

## Neues Börsensegment für die Mittelstandsfinanzierung

## »Entry Standard«

Der Kapitalmarkt wendet sich wieder dem Mittelstand zu. Nachdem die Frankfurter Wertpapierbörse Anfang 2005 den »German Entrepreneurial Index« (GEX) eingerichtet hatte, begründete sie Ende Oktober 2005 mit dem »Entry Standard« ein neues Mittelstandssegment im Freiverkehr. Befreit von mehreren Informationspflichten sollen kleine und mittelgroße Unternehmen eine kostengünstigere Alternative für ihren Gang an die Börse erhalten.

Das Segment richtet sich zwar speziell an junge wachstumsorientierte Unternehmen, doch anders als am »Neuen Markt« werden auch etablierte Mittelständler angesprochen. Experten meinen, dass Unternehmen mit einem Platzierungsvolumen von ca. 10 bis 50 Mio. Euro auftreten sollten. Hintergrund des Angebots sind neue europäische Rahmenbedingungen zur Ausgestaltung von Börsensegmenten.

Demnach gibt es künftig Kapitalmärkte, die sich an die strengen EU-Vorgaben halten müssen, sowie Märkte, die von den Börsen selbst reguliert werden. Dabei setzen die Europäischen Börsen die EU-Vorschriften in ihren Hauptsegmenten um. So hat die Deutsche Börse mit dem »Prime Standard« und dem »General Standard« bereits 2003 zwei Segmente eingeführt, die den hohen internationalen Kapitalmarktstandards genügen. Börsennotierte Unternehmen müssen in beiden Fällen höchste Transparenzanforderungen erfüllen und Investoren zeitnah informieren.

Für kleine und mittlere Unternehmen sind diese Anforderungen jedoch zu aufwendig und zu teuer. In Europa haben sich daher mit dem Londoner »Alternative Investment Market« (AIM) und mit dem »Alternext« in Paris eigene Segmente gebildet.

Der seit 1995 bestehende AIM hat bis 2004 über 1.300 Unternehmen einen Börsengang erlaubt, wobei 11 Mrd. £ Kapital akquiriert wurden. Demgegenüber waren am »Neuen Markt« zu seinen besten Tagen bloß 345 Unternehmen gelistet. Ein dementsprechend konzipiertes Marktsegment fehlte also in Deutschland. Diese Lücke schließt die Deutsche Börse in Frankfurt nun mit Einführung des »Entry Standards«.

**Anforderungen des »Entry Standards« ▶**

Die Frankfurter Wertpapierbörse hat von ihrem Gestaltungsrecht Gebrauch gemacht und im nicht EU-regulierten Freiverkehr einen neuen Standard ins Leben gerufen. Gegenüber dem als »Open Market« vermarkteten Freiverkehr stellt dieses Börsensegment zusätzliche Transparenzanforderungen an die gelisteten Unternehmen. Dies lässt zunächst höhere Kosten für die Teilnehmer erwarten. Bei näherem Hinsehen zeigt sich jedoch, dass der »Entry Standard« eine günstige Möglichkeit bietet, sich aus der Vielzahl der Unternehmen im Freiverkehr hervorzuheben, ohne gleich in das kostspieligere Segment des »Prime Standard« oder des »General Standard« wechseln zu müssen.

Zur Aufnahme in den »Entry Standard« sind lediglich ein formaler Antrag sowie ein Unternehmensexposé erforderlich. Allein bei öffentlichen Angeboten bedarf es eines Wertpapierprospekts, der durch die nationale Aufsichtsbehörde gebilligt werden muss. Damit sind auch die Kosten einer Börsennotierung deutlich geringer als an einem EU-regulierten Markt.

Nach Angaben der Deutschen Börse fallen einmalig rund 750 € für die Aufnahme in den Index an. Die Erstellung des Exposés schlägt ungefähr in gleicher Höhe zu buche. Formal müssen darüber hinaus noch ein aktueller Handelsregisterauszug, eine gültige Satzung, der geprüfte Konzernabschluss samt Konzernlagebericht und ein Unternehmenskurzportrait eingereicht werden. Hinzu kommen Kosten für Berater im Kontext der Börseneinführung und je nach Vermarktungsaufwand Kosten für ein IPO-Marketing, wenn ein öffentliches Angebot abgegeben werden soll. Die einmaligen Gesamtkosten erscheinen damit selbst für geringere Platzierungsvolumina als die genannten 10 bis 50 Mio. Euro attraktiv.

Zum Vergleich: Für eine herkömmliche Emissionsbegleitung im Amtlichen Handel oder im Regierten Markt rechnen Kreditinstitute regelmäßig mit Kosten in Höhe von mindestens 250.000 Euro. Auch die weiteren Aufwendungen zur Einhaltung der Zulassungspflichten und fortlau-

fenden Notierungspflichten sind überschaubar. Für die jährliche Notierung dürften gut 5.000 Euro anfallen. Hinzu kommen die Kosten für die fortlaufende Betreuung durch einen Listing-Partner der Deutschen Börse, den das Unternehmen schon bei Antragstellung nachweisen muss.

Die administrativen Anforderungen der fortlaufenden Börsennotierung sind ebenfalls überschaubar. So müssen die gelisteten Unternehmen ihre wesentlichen Unternehmensnachrichten mit Einfluss auf den Börsenpreis auf der Homepage des Unternehmens veröffentlichen. Innerhalb von sechs Monaten nach Beendigung des Berichtszeitraums ist ein testierter Konzernjahresabschluss samt Konzernlagebericht nach GAAP/HGB oder IFRS vorzulegen. Auch hier genügt zur Publizität die Veröffentlichung auf der Homepage. Hier sollen auch ein jährlich aktualisiertes Unternehmensprofil sowie ein Unternehmenskalender die Anleger informieren.

Die aufwendige, in anderen Segmenten börsenrechtlich vorgeschriebene Zwischenberichtspflicht entfällt. Hier sind nur Zwischenberichte zu erstellen, die innerhalb von drei Monaten nach dem 1. Halbjahr eines jeden Geschäftsjahrs im Internet publiziert werden müssen. Eine erhebliche Entlastung wird dadurch erreicht, dass keine Verpflichtung zur Veröffentlichung von Ad-hoc-Meldungen besteht. Damit entfällt auch die Notwendigkeit fortlaufender rechtlicher Beratung, um die teils straf-, teils bußgeldbewährten Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes einzuhalten.

**Chancen auf eine Belebung des Börsengeschäfts im Mittelstandsegment** ▶ Kritiker des neuen Segments monieren dessen geringe Transparenzanforderungen. Es sei



Dr. Thorsten Oelke

deshalb mehr für Börsenprofis und weniger für Privatanleger geeignet. Damit laufe es gewisse Gefahr, in der Presse als »Zockermarkt« abgestempelt zu werden. Die kritische Einschätzung wird dem »Entry Standard« jedoch nicht gerecht, zumal höhere Transparenzforderungen Anlegern keineswegs mehr Sicherheit bringen. Auch die sehr strengen Regulierungsvorschriften des »Neuen Markts« haben nicht vor Spekulationsverlusten geschützt, sondern Anleger im Gegenteil darüber hinweg getäuscht, dass die Investition in junge Unternehmen nicht nur höhere Chancen bietet, sondern auch höhere Risiken birgt.

Dennoch bleibt festzuhalten: Der »Entry Standard« ist ein spekulatives Börsensegment. Nicht zuletzt aufgrund der naturgemäß geringen Anzahl gehandelter Aktien am Tag kann es zu hohen Kursschwankungen kommen. Die Kurse werden also nicht immer nur durch die Unternehmensentwicklung beeinflusst. Etablierte mittelständische Unternehmen haben an der Börse das Problem, nicht immer eine attraktive »Börsenstory« zu haben, um die Anlage-

phantasie zu beflügeln. Hieran wird auch der »Entry Standard« prinzipiell nichts ändern. Positiv ist jedoch, dass das klare Profil als Mittelstandsegment eine bessere Wahrnehmung der Unternehmen bedingt. Hinzu kommt der Wille der Deutschen Börse, das Segment offensiv zu vermarkten. Allein die Hervorhebung im Kursteil der überregionalen Börsenblätter garantiert den Unternehmen mehr Aufmerksamkeit als ein Listing unter diversen Freiverkehrsunternehmen.

Für den »Entry Standard« spricht, dass er als funktionierendes mittelständisches Börsensegment auch positive Wirkung auf vorbörsliche Beteiligungsmärkte wie die »Private Equity«- und die »Venture Capital«-Finanzierung haben kann. Der langfristige Erfolg jeder Beteiligungsfinanzierung hängt von den »Exit-Kanälen« ab. Nur so können »Private-Equity«-Gesellschaften Gewinne realisieren. Der Börsengang stellt die attraktivste Möglichkeit dar.

Für den amerikanischen Beteiligungsmarkt ist belegt, dass zwischen börslichen Renditen und der Funktionsfähigkeit vorbörslicher Beteiligungsmärkte ein enger Zusammenhang besteht. Ein breiter privater Beteiligungsmarkt wird sich in Deutschland daher ohne eine funktionierende Börse für kleine und mittlere Unternehmen nicht etablieren. Ebenso wenig hat eine Mittelstandsfinanzierung über die Börse ohne vorbörsliche Risikokapitalkultur eine Chance. ■

Dr. Thorsten Oelke,  
Senior Associate CTG Corporate  
Transformation Group GmbH, Berlin

## Lösungen für den Mittelstand. O&R Corporate Finance

**Wie bieten betriebswirtschaftliche Beratung bei allen Finanzierungsfragen.  
Hand in Hand mit Rechtsanwälten der Sozietät Linklaters Oppenhoff & Rädler  
sowie Wirtschaftsprüfern und Steuerberatern der O&R Oppenhoff & Rädler AG.**

M&A Beratung • Nachfolgeregelungen • Due Diligence • Unternehmensbewertungen • Mezzanine Kapital  
Erstellung von Geschäftsplanungen • Rating Advisory • Immobilienbewertung

E-Mail: [info@orcfd.de](mailto:info@orcfd.de)  
Internet: [www.orcfd.de](http://www.orcfd.de)

**München**  
Tel. 089 - 4 18 08-3 00  
**Berlin**  
Tel. 030 - 2 14 96-2 34  
**Frankfurt**  
Tel. 069 - 7 10 03-1 15  
**Köln**  
Tel. 0221 - 20 91-5 36