



**Auf dem Weg zur Savings-
and Investment-Union –
Die Bedeutung eines stärkeren
europäischen Kapitalmarktes für die
Unternehmen in Deutschland**

DIHK-Position 2026

DIHK

Deutsche
Industrie- und Handelskammer

#GemeinsamWirtschaftStärken

Impressum



Ansprechpartner

Alexander Dern

+49 30 20308 2613, dern.alexander@dihk.de

Dr. Rainer Kambeck

+49 30 20308 2600, kambeck.rainer@dihk.de

Herausgeber und Copyright

© **Deutsche Industrie- und Handelskammer (DIHK)**

Bereich Wirtschafts- und Finanzpolitik, Mittelstand

DIHK Berlin

Postanschrift: 11052 Berlin | Hausanschrift: Breite Straße 29 | Berlin-Mitte

Telefon: 030 20308-0 | Telefax: 030 20308-1000

DIHK Brüssel

Vertretung der Deutschen Industrie- und Handelskammer bei der Europäischen Union

19 A-D, Avenue des Arts | B-1000 Bruxelles

Telefon: +32-2-286-1611 | Telefax: +32-2-286-1605

Internet

www.dihk.de

Facebook

www.facebook.com/DIHKBerlin

Twitter

http://twitter.com/DIHK_News

Grafik

Friedemann Encke, DIHK

Bildnachweis

© Getty Images

Stand

DIHK-Präsidiumssitzung | 18. März 2026 | Berlin

Auf dem Weg zur Savings- and Investment-Union

Die Bedeutung eines stärkeren europäischen Kapitalmarktes für die Unternehmen in Deutschland

DIHK-Position und die wichtigsten Empfehlungen

Relevanz und Kernanliegen

- Unternehmen in Deutschland stehen unter starkem Wettbewerbsdruck durch geopolitische Unsicherheiten, Digitalisierung, KI Dynamik und Klimatransformation. Es gibt einen hohen Investitionsbedarf der Unternehmen – insbesondere von Wachstumsunternehmen und Start-ups.
- Ziel ist ein integrierter europäischer Kapitalmarkt, der Unternehmen in allen Wachstumsphasen Zugang zu ausreichendem und günstigem Kapital bietet, private Ersparnisse produktiv nutzt, Risiken effizient teilt, Bürokratie abbaut und die internationale Wettbewerbsfähigkeit Europas nachhaltig stärkt.

Schwächen des aktuellen Systems

- EU-Kapitalmärkte sind stark segmentiert; Integration stagniert seit den 2000er-Jahren. Es gibt einen deutlichen Rückstand gegenüber den USA bei Marktkapitalisierung, IPO-Aktivität und VC-Intensität. Hohe Heimatmarktpreferenzen hemmen Diversifikation. Deutsche Privathaushalte beteiligen sich wenig am Kapitalmarkt (17,2 % Aktionärsquote).

Unternehmen in Deutschland und Europa profitieren von integrierten Kapitalmärkten

- Große, integrierte Kapitalmärkte verbessern die Kapitalallokation, fördern Innovation, erleichtern Strukturwandel und erhöhen die Produktivität. Eine höhere Marktliquidität senkt Finanzierungskosten und erhöht die Reaktionsfähigkeit von Unternehmen. Kapitalmärkte teilen Risiken über Ländergrenzen hinweg – ein wichtiger Stabilitäts-

anker im Euroraum. VC- und Growth-Finanzierungen müssen zukünftig über ein ausreichendes Volumen verfügen, damit junge, wachstumsstarke Unternehmen vor allem in der Spätphase schnell skalieren können.

DIHK-Empfehlungen

- Standortattraktivität erhöhen: proportionale Regulierung, geringere Steuerbelastung, niedrigere Energiekosten, schnellerer Zugang zu Fachkräften.
- Finanzierungsinstrumente verbreitern: Mischung aus Krediten, außerbörslichem/börslichem Eigenkapital und Anleihen für Unternehmen in unterschiedlichen Lagen.
- Private Ersparnisse mobilisieren: Zugang zu Finanzbildung verbessern, Nutzung einfacher Produkte (ETF-Sparpläne, Fonds) fördern.
- Verbriefungsmarkt fördern: EU-Verbriefungsverordnung entschlacken, damit der Verbriefungsmarkt sein volles Potenzial entfalten kann.
- Kosten des Kapitalmarktzugangs senken: proportionale Regulierung für KMU, einfachere Prospekte, digitale Prozesse, harmonisierte Berichterstattung, mehr Market Making.
- Steuerliche Anreize für Eigenkapital schaffen: Abschaffung der Fremdkapitalbevorzugung.
- Nicht-börsennotiertes Eigenkapital stärken: Stärkere Öffnung für institutionelle Investoren, bessere Exit-Märkte (v. a. IPOs in Europa), standardisierte Beteiligungsverträge, attraktive Mitarbeiterbeteiligungsregime.

I. Einleitung

Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen der Unternehmen in Deutschland und Europa sind geprägt von globalen geopolitischen Veränderungen, einem beschleunigten digitalen Wandel, einem zunehmenden Einfluss der Künstlichen Intelligenz, den Transformationsprozessen zu einer klimaneutralen Wirtschaft und zumindest in Deutschland von demografischen Veränderungen. Diese Einflüsse sorgen für einen zunehmenden Wettbewerbsdruck auf die hiesigen Unternehmen. Deutschland ist seit Beginn des Jahrzehnts im internationalen Wettbewerb mit anderen Wirtschaftsnationen zurückgefallen und steht vor erheblichen Herausforderungen. Die Bundesregierung hat in ihrem ersten Amtsjahr eine Reihe von Maßnahmen zur Stärkung des Standorts auf den Weg gebracht, die zumindest das Potenzial haben, für mehr Investitionen und damit auch wieder für Wachstum in Deutschland zu sorgen. Eine große Übereinstimmung in Politik, Wissenschaft und Wirtschaft besteht darin, dass eine grundlegende Stärkung des europäischen Wirtschaftsraumes eine Möglichkeit bietet, die Wettbewerbsposition der heimischen Unternehmen deutlich zu verbessern. In diesem Kontext kommt dem europäischen Projekt der Savings und Investment Union (SIU) eine zentrale strategische Bedeutung zu. Sie zielt darauf ab, die vorhandenen privaten Ersparnisse innerhalb der Europäischen Union (EU) zu mobilisieren und diese gezielter als bisher in produktive Investitionen der europäischen Unternehmen zu leiten.

Die IHK-Organisation bekräftigt ihre prinzipielle Unterstützung für dieses Vorhaben. Denn eine vertiefte Kapitalmarktintegra-

tion ist ein Schlüssel, um die strukturellen Schwächen Europas zu überwinden und die Rahmenbedingungen für Investitionen deutlich zu verbessern. Somit bietet ein integrierter europäischer Kapitalmarkt die große Chance, die wirtschaftliche Entwicklung von Unternehmen und Investoren, aber auch die Wohlfahrt der Bürger/innen in der EU deutlich zu verbessern. Zusätzlich zu den etablierten und bewährten Fremdkapitalfinanzierungen durch Banken und Sparkassen bekämen Unternehmen in Deutschland die Chance, ihre Finanzierungssituation zu verbessern und breiter aufzustellen. Für Privatpersonen und institutionelle Investoren würde eine stark verbesserte Möglichkeit geschaffen, ihre Ersparnisse in produktives Kapital anzulegen und eine attraktive Rendite zu erwirtschaften.

Um maximale Ergebnisse zu erzielen, sollte die SIU einem pragmatischen und ausgewogenen Ansatz folgen, der die vorhandenen, bewährten Stärken der nationalen Wirtschaftsstrukturen respektiert, etablierte und funktionierende Strukturen beachtet und mit einem geringen Maß an regulatorischen Eingriffen auskommt, der zur ebenfalls verfolgten Strategie eines merklichen Rückbaus von bürokratischen Belastungen für die Unternehmen in Europa und Deutschland passt. Ein erfolgreicher Weg zur SIU erfordert daher einen klaren Fokus auf die Beseitigung von Barrieren und die Stärkung von Marktmechanismen, anstatt auf eine überbordende Regulierung oder Zentralisierung als Selbstzweck (z. B. die Zusammenführung der Aufsichtskompetenz über Handelsplattformen bei der ESMA).

II. Ausgangslage und Zielbild: Der Kapitalmarkt in Europa

Vorteile großer, integrierter Kapitalmärkte

Gut entwickelte Kapitalmärkte fördern das reale Wirtschaftswachstum, indem sie Investitionen erleichtern und die gesamtwirtschaftliche Produktivität steigern. Zentrale Mechanismen sind dabei die effiziente Allokation von Kapital, die Finanzierung innovativer Projekte und die Unterstützung struktureller Transformationen. Professionelles Screening und Monitoring verringern Informationsasymmetrien, sodass Kapital gezielt in die produktivsten Vorhaben fließt. Besonders wichtig ist dabei eine hohe Marktliquidität: Sie senkt Finanzierungskosten, beschleunigt die Kapitalaufnahme und erhöht die Flexibilität, mit der Unternehmen auf neue Chancen reagieren.

Kapitalmärkte bringen private und institutionelle Investoren mit Unternehmen zusammen, die Finanzmittel nachfragen. Dies kann durch börsengehandelte und nichtbörsengehandelte Finanzierungen geschehen. Dabei wird vielfach die These vertreten, dass die Finanzierungsinstrumente des Kapitalmarkts den Unternehmen Möglichkeiten der Diversifizierung ihrer Investments bieten und so Innovations- und Wagniskapi-

talfinanzierung riskantere Investitionen ermöglichen, die die Möglichkeiten der eher klassischen Bankenfinanzierung optimal ergänzen können. Darüber hinaus verbessern funktionierende, große Kapitalmärkte die Liquidität in den verschiedenen Teilmärkten und bieten eine erheblich größere Bandbreite an Finanzierungsmöglichkeiten. In einem europäischen, integrierten Kapitalmarkt wäre dies zugleich ein Stabilitätsvorteil, da Risiken über die Mitgliedstaaten und unterschiedliche Teilmärkte verteilt würden und vor allem die negativen Einflüsse externer ökonomischer Schocks geglättet würden.

Neben der effizienten Kapitalallokation leisten Kapitalmärkte einen wesentlichen Beitrag zur Risikoteilung. Über Ländergrenzen integrierte Märkte erlauben es Haushalten und Unternehmen, Portfolios zu diversifizieren und länderspezifische Schocks abzufedern. Im Euroraum, wo nationale geldpolitische Instrumente entfallen, ist diese Funktion besonders bedeutsam. Breite Eigenkapital- und Anleiheportfolios stabilisieren das verfügbare Einkommen durch laufende Erträge und Wertzuwächse und glätten damit Konsum und Investitionen über den Konjunkturzyklus.

Auch auf Unternehmensebene erhöht eine diversifizierte Kapitalstruktur die Krisenresilienz. Wenn die Kreditvergabe temporär unter Druck gerät, kann der Anleihemarkt als Substitute-Kanal Finanzierungslücken schließen. Je tiefer und liquider die Kapitalmärkte, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit einer gleichzeitigen Kreditklemme. Für die Banken wiederum erleichtert ein funktionierender Sekundärmarkt die aktive Bilanzsteuerung und damit die Aufrechterhaltung der Kreditversorgung in Stressphasen.

Die Risikoteilung wirkt über drei Kanäle: Erstens über Faktoreinkommen (insbesondere Kapitaleinkünfte aus Diversifikation über Grenzen hinweg), zweitens über den direkten Zugang zu grenzüberschreitenden Finanzierungen (etwa internationale Bankkredite und Anleiheinvestoren) und drittens über fiskalische Mechanismen (ÖPP, staatliche Fondslösungen oder Bürgschaften). Kapitalmärkte stärken primär die ersten beiden Kanäle, wodurch die Abhängigkeit von fiskalischen Transfers sinkt, und die private Risikotragfähigkeit steigt.

Status quo: Fragmentierung und Unterentwicklung

Die Kapitalmärkte im Euroraum sind nach wie vor stark fragmentiert und im internationalen Vergleich, insbesondere gegenüber den Vereinigten Staaten, relativ unterentwickelt. Europäische Unternehmen greifen seltener als ihre Wettbewerber in anderen Wirtschaftsräumen auf kapitalmarkt-basierte Finanzierungsinstrumente wie börsennotierte Aktien, Unternehmensanleihen oder Wagniskapital zurück. Stattdessen dominiert die Kreditfinanzierung über Banken. Das ist per se nicht negativ und vor allem in Deutschland ist durch das Drei-Säulen-Modell aus Privatbanken, Volksbanken und Sparkassen eine gut funktionierende und etablierte Fremdkapitalfinanzierung für Unternehmen aller Größenordnungen gegeben. Aber während Kapitalmärkte sowohl Eigen- als auch Fremdkapital bereitstellen, beschränkt sich der Kreditmarkt ausschließlich auf Fremdkapital. Die Fremdkapitalquote ist in Deutschland im internationalen Vergleich hoch.

Marktvergleich USA – Europa

	EU-27	USA
Marktkapitalisierung als Anteil des BIP	54 %	213 %
Anteil der globalen IPOs	15 %	27 %
Venture Capital relativ zum BIP	0,23 %	0,7 %
Bank- vs.	Bank: 76,3 %	Bank: 22,5 %
Kapitalmarktfinanzierung	Kapitalmarkt: 23,7 %	Kapitalmarkt: 77,5 %

Quellen : CEIC, EY Global IPO Trends, KfW Venture Capital Dashboard, Institut der deutschen Wirtschaft, Sifma

Obwohl der freie Kapitalverkehr seit 1994 zu den vier Grundfreiheiten der Europäischen Union zählt, sind die europäischen Kapitalmärkte auch mehr als zwei Jahrzehnte nach der Einführung des Euro weiterhin stark segmentiert. Nach Einschätzung der Europäischen Zentralbank liegt der Integrationsgrad der Kapitalmärkte im Euroraum derzeit auf dem Niveau der 2000er-Jahre.

Die Fragmentierung der Kapitalmärkte sowie die ausgeprägte Heimatmarktpräferenz privater und institutioneller Investoren führen dazu, dass Risiken innerhalb der EU häufig nicht hinreichend diversifiziert werden. Dies begrenzt die Möglichkeiten zur Risikoteilung bei asymmetrischen Schocks erheblich.

Mangel an Wagniskapital

Besonders für junge Wachstumsunternehmen bestehen weiterhin erhebliche Finanzierungslücken. Zwar hat sich die Bereitstellung von Wagniskapital in der Frühphase in Europa in den vergangenen Jahren deutlich verbessert, doch mangelt es in der Spätphase nach wie vor an institutionellen Investoren für großvolumige Finanzierungsrunden. So ist der Wagniskapitalmarkt in Deutschland mittlerweile auf rund 8 Mrd. Euro

jährlich angewachsen. Jedoch ist dies relativ zur Wirtschaftskraft immer noch nur ein Bruchteil dessen, was in anderen innovativen Wirtschaftsnationen in dem Bereich investiert wird.

Erforderliche Tiefe der Kapitalmärkte

Tiefe und liquide Kapitalmärkte setzen institutionelle Investoren mit großem Anlagevolumen sowie entsprechendes Know-how für die Finanzierung und Umsetzung umfangreicher Investitionsprojekte voraus. Nur so können Unternehmen und Projekte mit hohem Kapitalbedarf effizient finanziert werden. Denn dafür bedarf es einer Marktgröße, die hohe Volumina ermöglicht. Entsprechend muss das Kapitalangebot groß sein. Zusätzlich spielen nicht-monetäre Faktoren wie Zeit bis zum Closing oder strukturelle Regulierungs- und Bürokratieanforderungen eine wesentliche Rolle.

Insofern muss ein integrierter europäischer Kapitalmarkt neben einem großen Kapitalangebot strukturell und institutionell gut aufgestellt sein. Hier kann der Abbau regulatorischer Restriktionen, etwa quantitativer Anlagegrenzen, könnte institutionellen Investoren Direktinvestitionen in Unternehmensanleihen oder Aktien erleichtern.

Dabei sollte man aufgrund struktureller Unterschiede (z. B. im Rentensystem) nicht die Tiefe des US-Kapitalmarkts als Zielwert nehmen. Aber würde Deutschland das Niveau der Wagniskapitalinvestitionen relativ zum Bruttoinlandsprodukt erreichen, das derzeit in Schweden erzielt wird, müssten deutsche Pensionsfonds laut Sachverständigenrat mittelfristig etwa 0,5 Prozent ihres Portfolios zusätzlich in Wagniskapital investieren. Damit würde der VC-Markt in Deutschland allein durch eine stärkere Einbeziehung nationaler Pensionsfonds sprunghaft um rund 50 Prozent wachsen.

Beteiligung privater Haushalte am Kapitalmarkt

Eine stärkere Kapitalmarktpartizipation privater Haushalte würde diesen renditestärkere Anlageoptionen eröffnen. Historisch erzielen Aktien in Industriestaaten hohe langfristige Renditen. Zudem ist das Verlustrisiko breit gestreuter Aktienanlagen geringer: Das Risiko eines globalen Aktienindex lag im 20. Jahrhundert deutlich unter dem Index nationaler Märkte. Haushalte, die am Aktienmarkt partizipieren, können Vermögen für die Altersvorsorge effizienter aufbauen.

Dennoch beteiligen sich viele Haushalte nur zögerlich am Kapitalmarkt oder wählen renditeschwache Portfolios. Zwar ist die Zahl der Aktionäre in Deutschland seit 2019 um rund 2,4 Mio. Menschen gestiegen. Nichtsdestotrotz liegt man mit einer Quote von 17,2 Prozent der Bevölkerung deutlich hinter Ländern wie z. B. Schweden (36 %), Finnland (25 %) oder Italien (24 %). Dies ist auch vor dem Hintergrund der umlagebasierten gesetzlichen Rentenversicherung in Deutschland zu betrachten, wohingegen in den anderen genannten Ländern ein Teil der staatlichen Altersvorsorge in den Aktienmarkt investiert wird.

Deswegen ist die Initiative der Bundesregierung zur Stärkung der privaten Altersvorsorge ein wichtiger Beitrag zur Stärkung der Aktienkultur. Mit dem Altersvorsorgedepot werden Anreize zur Beteiligung am Kapitalmarkt gesetzt und künftige Rentengenerationen profitieren somit stärker von der wirtschaftlichen Entwicklung. Neben diesem direkten Effekt gibt es gleichzeitig die indirekte Wirkung, dass sich breite Bevölkerungsschichten erstmals mit dem Themen Aktien und Investitionen am Kapitalmarkt auseinandersetzen, was die Aktionärsquote zusätzlich verbessern kann.

III. Maßnahmen zur Stärkung des Kapitalmarkts in Deutschland und Europa

Ersparnisse und Kapitalmärkte als Motor der Investitionsfinanzierung nutzen

Prinzipiell würde in Deutschland ein deutlich größeres Kapitalvolumen zur Verfügung stehen, um in erheblich größerem Umfang Investitionen zu finanzieren. Denn die Deutschen verfügen mit 2,8 Bio. Euro auf Giro-, Tages- und Festgeldkonten über hohe Ersparnisse, die meist niedrigverzinst auf Konten liegen. Damit diese stärker im Inland investiv wirksam werden, bedarf es attraktiver Investitionsbedingungen, einer tiefen Kapitalmarktinfrastuktur und wachstumsorientierter, wirtschaftspolitischer Rahmenbedingungen.

Drei Veränderungen dürften hier besonders wirksam sein:

- **Die Attraktivität des Investitionsstandorts erhöhen:** Weniger und schneller planbare Regulierung, verlässliche Rechtssicherheit, geringere Steuerbelastungen, niedrigere Energiekosten und ein besserer Zugang zu qualifizierten Arbeitskräften.
- **Die Bandbreite der Finanzierungsinstrumente erhöhen:** Eine leistungsfähige Mischung aus Krediten, börslichem und außerbörslichem Eigenkapital sowie Anleihen sollte eine passgenaue Finanzierung entlang der Unternehmenslebenszyklen erlauben – von der Gründung über Skalierung bis zur Reife.

- **Die Ersparnisse der privaten Haushalte mobilisieren:** Niedrigschwellige Produkte (z. B. Fonds, ETF-Sparpläne oder Anleihen), digitale und einfache steuerliche Verfahren sowie Finanzbildung stärken die Retail-Teilnahme am Kapitalmarkt und vermindern die Abhängigkeit von wenigen institutionellen Anbietern. Insbesondere im Bereich Finanzbildung sollte man dabei umfassende, leicht zugängliche Informationsmaterialien bereitstellen, das Thema in Schularten verpflichtend in die Lehrpläne aufnehmen und im akademischen Bereich fachübergreifende Fortbildungsmöglichkeit zum Themenkomplex Transfer, Gründung und Finanzierung anbieten.

Ein verbesserter Zugang zu Kapitalmärkten erweitert die Finanzierungsspielräume von Unternehmen und macht kapitalmarktbasierende Instrumente – insbesondere Aktien, Wandel- und Unternehmensanleihen sowie hybride Finanzierungen – attraktiver. Vereinfachte Emissionsprozesse und schlankere Zulassungsanforderungen senken Fixkosten und können damit Börsengänge und Anleiheemissionen für einen breiteren Kreis von Unternehmen öffnen. Reformen wie das Zukunftsfinanzierungsgesetz in Deutschland und der EU-Listing Act adressieren diese Hürden, indem sie regulatorische Lasten reduzieren, digitale Prozesse stärken und die Transparenz erhöhen. Der Abbau bürokratischer Hürden für Finanzinstitute, die im gesamten europäischen Markt aktiv sind und somit zur Entwicklung eines integrierten europä-

ischen Kapitalmarkts beitragen, soll weiter vorangetrieben werden (z. B. die Einführung des Verwahrstellen-Passes im Rahmen der AIFMD II).

Verbriefungen als Bindeglied zwischen Bank- und Kapitalmarktfinanzierung etablieren

Auch die Stärkung des europäischen Verbriefungsmarktes ist Teil des Strategiepakets der SIU. Verbriefungen bündeln Einzelkredite und verwandeln sie in handelbare Wertpapiere, wodurch Kapital in Bankbilanzen freigesetzt wird. Auch Unternehmen können so Kundenforderungen verkaufen, sich am Kapitalmarkt refinanzieren und mit den Erlösen Investitionen tätigen. Allerdings sind die europäischen Verbriefungsmärkte im internationalen Vergleich – insbesondere mit den USA – verschwindend klein. Aktuell steht einer Revitalisierung der Verbriefungstätigkeit eine seit der Finanzkrise 2008/2009 deutlich verschärfte Regulierung entgegen. Die geltende EU-Verbriefungsverordnung (EU) 2017/2402 schraubt mit hohen Anforderungen an Reporting und Sorgfaltspflichten die Transaktionskosten in die Höhe. Finanzinstrumente für den Mittelstand wie die Verbriefung von Leasing-Forderungen über Asset Backed Commercial Paper-Programme sind dort zudem nicht berücksichtigt. Leasing-Asset Backed Securities sind jedoch bewährte, risikoarme Instrumente mit hoher Bedeutung für die Realwirtschaft. Wesentliche Passagen der Verordnung sollten daher in den anstehenden Trilog-Verhandlungen überarbeitet, insbesondere die Detailtiefe verringert und Komplexität abgebaut werden. Kapitalanforderungen für Verbriefungen sollten risikoadäquat sein, damit diese ihr Potenzial für Wachstum und Stabilität voll entfalten können.

Kosten des Kapitalmarktzugangs senken

Der direkte Zugang zum börsengehandelten Kapitalmarkt ist für viele Unternehmen mit hohen Fixkosten verbunden. Diese umfassen die Prospekt- und Zulassungserstellung, Rechts- und Wirtschaftsprüfung, fortlaufende Berichtspflichten sowie Anforderungen an Corporate Governance und Investor Relations. Für kleine und mittlere Unternehmen sind diese Kosten relativ zur Emissionssumme besonders belastend; zugleich ist die Handelsliquidität in kleineren Segmenten häufig begrenzt.

Zielgerichtete Maßnahmen zur Kostenreduktion und Zugangserleichterung umfassen eine proportionale Regulierung für KMU, etwa skalierte Prospekt- und Folgepflichten, standardisierte KMU-Prospektmodule und digitale Einreichungsprozesse, die fixe Kosten senken. Börsensegmente mit vereinfachten Anforderungen und dedizierten Liquiditätsmechanismen wie verpflichtendes Market Making verbessern die Handelbarkeit. EU-weit harmonisierte, maschinenlesbare Berichterstattung zu Finanz- und Nachhaltigkeitsdaten, die in einem gängigen, niedrighschwelligem Format berichtet werden können (z. B. auslesbares pdf-Format), offene Daten-Repositoryn mit Unternehmensinformation zu KMU in ganz Europa

und Issuer-Sponsored-Research (vom Unternehmen selbst beauftragte und bezahlte Analystenberichte) unter strengen Transparenzregeln stärken Sichtbarkeit und Preisfindung. Darüber hinaus erhöht die Harmonisierung von Clearing- und Settlement-Prozessen sowie die Nutzung eines Consolidated Tape für Aktien und Anleihen die Transparenz, reduziert Transaktionskosten und verbessert die Liquidität kleiner Emissionen. Schließlich können KMU-Anleiheprogramme mit Ankerinvestoren, teilweisen Garantien oder Versicherungslösungen Platzierungsrisiken senken und Referenzpreise schaffen. Selbst bei verbessertem Zugang bleibt die direkte Finanzierung über den börsengehandelten Kapitalmarkt oft mit hohen Fixkosten verbunden, die insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) eine wesentliche Hürde darstellen. Zu diesen Kosten zählen Emissions- und Listingkosten wie Ausgaben für Rechts- und Finanzberatung, Prospekterstellung, Prüfung, Zulassung, Market Making und Börsengebühren, die für kleinere Emittenten ungünstig skalieren. Hinzu kommen fortlaufende Pflichten wie regelmäßige Berichterstattung zu Finanz- und Nachhaltigkeitsdaten in aufwändigen Dateiformaten wie ESEF, Ad-hoc-Publizität, Corporate-Governance-Anforderungen und Investorenkommunikation, die dauerhafte Compliance-Kosten erzeugen. Geringe Analystenabdeckung und eingeschränkte Market-Making-Kapazität reduzieren die Handelsliquidität und erhöhen die Kapital- und Eigenkapitalkosten. Zudem erschweren fehlende externe Ratings, Research und maschinenlesbare Daten die Kapitalaufnahme, da Informationsasymmetrien die Kosten weiter verteuern.

Investitionsanreize im Steuersystem ausbauen

Die geringe Ausprägung kapitalmarktbasierter Finanzierens in Deutschland ist – neben strukturellen Faktoren – maßgeblich auf steuerliche Anreize zurückzuführen, die Fremd gegenüber Eigenkapital begünstigen. Die Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen als Betriebsausgaben führt zu einer systematischen Verteuerung von Eigenkapital gegenüber Fremdkapital. In der Folge erhöhen Unternehmen tendenziell ihren Verschuldungsgrad und weichen von einer betriebswirtschaftlich effizienten Kapitalstruktur ab.

Eine Reform der Unternehmensbesteuerung, die die Benachteiligung von Eigenkapital beseitigt, kann die Attraktivität eigenkapitalbasierter Finanzierung signifikant steigern, die Nachfrage der Unternehmen nach Eigenkapital erhöhen und damit die Kapitalmarktentwicklung stärken. Der Sachverständigenrat hat hierfür in seinem Jahresgutachten 2023/2024 zwei Pfade vorgestellt:

- Einführung eines steuerlichen Eigenkapitalfreibetrags (z. B. „Allowance for Corporate Equity“, ACE) auf das eingesetzte oder neu eingebrachte Eigenkapital bzw. seine Rendite.
- Symmetrische Zinsabzugsbegrenzung mit gleichzeitiger Förderung der Innenfinanzierung, um die Verzerrung zugunsten von Fremdkapital abzubauen.

Rahmen für nicht börsennotiertes Eigenkapital stärken

Im Euroraum und in Deutschland wird Eigenkapital in erheblichem Umfang außerhalb der Börse bereitgestellt – über Gesellschafter, Venture, Growth und Private Equity Vehikel. Dieses nicht börsennotierte Eigenkapital ist dem Kapitalmarkt zuzurechnen, weist jedoch eine begrenzte Liquidität und höhere Transaktionskosten auf. Die daraus resultierenden Illiquiditäts- und Kontrollprämien sowie beschränkte Exit-Optionen führen häufig zu Bewertungsabschlägen gegenüber börsennotierten Titeln und können die Skalierung dynamischer Unternehmen erschweren.

Strukturell zeigen sich mehrere Herausforderungen und Ansatzpunkte für Verbesserungen. In der Spätphasenfinanzierung fehlen im VC-Markt häufig institutionelle Investoren mit großen Ticketgrößen und der Fähigkeit, mehrere Wachstumsrunden zu begleiten, während die Frühphase inzwischen besser abgedeckt ist. Eine Hebelung privater Mittel durch koinvestierende Ankerinvestoren sowie standardisierte Public-Private-Programme kann hier wirksam sein. Temporäre staatliche Kofinanzierungen können geeignet sein, den Wagniskapitalmarkt zu entwickeln, würden jedoch die ohnehin hohe Bedeutung öffentlicher Kapitalgeber im europäischen Wagniskapitalsystem weiter verstärken. Ziel öffentlicher Förderung sollte daher die Schaffung von Anreizen für private Investoren sein, etwa durch öffentlich-private Risikoteilungsmodelle. Darüber hinaus besteht Handlungsbedarf bei

den Exit-Optionen für Wagniskapitalgeber: Großvolumige Börsengänge erfolgen bislang überwiegend in den USA. Etablierte Marktstandorte wie Frankfurt können als paneuropäische Börsenplätze für tiefere Kapitalmärkte sorgen und die Attraktivität von Initial Public Offerings in Europa erhöhen.

Hinzu kommt die Komplexität von Governance-Strukturen und Cap Tables (Übersicht zur Eigentümerstruktur): Restriktive vertragliche Verpflichtungen zur Risikominimierung für Gläubiger, Verwässerungseffekte und komplexe Gesellschaftervereinbarungen reduzieren die Bereitschaft zur Aufnahme externen Eigenkapitals. Standardisierte Beteiligungsverträge sowie transparente Investor-Relations-Prozesse und Berichtspflichten erhöhen die Planbarkeit und verkürzen Verhandlungszeiten. Auch Mitarbeiterbeteiligungen sind ein Thema: Rechts- und Steuerkomplexität begrenzt die Umsetzung breiter Beteiligungsprogramme, die wiederum insbesondere in der Start-up Branche ein mitentscheidender Faktor im internationalen Wettbewerb um hochqualifizierte Mitarbeiter darstellen. Verbesserte Optionenregime, Freibeträge und die Verschiebung der Steuerlast auf den Liquiditätszeitpunkt erhöhen die Attraktivität und tragen zur Stärkung des Eigenkapitals bei. Schließlich sind Exit-Märkte und Sekundärliquidität entscheidend: Eine verlässliche IPO-Pipeline, funktionsfähige Sekundärmärkte und eine stärkere Secondaries-Infrastruktur – etwa Fonds für Anteile an bestehenden Vehikeln – verbessern Kapitalrückflüsse und erhöhen die Bereitschaft institutioneller Anleger, in illiquide Eigenkapitalinstrumente zu investieren.