spezifischen Sicht der Aktiengesellschaften sind die weit reichenden Anfechtungsrechte für Aktionäre gegen Beschlüsse der Hauptversammlung: Die zunehmenden Anfechtungsklagen einiger weniger „Berufskläger“¹⁴⁾ erschweren Umstrukturierungen und machen – ebenso wie die unternehmerische Mitbestimmung für größere Gesellschaften – Deutschland als Standort für Aktiengesellschaften unattraktiv.

Positive Auswirkungen auf das frei verfügbare „Aktienangebot“ in Deutschland und damit auf die Liquidität des Aktienhandels hat hingegen die Auflösung der sogenannten „Deutschland AG“, also der weitgehende Abbau von Überkreuzbeteiligungen zwischen den großen deutschen Aktiengesellschaften.¹⁵⁾ Hierdurch stieg der Streubesitzanteil in Deutschland in den letzten sechs Jahren um rund 15 Prozentpunkte deutlich auf zirka 82 Prozent; er nähert sich damit dem Niveau der Börsen in Großbritannien oder der Schweiz, wo sich gut 90 Prozent des Aktienkapitals im Streubesitz befinden.¹⁶⁾ Eine wesentliche Motivation für die beschriebene Auflösung der Überkreuzbeteiligungen lag in der Notwendigkeit zur effizienteren Kapitalallokation.¹⁷⁾ Diese steigende Kapitaldisziplin drückt sich auch in steigenden „Cash Returns“ aus, also dem zunehmenden Volumen von Dividendenausschüttungen und nicht zuletzt Aktienrückkäufen der deutschen Aktiengesellschaften relativ zu ihrer Marktkapitalisierung.

Defizite bei der „Aktiennachfrage“

Die „Aktiennachfrage“ in Deutschland leidet unter Defiziten der inländischen

Investorenbasis, konkret der weiterhin mangelnden Aktienkultur der deutschen Privatanleger wie auch der Untergewichtung privater und betrieblicher Altersvorsorge. Daneben wird das große Potenzial ausländischer Investoren – auch aufgrund von politischen Bedenken – noch immer unzureichend genutzt.

Weniger als sieben Prozent der Deutschen¹⁸⁾ besitzen direkt, das heißt nicht nur mittelbar über Fonds, Aktien. In Großbritannien, den USA, Japan oder der Schweiz liegt diese Quote bei deutlich über 20 Prozent.¹⁹⁾ Die Aktienkultur unter den deutschen Privatanlegern ist traditionell eher schwach ausgeprägt, und auch das in den späten neunziger Jahren geweckte Interesse wurde mit der Auflösung der Börsenblase wieder weitgehend zunichte gemacht. Denn gerade die späten Einsteiger in den Aktienboom waren besonders stark vom Rückgang der Märkte ab Mitte 2000 betroffen. Von dieser negativen Erfahrung und der wieder erstarkenden Risikoscheue haben sich die deutschen Privatanleger bis heute nicht befreien können. Seit 2001 ist die Zahl der direkten Aktionäre in Deutschland rückläufig; im ersten Halbjahr 2007 hat sich hier eine Trendumkehr angedeutet²⁰⁾ (Abbildung 4), die im zweiten Halbjahr aber schon wieder unterbrochen wurde (siehe Gespräch des Tages).

Diese Trendumkehr könnte durch die neue Abgeltungsteuer von 2009 an bereits wieder beendet werden, bedeutet doch die Gleichstellung aller Kapitaleinkünfte und der Wegfall der Steuerfreiheit für Veräußerungsgewinne eine relative Verschlechterung für die Aktienanlage.

Auswirkungen auf Aktienfonds

Auch Aktienfonds spüren die in den vergangenen Jahren gesunkene Risikobereitschaft der Anleger in Form von Mittelabflüssen seit 2004.²¹⁾ Wenigstens teilweise kompensiert wird diese Entwicklung durch den Boom der Zertifikate und strukturierten Produkte in Deutschland. Das ausstehende Volumen des Zertifikatemarktes ist bis Ende September 2007 auf knapp 140 Milliarden Euro angewachsen.²²⁾ Vor allem auch risikoscheue Anleger haben sich über Zertifikate mit Risikopuffer wieder für die Aktienanlage gewinnen lassen: Rund zwei Drittel des ausstehenden Volumens entfallen auf Garantie-, Bonus- und Discount-Zertifikate.²³⁾

Ein weiterer struktureller Schwachpunkt aus Sicht des deutschen Aktienmarktes ist die Altersvorsorge. Pensionsfonds und Instrumente der privaten Altersvorsorge spielen im deutschen Aktienmarkt im Vergleich zu Großbritannien, den USA oder der Schweiz eine sehr geringe Rolle, was auf

die historische Dominanz des staatlich gelenkten, umlagefinanzierten Rentensystems zurückzuführen ist. Die Alterseinkünfte der Ruheständler in Deutschland stammen nur zu rund zehn Prozent²⁴⁾ aus privater und betrieblicher Altersvorsorge. Zum Vergleich: in Frankreich sind dies zirka 23 Prozent, in den Niederlanden zirka 41 Prozent²⁵⁾ und in den USA zirka 55 Prozent.²⁶⁾

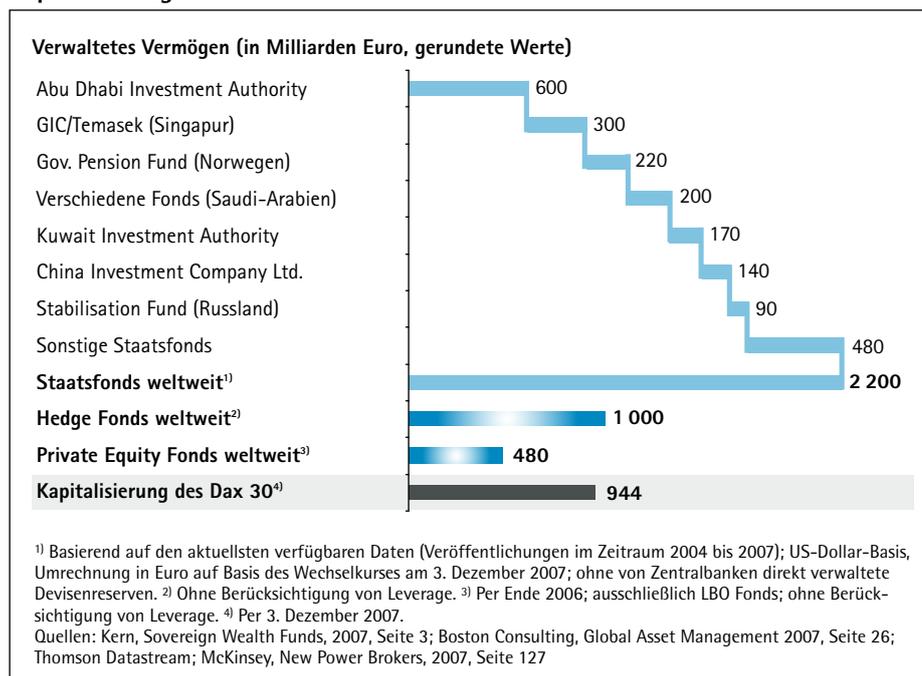
Darüber hinaus sind auch die Aktienquoten bei deutschen Pensionsfonds und Lebensversicherern im Vergleich zum angelsächsischen Raum niedriger. Laut einer aktuellen Studie von Mercer Investment Consulting²⁷⁾ wiesen die untersuchten deutschen Pensionsfonds in 2007 eine durchschnittliche Aktienquote von 24 Prozent aus, britische hingegen von 61 Prozent.

Konsequente Förderung der privaten und betrieblichen Altersvorsorge

In den angesprochenen Defiziten der Altersvorsorge hierzulande – geringe Kapitaldeckung und niedrige Aktienquoten – und den demografischen Herausforderungen der nächsten Jahre liegt zugleich auch eine große Chance für den Aktienmarkt. Eine konsequente Förderung der privaten und betrieblichen Altersvorsorge durch staatliche Anreize könnte helfen, dieses Potenzial für die Aktie zu realisieren. Ebenso wichtig ist die fortgesetzte Aufklärung im Hinblick auf den zentralen Beitrag, den die langfristig renditestarke Aktienanlage zum Schließen der Rentenlücke leisten kann.

Eine breite inländische Investorenbasis ist für einen starken, liquiden Aktienmarkt mit angemessenen Bewertungen die erste Voraussetzung. Daneben dürfen aber auch ausländische Investoren nicht unbeachtet bleiben. Die verwalteten Vermögen sind in den vergangenen Jahren nirgendwo so stark angewachsen wie bei Hedge Fonds, Private Equity Fonds und den staatlichen Investmentgesellschaften, insbesondere aus Asien und dem Nahen Osten. Letztere verwalten inzwischen weltweit Investitionsmittel, die die Kapitalisierung des Dax 30 weit übersteigen (Abbildung 5).

Abbildung 5: Anlagevolumina wichtiger Investorengruppen im Vergleich zur Kapitalisierung des Dax 30



Zugleich besteht jedoch in der Öffentlichkeit ein verbreitetes Unbehagen im Hinblick auf Übernahmen und Anteilskäufe durch diese Investoren. Der Entwurf der Bundesregierung für ein „Risikobegren-



zungsgesetz" soll beim Anteilsverkauf durch „aktivistische“ Finanzinvestoren generell die Transparenz verbessern und insbesondere „abgestimmtes Vorgehen“ erschweren.²⁸⁾ Daneben wird gegen signifikante Beteiligungen (von mehr als 25 Prozent) ausländischer Investoren an deutschen Unternehmen sogar ein Vetorecht des Staates in Erwägung gezogen, wenn dadurch „die nationale Sicherheit“ oder „die strategische Infrastruktur“ der Wirtschaft gefährdet werden.²⁹⁾

Protektionismusspirale vermeiden

Solche Bedenken dürfen jedoch nicht zu einer Protektionismusspirale führen. Im Hinblick auf die zuletzt besonders kritisch betrachteten Staatsfonds ist zu betonen, dass es nur bei einer Minderheit unter ihnen und nur mit Blick auf wenige Investitionsobjekte ernsthafte sicherheitspolitische und strategische Infrastrukturrisiken geben dürfte. Die überwiegende Mehrheit dieser Fonds agiert ähnlich wie Pensionsfonds, das heißt, ist um eine Diversifikation des Portfolios bemüht, hat ein professionelles Anlagemanagement und besitzt einen langfristigen Anlagehorizont.

Es ist berechtigt, angesichts der Größe der Staatsfonds ihre Bedeutung für die systemische Stabilität zu thematisieren und Transparenzstandards einzufordern. Richtig ist auch die Forderung nach Reziprozität im Marktzugang; dabei muss es aber um Reziprozität in der Liberalisierung, nicht um einen Wettlauf der Abschottung gehen. Deutschland muss Interesse an ausländischem Kapital haben, und ebenso ist es im vitalen Interesse der erfolgreich global agierenden deutschen Unternehmen, im Ausland Beteiligungen erwerben zu können.

Ungeachtet aller Bemühungen und Erfolge in der Förderung des Finanzstandortes Deutschland und des deutschen Aktienmarktes, gibt es im Hinblick auf die „Equitization“ der deutschen Volkswirtschaft weiterhin Nachholbedarf. Maßnahmen der Politik und der am Finanzplatz handelnden Akteure müssen die Defizite und Handlungsnotwendigkeiten bei „Aktienangebot“ und „Aktiennachfrage“ gleichermaßen adressieren, so zum Beispiel durch fortgesetzte Standortpflege in der Arbeitsmarkt- und Steuerpolitik, aber auch durch Korrekturen im Aktienrecht – etwa zur stärkeren Beschneidung missbräuchlicher Anfechtungs-

klagen, weitere Stärkung der privaten Aktienkultur – insbesondere auch im Hinblick auf die private Altersvorsorge – durch steuerpolitische Maßnahmen und fortgesetzte Aufklärungsarbeit und die Realisierung des Potenzials ausländischer institutioneller Anlagegelder für den deutschen Aktienmarkt durch ordnungspolitisch umsichtige Entscheidungen im Kontext der jüngsten Forderungen nach stärkerer Regulierung.

Die in diesem Artikel vertretenen Meinungen sind die persönlichen Meinungen der Autoren und repräsentieren nicht die Position der Deutsche Bank AG.

Quellenangaben und weiterführende Literatur

Allen & Overy: Germany targets financial investors, Proposing tougher disclosure rules, Frankfurt am Main, Oktober 2007.
Börsch-Supan, Axel/Wilke, Christina: Zwischen Generationenvertrag und Eigenvorsorge, Wie Europa auf den demographischen Wandel reagiert, Deutsches Institut für Altersvorsorge (DIA), Köln, 2006.
Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI): Statistiken zum Mittelaufkommen deutscher Publikumsfonds nach Fondsgruppen, Stand Oktober 2007, www.bvi.de (Datendownload vorgenommen am 3. Dezember 2007).
CDU Bundesvorstand: In Chancen denken – Strategische Standortpolitik im 21. Jahrhundert, Antrag an den 21. Parteitag am 3./4. Dezember 2007 in Hannover.
Derivate Forum: Der deutsche Markt für derivative Produkte, Monatsbericht September, Frankfurt am Main, September, 2007.
Deutsche Bundesbank: Monatsbericht, 58. Jahrgang, Nr. 12, Frankfurt am Main, Dezember 2006.
Deutsches Aktieninstitut (DAI): Factbook 2006, Frankfurt am Main, 2006.
Federation of European Securities Exchanges (FESE): Share ownership structure in Europe, Brüssel, Februar 2007.
International Monetary Fund (IMF): World Economic Outlook Database, April 2007, www.imf.org (Datendownload vorgenommen am 3. Dezember 2007).
Kern, Steffen: Sovereign Wealth Funds – State investments on the rise, DB Research, Frankfurt am Main, September 2007.
Linnemann, Carsten: Deutscher Mittelstand vom Aussterben bedroht?, DB Research, Frankfurt am Main, Mai 2007.
Leven, Franz-Josef: Direktanlage in Aktien wieder steigend, Deutsches Aktieninstitut, Frankfurt am Main, August 2007.
McKinsey Global Institute: The New Power Brokers, How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity Are Shaping Global Capital Markets, Oktober 2007.
Mercer Investment Consulting: Asset Allocation Survey, London, 2007.
Schröder, Christoph: Produktivität und Lohnstückkosten der Industrie im internationalen Vergleich, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln, November 2007.
The Boston Consulting Group: The Growth Dilemma, Global Asset Management 2007, Boston, November 2007.
Theisen, Manuel/Raßhofer, Martin: Anfechtungsklagen unter der Lupe: Räuber oder Wohltäter, in „Der Aufsichtsrat“, Juli 2007, Seiten 107 bis 109.

Wieandt, Axel/Haslinger, Magdalena: Neuausrichtung der „Deutschland AG“, in Glaum, Martin/Hommel, Ulrich/Thomaschewski, Dieter, Internationalisierung und Unternehmenserfolg, Stuttgart, November 2007, Seiten 339 bis 359.
World Federation of Exchanges (WFE): Monatliche Statistiken, www.world-exchanges.org (Datendownload am 3. Dezember 2007).

Fußnoten

- ¹⁾ Zur Bedeutung des Aktienmarktes für die Attraktivität des Finanzstandorts Deutschland vergleiche auch Dr. Josef Ackermann in seiner Rede anlässlich der Eröffnungskonferenz zur 10. Euro Finance Week im November 2007.
- ²⁾ Für detaillierte Informationen zur Initiative Finanzplatz Deutschland siehe www.finanzstandort.de.
- ³⁾ Thomson Datastream, zwölf Monate vorlaufendes KGV.
- ⁴⁾ Mit Ausnahme Japans.
- ⁵⁾ IMF, World Economic Outlook Datenbank, Vorhersage 2007 zum nominalen Bruttoinlandsprodukt; in 2008 wird China Deutschland, gemessen am Bruttoinlandsprodukt, voraussichtlich überholen.
- ⁶⁾ Marktkapitalisierung von Nyse, Amex und Nasdaq.
- ⁷⁾ Marktkapitalisierung Bombay Stock Exchange (ohne National Stock Exchange of India).
- ⁸⁾ Marktkapitalisierung Shanghai und Shenzhen Stock Exchanges (ohne Hong Kong Exchanges).
- ⁹⁾ Dazu Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Dezember 2006, Seite 54 ff., Anstieg der durchschnittlichen Eigenkapitalquote im deutschen Mittelstand von sechs Prozent in 1997 auf 15 Prozent in 2004.
- ¹⁰⁾ Vergleiche zum Beispiel Linnemann, Deutscher Mittelstand vom Aussterben bedroht?, 2007, Seite 14.
- ¹¹⁾ Dealogic Datenbank, Durchschnittliches jährliches IPO-Volumen 2002 bis 2006.
- ¹²⁾ Dealogic Datenbank, Anteil der Emissionen von ausländischen Emittenten 2002 bis 2006.
- ¹³⁾ Schröder, Lohnstückkosten im internationalen Vergleich, IW, 2007, Seite 7.
- ¹⁴⁾ Vergleiche die Auswertung von Theisen/Raßhofer, Anfechtungsklagen, Juli 2007, Seiten 107 ff., 108.
- ¹⁵⁾ Wieandt/Haslinger, Deutschland AG, 2007, Seiten 339 ff., 351.
- ¹⁶⁾ Eigene Berechnungen, Daten basierend auf Unternehmen im Dow Jones Stoxx 600, per November 2007.
- ¹⁷⁾ Wieandt/Haslinger, Deutschland AG, 2007, Seiten 339 ff., 347 f.
- ¹⁸⁾ Leven, Direktanlage in Aktien, 2007, Seite 1; bezogen auf die Bevölkerung über 14 Jahre (gerechnet auf die Gesamtbevölkerung nur zirka fünf Prozent).
- ¹⁹⁾ DAI, Factbook 2006.
- ²⁰⁾ Leven, Direktanlage in Aktien, 2007, Seite 1.
- ²¹⁾ BVI, Statistik zum Mittelaufkommen, 2007.
- ²²⁾ Derivate Forum, Monatsbericht September 2007, Seite 16.
- ²³⁾ Derivate Forum, Monatsbericht September 2007, Seite 10.
- ²⁴⁾ Börsch-Supan/Wilke, Generationenvertrag und Eigenvorsorge, 2006, Seite 42; Daten per 2003, basierend auf der Share-Datenbank (Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe).
- ²⁵⁾ Börsch-Supan/Wilke, Generationenvertrag und Eigenvorsorge, 2006, Seite 42.
- ²⁶⁾ Mercer Human Resource Consulting GmbH (nicht veröffentlicht).
- ²⁷⁾ Mercer Investment Consulting, Asset Allocation Survey 2007, Seiten 4 und 6.
- ²⁸⁾ Dazu zum Beispiel Allen & Overy, Germany targets financial investors, Oktober 2007, Seite 1.
- ²⁹⁾ CDU Bundesvorstand, In Chancen denken, 2007, Seite 8.