

Der neue Entry Standard Index der Deutschen Börse – ein Instrument zur Mittelstandsfinanzierung?

I. Einleitung

Am 25. 10. 2005 hat die Deutsche Börse den Entry Standard Index ins Leben gerufen. Kleine und mittelgroße Unternehmen sollen damit einen Kapitalmarktzugang zur Börse als Alternative zu den EU-regulierten Segmenten erhalten. Die Einbeziehung in den Entry Standard bedeutet keine Börsennotierung an einem organisierten Markt im Sinne des § 2 Abs. 5 WpHG¹. Im Entry Standard gelten somit wichtige Regularien für organisierte Märkte wie Publizitäts- und Meldepflichten nach dem WpHG nicht. Ist der Entry Standard Index damit ein geeignetes Instrument zur Mittelstandsfinanzierung oder nur ein „Neuer Markt für heiße Aktien“²?

Die Beantwortung dieser Frage, der im Folgenden nachgegangen werden soll, hängt im Wesentlichen davon ab, welche kapitalmarkt-rechtlichen Anforderungen an ein funktionierendes Mittelstandssegment zu stellen sind. In der europäischen Börsenlandschaft lassen sich vor allem zwei Ansätze identifizieren, die entweder auf ein Minimum an Börsenzulassungs- und –zulassungsfolgepflichten abstellen, oder umgekehrt über hohe Transparenz- und Publizitätsvorschriften den besonderen Risiken im Segment der Mittelstandsfinanzierung Rechnung tragen wollen. Für eine Bewertung des neu geschaffenen Entry Standards sollen daher beide Ansätze kurz vorgestellt und dann die Konzeption des Entry Standards als Instrument zur Mittelstandsfinanzierung bewertet werden.

II. Der Alternativ Investment Market (AIM) der London Stock Exchange

Die Londoner Börse hat 1995 den Alternative Investment Market (AIM) als Handelssegment für kleine und mittlere Unternehmen

eingeführt³. Das Mittelstandssegment ist bis heute sehr erfolgreich. Bis zum Jahr 2004 wurden über 1300 Unternehmen zum AIM zugelassen und haben insgesamt £ 11 Mrd. an Börsenkapital akquirieren können⁴. Die Londoner Börse hatte sich schon frühzeitig dafür entschieden, die Attraktivität des Segmentes über geringere Zulassungsbedingungen sicher zu stellen.

Der Zulassungsantrag besteht im Wesentlichen aus einem Prospekt, das eingehende Informationen über Unternehmen, Management und Aktionäre mit wesentlichem Anteilsbesitz enthalten muss⁵. Ein so genannter nominated advisor („nomad“) hat im Interesse der Anleger mit für die Erfüllung der Zulassungsbedingungen zu sorgen, indem er die genannten Zulassungsvoraussetzungen im Antrag als erfüllt bestätigt, und sorgt zudem für die laufende Beratung des Unternehmensvorstandes hinsichtlich der börsenrechtlichen Anforderungen⁶. Er entlastet mit der Prüfung

*) Dr. Torsten Oelke ist Unternehmensberater bei der Corporate Transformation Group, Berlin.

1) Siehe hierzu unter http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navi-gation/private_investors/70_Know_how/30_Glossary?glossaryWord=pi_glos_entry_standard.

2) Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung (FAS) Nr. 43 v. 30. 10. 2005, S. 43.

3) *Baums*, in: FS Mestmäcker, S. 822 ff.

4) Siehe dazu im Internet die Angaben der Londoner Stock Exchange unter <http://www.londonstockexchange.com/en-gb/products/companyservices/our-markets/aim/>.

5) Siehe zum detaillierten Inhalt London Stock Exchange, AIM-Changes to the Rules of the London Stock Exchange 2004, Part I, Schedule One, S. 1-11.

6) London Stock Exchange, AIM-Changes to the Rules of the London Stock Exchange 2004, Part I, No. 37, S. 1-8.

des Antrages die Börsenorgane. Diese „Privatisierung der Börsendienstleistungen“⁷ sorgt zugleich für einen Wettbewerb, der sich auf die Kosten des IPO positiv auswirkt. Für einen Börsengang am AIM waren beispielsweise 1995 etwa £ 50 000 zu veranschlagen⁸; bei Vollständigkeit des Zulassungsantrages erfolgte die Zulassung binnen 72 Stunden⁹.

Vollständig verzichtet wurde auf eine Mindestanforderung an das Kapital der betreffenden Gesellschaft, an die Anzahl der ausgegebenen Aktien oder an die Marktkapitalisierung¹⁰. Ebenso wird kein bestimmtes Unternehmensalter vorausgesetzt¹¹. Weitere Zulassungsbedingungen sind ein veröffentlichter Jahresabschluss nach englischen oder internationalen Rechnungslegungsstandards oder US-GAAP, wobei ab 2007 für alle Unternehmen eine Rechnungslegung nach IAS/IFRS verpflichtend wird¹². Zentral für die Gewährleistung der Liquidität und Informationseffizienz des Mittelstandssegments ist wiederum die Bestellung eines Beraters (nominated adviser) und eines Liquiditätshändlers (nominated broker), die beide identisch sein können. Die laufenden Publizitätspflichten sind äußerst gering. Es gilt zwar eine detailliert vorgegebene ad-hoc Publizität¹³, allerdings ohne die Sanktionsmechanismen wie sie eine Verletzung des § 15 WpHG kennt. Ansonsten besteht nur die Pflicht zur Veröffentlichung des geprüften Jahresabschlusses innerhalb von sechs Monaten nach Geschäftsjahresende und von ungeprüften Zwischenberichten¹⁴. Die Londoner Börse war zudem in jüngster Zeit darum bemüht, höhere Zulassungspflichten auf Grund der zum 1. 7. 2005 in Großbritannien in Kraft getretenen Europäischen Prospekttrichtlinie für den AIM durch eine Änderung des Regelwerks zu verhindern¹⁵. Dies zeigt, dass der Erfolgsparameter in den vergleichsweise geringen Zulassungsstandards gesehen wird¹⁶. Dies sah die Frankfurter Wertpapier Börse (FWB) bei der Einführung ihres Mittelstandindex GEX bislang anders.

III. Der GEX der Frankfurter Wertpapier Börse

Bereits zum 3. 1. 2005 hatte die Deutsche Börse einen neuen Mittelstandsindex, den German Entrepreneurial Index (GEX) eingeführt¹⁷. Es handelt sich genau genommen nicht um ein separates Mittelstandssegment, sondern, ebenso wie der Entry Standard Index, um einen Auswahlindex wie beispielsweise der frühere NEMAX50. Als Index wollte bereits der GEX börsennotierten, mittelständischen Unternehmen insgesamt mehr Aufmerksamkeit am Kapitalmarkt verleihen. Für Investoren sei der GEX somit ein Indikator, der klare Aussagen über die Performance von mittelständischen Unternehmen mache¹⁸.

Zur Erfüllung der wesentlichen Zugangskriterien müssen die Unternehmen „eigentümergeleitet“ sein. Das bedeutet, dass Vorstände, Aufsichtsratsmitglieder oder deren Familien zwischen 25 Prozent und 75 Prozent der Stimmrechte besitzen müssen. Der Börsengang dieser Unternehmen darf, auch wenn es sich um etablierte Firmen handelt, nicht länger als zehn Jahre zurückliegen. Eine Verknüpfung des Index mit einem Börsensegment erfolgt dadurch, dass nur diejenigen Unternehmen in den GEX aufgenommen werden, die im Handelssegment Prime Standard der FWB gelistet sind¹⁹. Damit wird auf die Schaffung eines separaten Mittelstandssegmentes verzichtet. Die Konzeption orientiert sich stattdessen an Handelssegmenten, die nicht wie der ehemalige Neue Markt eine bestimmte Unternehmensgruppe ansprechen, sondern wie der Prime Standard bestimmte internationale Kapitalmarktstandards sicherstellen sollen. Indem der GEX auf das mit der Beendigung des Neuen Marktes neu eingeführte Teilsegment zum Amtlichen Handel und Geregelteten Markt, dem Prime Standard

aufsetzt, macht eine Aufnahme in den Index erhöhte Zulassungsbedingungen und Publizitätspflichten erforderlich.

Der Prime Standard erfordert sowohl formelle wie materielle Zulassungsvoraussetzungen, sowie weitere Zulassungsfolgenpflichten²⁰. Allein für die formellen Zulassungsvoraussetzungen ist darauf hingewiesen worden, dass die rechtliche Konstruktion des Prime Standard, da er nicht nur Teil eines gesetzlichen Börsensegmentes ist, sondern auch die vorherige Zulassung zum General Standard voraussetzt, allein fünf Verwaltungsakte erfordert²¹. Dies lässt die bei der Zulassung zum AIM gezeigte 72 Stunden Frist als ausgeschlossen erscheinen. Hingegen ist positiv zu beurteilen, dass die Antragstellung zum Prime Standard weder die Mitwirkung eines Kredit-, Finanzdienstleistungsinstituts oder eines Unternehmens nach §§ 53 Abs. 1 Satz 1, 53b Abs. 1 Satz 1 KWG erfordert, noch ein gesondertes Zulassungsdokument zu erstellen ist. Die kostenträchtige Beauftragung Dritter oder die Erstellung eines gesonderten Prospekts entfällt somit.

7) So *Baums*, in: FS Mestmäcker, S. 815.

8) *Blackwell*, Financial Times v. 29. 9. 1995, S. 24; zitiert nach *Baums*, in: FS Mestmäcker, S. 825.

9) *Baums*, in: FS Mestmäcker, S. 825 f.

10) London Stock Exchange, AIM-Changes to the Rules of the London Stock Exchange (update Oct. 2004) im Internet unter <http://www.londonstockexchange.com/NR/rdonlyres/1822D7F2-9779-414E-80BD-C23B5E219BC6/0/Rulechanges071004clean.pdf>; ebenso für die Zulassungsbedingungen aus dem Jahre 1996/97 bei *Baums*, in: FS Mestmäcker, S. 824; sowie *Kramer*, Die Börseneinführung als Finanzierungsinstrument deutscher mittelständischer Unternehmen, S. 238.

11) Allerdings müssen sich Vorstände und alle Beschäftigten im Unternehmen, die seit weniger als 2 Jahren tätig sind, zu einer *lock-up* Periode von einem Jahr verpflichten, London Stock Exchange, AIM-Changes to the Rules of the London Stock Exchange 2004, Part I, Nr. 7, S. 1-2.

12) London Stock Exchange, AIM Rules-Update – 7. 10. 2004, S. 1, im Internet unter http://www.londonstockexchange.com/NR/rdonlyres/135309C5-91A7-4B7B-B228-569A6089C6A6/0/Notice7October2004_final.pdf (nachgesehen am 9. 12. 2004).

13) London Stock Exchange, AIM-Changes to the Rules of the London Stock Exchange 2004, Part I, No. 15, S. 1-4.

14) London Stock Exchange, AIM-Changes to the Rules of the London Stock Exchange 2004, Part I, No. 16, S. 1-4.

15) Um das effiziente und kostengünstige Zulassungsverfahren auch nach der Umsetzung der Europäischen Prospekttrichtlinie 2003/71/EG v. 4. 11. 2003, ABI.EU L 345/64 v. 31. 12. 2003 in Großbritannien ab dem 1. 7. 2005 beibehalten zu können, hat die Londoner Börse die Regelungen des AIM zum Oktober 2004 dahingehend angepasst, das Marktsegment nun als „exchange regulated market“ zu qualifizieren und nicht mehr als organisierten Markt i. S. d. Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, London Stock Exchange, Regulation Briefing 19/2004, S. 2 im Internet unter <http://www.londonstockexchange.com>.

16) Siehe dazu auch *Oelke*, Mittelstandsfinanzierung im gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Wandel (erscheint demnächst im Nomos Verlag).

17) Siehe dazu die Angaben der FWB im Internet unter http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/listcontent/gdb_navigation/listing/10_Market_Structure/30_Indices/80_Further_Indices/page5.htm (nachgesehen am 7. 12. 2004); für eine Bewertung des GEX als geeignetes Instrument der Mittelstandsfinanzierung siehe bei *Oelke*, Mittelstandsfinanzierung im gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Wandel (erscheint demnächst im Nomos Verlag).

18) Siehe die Erläuterungen der FWB im Internet unter <http://deutsche-boerse.com> (nachgesehen am 7. 12. 2004).

19) Siehe zu den Auswahlkriterien des GEX im Internet unter <http://deutsche-boerse.com> (nachgesehen am 7. 12. 2004).

20) Siehe im Einzelnen *Gebhardt*, WM Sonderbeilage 2/2003, S. 6 ff.

21) Dabei handelt es sich um die Billigung des Prospekts, Zulassung und Notierungsaufnahme, sowie zusätzlich Zulassung und Notierungsaufnahme im Prime Standard, vgl. *Gebhardt*, WM Sonderbeilage 2/2003, S. 6.

Die materiellen Zulassungsvoraussetzungen orientieren sich im Wesentlichen an den gesetzlichen Zulassungsvorschriften des Amtlichen Handels bzw. des Geregelteten Marktes gemäß §§ 30 Abs. 3, 51 Abs. 1 BörsG. Zusätzlich wird eine zukunftsorientierte Prüfung dahingehend vorgenommen, ob das Unternehmen während einer Notierung im Prime Standard die zusätzlichen Anforderungen ordnungsgemäß erfüllen wird²². Diese als „international führenden Kapitalmarkstandards“²³ bezeichneten fünf zusätzlichen Zulassungsfolgepflichten sind im Wesentlichen aus den ehemaligen Regelungswerken des Neuen Marktes und des SMAX übernommen worden. Im Einzelnen handelt es sich also um die Pflichten zur Rechnungslegung nach internationalen Standards und zur Quartalsberichterstattung, sowie um die Verpflichtung zur Pflege eines Unternehmenskalenders und zur Durchführung von Analystenveranstaltungen, sowie zur Veröffentlichung der ad-hoc Mitteilungen in englischer Sprache²⁴.

Auf Grund dieser erhöhten Zulassungspflichten knüpft der GEX über den Prime Standard an die Konzeption des Neuen Marktes an, indem er einen Qualitätsstandard über gesteigerte Anforderungen an die laufende Publizität der Unternehmen sicher zu stellen versucht. Da es sich dabei wie bei dem Neuen Markt im Wesentlichen um zusätzliche Informationspflichten handelt, die das Unternehmen zu erbringen hat, dürfte auf Grund der damit verbundenen Kosten der GEX für kleinere Unternehmen, insbesondere aber auch für den breiten Mittelstand nicht attraktiv sein. Selbst die FWB ging zur Einführung nicht davon aus, dass es infolge des GEX zu einer nennenswerten Steigerung der Börsengänge kommen würde²⁵. Insoweit hat sie bislang Recht behalten.

IV. Der Entry Standard Index

1. Voraussetzungen des Entry Standard Index

Der Entry Standard richtet sich insbesondere an junge wachstumsorientierte sowie an etablierte mittelständische Unternehmen. Er verfolgt weder einen spezifischen Branchenfokus, noch fordert er eine bestimmte Unternehmensgröße²⁶. Der Entry Standard ist als ein Teilbereich des Open Market²⁷ gemäß § 57 BörsG konzipiert, der gegenüber dem Open Market zusätzliche Transparenzanforderungen an die gelisteten Unternehmen stellt.

Zur Aufnahme in den Entry Standard ist neben dem formalen Antrag²⁸ ein Exposé oder bei öffentlichen Angeboten ein durch die nationale Aufsichtsbehörde gebilligter Wertpapierprospekt erforderlich. Des Weiteren sind eine formale Zustimmungserklärung des Emittenten und eine Verpflichtungserklärung hinsichtlich der Einhaltung der Regeln des Freiverkehrs abzugeben. Neben dem Vorschlag eines Skontroführers kann ggf. auch ein Designated Sponsor zur Sicherung der Liquidität im Xetra-Handel bestellt werden. Das Unternehmen muss bei Antragsstellung nachweisen, dass es durch einen Listing Partner der Deutschen Börse fortlaufend betreut wird. Unternehmensseitig müssen darüber hinaus noch ein aktueller Handelsregister-Auszug, eine gültige Satzung, der geprüfte Konzernabschluss samt Konzernlagebericht und ein Unternehmenskurzportrait eingereicht werden.

Während der Zulassung müssen kleine und mittlere Unternehmen (KMU) im Entry-Standard die nachfolgenden Bedingungen erfüllen²⁹: Sie müssen ihre wesentlichen Unternehmensnachrichten oder Tatsachen, die den Börsenpreis beeinflussen können, auf der Unternehmenswebsite veröffentlichen. Spätestens innerhalb von sechs Monaten nach Beendigung des Berichtszeitraums ist ein testierter Konzern-Jahresabschluss samt Konzernlagebericht (national GAAP/HGB oder IFRS) vorzulegen und eben-

falls auf der Unternehmenswebsite zu veröffentlichen. Darüber hinaus soll auf der Internetseite des Unternehmens ein jährlich aktualisiertes Unternehmensprofil sowie ein Unternehmenskalender zur Verfügung gestellt werden. Zwischenberichte sind innerhalb von drei Monaten nach dem 1. Halbjahr eines jeden Geschäftsjahres zu erstellen und auf demselben Wege der Öffentlichkeit zugänglich zu machen. Allerdings handelt es sich dabei nicht um eine Zwischenberichtspflicht i. S. d. § 40 BörsG, § 53 BörsZulVO.

Da die Einbeziehung in den Entry Standard als einem Teil des Freiverkehrs keine Börsennotierung an einem organisierten Markt im Sinne des § 2 Abs. 5 WpHG ist, gelten im Entry Standard bestimmte Regularien für organisierte Märkte nicht. Die Aufnahme in den Entry Standard Index stellt keine Börsenzulassung im Sinne des § 3 Abs. 2 AktG dar. Die wichtige Ad-hoc-Publizitätspflicht des § 15 WpHG gilt daher, wie im übrigen Freiverkehr, nicht. Ebenso sind Meldungen des Erreichens von Schwellenwerten nach § 21 WpHG nicht notwendig. Es entfällt das Pflichtangebot bei einem Kontrollwechsel nach dem WpÜG. Insbesondere entfällt die Prospektspflicht, soweit es sich um eine prospektfreie Privatplatzierung gem. § 3 WpPG handelt.

2. Bewertung als Instrument zur Mittelstandsfinanzierung

Der Entry Standard ist nach seinen Zulassungs- und Zulassungsfolgepflichten im Wesentlichen dem AIM oder auch dem Alternext in Frankreich nachempfunden. Der Deutschen Börse dürfte es mit der Schaffung dieses Indexes auch darum gegangen sein, den angekündigten Offensiven der London Stock Exchange ein eigenes Angebot entgegenzusetzen³⁰. Der Entry Standard und der diesem Index zu Grunde liegende Open Market sind nach Angaben der Deutschen Börse von ihrer regulatorischen Grundlage sowie der volkswirtschaftlichen Funktion als Einstieg in den Börsenhandel mit den Märkten AIM und Alternext vergleichbar³¹. Gegenüber dem AIM bestehe der wesentliche Unterschied neben fehlenden steuerlichen Anreizen³² darin, dass auf Grund der etablierten Marktmodelle des Parkett- und vollelektronischen Xetrahandels eine höhere Liquidität gegeben sei. Im Gegensatz zu Alternext

22) Vgl. XIV. Abschn. § 60 Abs. 3 Satz 1, XVI. Abschn. § 75 Abs. 3 Satz 2 BörsO FWB, abgedruckt in WM Sonderbeilage 2/2003, S. 18 ff.

23) In diesem Sinne Gebhardt, WM Sonderbeilage 2/2003, S. 9.

24) Vgl. XIV. Abschn. §§ 62-66 der BörsO FWB.

25) Vgl. „Deutsche Börse startet Index für den Mittelstand“, FTD v. 23. 11. 2004, im Internet unter <http://www.ftd.de/bm/ga/1100939998947.html?nv=se> (nachgesehen am 9. 12. 2004).

26) FAQ-Katalog für Open Market/Entry Standard, S. 1, im Internet unter <http://deutsche-boerse.com>.

27) Ehemaliger Freiverkehr, der seit Oktober 2005 auf Grund des internationalen Charakters des Segments an der FWB in „Open Market“ umbenannt worden ist, FAQ-Katalog für Open Market/Entry Standard, S. 1, im Internet unter <http://deutsche-boerse.com>.

28) Als downloadbares Formular unter <http://deutsche-boerse.com> verfügbar.

29) http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/private_investors/70_Know_how/30_Glossary?glossaryWord=pi_glos_entry_standard.

30) Der AIM hatte Ende 2004 angekündigt, gezielt den deutschen Mittelstand ansprechen zu wollen, da dieser in Deutschland über kein vergleichbares Handelssegment verfüge. Ziel sei es, bis 2008 mindestens 100 deutsche Unternehmen für ein Listing am AIM zu gewinnen, „Aim umwirbt deutsche Unternehmen“, FTD v. 7. 10. 2004, im Internet unter <http://ftd.de/ub/fi/1096704954801.html?nv=se>.

31) FAQ-Katalog für Open Market/Entry Standard, S. 20, im Internet unter <http://deutsche-boerse.com>.

32) Für steuerliche Aspekte als ein Erfolgsparameter des AIM siehe auch Baums, in: FS Mestmäcker, S. 827 ff.

bestehen keine Anforderungen an das Unternehmensalter und die Unternehmensgröße³³.

Gegenüber dem GEX, aber auch gegenüber dem ehemaligen „Neuen Markt“ der FWB bestehen mithin niedrigere Transparenzanforderungen und eine geringere Regulierung. Damit ist der Entry Standard gerade nicht, wie bisweilen die öffentliche Berichterstattung meinte³⁴, mit dem damaligen Wachstumssegment vergleichbar. Umgekehrt zeigt jedoch die Tatsache, dass die besonders strengen Regulierungs- und Transparenzvorschriften des zuletzt in Verruf gekommenen „Neuen Marktes“ die Anleger auch nicht vor großen Spekulationsverlusten haben schützen können. Regulierungsdichte und Anlegerschutz müssen realiter nicht immer miteinander korrelieren. Daher kann hieraus auch kein Vorteil für den Erfolg eines Börsensegmentes abgeleitet werden.

Nach den Vorstellungen der Deutschen Börse richtet sich der Entry Standard in erster Linie an qualifizierte Anleger gemäß § 2 Nr. 6 Wertpapierprospektgesetz (WpPG), die in der Lage sind, etwaige erhöhte Risiken im Zusammenhang mit der Anlage in Aktien einschätzen und übernehmen zu können. Anleger und Investoren sollen sich des Risikos bewusst sein, dass die Aktien der Unternehmen nicht zum Börsenhandel an einem EU-regulierten Markt zugelassen sind. Die europaweit vereinheitlichten hohen Transparenzanforderungen und strengen Anlegerschutzbestimmungen für organisierte Märkte gelten schließlich nicht³⁵.

Trotz dieses Fokus auf institutionelle Anleger kann der Entry Standard damit die wichtige Exit Funktion für Private Equity Gesellschaften übernehmen und damit positiv auf die vorbörslichen Beteiligungsmärkte für die Mittelstandsfinanzierung wirken. Ge-

rade für Platzierungen zwischen 10 und 50 Millionen Euro biete sich das Segment besonders gut an³⁶.

Wegen der geringen Regulierungsintensität sind auch die Kosten einer Börsennotierung geringer als an einem EU-regulierten Markt. Die Deutsche Börse gibt ihre Entgelte mit je 750 € an einmaligen Kosten für die Aufnahme in den Index sowie im Falle einer Prospektspflicht für die Exposéerstellung und mit 5 000 € für die jährlich Notierung an³⁷. Zuzüglich der Kosten für den Betreuer dürften damit Gesamtkosten anfallen, die gegenüber den Kosten eines Listings am AIM wettbewerbsfähig sind.

Der Entry Standard stellt sich somit als ein geeignetes Instrument zur Mittelstandsfinanzierung dar, soweit diese den Kapitalmarkt Börse nutzen wollen. Geringere Kosten des Listings und niedrigere regulatorische Anforderungen machen es gerade mittelständischen Unternehmen leichter, den ersten Schritt in Richtung des organisierten Kapitalmarktes zu gehen. Über die zukünftige Qualität des Index entscheidet daher auch weniger die Höhe der Transparenzanforderungen, sondern die gelisteten Unternehmen selbst.

33) FAQ-Katalog für Open Market/Entry Standard, S. 21, im Internet unter <http://deutsche-boerse.com>.

34) Hierin besteht aber im Wesentlichen die Kritik in der öffentlichen Berichterstattung, FAS (Nr. 43) v. 30. 10. 2005, S. 43.

35) FAQ-Katalog für Open Market/Entry Standard, S. 2, im Internet unter <http://deutsche-boerse.com>.

36) So *Mirko Sickinger*, Partner bei Haarmann Hemmelrath, FAS (Nr. 43) v. 30. 10. 2005, S. 49.

37) FAQ-Katalog für Open Market/Entry Standard, S. 18, im Internet unter <http://deutsche-boerse.com>.