

Fünf Jahre Entry Standard: Emittenten zufrieden

DAI-Kurzstudie 3/2010

Viel Licht, wenig Schatten

Anlässlich des fünfjährigen Jubiläums des Entry Standard haben das Deutsche Aktieninstitut e.V. und die Deutsche Börse AG gemeinsam die Erfahrungen der Entry-Standard-Unternehmen mit ihrem Börsengang erhoben.

Die Untersuchung zeigt, dass sich das Konzept des Entry Standard bewährt hat. Als Qualitätssegment im Frankfurter Freiverkehr gewährleistet der Entry Standard seit nunmehr fünf Jahren den Unternehmen einen einfachen und regulatorisch nicht zu anspruchsvollen Zugang zum Kapitalmarkt, ohne dabei das Interesse der Investoren an ausreichend Informationen und professionellem Kapitalmarktverhalten zu vernachlässigen. Diese Konzeption wird von den Unternehmen sehr positiv bewertet. Der Finanzkrise zum Trotz ist es den vorwiegend mittelständischen Unternehmen des Entry Standard gelungen, sich Eigenkapital zu beschaffen, um das Wachstum zu finanzieren, so dass die Börsengänge aus betriebswirtschaftlicher Sicht ganz überwiegend eine Erfolgsgeschichte waren. Die Kernfunktionen eines Börsengangs werden also im Entry Standard erfüllt.

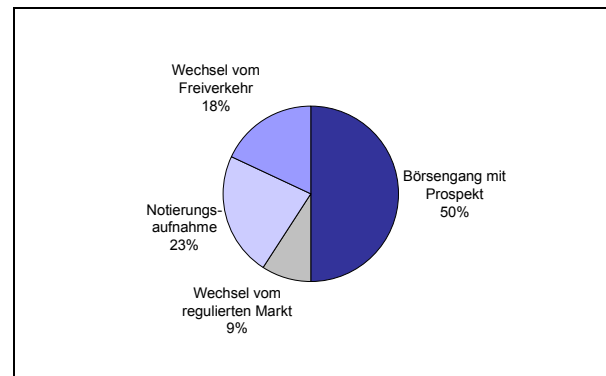
Aufgrund der geringeren Größe der Entry-Standard-Unternehmen sowie der Positionierung als Freiverkehrsegment mit geringeren Emittentenpflichten müssen aber auch Abstriche in Bezug auf die Kapitalmarktresonanz in Kauf genommen werden. Insbesondere bei Liquidität und Investoreninteresse sollten seitens der Unternehmen keine überzogenen Erwartungen an den Entry Standard gestellt werden, um nicht später enttäuscht zu werden.

Erstes umfassendes Meinungsbild zum Entry Standard

Grundlage der Untersuchung war ein Fragebogen, auf den 22 der 117 befragten deutschen Unternehmen geantwortet haben. Dies entspricht einer für diese Art von Erhebungen guten Rücklaufquote von fast 19 Prozent. Die strukturellen Merkmale der teilnehmenden Unternehmen bilden die Gesamtheit der Entry-Standard-Unternehmen gut ab. So haben z.B. sowohl Unternehmen geantwortet, die den Entry Standard aktuell als Plattform nutzen, als auch solche, die ihn zu einem früheren Zeitpunkt genutzt haben und mittlerweile im regulierten Markt notiert sind. Auch haben Unternehmen teilgenommen, die beim Börsengang im Entry Standard einen Wertpa-

pierprospekt vorgelegt haben und solche, die hierauf verzichtet haben.

Abb. 1: Umfrageteilnehmer nach Art des Börsengangs



Die Untersuchung ermöglicht damit erstmals ein breit abgestütztes Meinungsbild der Unternehmen zu verschiedenen Aspekten des Börsengangs im Entry Standard sowie zu seinem Regulierungskonzept.

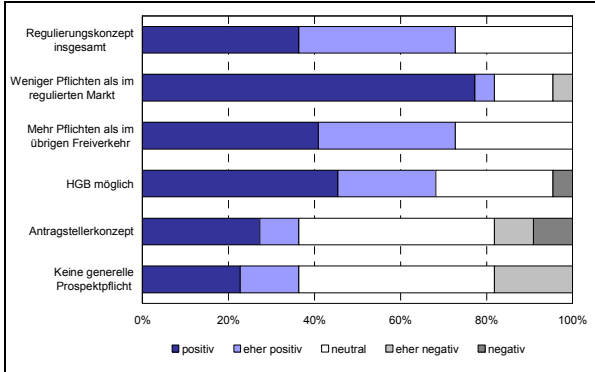
Regulierungskonzept geht auf

Der Entry Standard wurde im Jahr 2005 von der Deutschen Börse AG als besonderes Segment im Frankfurter Freiverkehr geschaffen, um insbesondere mittelständischen und jungen Unternehmen einen kostengünstigen Zugang zum Eigenkapitalmarkt zu eröffnen und damit das weitere Wachstum der Unternehmen zu fördern.

Das Regulierungskonzept des Entry Standard wird von den Unternehmen positiv gesehen. Es stellt an die Emittenten im Vergleich zum übrigen Freiverkehr zusätzliche Anforderungen, verlangt ihnen aber im Vergleich zum regulierten Markt weniger Pflichten ab und räumt ihnen mehr Flexibilität ein. So müssen Emittenten des Entry Standard beim Börsengang nicht in jedem Fall einen Wertpapierprospekt vorlegen, können weiterhin nach HGB bilanzieren und unterliegen geringeren Transparenzanforderungen als im regulierten Markt. Dafür müssen Unternehmen anders als im übrigen Freiverkehr u.a. bestimmte Berichtsfristen einhalten und wesentliche Unternehmensnachrichten mit potentiell Kursinfluss unverzüglich auf ihrer Internetseite veröffentlichen. Auch ist der Börsengang nur über einen Antrag eines FWB-Handelsteilnehmers, im Regelfall eine Bank, möglich. Dieser wacht auch über die Einhaltung der Zusatzpflichten.

Diese Positionierung des Entry Standard stößt bis in die Detailfragen auf breite Zustimmung. 73 Prozent beurteilen das Regulierungskonzept positiv oder eher positiv, der Rest gibt eine neutrale Bewertung ab.

Abb. 2: Regulierungskonzept aus Unternehmenssicht

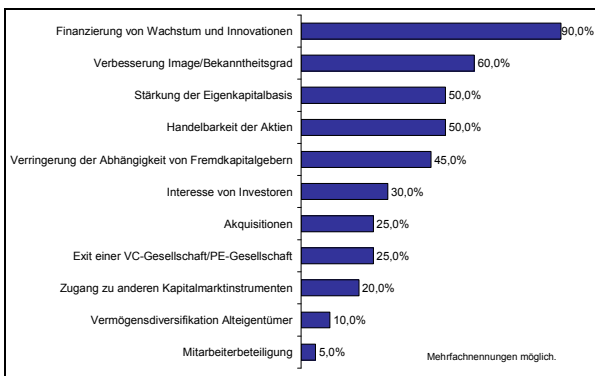


Der Anteil positiver Äußerungen zu den einzelnen Aspekten des Regulierungskonzeptes liegt zwischen über 80 Prozent (im Vergleich zum regulierten Markt weniger Pflichten) und fast 40 Prozent (keine generelle Prospektspflicht). Kritische Einschätzungen werden von höchstens einem Fünftel der Befragten geäußert.

Entry-Standard-Unternehmen wollen auf Basis einer gesunden Eigenkapitalausstattung wachsen

Das Ziel des Entry Standard, für mittelständische Unternehmen einen Zugang zum Eigenkapitalmarkt zu schaffen, spiegelt sich auch in den individuellen Motiven der Entry-Standard-Unternehmen für den Börsengang wider.

Abb. 3: Motive des Börsengangs

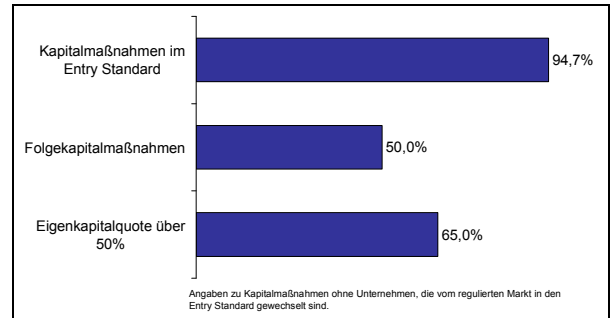


90 Prozent der Unternehmen nennen die Finanzierung von internem Wachstum als Ziel. Weitere prominente Motive sind die Verbesserung des Images oder des Bekanntheitsgrades, die Stärkung der Eigenkapitalbasis, die Ermöglichung der Handelbarkeit der Aktien sowie die Verringerung der Abhängigkeit von Fremdkapitalgebern. In etwa jedes zweite Unternehmen nennt diese Ziele des Börsengangs.

Entry Standard ermöglicht dauerhaften Kapitalmarktzugang

Der Entry Standard erfüllt die Kernfunktionen eines Mittelstandsegments sehr gut, indem er den Zugang zum Kapitalmarkt dauerhaft eröffnet und damit die Versorgung mit Eigenkapital sichert.

Abb. 4: Kapitalquelle Entry Standard



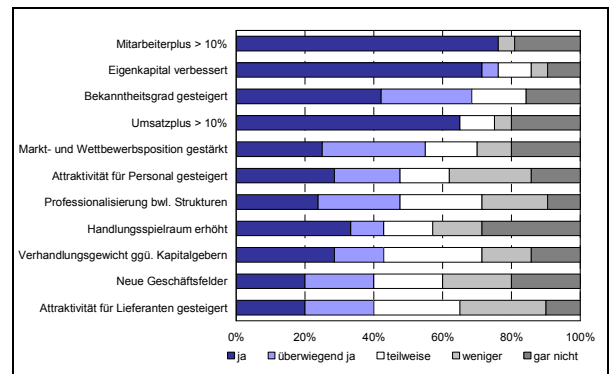
50 Prozent der Entry-Standard-Unternehmen haben den Aktienmarkt nach dem Börsengang erneut in Anspruch genommen. 40 Prozent ist dies sogar mehr als einmal gelungen. Dadurch erhalten auch solche Unternehmen „frisches“ Eigenkapital, die beim Börsengang auf eine Kapitalaufnahme verzichtet haben, also einen Segmentwechsel oder eine Notierungsaufnahme vollzogen haben.

Insgesamt hat fast jedes Unternehmen den Entry Standard als Kapitalquelle genutzt. Nur knapp fünf Prozent nutzen ihn ausschließlich als Handelsplattform. Ergebnis ist unter anderem eine sehr gute Kapitalausstattung: Fast zwei Drittel der Unternehmen haben eine Eigenkapitalquote von über 50 Prozent.

Börsengang hat positive betriebswirtschaftliche Effekte

Die Zielsetzungen der Unternehmen beim Börsengang wurden ebenfalls überwiegend erfüllt.

Abb. 5: Effekte des Börsengangs



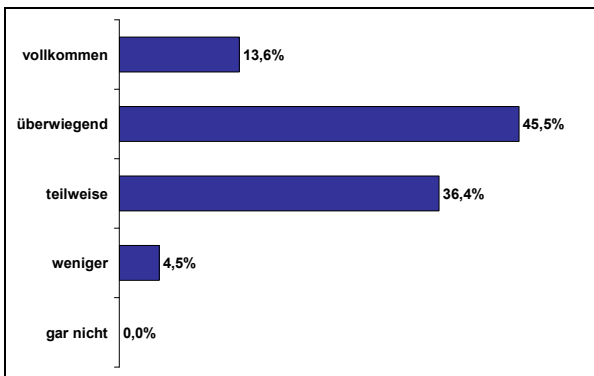
Über 75 Prozent der Unternehmen gelingt es, die Mitarbeiterzahl zu erhöhen und die Eigenkapitalquote zu verbessern, zwei Drittel steigern den Bekant-

heitsgrad und verzeichnen ein deutliches Umsatzplus, und weit über der Hälfte kann die Wettbewerbsposition festigen. Ob weitere positive Effekte realisiert werden können, wie z.B. die Verbesserung der Attraktivität für Personal oder die Professionalisierung der betriebswirtschaftlichen Strukturen, hängt vom Unternehmen ab. Mehrheitlich wird aber jeder mögliche Positiveffekt bestätigt.

Emittenten mit Börsengang zufrieden

Es wundert daher nicht, dass sich die Unternehmen mit dem Börsengang insgesamt sehr zufrieden zeigen. Die Erwartungen der Unternehmen an den Börsengang werden in rund 60 Prozent der Fälle „überwiegend“ oder „vollkommen“ erfüllt, nur bei jedem 20. Unternehmen trifft dies „weniger“ zu.

Abb. 6: Hat der Börsengang die Erwartungen erfüllt?



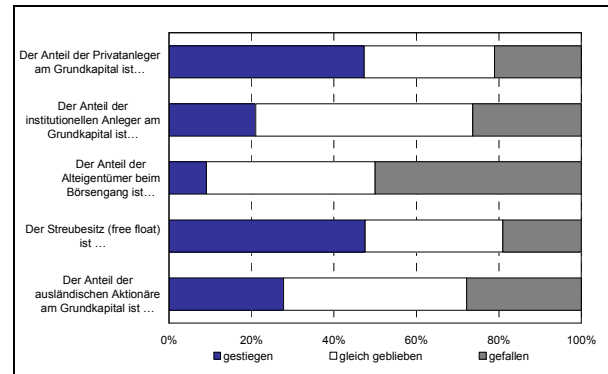
Entry-Standard-Unternehmen haben starke Eigentümer an Bord

Wer aber ist in Unternehmen des Entry Standard investiert? Zwar unterscheidet sich die Aktionärsstruktur von Unternehmen zu Unternehmen zum Teil deutlich. Die Alteigentümer aus der Zeit vor dem Börsengang bzw. das Management sind aber im Durchschnitt die wichtigste Aktionärsgruppe. Institutionelle Anleger und Privatanleger halten sich in etwa die Waage, ausländische Aktionäre spielen nur eine untergeordnete Rolle.

Auch scheint die Aktionärsstruktur im Durchschnitt relativ stabil zu sein. Allenfalls ist eine leichte Öffnung zu neuen Anlegerschichten erkennbar. So ist der Streubesitz seit dem Börsengang im Entry Standard bei einer höheren Zahl der Unternehmen gestiegen als gefallen. Zudem haben sich die Alteigentümer als Aktionäre eher zurückgezogen als dass sie ihren Anteilsbesitz aufgestockt hätten. Interessant ist auch, dass sich der Anteil der institutionellen Anleger scheinbar wenig verändert hat, während der der Privatanleger tendenziell gestiegen zu sein scheint. Dies deutet darauf hin, dass im Entry Standard die

institutionellen Anleger in der Finanzkrise stärker mit Verkäufen reagiert haben als die Privatanleger.

Abb. 7: Veränderungen der Aktionärsstruktur



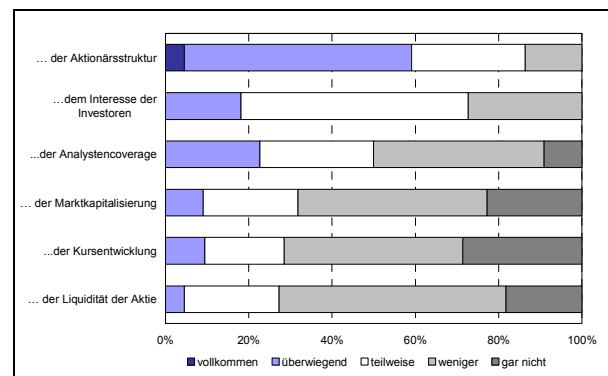
Die Konstanz der Aktionärsstruktur findet ihre Entsprechung in einer für kleine und mittlere Unternehmen typischen Corporate-Governance-Struktur: 86 Prozent der Unternehmen geben an, dass aktuell wenigstens ein Repräsentant der Alteigentümer im Aufsichtsrat oder im Vorstand des Unternehmens vertreten ist. Dies entspricht der Konstellation beim Börsengang, wobei sich in einigen wenigen Fällen Vertreter zurückgezogen haben und in anderen Fällen Vertreter der Altaktionäre hinzugekommen sind.

Insgesamt gehören die Entry-Standard-Unternehmen überwiegend zu den eigentümergeführten Unternehmen, wodurch die Alteigentümer oder das Management selbst ein signifikantes Aktienkursrisiko tragen, aber auch an Kurserfolgen partizipieren.

Kapitalmarktresonanz verbesserungswürdig

Trotz der weitgehenden Konstanz in der Aktionärsstruktur und Organbesetzung nehmen die Unternehmen die Anforderungen ernst, die Investoren an ein börsennotiertes Unternehmen stellen. 76 Prozent der Unternehmen betreiben eine aktive Ansprache der Investoren. Investor-Relations-Aktivitäten sind damit auch im Entry Standard üblich.

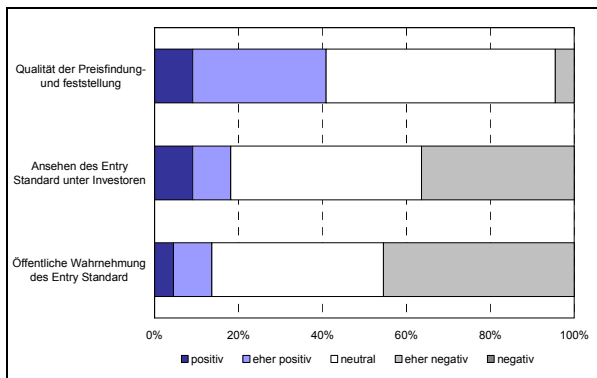
Abb. 8: Zufriedenheit mit Kapitalmarktresonanz



Im Vergleich zu den betriebswirtschaftlichen Erfolgen des Börsengangs (siehe Abb. 5) zeigen sich die Unternehmen insgesamt weniger zufrieden mit der Resonanz im Kapitalmarkt. Insbesondere mit der Kursentwicklung, der Marktkapitalisierung und der Liquidität der Aktie sind die Unternehmen mehrheitlich eher unzufrieden. Die Zufriedenheit mit Investoreninteresse und Analystencoverage ist dagegen merklich besser, vor allem bei den größeren Unternehmen und denen, die sich aktiv um Investoren bemühen. Im Hinblick auf die Aktionärsstruktur herrscht überdies weitgehend Zufriedenheit.

Gemischt sind auch die Einschätzungen der Unternehmen zur Außenwahrnehmung des Entry Standard und seinem Ansehen unter Investoren. Jedenfalls im Vergleich zum Regulierungskonzept werden hier zurückhaltendere Urteile abgegeben. Die Qualität der Preisfindung und -feststellung, die der des regulierten Marktes entspricht, wird dagegen positiv gesehen.

Abb. 9: Außenwahrnehmung des Entry Standard aus Unternehmenssicht



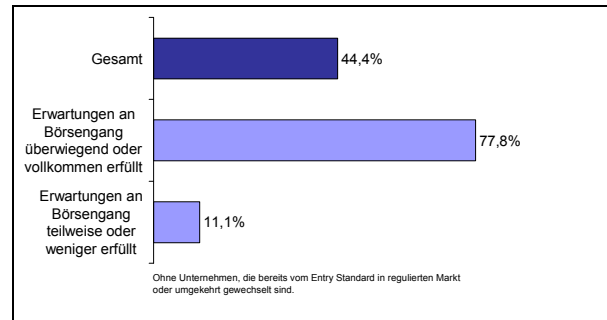
Finanzkrise beeinflusst Urteil

Die Einschätzungen der Unternehmen zur Kapitalmarktresonanz und zur Außenwahrnehmung des Entry Standard müssen vor dem Hintergrund der Finanzkrise gesehen werden, die die Kurse in allen Börsensegmenten stark unter Druck gesetzt hat und auch am Entry Standard nicht vorübergegangen ist. Außerdem sind die Unternehmen des Entry Standard in der Tendenz klein. Die Hälfte der Teilnehmer der Umfrage hat einen Jahresumsatz von unter 50 Mio. Euro, und nur jedes fünfte Unternehmen kommt auf eine Marktkapitalisierung von über 50 Mio. Euro. Unternehmen dieser Größenklasse tun sich allgemein schwerer, Investoren zu begeistern. Der hohe Anteil neutraler Einschätzungen deutet darauf hin, dass dieser Begleiteffekt einer Notiz im Entry Standard von den Unternehmen weitgehend akzeptiert wird.

„Upgrade“ für viele Emittenten vorstellbar

Zum Konzept des Entry Standard gehört auch, dass die Notierung in diesem Segment die Vorstufe für einen Wechsel in den regulierten Markt bilden kann. Unternehmen können die im Entry Standard gesammelten Erfahrungen für den nächsten Schritt ihres Kapitalmarktlebens nutzen. Diese Funktion scheint der Entry Standard ebenfalls gut zu erfüllen.

Abb. 10: Segmentwechsel vorstellbar?



Gut 44 Prozent können sich einen Segmentwechsel vorstellen. Bei den Unternehmen, die mit den Ergebnissen des Börsengangs besonders zufrieden sind, sind es sogar fast 78 Prozent. Sollten sich die Pläne konkretisieren, würden sie über kurz oder lang zu den 16 Emittenten stoßen, die bereits vom Entry Standard in den General oder Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gewechselt sind.

Stärkere Regulierung nicht wünschenswert

Für die Vermittlung von Eigenkapital an kleinere und mittelgroße Emittenten braucht es maßgeschneiderte organisierte Kapitalmärkte, die den besonderen Bedürfnissen dieser Zielgruppe gerecht werden. Die notwendige regulatorische Flexibilität bietet der Entry Standard und erfüllt damit eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion. Deshalb sollte die regulatorische Struktur des Entry Standard erhalten bleiben. Aktuelle Brüsseler Bestrebungen, Regeln des regulierten Marktes auch auf den Freiverkehr zu übertragen, sind vor diesem Hintergrund kritisch zu sehen.

Frankfurt am Main, im Oktober 2010

Dr. Gerrit Fey

Tel. 0 69/9 29 15-41

E-Mail fev@dai.de