

WIFO

1030 WIEN, ARSENAL, OBJEKT 20
TEL. 798 26 01 • FAX 798 93 86

ÖSTERREICHISCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

austria wirtschaftsservice 


Bundesministerium für
Wissenschaft, Forschung und Wirtschaft

KMU-Börsen in Europa

**Werner Hölzl, Michael Böheim,
Klaus S. Friesenbichler (WIFO),
Thomas Jud (Improveo)**

Wissenschaftliche Assistenz: Alexandros Charos (WIFO)

Juli 2016



KMU-Börsen in Europa

**Werner Hölzl, Michael Böheim, Klaus S. Friesenbichler (WIFO),
Thomas Jud (Improveo)**

Juli 2016

Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung

Im Auftrag von Bundesministerium für Wissenschaft, Forschung und Wirtschaft und austria wirtschaftsservice
gesellschaft mbH

Begutachtung: Thomas Url (WIFO) • Wissenschaftliche Assistenz: Alexandros Charos (WIFO)

Inhalt

In Europa gibt es – im Gegensatz zu den USA – mit den Alternative Investment Markets eigene Märkte für kleine börsennotierte Unternehmen ("Small-Caps"). Die Studie analysiert die Performance dieser Märkte und beschreibt die Organisation von drei ausgewählten Märkten im Detail. Aus den Ergebnissen werden wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen abgeleitet, die einerseits die Errichtung eines "KMU-Wachstumsmarktes" nach der EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID 2) in Österreich betreffen und andererseits Maßnahmen, um kapitalmarktbasierende Elemente des österreichischen Finanzierungs-systems zu stärken.

Rückfragen: Werner.Hoelzl@wifo.ac.at

2016/195-2/S/WIFO-Projektnummer: 10414

© 2016 Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung

Medieninhaber (Verleger), Herausgeber und Hersteller: Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung,
1030 Wien, Arsenal, Objekt 20 • Tel. (+43 1) 798 26 01-0 • Fax (+43 1) 798 93 86 • <http://www.wifo.ac.at/> • Verlags- und Herstellungsort: Wien

Verkaufspreis: 50,00 € • Kostenloser Download: <http://www.wifo.ac.at/wwa/pubid/58896>

Executive Summary

Österreichs Unternehmensfinanzierungssystem ist stark bankbasiert. Marktsegmente wie Private Equity, Venture Capital, Aktien- und Anleihenmärkte sind im Vergleich zu anderen Ländern deutlich unterentwickelt. Unternehmen in Branchen, deren Geschäftsmodelle auf Eigenkapital- und Kapitalmarktfinanzierung angewiesen sind, könnten dadurch Nachteile bei der Unternehmensfinanzierung haben. Insbesondere bei der Kapitalmarktfinanzierung von ambitionierten wachstumsstarken Unternehmen spielen Kapitalmärkte eine wichtige Rolle.

In Europa gibt es - im Gegensatz zu den USA - eigene Märkte für Small Caps, sogenannte Alternative Investment Markets. Rechtlich sind diese in Form einer MTF (multilateral trading facility) organisiert.

- Diese Börsenorganisationsform baut auf „nicht-regulierten Märkten“ (in Österreich der Dritte Markt der Wiener Börse) auf und ist im Europäischen Regulierungsregime (MiFID II) gemeinschaftsrechtlich verankert.
- Die an diesen Märkten notierenden Unternehmen gelten rechtlich nicht als „börsengelistet“ und sind somit nicht den Regulierungen für börsengelistete Unternehmen unterworfen. Die Regeln derartiger Märkte werden durch die Börsen festgelegt.
- Seit Mitte der 2000er Jahre haben sie sich als Eintrittsmärkte an den meisten Europäischen Börsenplätzen etabliert. Fast alle dieser Märkte sind an einen etablierten Börsenplatz angebunden. Diese Anbindung ist auf Verbundvorteile (Know-How, Hauptmärkte) zurückzuführen. Allerdings sind diese Märkte unterschiedlich erfolgreich.

Übersicht A liefert eine Darstellung der Leistungsindikatoren der Europäischen Small-Cap Börsen. Insbesondere Börsengänge und die Anzahl der notierenden Unternehmen sind zwischen den Märkten unterschiedlich.

- Der AIM London und der NewConnect in Warschau sind in dieser Hinsicht besonders erfolgreich. Es zeigt sich in der Regel ein positiver Zusammenhang zwischen Liquidität (z.B. Handelsvolumen) und der Dynamik der Börse (z.B. IPOs, Notierungen), außer beim NewConnect in Warschau. Zudem ist die Performance einer Small-Cap Börse teilweise mit der Performance der Hauptbörse (Börsenplatz) verknüpft.
- Das mid market Segment der Wiener Börse schneidet hier mit 0 IPOs und 10 notierenden Unternehmen relativ schwach ab.

Übersicht A: Ausgewählte Kennzahlen für Europäische Small-Cap Märkte (2014)

Name	Marktkapitalisierung in Mio €	Anzahl der Unternehmen (Notierungen)	Transaktions- volumina (in Mio €)	Anzahl IPOs	IPOs in % der Listings
mid market - Wiener Börse	1.990	10	50	0	0,00%
Alternative Investment Market - London SE	88.590	1.104	43.239	84	7,60%
AIM Italia - MAC - Borsa Italiana	2.062	57	n/s	21	36,80%
Entry Standard - Deutsche Boerse	n/s	175	n/s	4	2,30%
Enterprise Securities Market - Irish SE (ESM)	47.390	26	2.094	2	7,70%
First North - Nasdaq OMX Nordic	5.406	181	3.928	46	25,40%
NewConnect - Warsaw SE	2.092	431	292	22	5,10%
OSLO Axxess - Oslo Bors	2.124	38	1.184	6	15,80%
The Alternative Market (EN.A.) - Athens Exchange	128	14	0.997	1	7,10%
The Mercado Alternativo Bursatil - BME Spanish Exchanges	1.741	21	27990.95	6	28,60%

Q: WIFO Darstellung; PWC IPO-Watch; Börseninformationen.

Insbesondere an den liquiden Märkten sind auch Kapitalerhöhungen von notierenden Unternehmen häufig, womit diese Märkte ihre Funktion der Unternehmensfinanzierung erfüllen. Bei der Kapitalaufnahme und dem Börsengang ist bei vielen Small-Cap Börsen das Private Placement die wichtigste Form der Kapitalaufbringung und dominiert die klassische Form des Börsengangs (Public Placement). Grund dafür ist, dass bei einem Private Placement und einer Zulassung an einem MTF die gesetzliche Prospektpflicht keine Anwendung findet.

Die Performance einer KMU-Börse ist eng mit der Reputation und Leistungsfähigkeit des Hauptmarktes und dem Entstehen von positiven Feedbackeffekten verbunden. Je mehr leistungsfähige Unternehmen an den Börsen notieren, umso mehr interessieren sich Investoren für die Börse und umgekehrt. Die Studie zeigt auch, dass die meisten dieser KMU-Märkte nur für nationale Unternehmen relevant und attraktiv sind. Diese Märkte können grundsätzlich auch international ausgerichtet sein und ihr Aktivitätsspektrum über mehrere Länder mit einheitlicher Regulierung erstreckt werden (z.B. First North in Skandinavien).

Österreich ist wie alle EU-Mitgliedsstaaten verpflichtet, EU-Richtlinien in nationales Recht umzusetzen. Im Zuge der Umsetzung von MIFID II wird eine spezielle MTF eingeführt, der KMU-Wachstumsmarkt. Dieses neue Segment bedarf einer gesonderten Zertifizierung. Es bietet sich die Gelegenheit, einen „KMU-Wachstumsmarkt“ auch in Österreich zu etablieren.

Expertenmeinungen

Die Experteninterviews mit österreichischen Marktteilnehmern waren aufgrund negativer Erfahrungen in der Vergangenheit von einer grundsätzlichen Skepsis hinsichtlich der

Umsetzung einer KMU-Börse getragen. Fasst man die Einschätzungen der Gesprächspartner zusammen, scheint es für ein KMU-Segment an der Wiener Börse bzw. einen KMU-Wachstumsmarkt nur sehr eingeschränkte Entwicklungsmöglichkeiten zu geben. Die Gesprächsteilnehmer sehen eine besondere Schwierigkeit darin, eine nennenswerte Zahl zusätzlicher Investoren und performancestarker Unternehmen zu mobilisieren. Neben den schwachen wirtschaftlichen Umfeldbedingungen, die auch dem Hauptmarkt der Börse viel an Dynamik gekostet haben, wird auch die passive Haltung der Investmentbanken und der begleitenden Berater dafür verantwortlich gemacht, dass ein Small-Cap-Segment an der Wiener Börse nie Fahrt aufgenommen hat. Um das aktuell schwache kapitalmarktorientierte „Finanz-Ökosystem“ als Basis für einen neuen KMU-Markt zu stärken, bedarf es einer sektorübergreifenden Strategie.

Wirtschaftspolitische Empfehlungen

A. Voraussetzung

- Eine notwendige Voraussetzung für die Etablierung eines Small-Cap Marktes ist die Lösung des Problems des Aktionärsbuchs in Zusammenhang mit der verpflichtenden Umstellung von Inhaber- auf Namensaktien, der nicht am geregelten Markt (MTF) notierten Unternehmen, aufgrund des Gesellschaftsrechtsänderungsgesetz 2011 (GesRÄG 2011). Es kann derzeit nicht sichergestellt werden, dass das bei Namensaktien verpflichtend zu führende Aktionärsbuch zeitgerecht befüllt wird. Der fehlende Eintrag führt dazu, dass Dividenden nicht an den Aktionär ausgeschüttet werden können. Die Tatsache, dass Einsteiger- bzw. Small-Cap Börsen primär als MTF organisiert sind, führt in Österreich zum Problem, dass derzeit keine neuen Notierungen am MTF der Wiener Börse möglich sind. Dies betrifft sowohl den Dritten Markt als auch jenes Segment des mid market, das auf dem Dritten Markt aufbaut.
- Das Problem mit den Namensaktien bzw. der Eintragung ins Aktionärsbuch muss auf regulatorische oder technische Art gelöst werden. Die Lösung dieses Problems ist zentral. Besteht dieses Problem fort, können andere wirtschaftspolitische Maßnahmen nicht die beabsichtigte Wirkung zeigen.

B. Organisation der Börsen

Grundsätzlich wird die Errichtung eines KMU-Marktes empfohlen, der in Form eines neuen Marktes bzw. auf Basis des existierenden mid market der Wiener Börse als KMU-„Wachstumsmarkt“ zertifiziert werden soll. Das impliziert, dass der Markt als MTF (Dritter Markt, Freiverkehr) organisiert, in Österreich angesiedelt, und im Sinne eines „KMU-Wachstumsmarktes“ geregelt und geführt werden soll. Als potentielle Ansprechpartner bieten sich neben der Wiener Börse, als nationaler Börsenbetreiber, auch internationale Betreiber von KMU-Märkten an.

Auf dieser Grundlage wurden drei institutionelle Optionen für die Wirtschaftspolitik entwickelt:

1. Die erste Option ist die Verbesserung im aktuellen institutionellen Umfeld ohne Gründung einer neuen KMU-Wachstumsbörse. Je nach Bedürfnis können österreichische Unternehmen nach Lösung des Problems mit den Namensaktien die bestehenden Strukturen im Rahmen des mid market der Wiener Börse nutzen und/oder an einer ausländischen Börse notieren. Die Wirtschaftspolitik kann hier auch bei der institutionellen Entwicklung durch zielgerichtete Umsetzung der unterstützenden Maßnahmen Impulse setzen, die die Attraktivität der Kapitalmarktfinanzierung für Wachstumsunternehmen steigern können.
2. Die zweite Option sieht einen klaren Bruch mit den bisherigen Segmenten und signalisiert einen Neuaufbruch. Die regulatorische Innovation des „KMU-Wachstumsmarktes“ in MIFID II bietet eine Gelegenheit in Österreich einen eigenen „KMU-Wachstumsmarkt“ einzuführen. Bezugnehmend auf die Vorschläge der österreichischen Experten könnte ein neu geschaffener „KMU-Wachstumsmarkt“ nicht allein Österreich umfassen, sondern länderübergreifend auch für die anderen Börsen der CEE Stock Exchange Group (Börse Wien und Börse Prag) konzipiert werden. Ein derartiger „CEE-SME Market“ würde den Vorbildern FirstNorth und Alternext folgen, die zeigen, dass zum Teil nur kleinere Adaptionen, die auf die nationalen Gesetzeslagen Rücksicht nehmen, notwendig sind, um im Rahmen eines MTF einen einheitlichen Marktplatz zu etablieren. Eine solche Variante würde eine größere Marktbreite (notierende Unternehmen) ermöglichen, als ein auf Österreich beschränkter KMU Wachstumsmarkt und könnte dadurch auch attraktiver für Investoren sein.
3. Als dritte institutionelle Option könnte die Errichtung einer neuen KMU-Börse durch einen ausländischen Börsebetreiber oder in Kooperation mit einem solchen genannt werden.

C. Unterstützende Maßnahmen

Dritter Pfeiler der wirtschaftspolitischen Empfehlungen sind unterstützende Maßnahmen, die die börsenorientierte Unternehmensfinanzierung in Österreich stärken. Während die konkrete Ausgestaltung der Maßnahmen vom Design der KMU-Börse abhängt, sind diese grundsätzlich nicht daran gebunden, dass eine neue „KMU-Börse“ in Österreich geschaffen wird. Ziel der Maßnahmen ist die Erhöhung der Erfolgswahrscheinlichkeit und der Akzeptanz der Kapitalmarktfinanzierung von Seiten der Unternehmen und Investoren.

- Auf Unternehmensseite könnte nach Vorbild des Elite-Programmes der Borsa Italiana und der London Stock Exchange ein selektives Programm für ambitionierte und eventuell in Zukunft für den Börsengang in Frage kommende Unternehmen etabliert werden, welches Unternehmen an die Kapitalmarktfinanzierung („Investment Readiness“ für Risikokapital, Börse, Anleihen) heranführt.
- Es könnten verschiedene Möglichkeiten zum Marktzugang (Börsengang) gewährleistet werden. Eine Platzierung sollte sowohl über ein öffentliches Angebot (Public Offering) als auch über ein nicht-öffentliches Angebot (Private Placement) möglich sein. Auch hinsichtlich der Prospektspflichten für öffentliche Angebote könnten die Eintrittskosten gesenkt werden.

- Steuerliche Maßnahmen für Investoren könnten als Initialmaßnahme sinnvoll sein, um die Investoren (individuelle und professionelle) von neu notierenden kleineren Unternehmen (oder einem neuen „KMU-Wachstumsmarkt“) zu überzeugen. Diese Maßnahmen können insbesondere am Anfang dazu beitragen, Investorengruppen an die börsliche Kapitalmarktfinanzierung neuer kleinerer Unternehmen heranzuführen, sollten aber jedenfalls zeitlich befristet werden, um Mitnahmeeffekte zu vermeiden.
- Um die Sichtbarkeit der Unternehmen an Märkten (insbesondere bei einer KMU-Wachstumsbörse) für Investoren zu erhöhen, könnte der Research von Analysten (Einschätzung der Unternehmen) für neu notierende Unternehmen subventioniert werden. Auch Regulierung und Aufsicht können dazu beitragen, bei den Investoren und Anlegern Vertrauen in den Wachstumsmarkt zu schaffen.

Aber langfristig muss ein KMU Wachstumsmarkt jedenfalls selbsttragend sein und auch ohne umfassende steuerliche Begünstigungen, Subventionen und anderen wirtschaftspolitischen Unterstützungsmaßnahmen, auf Basis effektiver Regulierung nachhaltig funktionsfähig sein. Daher sollten die wirtschaftspolitischen Maßnahmen temporär konzipiert werden. Ziel der Maßnahmen sollte es sein, die unterschiedlichen Marktversagen zu beseitigen. Aufgrund der Interaktion verschiedener Elemente und Akteure im Ökosystem Kapitalmarktfinanzierung, beeinflussen sich diese Marktversagen wechselseitig. Dieses System ist in der Anfangszeit der Marktetablierung besonders fragil.

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung	10
2. Unternehmensfinanzierung, Kapitalmärkte und IPOs	12
2.1. Kapitalmarktbasierende Unternehmensfinanzierung	12
2.2. Finanzierungsbeschränkungen und Unternehmenswachstum	15
2.3. Empirische Evidenz für die EU und für Österreich	19
2.4. Börsengänge als ein marktbasierendes Finanzierungsinstrument	23
2.5. Börsengänge (IPO) in Europa und den USA	26
2.6. IPO in Europa	31
2.7. Zusammenfassung	34
3. KMU-Börsensegmente und KMU-Märkte in Europa	35
3.1. Einleitung	35
3.2. Ein Überblick über Europas KMU-Märkte	40
3.2.1. Allgemeine Charakteristiken	41
3.2.2. Marktbreite und -tiefe	44
3.2.3. IPO-Dynamik	47
3.2.4. Kosten der Notierung	48
3.2.5. Erkenntnisse aus dem internationalen Vergleich	51
3.3. Die Organisation ausgewählter KMU-Märkte	52
3.3.1. Detailstudie I: First North	52
3.3.2. Detailstudie II: AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale	54
3.3.3. Detailstudie III: NewConnect der Börse Warschau	60
4. Regulatorische Rahmenbedingungen für KMU-Märkte	62
4.1. Grundsätze der Finanzmarktregulierung	62
4.1.1. Europäisches Finanzaufsichtssystem (ESFS)	62
4.1.2. Sektorspezifische Regulierung	63
4.1.3. Mindestharmonisierung	63
4.1.4. Sitzlandprinzip	64
4.2. MiFID II	64
4.2.1. Marktstrukturen	66
4.2.2. Handelstransparenz und Datenkonsolidierung	66
4.2.3. Anlegerschutz und Wohlverhaltensregeln	66
4.2.4. Erhöhung der Schlagkraft der Aufsichtsbehörden	66
4.2.5. Regulatorisches Umfeld	67
4.3. Marktbetreiber und Handelsplätze	67
4.4. KMU-Wachstumsmärkte	70
4.4.1. Ein neues Marktsegment speziell für KMU	70
4.4.2. Der Dritte Markt der Wiener Börse als potentieller KMU-Wachstumsmarkt	71
4.5. Markttransparenz und Marktzugang	73
4.6. Regulatorische Maßnahmen auf europäischer Ebene	74
4.6.1. Abbau von Schranken für den Zugang zu den Kapitalmärkten	75
<i>Kapitalmarktfinanzierung als Ergänzung zu Bankkrediten</i>	75

<i>Prospektpflicht</i>	75
4.6.2. Verbesserung der Informationen für Investoren über KMU	77
4.6.3. Standardisierung und Harmonisierung von Regulierungen	78
4.6.4. Privatplatzierungen	78
4.6.5. Sparer zu Investoren machen	79
4.6.6. Alternative Finanzierungsformen brauchen Börsen als Exitoptionen	80
5.Einschätzung der Wirkungsweise und des Potentials eines KMU- Wachstumsmarktes an der Wiener Börse	82
5.1. <i>Akteure und Einflussfaktoren am institutionalisierten Kapitalmarkt</i>	83
5.1.1. Investoren	83
5.1.2. Unternehmen	85
5.1.3. Der Handelsplatz – die Wiener Börse	86
5.1.4. Investmentbanken und unterstützende Dienstleister	88
5.2. <i>Zusammenspiel der Akteure für einen funktionierenden Börsebetrieb</i>	89
5.2.1. Investoren	89
5.2.2. Unternehmen	91
5.2.3. Investmentbanken und unterstützende Dienstleister	91
5.2.4. Handelsplatz Börse und wann er gut funktioniert	92
5.3. <i>Einschätzungen der Interviewpartner zum österreichischen Börseplatz mit seinem KMU-Segment</i>	92
6.Zusammenfassung und Schlussfolgerungen für die Wirtschaftspolitik	96
6.1. <i>Zusammenfassung</i>	96
6.2. <i>Schlussfolgerungen</i>	102
6.3. <i>Wirtschaftspolitischen Vorschläge</i>	104
Referenzen	110
Appendix	114

1. Einleitung

Finanzierungsbeschränkungen für KMU spielen in der Diskussion um wirtschaftspolitische Eingriffe im Bereich der Innovations- und Gründungspolitik eine wichtige Rolle. Unvollkommene Finanzmärkte werden als wichtiges Marktversagen wahrgenommen, das besonders technologieorientierte, junge und wachstumsorientierte Unternehmen an der Umsetzung volkswirtschaftlich relevanter Projekte hindert. Häufig werden in dieser Diskussion Eigenkapital- und Fremdkapitalbeschränkungen undifferenziert betrachtet. Dies vereinfacht die Debatte jedoch stark, da sich die mit Eigenkapital und Bankkrediten verbundenen Kosten und Anreize zwischen Unternehmen und Kapitalgebern unterscheiden (Cumming – Johan, 2009). Ein Grundprinzip der Unternehmensfinanzierung besagt, dass die Finanzierung von Projekten dem Risiko der finanzierten Projekte entsprechen soll („Risikoadäquanz der Finanzierung“). Für besonders riskante Projekte wird Eigenkapital vorgezogen, weil die Partizipation an den entstehenden Erträgen mögliche Verluste kompensieren kann. Eigenkapital- und marktbasierende Finanzierungsformen sind daher insbesondere für wachstumsorientierte und innovative Klein- und Mittelbetriebe (KMU) wichtig, um ihre Wachstumsambitionen bzw. Innovationsprojekte finanzieren zu können, weil diese Unternehmen auf Finanzierungsformen angewiesen sind, bei denen Investoren bereit sind, ein höheres Risiko zu tragen (Hölzl – Reinstaller, 2013).

Die Unternehmensfinanzierung ist ein wichtiger Bestandteil des Selektionsmechanismus in Marktwirtschaften. Neben der Bereitstellung von Kapital ist es auch eine zentrale Aufgabe des Finanzsystems, die Unternehmen mit den besten langfristigen Entwicklungschancen zu selektieren. Die Selektion von Unternehmen auf den Produktmärkten ist in der Regel kurzfristig: Kunden finanzieren nur in Ausnahmefällen den Aufbau des Unternehmens oder die Markteinführung neuer Produkte. Während vorhandene Sicherheiten und die Fähigkeit zur Schaffung von Cash-Flow wichtige Determinanten für die Kreditwürdigkeit von Unternehmen sind, spielen für die eigenkapitalorientierte Unternehmensfinanzierung die potentiellen künftigen Unternehmensleistungen eine wichtigere Rolle.

Während in Österreich die Bankenfinanzierung von Klein- und Mittelbetrieben im internationalen Vergleich gut und effektiv ausgestaltet ist, ist der Markt für Risiko- und Wachstumskapital nur sehr schwach entwickelt (Friesenbichler – Url, 2013; Peneder, 2013). Österreichs Finanzierungssystem ist stark bankbasiert und gering kapitalmarktorientiert. Die Verfügbarkeit von marktbasierenden Finanzierungsformen ist eingeschränkt, auch die Anzahl von Börsengängen ist in Österreich beschränkt.

Die zentrale Fragestellung dieser Studie ist: Wie kann in Österreich die kapitalmarktbasierende Finanzierung am oberen Segment ausgebaut werden.

Eigenkapitalorientierte Finanzierung benötigt in der Regel Börsen. Allerdings hat sich in der Vergangenheit gezeigt, dass traditionelle Börsensegmente nicht gut für kleinere Unternehmen geeignet sind. Dies liegt zum einen an den Transaktionskosten, zum anderen aber auch an den Investitionsmotiven und der Risikoneigung der Investoren. Aus diesem Grund hat es immer wieder Initiativen gegeben eigene KMU-Märkte bzw. Börsensegmente für KMU zu etablieren, die den Erfordernissen der KMU-Finanzierung gerecht werden und Investoren ansprechen, die in kleinere Unternehmen investieren möchten. Die europäische

MiFID II Richtlinie (Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente) sieht die Schaffung von KMU-Wachstumsmärkten als eigene Marktkategorie vor. Gemäß MiFID II handelt es sich dabei um Märkte, in dem der Großteil der Emittenten aus KMU mit einer durchschnittlichen Marktkapitalisierung von weniger als EUR 200 Mio. (Small Caps) bestehen soll.

Viele europäische Länder verfügen bereits heute über eigene Aktienmärkte für kleinere Unternehmen, die als multilaterale Handelssysteme organisiert sind und Qualitätssegmente im Freiverkehr (Dritter Markt in Terminologie der Wiener Börse) darstellen. Das Segment mid market der Wiener Börse umfasst auch eine derartige Einstiegsbörse. Es stellt sich somit die Frage, ob ein eigener KMU-Wachstumsmarkt die Kapitalmarktfinanzierung von ambitionierten österreichischen KMU unterstützen kann, damit diese eine eigenkapitalbasierte Finanzierung für ihre Wachstumsprozesse erhalten.

Die Entwicklungen der europäischen Finanzmärkte zeigen, dass sich die börslichen Transaktionen grundsätzlich gut entwickeln. Auch nach der Finanzkrise zeigte sich kein nennenswerter Einbruch der Transaktionsvolumina. In Anbetracht der Dimension der Transaktionen, stellt sich die Frage ob die europäischen Finanzmärkte ihre Rolle der realwirtschaftlichen Finanzierung für KMU und Start-Ups erfüllen. Die Anzahl der Börsengänge neuer Unternehmen (Initial Public Offerings, IPOs) zeigt für die USA, aber auch für einige der Europäischen Kapitalmärkte, einen langfristig fallenden Trend. Eine Ausnahme bilden hier wenige erfolgreiche KMU- und Wachstumsbörsen. Diese Entwicklungen legen nahe, dass junge innovative Unternehmen und KMU besonders auf spezifische Börsensegmente funktionierender Finanzmärkte angewiesen sind.

Das Ziel der vorliegenden Studie ist die Darstellung und Diskussion von Möglichkeiten der Verbesserung der kapitalmarktbasierter Finanzierung für KMU in Österreich. Dabei liegt der Fokus auf öffentlichen Kapitalmärkten, insbesondere auf sogenannten KMU-Märkten die auf Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung unter 200 Mio. Euro (Small Caps) abzielen.

Die Studie ist folgendermaßen aufgebaut: Der nächste, einleitende Abschnitt diskutiert KMU-Märkte vor dem Hintergrund der Unternehmensfinanzierung und stellt zudem die IPO-Dynamik Europas im Vergleich zu den USA dar. Der dritte Abschnitt gibt einen Überblick über europäische KMU-Märkte und stellt die institutionellen Rahmenbedingungen und Leistungsfähigkeit dieser Börsen dar. Dabei werden drei Börsen - der skandinavische FirstNorth, der italienische AIM Italia - MAC und der polnische NewConnect - in Fallstudien dargestellt und auch regulatorische Unterschiede aufgezeigt. Der vierte Abschnitt analysiert die regulatorischen Bestimmungen für KMU-Märkte und diskutiert eine Reihe von Maßnahmen, welche KMU-Märkte in Österreich stärken könnten. Der fünfte präsentiert Interviewergebnisse mit österreichischen Börsenexperten. Hier werden die bisherigen Erfahrungen der Wiener Börse mit der Etablierung eines KMU-Markts, sowie Einschätzungen zur Möglichkeit und zur Gestaltung von KMU-Märkten dargestellt. Im letzten Teil werden die Ergebnisse der nationalen und internationalen Analyse zusammengefasst, woraus wirtschaftspolitische Empfehlungen für Österreich abgeleitet werden.

2. Unternehmensfinanzierung, Kapitalmärkte und IPOs

Dieses Kapitel beginnt mit einer allgemeinen Diskussion der Unternehmensfinanzierung und der Bedeutung von Kapitalmärkten für die Unternehmensfinanzierung und endet mit einer empirischen Darstellung von Börsengängen. Börsengänge sind zusammen mit Kapitalerhöhungen ein wichtiges Element einer marktbasierten Unternehmensfinanzierung. Vor dem Hintergrund des „Funding Escalators“ wird eingangs der Status Quo der KMU-Finanzierung dargestellt, zuerst konzeptionell (Abschnitte 2.1 und 2.2) und dann empirisch anhand europaweiter Umfragedaten (Abschnitt 2.3). Der Schwerpunkt wird auf die Finanzierungssituation in Österreich gelegt. Die marktbasierte Unternehmensfinanzierung wird als Alternative zur bankgebundenen Finanzierung für wachstumsorientierte Unternehmen betrachtet. Hier ist es jedoch wichtig auch zu erwähnen, dass das österreichische Finanzierungssystem vor allem bankbasiert und weniger marktbasiert ist. Dadurch erfährt - im bestehenden Finanzsystem - die Kreditvergabe von Banken eine stärkere Rolle als die Finanzierung durch externe Eigenkapitalgeber.

Danach werden Börsengänge als ein wichtiges, marktbasiertes Vehikel zur Eigenkapitalbeschaffung diskutiert. Zuerst werden die Gründe, warum Unternehmen an die Börse gehen, dargestellt (Abschnitt 2.4). Es folgt ein Überblick über die Entwicklung von Börsengängen für Europa und die USA, wobei auch Erklärungsansätze zum Rückgang von Börsengängen in den USA vor dem Hintergrund der europäischen Evidenz diskutiert werden (Abschnitt 2.5). Abschnitt 2.6 diskutiert die Bedeutung von börsenregulierten (multiateral trading facilities) KMU-Märkten und regulierten Hauptsegmenten für Börsengänge in Europa. Im letzten Abschnitt werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefasst.

2.1. Kapitalmarktbasierende Unternehmensfinanzierung

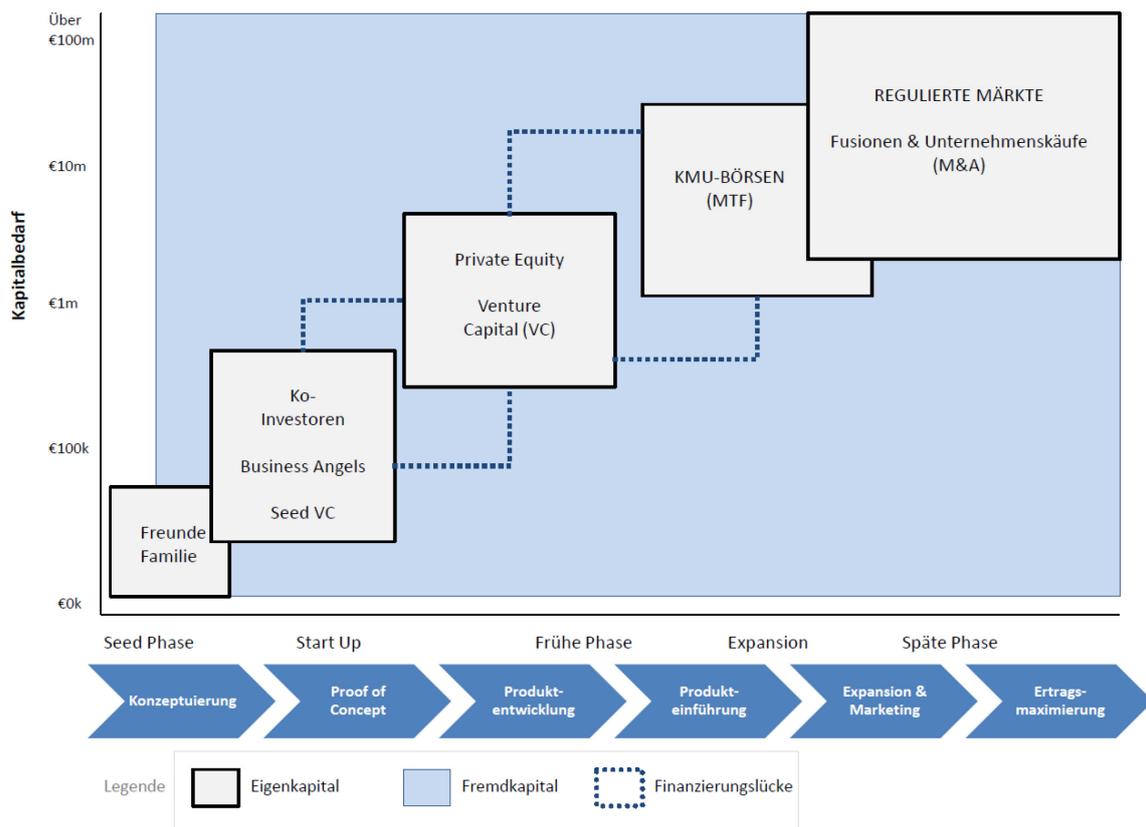
Das Vorhandensein von funktionsfähigen Kapitalmärkten ist eng mit wirtschaftlicher Entwicklung verbunden. Hinreichend regulierte Kapitalmärkte kanalisieren finanzielle Mittel, fördern die alloкатive Effizienz und verbessern die Corporate Governance von Unternehmen (Kaserer – Rapp, 2014; Bekaert – Harvey, 1997). Kapitalmärkte bestehen aus unterschiedlichen Plattformen – Aktien- und Anleihenmärkte spielen für die Unternehmensfinanzierung eine wichtige Rolle, ebenso wie für die Frühphasenfinanzierung wenn Investoren Unternehmen zwecks eines Exits an Aktienmärkte bringen. In diesem Spektrum sind KMU-Märkte relevant, weil sie auf die spezifischen Bedürfnisse kleinerer Unternehmen abgestimmt sind. KMU-Märkte können für wachstumsorientierte Unternehmen eine wichtige Rolle bei der Unternehmensfinanzierung spielen.

Traditionell war der Zugang zum organisierten Kapitalmarkt großen und etablierten Unternehmen vorbehalten und spielte insbesondere in den kontinentaleuropäischen Ländern für kleinere und mittelständische Unternehmen keine große Rolle. Die Einführung von eigenen Segmenten in den 90er Jahren hat dies geändert. In den meisten Ländern haben sich die sogenannten „neuen Märkte“ etabliert, die nach damaligem Vorbild der NASDAQ vor allem auf technologieorientierte junge wachstumsorientierte Unternehmen abzielten. Während die „neuen Märkte“ in Folge des Platzens der Dot Com Blase Mitte der 2000er Jahre wieder verschwanden, wurden an den meisten Börsen Einsteigermärkte nach

Vorbild des London AIM etabliert, welche als Wachstumssegmente für kleinere Unternehmen konzipiert sind und primär der Kapitalaufbringung für solche kleinere Unternehmen dienen.

Für ein Unternehmen hängt die Wahl der jeweiligen Finanzierungsform von der Phase im Lebenszyklus und der Branche ab, in der es sich befindet. Bezüglich des Lebenszyklus wird von einem „Funding Escalator“ gesprochen – einer stilisierten Darstellung von Finanzierungsformen, die dem jeweiligen Risiko von Unternehmen entsprechen. Die Darstellung gibt Anhaltspunkte zur Klassifizierung von Finanzinstrumenten. Dennoch ist zu berücksichtigen, dass die gewählten Instrumente überlappend sein können. Zudem ist es durchaus möglich, dass Unternehmen diesen „Funding Escalator“ nicht befolgen. Familienunternehmen sind typischerweise innenfinanziert und notieren kaum an Börsen. Diese Darstellung ist somit exemplarisch für die Wahl der Finanzquellen für wachsende Unternehmen in technologie-orientierten bzw. ressourcen-intensiven Sektoren, welche stärker als Unternehmen in anderen Sektoren auf Eigenkapitalfinanzierung und schnelles Wachstum angewiesen sind.

Abbildung 1: Der Funding Escalator



Q.: Adaptiert von LSE (2013)

Bei der Gründung und in frühen Phasen des Unternehmenszyklus bringen üblicherweise der Unternehmer selbst, das gesellschaftliche Umfeld oder auch Banken Kapital ein. Ist das Unternehmen stark wachstumsorientiert und hat einen hohen Kapitalbedarf, erhalten im Laufe der Zeit zunehmend Geber von Venture Capital bzw. die Mezzaninfinanzierung (zum

Teil von privaten Finanzierungsgesellschaften bereitgestellt) Bedeutung. Diese Finanzierungsgeber bringen neben finanziellen Mitteln oft auch operatives Know-how und Netzwerke ein, was sich auch in strategischen Zielsetzungen und der besseren Unternehmensführung niederschlägt (Peneder, 2009, 2010; Peneder – Schwarz, 2008).

Nach einem erfolgreichen Wachstumsprozess stellt sich die Frage, wie private Investoren ihr investiertes Kapital plus Gewinne zurückerhalten können. Unternehmen in traditionellen Sektoren können ihre Mezzaninkapitalgeber ausbezahlen, andere Unternehmen (insbesondere im Technologiebereich) werden von anderen Unternehmen übernommen. In der Tat haben sich Unternehmensverkäufe im Bereich des Venture Capital auch in den USA wie in Europa als dominante Form des Exits durchgesetzt (vgl. Gao et al., 2013). Andere Unternehmen werden an die Börse gebracht um das Exit zu ermöglichen bzw. neues Risikokapital aufzunehmen. Börsengänge führen nicht nur zu einem Exit bisheriger Unternehmenseigner, sondern führen in der Regel zu einer Kapitalerhöhung (vgl. Vismara – Paleari – Ritter 2012), welche die Fortsetzung des Wachstumsprozess ermöglicht. In Europa ist es oft der Fall, dass Unternehmen nicht an die Hauptmärkte gehen sondern KMU-Märkte mit weniger strikten Auflagen als Einstiegsmarkt wählen, während es in den USA keine dezidierten KMU-Märkte gibt. Für Risikokapitalgeber der früheren Stufe stellen liquide KMU-Märkte somit eine Exit-Option für erfolgreiche Investitionsprojekte dar, während sie Unternehmen ermöglichen große Finanzierungsvolumina in einem Schritt aufnehmen zu können. Somit sind funktionsfähige Börsen an denen IPOs stattfinden Teil eines Finanzökosystems, das auch die Etablierung von Risikokapital begünstigt, das immer wieder in neue ambitionierte Unternehmen investiert werden kann. Auch wenn KMU-Märkte in spezifischen Phasen des Wachstumsprozesses eine Alternative zu Venture Capital und Private Equity darstellen können, ist das Verhältnis generell ein komplementäres. Eine funktionierende Unternehmensfinanzierung über Kapitalmärkte stärkt in der Regel auch die Risikokapitalfinanzierung. Die Kapitalmarktfinanzierung kann insbesondere dann andere Finanzierungsformen ersetzen, wenn Unternehmen weniger operatives Wissen nachfragen, sondern bereits eine kritische Größe erreicht haben, börsenfähig sind und primär Kapital für Wachstumsprozesse benötigen. Somit ist die Existenz eines börslichen KMU-Wachstumsmarktes als Komponente des gesamten Finanzierungssystems zu betrachten, dessen Verfügbarkeit auch vorgelagerte Marktsegmente stärkt. Das Fehlen eines genügend attraktiven KMU-Wachstumsmarktes in Österreich könnte ein möglicher Erklärungsfaktor für die niedrige Risikokapitalquote sein und ist somit gleichzeitig ein systemisches Symptom und Grund für das fehlende Gewicht der marktbasierter Unternehmensfinanzierung in Österreich (Friesenbichler – Url, 2013).

Die Interaktion zwischen Innovation, Unternehmenswachstum und Kapitalmärkten wird aber nicht immer ganz positiv gesehen. Kapitalmärkte können auch zu kurzfristigen Betrachtungsweisen führen, und sich dadurch negativ auf die Durchführung riskanter Innovationsprojekte von notierten Unternehmen auswirken. (vgl. Mazzucato, 2013 für eine Diskussion). Kapitalmärkte beeinflussen nicht nur die Kurz- bzw. Langfristigkeit der Unternehmensbetrachtung, sondern auch die Typen von Investitionen und Innovationsprojekten. Pisano (2006) argumentiert, dass das Venture Capital Modell problematisch für wissensbasierte Sektoren ist, die auf eine komplexe und interdisziplinäre Wissensbasis zurückgreifen, weil der Zeithorizont von Venture Capital zu kurz sei. Auch

Lazonick und Tulum (2011) argumentieren, dass die Vielzahl von produktlosen Börsengängen von Biotechunternehmen ein Ergebnis von Finanzierungsmodellen ist, die auf frühe Exits der Risikokapitalgeber angelegt sind. Laut Lazonick und Tulum (2011) sind solche Finanzierungsformen nicht geeignet für diese Unternehmen und die zugrundeliegende Wissensbasis genügend zu unterstützen. Bernstein (2015) zeigt, dass Börsengänge das Innovationsverhalten von Unternehmen beeinflussen. Im Vergleich zu Unternehmen die nicht an die Börse gehen (privat bleiben) reduziert sich der Neuheitsgrad von Innovationsergebnissen, und die börsennotierten Unternehmen fokussieren vielmehr auf die Akquisition von Technologien und Know-How. Brossard et al. (2013) zeigen, dass Unternehmen mit langfristig orientierten institutionellen Investoren deutlich bessere Innovationsleistungen aufweisen, als Unternehmen mit kurzfristig orientierten Investoren. Dies zeigt, dass nicht allein die Existenz von KMU-Märkten wichtig ist, sondern auch der Typ von Investoren, welche vom Markt bzw. dem Unternehmen angezogen werden.

2.2. Finanzierungsbeschränkungen und Unternehmenswachstum

Zentral für die Frage, welche Rolle die Börsenfinanzierung für kleinere Unternehmen spielen kann, ist die Thematik der Finanzierungsbeschränkungen. Finanzierungsbeschränkungen bestehen, weil die Personen, die Unternehmen führen bzw. gründen, in der Regel nicht jene sind, welche über die finanziellen Mittel verfügen, diese Aktivitäten zu finanzieren. Insbesondere bei kleineren und jüngeren Unternehmen führt dies zu Problemen durch asymmetrische Information. Für Investoren und andere Finanzierungsgeber ergibt sich das Problem, die Qualität von Unternehmen im vornherein einzuschätzen (adverse selection). Zum anderen muss das Verhalten des Unternehmens (Management oder Unternehmer) überprüft werden (moral hazard). Um diese Informationsprobleme zwischen Unternehmen und Finanzierungsgebern in den Griff zu bekommen, werden Unternehmen von den Finanzierungsgebern geprüft (Monitoring, due diligence) und komplexe Finanzierungsverträge und angemessene Risikoaufschläge gewählt. Dies verursacht Aufwendungen, die in der Folge zu höheren Finanzierungskosten und unter Umständen auch zu Finanzierungsbeschränkungen insbesondere für kleine und wachstumsorientierte Unternehmen führen. Finanzierungsbeschränkungen müssen nicht zum vollständigen Ausschluss vom Markt für Unternehmensfinanzierung führen. Oft erhalten kleinere Unternehmen eine geringere Finanzierung als gewünscht bzw. zu deutlich höheren Finanzierungskosten (Risikoaufschläge).

Insbesondere bei wachstumsorientierten Unternehmen kann dies dazu führen, dass unternehmerische Projekte ungenügend umgesetzt werden. Die empirische Evidenz zeigt, dass Finanzierungsbeschränkungen das Wachstum von Unternehmen beeinflussen können (z.B. Bottazzi – Secchi – Tamagni 2011) und Auswirkungen auf die Internationalisierung von Unternehmen haben (z.B. Secchi – Tamagni – Tomasi, 2011, Buch et al., 2010). Buera et al. (2011) und Midrigan – Xu (2014) dokumentieren, dass Finanzierungsbeschränkungen deutlich größere Auswirkungen auf Unternehmen bzw. Gründungen in Branchen mit höheren Skalenerträgen und versunkenen Kosten (irreversible Markteintritts-, Kapital- bzw. Organisationskosten) haben.

Das System der Unternehmensfinanzierung ist ein integraler Bestandteil des Selektionsmechanismus in Marktwirtschaften, der jene Unternehmen selektiert, die die

besten langfristigen Entwicklungschancen haben. Hölzl – Janger (2014) zeigen, dass Unternehmen in Ländern mit einem gut ausgebauten Finanzsystem die Finanzierungsbeschränkungen weniger wichtig einschätzen als Unternehmen in Ländern mit schlechter ausgebauten Finanzsystemen.¹ Die Wichtigkeit des Finanzsystems für die Selektion unternehmerischer Projekte beruht darauf, dass die Selektion auf den Produktmärkten in der Regel kurzfristig ist. Kunden finanzieren nur in Ausnahmefällen den Aufbau eines neuen Unternehmens. Die Selektion auf dem Markt für Unternehmensfinanzierung dagegen ist stärker vorausschauend. Während vorhandene Sicherheiten und die Fähigkeit Cash Flow zu generieren wichtige Determinanten für die Kreditwürdigkeit von Unternehmen sind, spielt bei der Unternehmensfinanzierung die zukünftige Unternehmensleistung eine wichtige Rolle. Die Fähigkeit des Finanzsystems die richtigen Projekte und Unternehmen zu selektieren, ist von großer Wichtigkeit, wobei hier Kapitalmärkte eine zentrale Rolle einnehmen.

Unterschiedliche Finanzierungsformen sind mit unterschiedlichen Anreizwirkungen (und Kosten der asymmetrischen Information) verknüpft, diese werden in der modernen Literatur der Unternehmensfinanzierung (vgl. Tirole 2005; Cumming – Johan 2009) besonders betont. Während die Bankenfinanzierung weltweit die wichtigste externe Finanzierungform für KMU ist (Doove et al., 2014), haben die kapitalmarktbasieren Finanzierungsformen für junge innovative und wachstumsorientierte Unternehmen besondere Bedeutung (z.B. Hölzl – Reinstaller, 2013).

Die österreichische Wirtschaft ist auf stetiges Wachstum ausgerichtet - die Gründungs- und Wachstumsdynamik der Unternehmen ist trotz hoher Produktivität und entsprechendem gesamtwirtschaftlichen Wachstum relativ gering (siehe Box 1). Das Modell des stetigen Wachstums spiegelt sich auch in der stark bankbasierten Finanzierungsstruktur wieder. Diese bietet insbesondere Finanzierungsvarianten für kleine und mittlere Unternehmen in traditionellen Sektoren an (Demirgüç-Kunt – Maksimov, 2002; Terberger, 2005). Andererseits sind die bereitgestellten Instrumente gerade im hochriskanten Frühphasensegment schwach entwickelt (Jud et al., 2013). Der Mittelbedarf von Unternehmen mit hohem Wachstumspotential (Hölzl – Reinstaller, 2013) kann durch notwendigerweise risikoaverse Banken nicht gedeckt werden. Daraus entsteht eine Lücke in der Risiko- und Wachstumsfinanzierung, die durch öffentliche Förderungen nicht kompensiert werden kann (Friesenbichler – Url, 2013; Peneder, 2013).²

Box 1: Strukturwandel und Kapitalmarktfinanzierung in Österreich

Lange Zeit bestand in Österreich eine Spezialisierung in "mittleren" bzw. traditionellen Branchen bei gleichzeitig guter gesamtwirtschaftlicher Performance. Diese Branchen sind

¹ Die Rahmenbedingungen scheinen sich auch generell auf die Wirksamkeit von Venture Capital auszuwirken (vgl. Popov – Rosenboom, 2012).

² Durch die vermehrte Verfügbarkeit von Finanzinstrumenten wird die Aufteilung in bank- und marktbasierter Systeme jedoch zunehmend schwierig. In den bankbasierten Finanzierungssystemen der EU stieg der Anteil der Marktkapitalisierung am Bruttoinlandsprodukt von etwa 35% in den 1990ern auf 58% in der Periode von 2000 bis 2012. In marktbasierter Ökonomien stieg der Anteil im gleichen Zeitraum von 110 zu 117. Es scheint somit eine Konvergenz der beiden Systeme zu geben. Zudem konvergieren bankbasierte Ökonomien auch in ihrer Finanzstruktur zu marktbasierter System, d.h. das Verhältnis Fremd- zu Eigenkapitalinstrumenten gleicht sich an (Kaserer und Rapp, 2014).

gekennzeichnet von inkrementellen Weiterentwicklungsprozessen in der Produktion, die auf berufsspezifisch ausgebildete Arbeitskräfte angewiesen sind. Die Beobachtung, dass wissens- und technologieintensive Tätigkeiten oft Treiber von Wachstum sind und diese in Österreich nur schwach ausgeprägt waren, führte zum Begriff des "Österreich-Paradoxons" (Peneder, 2001). Rezentere Daten relativieren dieses Bild. Zum einen hält die Spezialisierung Österreichs in traditionellen Sektoren an, was sich als wirtschaftlich erfolgreich erweist. Zum anderen wird die Spezialisierung aber ergänzt durch eine beträchtliche Zunahme des Anteils von Branchen mit hoher Technologie- und Qualifikationsintensität, was auf eine Überwindung des Paradoxons schließen lässt (Janger, 2013).

Das Fehlen eines leistungsstarken Kapitalmarktes in Österreich ist ein Strukturproblem, das auch die Verfügbarkeit von Risikokapital beeinflusst. Das Fehlen eines attraktiven KMU-Wachstumsmarktes wird oft als Grund genannt, warum die österreichische Risikokapitalbranche deutlich schlechter ausgestaltet ist als in anderen Ländern (Jud et al., 2013). Laut EVCA Daten lag die Private Equity Investitionsquote (PE als Anteil am Bruttoinlandsprodukt) im Jahr 2014 in Österreich lediglich bei 0,09% und somit unter jener von Italien (0,11%), Deutschland (0,25%), Dänemark (0,49%) oder Großbritanniens (0,43%). Der europäische Durchschnitt lag 0,28%, was etwa dem dreifachen Wert entspricht. Dabei ist das Investment Österreichischer Fonds in einheimische Unternehmen mit 0,03% im Vergleich zum europäischen Durchschnitt (0,28%) noch schwächer ausgeprägt.

KMU-Kapitalmärkte und PE/VC sind im Verhältnis zur allgemeinen Finanzierung von KMU ein sehr kleines Segment. Dennoch sind gerade diese dynamischen Unternehmen für den Strukturwandel von großer Wichtigkeit (Peneder, 2013). Ein Indikator für die Dynamik auf Unternehmensebene ist der Anteil schnell wachsender Unternehmen an allen Unternehmen mit mehr als 10 Beschäftigten. Gerade das Segment der Wachstumsunternehmen ist von den hier diskutierten Finanzierungsfragen betroffen. Die Quote der schnell wachsenden Unternehmen ist in Österreich deutlich geringer als in vergleichbaren EU-Ländern (Bravo-Biosca, 2013; Hölzl, 2015).

Übersicht 1: Verteilung von schnell wachsenden Unternehmen (mehr als 10% jährliches Wachstum über drei Jahre) in den EU-28 und Norwegen 2012

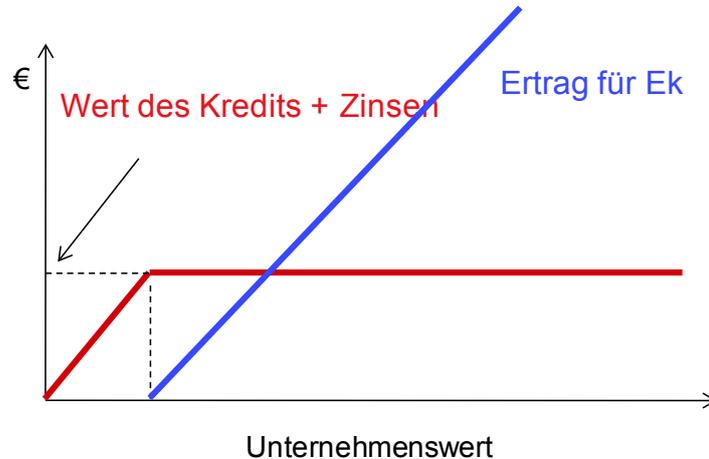
Land	HGF (10%)	HGF (10%)	Land	HGF (10%)	HGF (10%)
	Anteil	Anteil		Anteil	Anteil
	Unternehmen	Beschäftigung		Unternehmen	Beschäftigung
	in %			in%	
AT	7,0	8,6	IT	5,8	9,7
BE	8,6	8,2	LT	11,4	19,6
BG	10,4	17,7	LU	9,6	9,4
CY	6,4	6,7	LV	11,7	16,3
CZ	11,7	19,2	MT	9,9	8,7
DE	12,1	14,2	NL	10,0	12,3
DK	10,7	13,6	PL	8,9	16,0
EE	7,1	12,7	PT	7,9	12,9
EL	**	**	RO	2,4	6,0
ES	8,0	10,3	SE	13,6	17,5
FI	10,4	*	SI	7,9	9,6
FR	10,4	14,7	SK	13,8	20,6
HR	3,4	6,0	UK	11,7	17,2
HU	10,7	16,1	NO	10,5	12,0
IE	6,9	*			

Q: Eurostat, WIFO Berechnungen für die NACE-Einsteller C bis K, M, N and Q; * Beschäftigungsinformation nicht verfügbar; ** keine Information über die Anzahl von schnell wachsenden Unternehmen (HGFs). Schnell wachsende Unternehmen sind definiert als alle Unternehmen mit mehr als 20 Beschäftigten, die über einen Zeitraum von drei Jahren eine jährliche Wachstumsrate von 10% oder mehr erreichen. Anteile an den Unternehmen bezeichnet die Quote der Anzahl von HGFs im Verhältnis zu allen Unternehmen mit mehr als 10 Beschäftigten. Anteile an der Beschäftigung bezeichnet die Quote der Beschäftigung in HGFs im Verhältnis zur Beschäftigung in allen Unternehmen mit mehr als 10 Beschäftigten am Ende der betrachteten Dreijahresperiode.

Dies bedeutet, dass Finanzierungsbeschränkungen nicht allein auf die Verfügbarkeit von Bankkrediten beschränkt sind. Neben der Kreditfinanzierungslücke ist die Eigenkapitallücke bedeutend. Dies ist insofern wichtig, als nicht jede Finanzierungsform für jedes Finanzierungsvorhaben gleich gut geeignet ist. Für besonders riskante Projekte wird Eigenkapital vorgezogen, weil Eigenkapital den möglichen Verlust kompensieren kann (vgl. Williamson, 1987). Bankkredite können weniger Risiko tragen, weil zu jeder Zeit die Rückzahlung des Bankkredits inklusive Zinsen gewährleistet sein muss. Ist dies nicht sichergestellt, gerät das Unternehmen in eine finanzielle Notlage, die in letzter Konsequenz zur Insolvenz führen kann. Insbesondere für unternehmensspezifische Investitions- und Innovationsprojekte spielen verschiedene Formen der Risikokapitalfinanzierung und des externen Eigenkapitals eine wichtige Rolle.

Abbildung 2 verdeutlicht die Unterschiede zwischen Eigenkapital und Bankkrediten in vereinfachter Form in einem Diagramm. Dabei ist auf der x-Achse der Unternehmenswert eingezeichnet und auf der y-Achse die diskontierte Summe der ausgezahlten Gewinne, Zinsen und Tilgungen, welche in der langen Frist dem Unternehmenswert entspricht. Die rote Linie entspricht den Rückzahlungen für den Kredit (inkl. Zinsen), die blaue Linie dem Ertrag des Eigenkapitals. Ist der feststellbare Unternehmenswert so gering, dass er sich auf dem ansteigenden Ast der roten Linie befindet, ist das Unternehmen in einer finanziellen Notsituation. Der Kredit kann nicht bedient werden, da der Unternehmenswert unter dem Kreditwert liegt. Sobald der Unternehmenswert den waagrechten Teil der roten Linie erreicht, kann aus der Sicht des Kreditgebers der Kredit bedient werden. Die Auszahlungen an die Kreditgeber ändern sich nicht mehr. Kredite partizipieren am Unternehmenserfolg nicht. Der Ertrag für das Eigenkapital ist erst ab diesem Moment positiv, dafür partizipiert das Eigenkapital am Unternehmenserfolg.

Abbildung 2: Bankkredite und Eigenkapital und Partizipation am Unternehmenserfolg



Q: WIFO Darstellung nach Cumming - Johan (2009)

Die Abbildung zeigt auch die Rolle von Eigenkapital in Wachstumsunternehmen auf. Expansionsprozesse sind üblicherweise mit relativ hohem Risiko verbunden, das durch höhere Ertragserwartungen abgegolten werden kann. Die Erträge eines Kredits sind auf die Zinsen beschränkt – während mehr Risiko durch höhere Risikoaufschläge abgegolten werden, kann bei hochriskanten Projekten passieren, dass die Banken gar keine Finanzierung zur Verfügung stellen (Kreditrationierung). Daher haben Wachstumsunternehmen Schwierigkeiten sich mit Fremdkapital zu finanzieren. Zudem haben technologieorientierte junge Unternehmen oft ein größeres Finanzierungsvolumen.

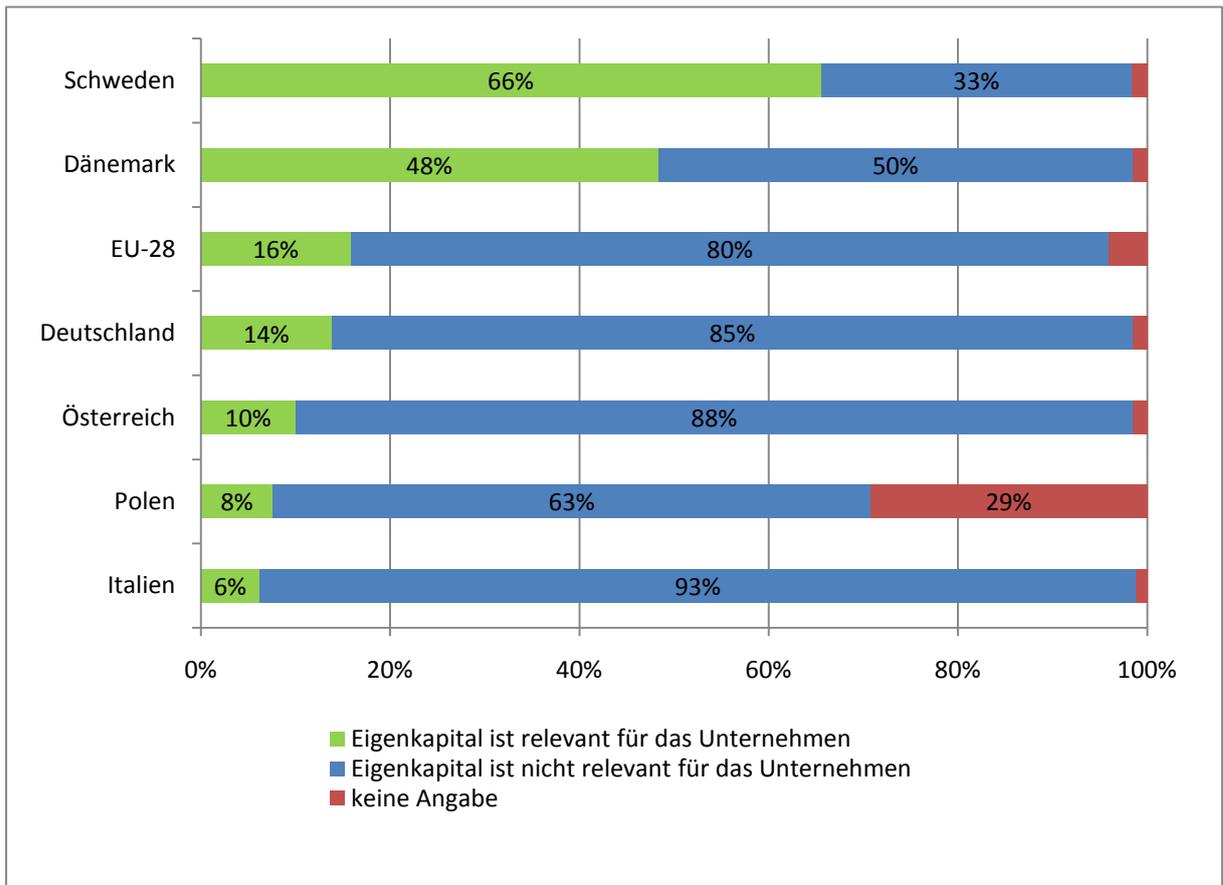
2.3. Empirische Evidenz für die EU und für Österreich

Es scheint seit dem Beginn der Finanzkrise ein europaweiter Trend zu bestehen, der zeigt, dass Unternehmen – insbesondere KMU – stärker als in der Vergangenheit auf marktbasierende Finanzierungsinstrumente zurückgreifen (Kaserer – Rapp, 2014). Der „Survey on the Access to Finance of Enterprises“ (SAFE) bietet eine Datengrundlage für die Analyse der Finanzierungsstrukturen von KMU. Diese Umfrage wurde seit 2008 in mehreren Wellen von der Europäischen Zentralbank und DG Enterprises and Industry der Europäischen Kommission in allen EU-Mitgliedsländern durchgeführt. Das letzte verfügbare Jahr ist 2014, wofür Daten in allen 28 EU-Mitgliedsstaaten, Island und Montenegro erhoben wurden (Doove et al., 2014).

Die Frage die sich Eingangs stellt, ist die der Mittelherkunft. In Abgrenzung zur Innenfinanzierung – also Finanzmittel, die Unternehmen aus eigener Kraft erwirtschaften – ist die Außenfinanzierung (durch Beteiligungskapital, Fremdkapital oder Subventionen) gerade für wachsende Unternehmen eine wichtige Finanzquelle (Schäfer, 1998). Doove et al. (2014) konstatieren, dass die Innenfinanzierung im EU28-Durchschnitt 25% des Finanzbedarfs abdeckt. In Österreich liegt diese Quote bei 26% (Deutschland: 24%; Großbritannien 29%; die Extrema bilden Malta und Litauen je 42% sowie Portugal mit 8% und Montenegro mit 11%). Somit wird ein beträchtlicher Anteil des Bedarfs an finanziellen Mitteln aus externen Quellen abgedeckt.

Externe Mittel können sowohl Eigen- als auch Fremdkapital sein. Die SAFE Befragung beinhaltet eine Frage zur Relevanz von Eigenkapital (siehe Abbildung 3). Österreich liegt hier mit 10% unter dem EU28-Durchschnitt von 16% und dem Wert von Deutschland (14%), aber über Italien (6%) und Polen (8%). Eine höhere Bedeutung scheint Eigenkapital für KMU in nordeuropäischen Ländern wie Schweden (66%) und Dänemark (48%) zu haben.

Abbildung 3: Relevanz von Eigenkapital (equity)



Q.:SAFE, WIFO-Darstellung; Antworten auf die Frage zur Kategorie „Equity“: „Are the following sources of financing relevant to your firm, that is, have you used them in the past or considered using them in the future?“.

Eine weitere Frage ist, ob Unternehmen Eigenkapital mehr, gleich viel oder weniger als in der Vergangenheit nachfragen.³ Hieraus kann man den Saldo zwischen Anstieg und Rückgang der Bedeutung von Eigenkapital errechnen. Es zeigt sich ein Überhang zu mehr Eigenkapital in der EU28, der von +1% im Jahr 2009 auf +8% im Jahr 2014 angestiegen ist. Für Österreich lag der Saldo im Jahr 2014 bei +7%. Analog zur Eigenkapitalnachfrage ging die Nachfrage nach Krediten in den EU28 zurück, nämlich von +10% im Jahr 2009 auf +1% für 2014. In Österreich war dieser Saldo zwischen angestiegener und zurückgegangener Nachfrage nach Krediten mit -4% negativ.

³ Dies errechnet sich aus den Antworten der Kategorie „Equity“ auf die Frage: „For each of the following types of external financing, please indicate if your needs increased, remained unchanged or decreased over the past 6 months?“.

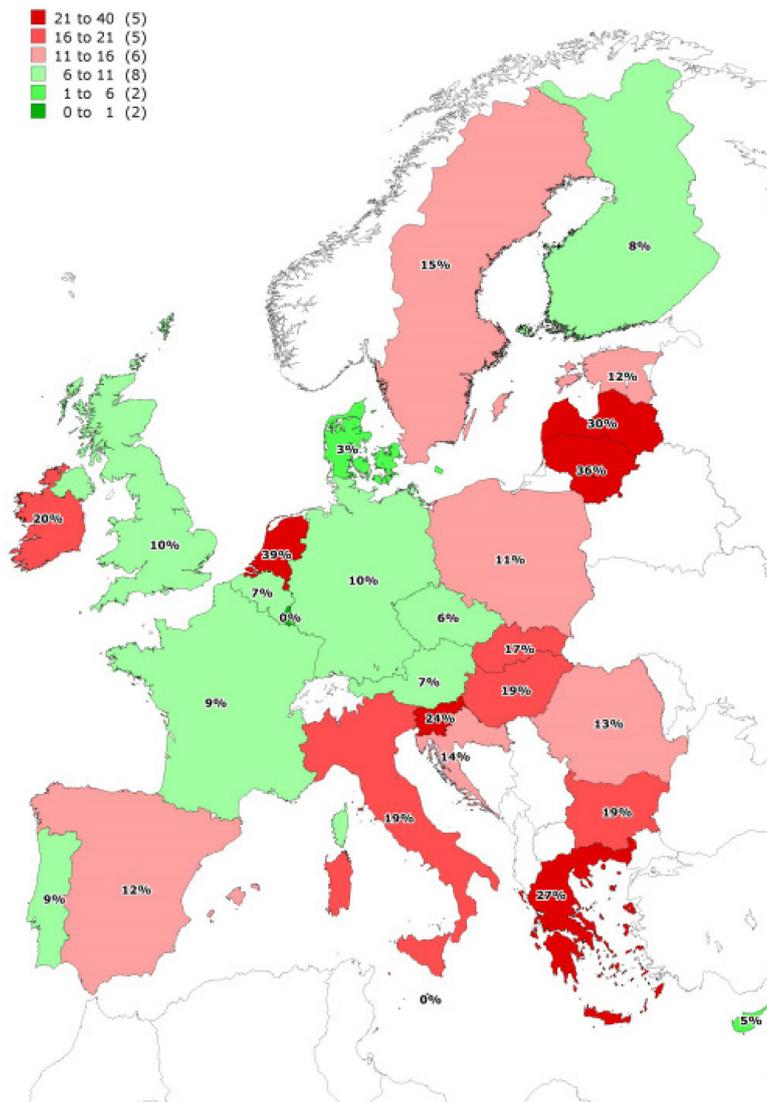
Ein Grund für die befragten Unternehmen in der EU, dass KMU externe Mittel vor allem für ihre Investitionstätigkeiten benötigen. Während 30% der EU-weit befragten KMU Bedarf an externen Mitteln melden, liegt der Wert für Österreich mit 34% leicht über dem EU-Durchschnitt. Der zweite am häufigsten genannte Grund ist der Finanzierungsbedarf für die operativen Tätigkeiten (Lageraufbau und Working Capital). Auch hier liegt mit 32% der Wert für Österreich über den durchschnittlichen Nennungen der EU (28%). Am dritthäufigsten wurde in Österreich der Kapitalbedarf für die Einführung neuer Produkte (15%) genannt (EU28-Durchschnitt: 10%).

Von der österreichischen Stichprobe der SAFE-Umfrage haben 27% der Unternehmen einen Kredit beantragt, 4% auf einen Antrag verzichtet, weil sie mit einer Ablehnung gerechnet haben. Die übrigen Unternehmen haben berichtet, dass sie keinen Kredit benötigen. Von den Firmen die einen Kredit beantragt haben, erhielten 78% die volle Summe und 15% einen Teilbetrag. Lediglich 7% wurden abgelehnt. Die Ablehnungsquote liegt somit deutlich unter dem EU28-Durchschnitt von 13%; 66% der Kreditanträge werden durchschnittlich in vollem Ausmaß bewilligt (siehe Abbildung 4).

Auch bei den Kreditablehnungsraten zeigt sich in den EU28 ein Unterschied zwischen innovativen und nicht-innovativen Firmen. 30% der innovativen Firmen haben einen Kredit beantragt, während 25% der nicht innovativen Firmen dies taten. 70% der Innovatoren erhielten den vollen Betrag oder den Großteil der beantragten Summe. Bei nicht-innovativen Firmen liegt diese Rate mit 78% höher. Bezüglich dieser Frage sind Daten für Österreich nicht verfügbar.

Diese Evidenz bestätigt, dass österreichische KMU für ihre Finanzierung stark auf Bankkredite zurückgreifen. In der Finanz- und Wirtschaftskrise wurden Banken in ihren Entscheidungen über die Vergabe von Krediten zwangsläufig selektiver. Dies war sowohl durch Bilanzzwänge, induziert durch strengere regulatorische Rahmenbedingungen (Basel III), als auch durch die steigende Ausfallwahrscheinlichkeit von Kreditnehmern bedingt. Die Kapitalmärkte können Bankdarlehen für KMU zwar sinnvoll ergänzen, doch wird auch in Zukunft aufgrund der großen Diversität der Unternehmen und der außerhalb der Banken nur spärlich verfügbaren Unternehmensinformationen den „Hausbanken“ eine große Bedeutung als Finanzierungsquelle zu kommen.

Abbildung 4: Abgelehnte Kredite als Anteil an angefragten Krediten in Europa, 2014



Q.: Doove et al., 2014

Alternative Finanzierungsquellen spielen – insbesondere für Startups und kleine, aber rasch wachsende Unternehmen in innovativen Wirtschaftszweigen – eine wichtige Rolle. Diese Unternehmen generieren in der Regel zunächst nur geringe Cashflows und hängen von externen Finanzierungen ab, um wachsen zu können. Bankfinanzierungen sowie andere Finanzierungsinstrumente wie Leasing und Factoring sind häufig schwer zugänglich oder reichen für Unternehmen mit signifikanten immateriellen Vermögenswerten, die nicht ohne weiteres als Sicherheit für einen Kredit verwendet werden können, nicht aus. Der Zugang zu öffentlichen Kapitalmärkten ist nicht nur für KMU teuer und aufwendig herzustellen, sondern auch für mittelgroße Unternehmen, die noch stärker auf Kapitalmärkte zur Refinanzierung angewiesen sind. Bei Börsengängen von kleineren Unternehmen werden die Finanzierungskosten auf 5% bis 10% des Emissionsvolumens (Pichler, 2009) geschätzt. Bell et al. (2006) schätzen die durchschnittlichen direkten Finanzierungskosten in UK auf 5,5%

bis 11% des Emissionswertes, während eine Broschüre der Deutschen Börse die Gesamtkosten (inkl. indirekter Kosten) auf zwischen 9,5% bis 17% der Bruttoerlöse des Börsengangs schätzt (Deutsche Börse Group, 2007).

2.4. Börsengänge als ein marktbasierendes Finanzierungsinstrument

Börsengänge oder IPO (Initial Public Offerings) spielen für wenige Unternehmen eine Rolle. Das folgende Beispiel verdeutlicht die Dimension. In den USA wurden zwischen 1980 und 2010 jährlich mehr als 460.000 Unternehmen neu gegründet, die durchschnittliche jährliche Zahl der Börsengänge (IPO) betrug für den gleichen Zeitraum rund 310 Unternehmen (Gao et al., 2013). Dies entspricht 0,07% der gegründeten Unternehmen. Dennoch ist für diese Unternehmen der Börsengang sehr wichtig um weiteres Wachstum zu erzielen bzw. um ihr bisheriges Wachstum abzusichern.

Beispielsweise können viele schnell-wachsende Unternehmen ihre Wachstumsprozesse nicht selbst finanzieren und nehmen daher Risikokapital auf. Diese Investoren wollen Exit-Möglichkeiten für ihr Investment, wie etwa einen Börsengang. Fehlt die Möglichkeit Börsengänge durchführen zu können, ist das wirtschaftspolitisch relevant, insbesondere für die Innovations- und Technologiepolitik. Zudem konzentriert sich Risikokapital immer mehr an Verkäufen der Unternehmen und weniger auf Börsengänge. Dies kann zu vier Problemfeldern führen (vgl. Mason, 2011):

1. Wenn Übernahmen durch etablierte Unternehmen der wichtigste Exit-Mechanismus von Risikokapitalgebern ist, könnten durch den geringeren Wettbewerbsdruck etablierte Großunternehmen die Entwicklung von Innovationen verändern. Sie können in den zugekauften Unternehmen Innovation verlangsamen oder bestehende Produktlinien und Dienstleistungen umlenken.
2. Der Rückgang von IPOs könnte Wachstumsmöglichkeiten beschränken und somit die Möglichkeit der Entstehung von neuen Großunternehmen bremsen, was wiederum auf den technologischen Wandel negativ wirken würde.
3. Aufkäufe durch etablierte Unternehmen können zu geringeren Erträgen für Risikokapitalgeber führen und dadurch das Angebot an Risikokapital reduzieren.
4. Die Erwartung einen Exit durch Unternehmensaufkäufe zu realisieren wird die Investitionsentscheidung von Risikokapitalgebern beeinflussen und auch die strategischen Entscheidungen in den risikokapitalfinanzierten Unternehmen.

Für Österreich besonders relevant ist, dass Übernahmen österreichischer Start-Ups durch multinationale Unternehmen auch mit einem Transfer des intellektuellen Eigentums von Österreich in ein anderes Land verbunden sein können. Daher ist es wichtig die Motivation und Dynamik von Börsengängen in Europa und die Ursachen des Rückgangs von Börsengängen zu analysieren.

Die Entscheidung, an die Börse zu gehen, hat wichtige Auswirkungen auf das Unternehmen. An einer Börse zu notieren, führt zu erhöhten Informations- und Veröffentlichungspflichten, höheren regulatorischen Anforderungen und öffentlicher Aufmerksamkeit durch Analysten und Medien. Dieser Abschnitt zeigt zuerst das Spannungsfeld zwischen einem Börsengang und dem Fortbestehen als nicht

börsennotiertes Unternehmen. Danach wird der Frage nachgegangen, warum Unternehmen diese zusätzlichen Anforderungen auf sich nehmen?

Wann gehen Unternehmen an die Börse? Boot et al. (2006) zeigen, dass es einen Zielkonflikt zwischen Entscheidungsautonomie und Kapitalkosten gibt. Die Ergebnisse legen nahe, dass Unternehmen von einem Börsengang Abstand nehmen wenn (1) die festgeschriebenen Transparenz- und Corporate Governance Regeln besonders streng sind und (2) Investoren Corporate Governance Regeln nutzen können, um das Unternehmensverhalten stark zu beeinflussen. Brau – Fawcett (2006) bestätigen dies in einer Umfrage unter CFOs. Sie berichten, dass der wichtigste Grund nicht öffentlich zu notieren, der Wunsch ist, weiterhin die Hoheit über die unternehmerischen Entscheidungsprozesse zu halten. Übersicht 2 liefert eine Darstellung über die wichtigsten Vor- und Nachteile eines Börsengangs für Unternehmen.

Übersicht 2: Vor- und Nachteile von Börsengängen

Vorteile eines Börsengangs	Nachteile eines Börsengangs
<ul style="list-style-type: none">• Verbesserung der Finanzierungsstruktur• Zugang zu weiteren Finanzierungsquellen• Möglichkeit von Kapitalerhöhungen• Risikoverteilung auf eine Vielzahl von Eigenkapitalgebern (Diversifizierung)• Eigene Aktien stehen als "Akquisitionswährung" zur Verfügung• Schaffung von Exitoptionen für Altaktionäre• Höherer Bekanntheitsgrad bei Kunden und Lieferanten• gesteigerte Attraktivität als Arbeitgeber• Möglichkeit von Mitarbeiterbeteiligung• Risikoreiche Projekte möglich	<ul style="list-style-type: none">• Abgabe von Kontrollrechten• Hohe Kosten des Börsengangs (Emissionskosten)• Hohe laufende Kosten der Börsennotierung (Publizität, Investor Relations, u. Ä.)• Kreis der Aktionäre ist nicht mehr kontrollierbar• weitgehende Publizitätspflichten für Informationen, die potentiell auch von Mitbewerbern genutzt werden können• Risiko einer feindlichen Übernahme

Q: adaptiert nach der Übersicht in Pichler (2009)

Ein ähnlich gelagertes Themenfeld wird von Brau et al. (2003) analysiert, nämlich die Wahl des Exit-Kanals nach einem erfolgreichen unternehmerischen Wachstumsprozess. Unternehmen können entweder ein IPO durchführen oder eine Übernahme durch ein größeres Unternehmen anstreben. Die empirischen Ergebnisse zeigen, dass vor allem größere Firmen in High-tech Märkten mit hohen Kapitalkosten und Unternehmen in Märkten mit einer höheren Marktkonzentration Börsengänge durchführen. Zudem spielt die IPO-Pfadabhängigkeit der gewählten Börse eine Rolle. Je mehr IPOs von Unternehmen mit ähnlichen Geschäftsfeldern getätigt wurden, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit eines IPOs. Andererseits versuchen Unternehmen sich als Übernahmekandidat zu positionieren, wenn sie in Branchen mit einem vergleichsweise höheren Markt- als Buchwert sind oder wenn sie eine hohe Fremdfinanzierung aufweisen.

Bacel und Mitoo (2009) untersuchen die Gründe für ein IPO mittels einer Befragung von 78 Unternehmen in zwölf Ländern der EU. Sie zeichnen ein vielschichtiges Bild und kommen

zum Schluss, dass die Gründe für Börsengänge stark unterschiedlich und nicht auf eine einzige Bestimmungsgröße zurückführbar sind. Übersicht 3 zeigt die wichtigsten Ergebnisse von Bacel – Mitoo (2009) auf einen Blick. Die erhöhte Sichtbarkeit und Prestige, die Erlangung von Mittel zur Wachstumsfinanzierung und eine erhöhte finanzielle Flexibilität sind wichtige Vorteile eines Börsengangs.

Die Ergebnisse zeigen zudem deutliche Unterschiede zwischen Unternehmen auf. Während größere Unternehmen vor allem externes Monitoring durch den Finanzsektor als Vorteil betonen, liegt der primäre Vorteil eines Börsengangs bei kleineren Unternehmen in der Verbesserung der Möglichkeiten, die notwendige Wachstumsfinanzierung sicherzustellen. Die erhöhte Liquidität im Aktienhandel wird vor allem von älteren Unternehmen und nicht-familienkontrollierten Unternehmen betont.

Übersicht 3: Warum gehen Europäische Unternehmen an die Börse

Gründe	wichtig oder sehr wichtig in %	alle Unternehmen	Kleine Unternehmen	Länder- unterschiede
Kriterien für ein Listing (am Heimmarkt)				
um Prestige, Image und Sichtbarkeit des Unternehmens zu erhöhen	77.8	1.0	1.1	
um leichter Kapital aufnehmen zu können	76.4	1.1	1.2	
um einen "natürlichen Wachstumspfad" für das Unternehmenimplementieren zu können	70.8	0.9	0.8	
um die Eigentümerbasis zu verbreitern	69.8	0.8	0.7	
um die Liquidität der Wertpapiere des Unternehmens zu erhöhen	62.5	0.6	0.3	
um institutionelle Anleger ansprechen zu können	60.6	0.8	0.7	
um v om Finanzsektor als wichtiger Player wahrgenommen zu werden	59.7	0.6	0.4	insbes. Kontinentaleuropa
um Fusionen und Unternehmensaufkäufe zu erleichtern	55.6	0.5	0.6	
Der Börsengang hat dazu geführt dass				
die Unternehmensanteile liquider zu machen und den Unternehmenswert zu erhöhen	75.3	1.0	0.9	insbesondere UK & Irland
die finanzielle Flexibilität zu erhöhen	75.3	0.9	0.8	
Investitionsgelegenheiten finanziert werden konnten	73.3	1.0	1.5	
über das Monitoring von Externen (Analysten, Investoren, ...) der Unternehmenswert erhöht werden konnte	69.4	0.8	0.5	
Beschäftigte und Manager entlohnen zu können (Stock Options)	59.7	0.5	0.4	
die Finanzierungskosten zu reduzieren	57.9	0.3	0.4	
Unternehmensanteile and externe Anteilseigner zu verkaufen	56.6	0.5	0.3	insbesondere UK & Irland
den Unternehmenswert bestimmen zu können	56.6	0.5	0.5	

Q: Bacel - Mitoo (2009), WIFO Darstellung; fett: statistisch signifikanter Unterschied zwischen großen und kleinen Unternehmen. Die Werte in Spalten 2 und 3 beziehen sich auf die Skalierung der Antwortmöglichkeiten von +2 (sehr wichtig) bis -2 (unwichtig).

Während das Gros der Wahrnehmungen zwischen den Ländern relativ ähnlich ist, zeigen sich bei bestimmten Antworten deutliche Unterschiede. Die Möglichkeit Investoren einen Exit zu ermöglichen, ist in marktbasierter Systemen (UK und Irland) wichtiger als in kontinentaleuropäischen Ländern mit eher bankorientierten Finanzierungssystemen. Dies lässt sich dadurch erklären, dass die Private Equity und Venture Capital Branchen in diesen Ländern deutlich besser entwickelt sind als in den bankbasierten kontinentalen Unternehmensfinanzierungssystemen.⁴

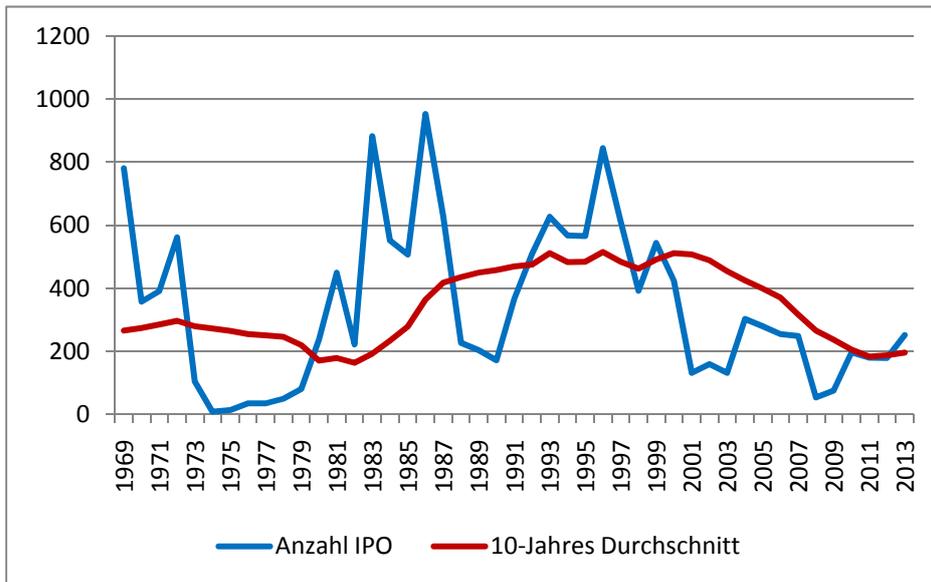
⁴ Interessanterweise zeigt diese Studie auch deutliche Unterschiede zwischen Italien und anderen Ländern auf. Italienische Unternehmen betonen insbesondere die Möglichkeit die Finanzierungskosten zu reduzieren, was den Ergebnissen von Pagano et al. (1998) entspricht, die zeigen, dass italienische Unternehmen vor allem eine Neugewichtung der Kapitalstruktur vornehmen und von niedrigeren Kreditkosten profitieren.

Kim und Weisbach (2008) zeigen, dass die meisten Börsengänge mit erheblichen Erhöhungen der Kapitalbasis der Unternehmen in Verbindung stehen. Die neuen Finanzierungsmittel werden von den Unternehmen unterschiedlich eingesetzt. Insbesondere von kleineren Unternehmen werden sie zur Wachstumsfinanzierung verwendet, von größeren Unternehmen auch um die Kapitalstruktur anzupassen, d.h. die Fremdfinanzierung zu reduzieren. Von 55,6 % der Unternehmen wird auch angeführt, dass eine Börsennotierung die Möglichkeit von Fusionen und Übernahmen erleichtern würde. In der Tat sind Übernahmen und Fusionen ein wichtiges Element des Unternehmenswachstums insbesondere für produktivere Unternehmen (vgl. Spearot, 2012). Zusammengefasst zeigt die empirische Evidenz, dass die Motive für eine Börsennotierung bzw. einen Börsengang heterogen sind. Für die vorliegende Studie sind insbesondere die Beweggründe von kleineren Unternehmen relevant. Hier zeigt sich, dass die Unternehmensfinanzierung ein ganz wesentliches Motiv für den Börsengang darstellt. Die wichtigsten Argumente gegen einen Börsengang sind der Wunsch des Unternehmens Entscheidungsautonomie zu behalten, sowie Kosten und Veröffentlichungspflichten.

2.5. Börsengänge (IPO) in Europa und den USA

Im letzten Jahrzehnt haben in den USA sowohl die Anzahl der Gründungen (vgl. Decker et al., 2014) als auch die Anzahl der IPOs (vgl. Weild – Kim 2009; Weild et al., 2013; Gao et al., 2013) abgenommen. Abbildung 5 zeigt die Entwicklung der Börsengänge für die USA. Die Anzahl der Börsengänge war in den 70er Jahren sehr niedrig, stieg dann wieder an, um seit 2000 wieder abzufallen. Erst 2013 ist wieder ein Anstieg über den 10-Jahres-Durchschnittswert erkennbar. Während die niedrige Anzahl der IPOs in den 70er Jahren mit Entwicklungen am Aktienmarkt in den USA erklärt werden kann, treffen solche Erklärungen nicht auf den Zeitraum 2000 bis 2012 zu. So waren im Zeitraum 1973 bis 1980 die inflationsangepassten Aktienkurse rund 40% unter dem Hoch von 1972, was für den Zeitraum 2001-2012 nicht zutrifft (Gao et al., 2013). Darüber hinaus unterscheiden sich die beiden Perioden dadurch, dass es in den 1970er Jahren in den USA keine Private Equity Industrie gab, welche Exit-Möglichkeiten für ihre Portfolio-Unternehmen sucht.

Abbildung 5: Börsengänge in den USA 1960 bis 2013



Q: Ritter IPO Database, WIFO Berechnungen.

Dieser Rückgang an Börsengängen hat zu erheblicher wirtschaftspolitischer Diskussion in den USA geführt, die letztlich in den „Jumpstart Our Business Start-Ups“ (JOBS) Act mündete (Box 2). Der JOBS Act ist ein Kapitalmarktpaket, das erstmalig einen rechtlichen Rahmen für Crowdfunding bietet und Transparenzpflichten für IPOs abschwächt (siehe Box 2).

Box 2: JOBS Act

Der JOBS Act („Jumpstart our Business Startups Act“) ist ein am 22.3.2012 vom US Senat bestätigtes Gesetz, dessen Ziel es ist, Gründungen und Jobwachstum zu forcieren. Im Kern standen jedoch nicht Regulierungen die den Arbeitsmarkt betreffen, sondern eine Reihe von Ausnahmen von kapitalmarktrelevanten Registrierungen und Wertpapiergesetzen. Die Finanzierung von Wachstumsprozessen sollte insbesondere erleichtert werden durch (1) leichteren Kapitalzugang durch Crowdfunding, v.a. durch die vereinfachte Durchführung von Crowdfunding Transaktionen, die vom Securities Act des Jahres 1933 ausgenommen sind (beispielsweise wird die Kapitalaufbringung pro Emittent auf eine Million USD limitiert, wobei ein Investor zwischen zwei- und hunderttausend Dollar investieren kann, abhängig vom persönlichen Netto-Jahreseinkommen); (2) Erhöhung der Zahl der Schwellenwerte (500 Kleinaktionäre (nicht qualifizierte Investoren) bzw. 2000 Aktionäre (qualifizierte und nicht qualifizierte Investoren)) ab der auch nicht notierte Unternehmen den Berichtspflichten der amerikanischen Finanzmarktaufsicht (U.S. Securities and Exchange Commission) unterliegen; und (3) weniger regulatorische Vorschriften für IPOs (z.B. Offenlegung der Managergehälter, Möglichkeit ungeprüfte Reports zu unterlegen, opt-out bei neuen Rechnungslegungsvorschriften), die zu geringeren administrativen Kosten für die Unternehmen führen sollten. So wurde auch die Möglichkeit eingeführt vor der Einreichung der Dokumente mit qualifizierten und institutionellen Investoren in Verbindung zu treten, um die Möglichkeiten des IPO abzuklären. Dies war zuvor verboten.

Die Befürworter des JOBS Act deuten insbesondere auf die Bedeutung der erstmaligen Bereitstellung eines rechtlichen Rahmens für Crowdfunding hin. Diese neue Finanzierungsart birgt vermutlich beträchtliches, jedoch kaum quantifizierbares Potential

an zusätzlicher Wachstumsfinanzierung. Zugleich argumentieren die Kritiker des JOBS Act, dass das Gesetz Transparenzkriterien abschwächt, die Investoren vor Risiken informieren und somit vor Schäden bewahren. Insbesondere vor dem Hintergrund der stärkeren Rolle die privaten Investoren durch Crowdfunding zukommen soll, ist dies bedenklich. Sjostrom (2013) kritisiert die Ausdehnung von privaten Platzierungen, die deutlich geringeren Anlegerschutz haben.

Die grundlegende Annahme des JOBS Act ist, dass weniger strenge Transparenz- und Veröffentlichungsaufgaben zu einer höheren Kapitalaufbringung führen. Dies spiegelt ein für Kapitalmärkte höchst relevantes Spannungsfeld wider. Während ein schwach ausgeprägter Anlegerschutz die Anreize von Unternehmen externes Kapital aufzunehmen erhöht, ist zu erwarten, dass Investoren tendenziell mehr Transparenz und stärkeren Anlegerschutz bevorzugen. Somit kommt es durch den JOBS Act zu zwei gegenläufigen Mechanismen – einerseits dürften mehr Investitionsprojekte am Markt angeboten werden, andererseits könnten Investoren vor dem Hintergrund asymmetrischer Information zurückhaltender werden, bzw. höhere Risikoaufschläge einfordern. Die Annahme, dass weniger Regulierung zu mehr IPOs führen, ist vor dem Hintergrund der Diskussion über die IPO-Rückgänge strittig (siehe Box 3). In der Tat zeigen erste Evaluierungen, dass der JOBS Act zu mehr IPOs geführt hat, allerdings auch, dass die meisten dieser neuen notierenden Unternehmen nicht profitabel sind und für mehr als ein Drittel dieser Unternehmen die Rechnungsprüfer angemerkt haben, dass sie die langfristige Unternehmensfortführung für nicht gesichert einschätzen (Dambra et al., 2015).

Die erwarteten Auswirkungen des JOBS-Act führten zu intensiven Diskussionen in den USA. Diese stehen vor dem Hintergrund der wirtschaftspolitischen Diskussion über die Gründe des Rückgangs von IPOs, die sich auf die folgenden Punkte konzentriert:

- die regulatorischen Kosten von IPOs, die sich mit dem Sarbanes-Oxley Act im Jahr 2002 erheblich erhöht haben,
- die - unbeabsichtigten - Auswirkungen von regulatorischen Änderungen, welche die Transaktionskosten des Wertpapierhandels reduziert haben auf das Ökosystem des Aktienhandels (Weild – Kim, 2010, Weild et al., 2013), sowie
- als nicht-regulatorische Erklärung die „economics of scope hypothesis“ von Gao et al. (2013), die den Rückgang von IPOs mit Änderungen in Zusammenhang bringt, welche die Ertragskraft unabhängiger kleiner Unternehmen negativ beeinflusst hat. Diese Hypothese besagt, dass der Rückgang bei IPOs vor allem darauf zurückzuführen ist, dass ein Verkauf an einen strategischen Käufer einen höheren Ertrag bringt als ein Börsengang.

Einen Überblick über diese Argumente gibt Box 3. Diese Argumente können auch für die wirtschaftspolitische Diskussion zur Verbesserung der Kapitalmarktfinanzierung durch Eigenkapital in Österreich und Europa relevant sein.

Box 3: Drei Argumente warum die Anzahl von IPOs in den USA sich reduziert hat

1. Überregulierung I (Sarbanes-Oxley Act)

Die Überregulierungshypothese I bezieht sich vor allem auf die zusätzlichen Regulierungen, die seit dem Sarbanes-Oxley Act im Jahr 2002 die regulatorischen Kosten von Börsennotierungen in den USA erhöht haben. Engel – Hayes – Wang (2007) dokumentieren negative Effekte insbesondere auch für kleinere Unternehmen. Illiev (2010) schätzt, dass kleine Unternehmen um 697.000\$ höhere Auditing-Kosten aufwiesen, bei negativen

Gewinnen und einer Unternehmensgröße von 110,9 Mio. \$. Gemäß Kamar et al. (2007) sind private Verkäufe für kleine Unternehmen häufiger geworden: „the evidence offers qualified support for the view that SOX had a negative effect on the value of small firms“. Es zeigt sich allerdings auch, dass diese Evidenz mit Vorsicht zu interpretieren ist, weil es sein könnte, dass (i) andere Hypothesen den Nachteil von kleineren Unternehmen erklären können, die unabhängig von der Regulierung sind, (ii) dass die Regulierung dennoch im Aggregat mehr Vorteile als Nachteile gebracht hat, und weil (iii) es Evidenz dafür gibt, dass sich die administrativen Kosten im Zeitablauf seit Einführung des Sarbanes-Oxley Acts reduziert haben. Kaserer et al. (2011) zeigen aber auch, dass die Kosten des Underpricing bei IPOs um 6 Prozentpunkte reduziert haben.¹

2. Überregulierung II (Marktstruktur)

Weild und Kim (2010) und Weild, Kim und Newport (2013) argumentieren, dass nicht primär die regulatorischen Kosten des Sarbanes-Oxley Act für den Rückgang an Börsengängen und notierten Unternehmen in den USA verantwortlich sind. Sie sehen die Gründe in der Veränderung der Marktstruktur, die auf die unbeabsichtigten Veränderungen der Handelsregulierungen, welche Handelskosten reduzierten, zurückzuführen sind. Weild und Kim (2010) argumentieren, dass diese Regulierungen zu geringen Tickgrößen geführt hat, welche insbesondere bei bereits kleinen Unternehmen die Anreize von Market-Makern reduziert haben und auch das Entstehen von Hochfrequenzhandel unterstützt hat. Weild und Kim (2010) betonen, dass kleinere Tickgrößen vor allem in der Phase nach dem IPO negative Auswirkungen auf die kleineren Unternehmen haben. Die Broker haben keine Anreize Aktien von kleinen Unternehmen zu handeln und dem folgt, dass das „IPO-Ökosystem“ von kleinen und regionalen Investmentbanken, Broker und Investoren dominiert wird.

Friedrich und Payne (2011) zeigen für das Vereinigte Königreich, dass das Transaktionsvolumen des Handels von Aktien von kleineren Unternehmen mit der zunehmenden Bedeutung von börsengehandelten Fonds (ETFs) und des Hochfrequenzhandels (high frequency trading) Mitte der letzten Dekade zurückgegangen ist. Der Hochfrequenzhandel konzentriert sich auf die liquiden Aktien großer Unternehmen. *Börsengehandelte Fonds (ETF) konzentrieren sich in der Regel darauf Aktienindices und andere Benchmarks nachzubilden.* Dadurch kann es durch eine Verlagerung auf Blue Chips - trotz insgesamt höherer Transaktionsvolumina - zu Liquiditätsproblemen bei Aktien kleinerer und mittlerer Unternehmen kommen, da Aktien von KMUs tendenziell unattraktiver für liquiditätsorientierte Investoren werden.

3. „Economies of Scope“ Hypothese

Gao et al. (2013) argumentieren, dass der Rückgang an IPOs in den USA auf einen langsamen strukturellen Wandel zurückzuführen ist, welcher große Unternehmen bevorteilt. Die Economies-of Scope Hypothese besagt, dass Globalisierung und IKT in vielen Branchen dazu geführt haben, dass es zu „winner takes it all“ Märkten kommt, die es deutlich schwieriger für kleinere Unternehmen machen, organisch nachhaltig zu wachsen. Schnelles Wachsen über Fusionen und Übernahmen sei insbesondere in Technologiemarkten und Onlinemarkten zentral. Daher sei es einfacher und profitabler für kleine Unternehmen wenn sie verkauft würden, als wenn sie als unabhängiges Unternehmen einen Börsengang machen würden. Die Hypothese besagt, dass kleine unabhängige Unternehmen geringere Profite erwirtschaften können als Teile eines größeren Unternehmens, die Skalen- und Verbundvorteile ausnützen können. Gao et al. (2013) dokumentieren, (i) dass sich in den USA die Anzahl von Börsengängen von Unternehmen mit einem negativen Kurs-Gewinn Verhältnis von durchschnittlich rund 42% im Jahr 1980 bis 1989 auf 82% in den Jahren 2001 bis 2011 erhöht hat, während bei Börsengängen großer Unternehmen sich diese Verhältnisse von 17% auf 30% verändert

haben; (ii) dass sich die Exits von Venture Capital Unternehmen seit 2000 stark verändert haben. Während bis 1997 über 60% der Exits über Börsengänge abgeschlossen wurden, hat sich die Anzahl Ende der 2000 Jahre auf 10% der Exits reduziert; und (iii) dass eine erhebliche Anzahl der Unternehmen (33%) im ersten Jahr ihres IPO eine Übernahme durchgeführt haben und dass rund 12,1% der Börsengänge innerhalb von drei Jahren ihre Notierung nicht aus Gründen finanzieller Schwierigkeiten aufgegeben haben. Der Großteil der Unternehmen (85 %) wurde von strategischen (nicht-finanziellen) Unternehmen, die bereits an der Börse notieren, übernommen. Rund 5% sind als eigenständiges privates unabhängiges Unternehmen von der Börse abgegangen und weitere 9% wurden von einem nicht-notierten Unternehmen übernommen. Ritter (2013) betont, dass wenn Fusionen und Übernahmen im Vergleich zu Börsengängen die effizienteren Methoden sind, um neue Technologien schnell auf den Markt zu bringen, dann muss der Rückgang an Börsengängen kein zwingend alarmierendes Zeichen sein.

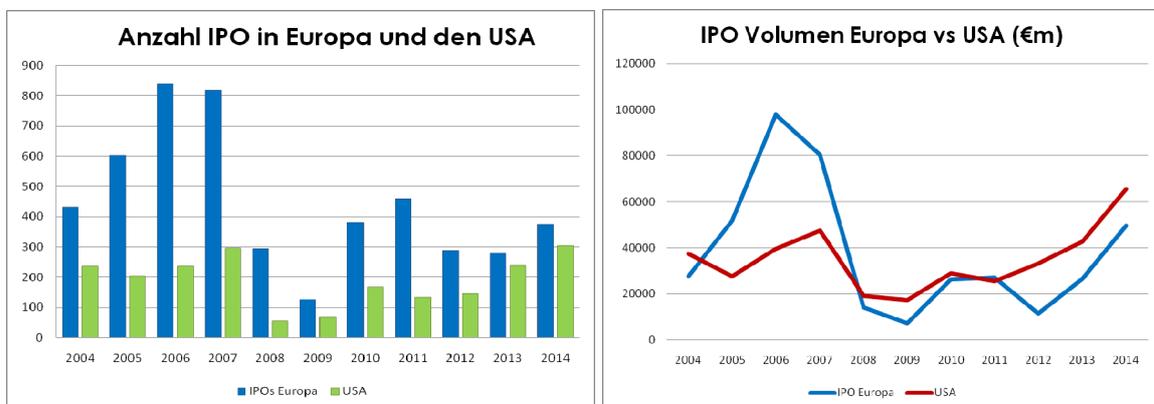
¹ Ritter (2013) argumentiert dass die regulatorischen Kosten nicht allein betrachtet werden sollten. Das „Under-Pricing“ bei Börsengängen sei für die Unternehmen mit substantiellen Kosten verbunden. Er schätzt, dass amerikanische Unternehmen beim durchschnittlichen Börsengang rund 16% des Marktwerts der veräußerten Aktien beim Börsengang nicht realisieren.

Abbildung 6 stellt die Trends der Börsengänge in Europa und den USA zwischen 2004 und 2014 dar. Erkennbar ist in diesen Grafiken, dass die Finanzkrise 2008/2009 zu einer deutlichen Reduktion der Anzahl von Börsengängen in Europa und den USA geführt hat. Bei der Anzahl der Börsengänge zeigt sich, dass mehr Börsengänge in Europa zu verzeichnen sind als in den USA, auch wenn sich der Abstand in den letzten Jahren (2013 und 2014) verringert hat. Beim IPO Volumen zeigt sich aber ein deutlicher Vorsprung der USA seit 2011.

Die Börsengänge sind zyklisch, auch wenn sich die Börsengänge in Europa seit der Krise erholt haben, bleiben sie hinsichtlich der Anzahl von Börsengängen und des IPO-Volumens hinter den Jahren 2006 bis 2007 zurück.

Allerdings zeigt sich in den Daten auch, dass seit 2008 ungefähr ein Viertel der Börsengänge von internationalen Unternehmen durchgeführt wurde (vor allem in London). Dies weist auf eine Abnahme der IPO-Dynamik in Europa hin.

Abbildung 6: IPOs in Europa und den USA



Q: WIFO Darstellung, PWC IPO Watch Europe (2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014)

Die USA und Europa folgen ähnlichen Trends, jedoch ist für Europa ein Rückgang der IPO-Tätigkeit erst seit der Krise feststellbar. Hinsichtlich der langfristigen Trends zeigt sich auch in

Europa eine deutliche Dynamik. Insbesondere in den Hochzeiten der "Neuen Märkte" von etwa 1995 bis 2002 waren mehr Börsengänge zu verzeichnen (vgl. Vismara – Paleari – Ritter 2012). Diese Entwicklung verlangsamte sich nach den Zusammenbrüchen der "Neuen Märkte" wieder.

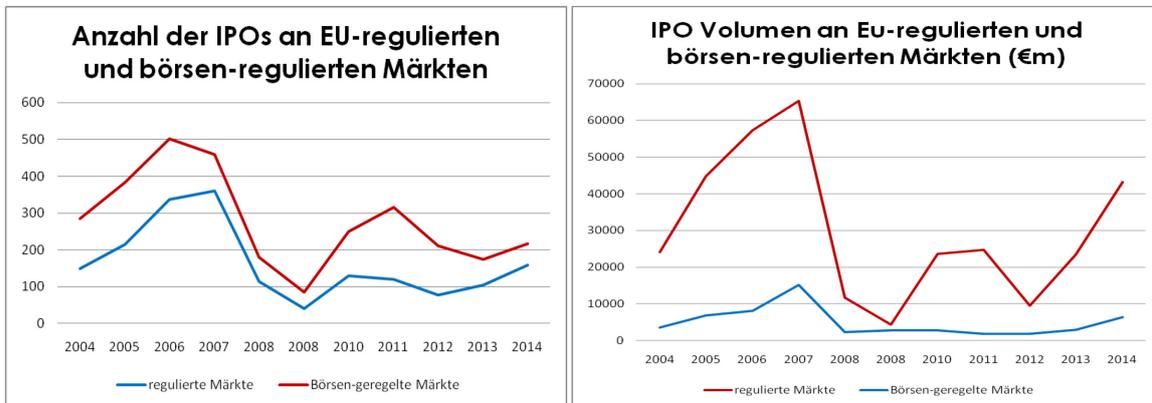
2.6. IPO in Europa

In Europa gibt es traditionell an den Börsen Märkte bzw. Marktsegmente, welche spezifisch für kleinere Unternehmen eingerichtet wurden. Vismara, Paleari und Ritter (2012) geben einen Überblick. Traditionell waren dies Segmente, in denen kleine Unternehmen ihren Börsengang vornehmen und bei Erfolg in den Hauptmarkt wechseln sollten. In den 1980ern und den 1990er Jahren wurden auf den meisten Börsen diese zweiten Märkte mit den Hauptmärkten verschmolzen. Das zweite Modell waren die „Neuen Märkte“ die auf die Hochtechnologieunternehmen abzielten. Diese Märkte waren in Europa vor allem 1995 bis Anfang der 2000er Jahre verbreitet.

Heute werden vor allem „nachfrage-seitig“ segmentierte Märkte in Europa betrieben. Diese Modelle folgen in der Regel dem Modell des Londoner Alternative Investment Market (AIM). Sie sind als Multilateral Trading Facility (MTF) konzipiert und somit börsenregelt gemäß MiFID II (siehe Abschnitt 4). Der Vorteil darin ist, dass die nationale Finanzaufsicht das Unternehmen nicht prüfen muss (Prospektpflichten), wenn keine öffentliche Platzierung stattfindet. Nur bei öffentlichen Platzierungen (Börsengängen oder zweite Platzierungen) müssen Prospektpflichten eingehalten werden. Ein Börsengang kann nicht-öffentlich durchgeführt werden, wenn das Angebot nur an „qualifizierte Investoren“ geht. An diesen Märkten kann ein Unternehmen somit auch mit einer privaten Platzierung (qualifizierte Investoren) notieren. Die qualifizierten Investoren können diese Anteile aber an alle Investoren am Markt weiterverkaufen. Die Preisbildung erfolgt über Market-Maker.

Das Modell des AIM hatte viele Nachfolger gefunden. Abbildung 7 stellt die IPO nach EU-regulierten und börsenregelten Märkten dar. Deutlich ist sichtbar, dass die börsenregelten Märkte deutlich mehr IPO an die Börsen bringen als die regulierten Märkte, allerdings ist das IPO Volumen an den regulierten Märkten deutlich höher. Hier muss allerdings auch berücksichtigt werden, dass viele der IPO an den börsenregelten Märkten nicht öffentlich sind, da sie sich z.B. nur an qualifizierte institutionelle Investoren richten. Vismara, Paleari und Ritter (2012) betonen, dass von den 1.642 Börsengängen am AIM im Zeitraum 1995 bis 2009 1.592 „nicht-öffentliche“ Platzierungen waren und die restlichen 70 Börsengänge am AIM in dieser Zeit hybride Platzierungen waren, die der Prospektpflicht unterlagen.

Abbildung 7: Börsengänge an regulierten und börsengeregelten Märkten in Europa 2004-2014



Q.:WIFO Darstellung, PWC IPO Watch Europe (2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014)

Übersicht 4 zeigt die wichtigsten IPO Märkte in Europa 2004 bis 2014. Der London AIM findet sich jedes Jahr in den Top 3 und war 6-mal der wichtigste IPO Markt in Europa. Der WSE NewConnect findet sich 5-mal an der Spitze wieder und 6-mal in der Liste. Allerdings findet sich auch, dass der London Main (das Hauptsegment der London Stock Exchange) 8 mal in den Toppositionen ist. Dies zeigt, dass London, sei es im Hauptsegment wie auch am AIM, sehr viele Börsengänge verzeichnen konnte.

Übersicht 4: Die wichtigsten IPO Märkte in Europa nach Anzahl von Börsengängen, 2004 bis 2014

Jahr	Börsen	IPO an top 3 Märkten in % aller IPO (europaweit)
2004	London AIM (273) NYSE Eurolist (42) WSE Main (36)	81
2005	London AIM (311) London Main (41) WSE Main (36)	65
2006	London AIM (325) London Main (97) Euronext Alternext (53)	57
2007	London AIM (220) London Main (99) WSE Main (80)	49
2008	WSE New Connect (61) London AIM (58) Euronext Marche Libre (42)	55
2009	WSE New Connect (26) Luxemburg MTF (22) London AIM (14)	49
2010	WSE New Connect (86) London AIM (58) London Main (53)	51
2011	WSE New Connect (172) London AIM (60) London Main (39)	62
2012	WSE New Connect (89) London AIM (48) London Main (24)	37
2013	London AIM (68) WSE New Connect (41) London Main (35)	33
2014	London AIM (84) London Main (53) Nasdaq OMX -First North (46)	42

Q.:WIFO Darstellung, PWC IPO Watch Europe (2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014). Zahlen in Klammern entsprechen der Anzahl von IPOs.

Seit 2008 ist die Börse Warschau - insbesondere mit dem New Connect Market - ein wichtiger Markt für Börsengänge. Allerdings sind die meisten dieser Börsengänge sehr klein und die meisten Unternehmen kommen aus Polen.

Übersicht 5: Börsengänge in Europa 2013 und 2014

Börsenplatz	2013		2014	
	IPOs	Wert (€m)*	IPOs	Wert (€m)*
EU-REGULIERT				
London Main	35	12.330	53	15.833
Euronext	19	2.905	29	10.434
BME (Spanische Börse)	1	-	7	4.457
NASDAQ OMX (Main)	11	855	16	4.107
Borsa Italiana (Main)	3	1.080	5	2.390
Deutsche Börse (Prime and General Standard)	8	2.409	13	2.164
Oslo Børs	7	910	11	1.501
SIX Swiss Exchange	1	745	6	1.155
Bukarest	2	454	1	444
Warschau (Main)	13	1.123	13	306
Irish Stock Exchange (Main)	2	675	1	200
Wiener Börse	1	-	2	194
Athener Börse	-	-	1	35
Budapest	-	-	1	3
Luxemburg	1	-	-	-
EU-regulierte Märkte	104	23486	159	43223
BÖRSENEREGELT				
London AIM und SFM	68	2.079	84	3.561
Deutsche Börse (Entry Standard) 1	-	-	4	1.401
NASDAQ OMX (First North)	20	21	46	417
Irish Stock Exchange (ESM)	1	50	2	283
Borsa Istanbul	11	481	13	253
Borsa Italiana (AIM)	15	193	21	203
Oslo Axess	4	31	6	71
Euronext (Alternext)	7	89	12	61
BME (Spanische Börse) (MAB)	1	2	6	57
Warschau (NewConnect)	41	11	22	7
Luxemburg (EuroMTF)	6	35	-	-
Börsenregulierte Märkte	175	2.992	216	6.314
Europa gesamt	279	26.478	375	49.537

Q: PwC IPO Watch Europe (2014)

Die institutionellen Unterschiede zwischen den unterschiedlichen Börsen kann man in Übersicht 5 erkennen. Die Anzahl der Börsengänge ist an den „börsenregulierten“ Märkten größer, aber das Börsengangvolumen bei den „regulierten“ Märkten deutlich höher.

Vismara, Paleari und Ritter (2012) untersuchen die Börsengänge an 4 unterschiedlichen Börsenplätzen in Europa und zeigen, dass es deutliche Unterschiede zwischen den Börsengängen an Hauptmärkten und Zweiten Märkten gibt. Die Börsengänge sind in ihrem Volumen kleiner. Zudem haben Unternehmen, die auf den zweiten Märkten notieren, im Durchschnitt einen niedrigeren langfristigen Return, wobei hier auch eine beträchtliche Streuung erwähnenswert ist. Dies führt dazu, dass Börsengänge an den zweiten Märkten

auch eine höhere Wahrscheinlichkeit eines Börsenabgangs haben bzw. oft das Ziel von Übernahmen sind.

Andererseits zeigen die Erfahrungen auch, dass diese Märkte es kleineren Unternehmen ermöglichen Finanzierungsmittel beim Börsengang und auch in weiteren Platzierungen aufzunehmen. Laut Vismara, Paleari und Ritter (2012) haben rund die Hälfte der von ihnen betrachteten Unternehmen weitere Kapitalerhöhungen an den Börsen durchgeführt.

2.7. Zusammenfassung

In Österreich verläuft der technologische und strukturelle Wandel primär in pfadabhängigen Bahnen bzw. baut auf Aktivitäten auf, die im Wirtschaftssystem bereits gut verankert sind. Während dies den Vorteil einer relativ stabilen Wirtschaftsstruktur bringt, lässt sich gleichzeitig zeigen, dass unter anderem dadurch auch weniger schnell wachsende KMU entstehen. Es liegt die Vermutung nahe, dass hier auch das Finanzsystem eine Rolle spielt, da gerade für dieses wichtige Segment eigenkapitalbasierte Finanzierung relevant ist.

Österreichs Finanzierungssystem ist sehr stark bankbasiert, d.h. Unternehmen suchen Banken auf, die diese mit Krediten versorgen. Marktbasierte Finanzierungsformen sind bislang – wenn überhaupt – nur schwach ausgeprägt. Einerseits ist das bankbasierte Finanzierungssystem gut geeignet bestehende Unternehmen mit Krediten für operative Tätigkeiten zu versorgen und wenig riskante Projekte zu realisieren. Andererseits entstehen Probleme bei der Finanzierung von Wachstumsprozessen, die oft durch riskante, innovative Investitionsprojekte getragen werden. Diese werden von notwendigerweise risikoaversen Banken häufig nicht finanziert, was sich unter anderem in der vergleichsweise geringen Quote schnell wachsender KMU ausdrückt. Empirische Evidenz aus Umfragedaten der EZB stärken die Vermutung, dass mehr eigenkapitalbasierte Finanzinstrumente als bisher benötigt werden. Dies gilt sowohl für die EU als auch für Österreich.

Marktbasierte Finanzierung besteht aus einer Palette von Instrumenten, die im „Funding Escalator“ zusammengefasst werden können. Hier zeigt sich, dass unterschiedliche Finanzierungsformen wie Crowdfunding, Venture Capital und Private Equity komplementär zu KMU-Märkten sind. Dies zeigt sich unter anderem darin, dass Unternehmen die ursprünglich ihre Wachstumsprozesse durch Risikokapital finanziert haben, einen Börsengang als Exit-Option wahrnehmen. Zudem ist die Motivation der Kapitalaufbringung um Expansionen weiter finanzieren zu können eines der stärksten Motive für ein IPO. Eine Notierung setzt voraus, dass Unternehmenseigentümer sich für die Kapitalmarktfinanzierung entscheiden. Dies kommt durch den Wunsch Entscheidungsautonomie zu behalten oft nicht zustande, was üblicherweise höhere Finanzierungskosten bei Expansionsprojekten bzw. eine Einstellung der Expansionen nach sich zieht.

Im Zeitablauf reagiert die IPO-Dynamik zyklisch mit der Konjunktur. Insgesamt ist sie seit den 1970er Jahren jedoch rückläufig – sowohl in Europa als auch in den USA. Zudem ist auffällig, dass Europa im Gegensatz zu den USA eigene meist börsengeregelte Märkte für Small-Caps errichtet hat, so genannte Alternative Investment Markets. Ein deutlicher Unterschied besteht hier beim IPO-Volumen. Die Kapitalaufbringung bei IPOs in

börsenregulierten Märkten liegt deutlich unter jenem von amtlich regulierten Märkten. Auch scheint sich das Volumen auf einige Märkte in Europa zu konzentrieren. Das nächste Kapitel geht der Frage nach, inwiefern sich diese small-cap Märkte unterscheiden und wie man den Kapitalmarkt in Österreich einordnen kann.

3. KMU-Börsensegmente und KMU-Märkte in Europa

3.1. Einleitung

Zahlreiche europäische Märkte haben KMU-Märkte bzw. Börsensegmente für KMU etabliert (siehe Abbildung 8). Diese Märkte haben sich jedoch sehr unterschiedlich entwickelt. Während manche einen liquiden Markt etablieren konnten, hat sich häufig die erhoffte Performance nicht eingestellt (Harwood – Konidaris, 2015). Daher ist es aus wirtschaftspolitischer Perspektive wichtig die Unterschiede und Gemeinsamkeiten hinsichtlich der Organisation und Erfahrungen von KMU-Märkten in Europa genauer zu untersuchen, und daraus unterschiedliche Schlussfolgerungen abzuleiten.

Es haben sich drei unterschiedliche Modelle für KMU-Handelsplätze gebildet, (1) das sequentielle Modell, (2) das sektorale Modell und (3) das nachfragegetriebene Modell (Vismara – Paleari – Ritter, 2012).

Im *sequentiellen Modell* errichtet man einen klassischen „Einstiegsmarkt“. Man erwartet sich von neu notierenden Unternehmen, dass sie nach einer Wachstums- bzw. Übergangsphase („Seasoning“) auf den Hauptmarkt wechseln. Diese Ausprägungsform unterlag der amtlichen Regulierung und war in den 1980er und 1990er Jahren üblich. Beispiele sind der Second Marché der Pariser Börse, der Geregelte Markt in Frankfurt oder der Mercato Ristretto der italienischen Börse.

Das zweite Modell ist die Errichtung eines *sektorspezifischen* Markts, der sich insbesondere durch das Aufkommen von IT wie technologieintensiven Unternehmen herausgebildet hat. Dieses Modell der „neuen Märkte“ entstand zwischen 1996 und 1999 und sah einen Technologieschwerpunkt vor. Die gesetzliche Börsenregulierung war üblicherweise anzuwenden. Ende der 1990er Jahre schlossen sich diese Märkte zu dem paneuropäischen Netzwerk „Euro.NM“ zusammen, welches eine ähnliche Regulierung für diese Börse etablierte. Mitglieder waren die Börsensegmente der Börsen aus Frankreich, Deutschland, den Niederlanden, Belgien und Italien. In Großbritannien entstand kein eigener Markt, aber mit dem „techMark“ wurde ein Marktsegment geschaffen, das an der London Stock Exchange notierende Unternehmen des Hightech Sektors bündelte. Mit dem Platzen der Dot.Com Blase endete dieses Modell. Anfang der 2000er Jahre wurden bestehende Notierungen in andere Börsensegmente übergeführt. Box 4 zeigt exemplarisch die Erfahrungen der Frankfurter Börse mit dem Neuen Markt. Es ist zu erkennen, dass die gesetzliche Regulierung Betrugsfälle, geschweige denn Spekulationsblasen nicht verhindern kann.

Das dritte Modell orientiert sich an der *Nachfrage*, v.a. um den Kapitalerfordernissen schnell wachsender KMU gerecht zu werden. Häufig wird der Londoner Alternative Investment Market (AIM) als Beispiel genannt. Dieser wurde bereits 1995 als erster Small-Cap Markt errichtet und unterschied sich von Anfang an vom damals üblichen Modell der

„neuen Märkte“ durch den Verzicht auf die sektorale Einschränkung und durch eine flexible Regulierung. Dieses Modell sollte sich als zukunftsweisendes Marktmodell erweisen. Derartige Börsen sind – anders als der Einstiegsmarkt – nicht amtlich reglementiert sondern werden als Multilateral Trading Facility (Freiverkehr) organisiert. Diese Selbstregulierung der Börsen bedeutet insbesondere, dass offizielle Behörden – wie etwa die jeweilige nationale Finanzmarktaufsicht – keine Vorschriften durchsetzen. Dies bedeutet somit, dass die Unternehmen rechtlich nicht als „börsennotiert“ gelten (siehe Abschnitt 4). Für die Unternehmen bieten KMU-Märkte einen günstigeren Einstieg in Aktienmärkte und die Kapitalzufuhr durch den Börsengang (private oder public placement). Unternehmen erhalten aber neben dem Zugang zu Kapital auch Zugang zum Sekundärhandel mit einer Marktbewertung des Unternehmens, was auch Fusions- und Akquiseaktivitäten vereinfacht. Notierungen gelten als unternehmerischer „Qualitätsindikator“, der die Visibilität erhöht und das „Branding“ verstärkt. Zudem ist eine Graduierung, d.h. der Übergang von der MTF in einen Hauptmarkt, möglich. Ein Wechsel in den Hauptmarkt ist jedoch selten (vgl. Harwood – Kondaris, 2015). Illustrativ für den Unterschied der Hauptmärkte (geregelt Märkte) ist eine Untersuchung von Vismara, Paleari und Ritter (2012), die die Motive des Wechsels in London analysieren. Unternehmen wechseln vom AIM in den Hauptmarkt der London Stock Exchange aufgrund des Interesses der Investoren (63%), während 36% dies aufgrund erhöhter Visibilität taten. Ein wesentlich gemischteres Bild ergab sich bei den Unternehmen die von der London Stock Exchange auf den AIM wechselten. Hier wurden v.a. niedrigere Kosten der Notierung (32%) und der Wechsel als vorbereitender Schritt auf Fusions- und Akquise-Tätigkeiten (31%) genannt. Weitere Gründe waren unter anderem bessere Wachstumsaussichten am AIM (29%), das Interesse der Aktionäre (24%) sowie die geringeren regulatorischen Auflagen (16%).

Abbildung 8 zeigt die Entwicklung der Segmente an den Börsen in Deutschland, Großbritannien, Italien und Frankreich sowie der Wiener Börse. In Paris gingen 2004 das KMU-Segment und der Neue Markt im regulierten Handel auf, während ein börsengeregeltes Segment weiter betrieben wird. An der Deutschen Börse endete 2003 der Neue Markt und 2006 wurden der amtliche und geregelte Markt in ein einheitliches reguliertes Segment zusammengelegt; ab 2005 besteht auch ein börsengeregeltes Freiverkehrssegment. In Italien endeten 2008 die Versuche einen neuen Markt zu installieren und 2009 wurde das regulierte Einstiegssegment aufgegeben und stattdessen ab 2008 der AIM Italia (siehe unten) als (börsengeregelter) Einstiegsmarkt etabliert. In Großbritannien wurde das KMU-Marktsegment USM 1996 eingestellt. Der börsengeregelte AIM deckte die Nachfrage nach einem Einsteigermarkt im UK ab.

Auch die Wiener Börse wurde in diese Darstellung aufgenommen. Die Wiener Börse kennt seit 2007 drei Arten der Zulassungsformen von Wertpapieren. Die Zulassungsvoraussetzungen zum Amtlichen Handel und dem Geregelten Freiverkehr sind gesetzlich geregelt. Die Zulassungsvoraussetzungen zu diesen Märkten entsprechen der Zulassung zu einem geregelten Markt gemäß MiFID. Der Dritte Markt ist seit 2007 ein von der Wiener Böse betriebener MTF (Multilateral Trading Facility) und entspricht dem Freiverkehr. Der Handel wird von der Finanzmarktaufsicht überwacht. Die Notierung am Dritten Markt unterliegt aber nicht dem Börsengesetz, sondern wird privatrechtlich realisiert. Transparenzpflichten, die den Anlegern die zuverlässige Beurteilung der Wertpapiere

ermöglicht, bestehen nicht (außer bei Einbeziehung im mid market). Für eine Notierung genügen die Bedingungen der Börse, ein Prospekt ist für die Zulassung nicht notwendig. Allein bei einem öffentlichen Angebot unterliegt das Unternehmen der Prospektspflicht nach dem Kapitalmarktgesetz (KMG). Da diverse börsen- und kapitalmarktrechtliche Vorschriften für den Freiverkehr nicht anwendbar sind, gelten die Unternehmen auch nicht als börsennotiert. Für die im Freiverkehr notierenden Unternehmen bestehen auch deutlich geringere Haftungsrisiken (z.B. Investorenschutz) als für Unternehmen, die an geregelten Märkten notieren. Eine weitere Ausnahme betrifft das Insiderhandelsverbot und die Vorschriften von Aktiengesetzen sofern diese nicht auf börsennotierte Unternehmen beschränkt sind. Diese Vorschriften sind auch für Unternehmen im Freiverkehr uneingeschränkt gültig. Auf diese rechtliche Segmentierung baut die Marktsegmentierung der Wiener Börse auf. Der mid market ist als Einstiegs- und als Mittleres Marktsegment konzipiert und lässt im Prinzip Notierungen am geregelten Markt und im Freiverkehr (Dritter Markt) zu (siehe Übersicht A 1 für eine Darstellung der Marktsegmente im Vergleich).

Box 4: Deutschlands Erfahrungen mit dem Neuen Markt

Am 10.3.1997 eröffnete an der Frankfurter Börse der „Neue Markt“, ein Börsensegment, das sich auf technologieintensive Klein- und Mittelbetriebe spezialisierte. Die Deutsche Börse verlautbarte: „Der Neue Markt verfolgt das Ziel, Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt zu verschaffen. Das heißt, die Eigenkapitalfinanzierung über den Aktienmarkt zu ermöglichen“. Ziel war die börsliche Eigenkapitalbeschaffung von Unternehmen, die ihr Geschäftsmodell auf den damals „neuen Technologien“ aufbauten. Es sollte ein Gegengewicht zur Technologiebörse NASDAQ der USA geschaffen werden. Zudem sollte das zum damaligen Zeitpunkt schwach entwickelte IPO Segment am deutschen Markt stimuliert werden. Eine Notierung am Neuen Markt erforderte eine formale Zulassung zum „Geregelten Markt“ der Frankfurter Wertpapierbörse. Alle Unternehmen waren somit der staatlichen Aufsicht und den einschlägigen Gesetzen unterworfen.

Mit Jahresende 1997 notierten 17 Firmen und Ende 1998 gab es bereits 64 Notierungen. Der Neue Markt Index stieg im ersten Jahr um 97,4% und 1998 um 174,4% auf 2.738,64 Punkte. Am 1.7.1999 wurde der Neue Markt Index in Nemax All Share umbenannt, der anfangs 124 Unternehmen mit einem Marktwert von 56 Mrd. Euro enthielt. Gleichzeitig wurde ein Blue Chip Index für die 50 größten Unternehmen eingeführt, der Nemax 50.

Am 10.3.2000 erreichte der Nemax All Share bei 8546,19 Punkten zu Handelsschluss den Höchststand. Es notierten 229 Unternehmen mit einem Marktwert von 234,25 Milliarden Euro. Zeitgleich verzeichnete mit 9665,81 Punkten auch der Nemax 50 seinen Höchstwert.⁵ Im Jahr 2000 verzeichnete der Neue Markt zudem 132 Neuemissionen.

Kurz nach dem Höchststand im März 2000 kam es zu Kurseinbrüchen, u.a. als Folge des Platzens der Dot Com Blase am NASDAQ. Im Sommer 2000 erschienen Berichte über Überbewertungen; Insolvenzen zeichneten sich ab. Aufgrund der darauf folgenden Reaktionen notierte am 3.1.2001 der Nemax 50 lediglich bei 2.175 Punkten. Betrugsgerüchte bestätigten sich und es folgten Ausschlüsse von der Börse. Am 1.3.2001 trat ein neues Regelwerk in Kraft, wonach Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder Aktientransaktionen ihres Unternehmens anzeigen müssen. Am 3.4.2001 lag der Nemax bei

⁵ Siehe http://de.wikipedia.org/wiki/Neuer_Markt, <http://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/a-186368-5.html>

1300 Punkten. Nach den Anschlägen des 11. September in den USA und der Verabschiedung von neuen Vorschriften für Börsenabgänge und Pfennigaktien kam es zu weiteren Kursrückgängen. Am Ende des Jahres 2001 notierten 327 Firmen mit einer Marktkapitalisierung von 49,93 Milliarden. Eine Serie von Betrugsfällen (Bilanzfälschungen, Insidergeschäfte), Ergebnissen von Unternehmen die deutlich unter Analystenerwartungen lagen, aber auch Börsengänge von kaum börsen-geeigneten, hochriskanten Unternehmen aus dem Venture Capital Bereich führten zu starken Kurseinbrüchen. Am 21.3.2003 war der letzte Handelstag des Neuen Markts. Der Nemax 50 lag bei 351 Punkten; der Nemax-All-Share bei 403 Punkten. Am 5.6.2003 wurde der Neue Markt geschlossen und die verbleibenden Werte einem Technologiesegment des DAX zugeordnet, dem Tecdax.

Im Folgenden wird ein Raster erstellt, der einen Überblick über zentrale Indikatoren dieser Börsen bzw. Börsensegmente Europas gibt. Es werden sowohl allgemeine Charakteristika als auch Performance Größen analysiert. Danach wird dieser Überblick für eine Kategorisierung genutzt, um internationale „good-practice“ Beispiele zu identifizieren. Drei Börsen bzw. Börsensegmente wurden ausgewählt, um bestimmte Aspekte genauer beleuchten zu können, nämlich 1) der AIM in Mailand, 2) WSE Connect in Warschau und 3) First North in Stockholm. Aus diesem Vergleich können relevante wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen für die kapitalmarktbasierende Finanzierung in Österreich gezogen werden.

Abbildung 8: Entwicklung der Börsensegmente an ausgewählten Europäischen Börsen

		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
Paris Bourse /Euronext	Hauptmarkt	Premier Marché											Eurolist										
	Einstiegsmarkt	Second Marché																					
	Neuer Markt	Nouveau Marché											Marché Libre / Alternext										
	Börsenregelt	Hors.-c.	Marché Libre																				
Deutsche Börse	Hauptmarkt	Amtlicher Markt											regulierter Markt (Prime Standard und General Standard)										
	Einstiegsmarkt	Geregelter Markt																					
	Neuer Markt	Neuer Markt											Freiverkehr Open Market / Entry Standard										
	Börsenregelt																						
Borsa Italiana	Hauptmarkt	MTA																					
	Einstiegsmarkt	Mercato Espandi																					
	Neuer Markt	Nuovo Mercato											MTAX										
	Börsenregelt	Mercator Alternative di Capitali (bis 2012) / AIM Italia																					
London Stock Exchange	Hauptmarkt	Main List																					
	Einstiegsmarkt	USM																					
	Neuer Markt	(techmark - segment der Main List)																					
	Börsenregelt	Alternative Investment Market / AIM																					
Wiener Börse	Hauptmarkt	Amtlicher Handel																					
	Einstiegsmarkt	Geregelter Freiverkehr																					
	Neuer Markt	Finance in Time (FIT)					Austrian Growth Market (AGM)																
	Börsenregelt	Dritter Markt (MTF) / Mid market (amtlich und exchange regulated)																					

Q.: Adaptiert von Vismara – Paleari – Ritter (2012).

3.2. Ein Überblick über Europas KMU-Märkte

Dieser Abschnitt gibt einen internationalen Überblick über die KMU-Märkte an europäischen Börsen. KMU-Märkte werden nicht als eigenständige Börsen betrieben, sondern sind eingebettet in einen größeren Handelsplatz der eine gewisse Liquidität erreicht hat. Rasterartig werden sowohl die Strukturen und Rahmenbedingungen als auch ausgewählte Performance-Indikatoren für folgende Handelsplätze Europas beschrieben:

- Alternative Investment Market - London SE
- The Alternative Market (EN.A.) - Athens Exchange
- AIM Italia - MAC - Borsa Italiana
- The Mercado Alternativo Bursatil - BME Spanish Exchanges
- Entry Standard - Deutsche Börse
- Enterprise Securities Market - Irish SE
- First North - NASDAQ OMX NORDIC
- NewConnect - Warsaw SE
- Oslo Axess - Oslo Bors
- mid market - Wiener Börse

Dieser Überblick steht vor dem Hintergrund der Konzentrationsprozesse der europäischen Börsen. Die Eigentümerstrukturen bestehender Handelsplätze haben sich stark verändert, was unter anderen zur Verdrängung von Regionalbörsen geführt hat (siehe Box 5).

Box 5: Fusionen bei Börsenbetreibern in den letzten Jahrzehnten

Durch die Einführung des elektronischen Handels haben sich die Börsen massiv verändert. Seit den 90er Jahren gibt es eine zunehmende Konsolidierung der Börsenbetreiber. In Europa gibt es eigenständige Regionalbörsen nur noch in Deutschland, wo die Börsen München, Stuttgart, Berlin, Düsseldorf, Hamburg und Berlin noch als eigenständige Börsen existieren. Allerdings hat die Bedeutung vieler dieser Börsen im Vergleich zur Deutschen Börse im Zeitablauf abgenommen, außer die Börsen konnten sich einen Ruf mit einem eigenen Segment erwerben. Die internationalen Investoren konzentrieren sich auf die Deutsche Börse. In den USA gibt es keine Regionalbörsen, sowohl die NYSE als auch die NASDAQ sitzen in New York.

In vielen europäischen Ländern gab es Fusionen, die zu länderübergreifenden Börsenbetreibern geführt haben. In Skandinavien hat sich unter dem Heading OMX seit 2003 ein gemeinsamer Börsenbetreiber für den skandinavischen Raum etabliert, der heute die Börsen Stockholm, Helsinki, Kopenhagen, Island, Riga, Tallinn und Vilnius sowie die Börse Armeniens betreibt. 2008 fusionierten die OMX mit der US-amerikanischen NASDAQ und signieren seit dem als NASDAQ-OMX Group. Allein die Oslo Bors ist in Skandinavien noch alleinstehend.

Auch die Euronext ist eine Mehrländerbörse welche durch die Fusion der Börsen von Amsterdam, Brüssel und Paris im Jahr 2000 entstand. 2002 kam die portugiesische Börse dazu und die Londoner Terminbörse LIFFE. 2006 fusionierte die Euronext mit der New York Stock Exchange (NYSE). 2014 wurde die NYSE Euronext durch die IntercontinentalExchange übernommen und die Euronext 2014 über einen Börsengang wieder abgespalten. In Spanien fusionierten die Börsen Madrid, Barcelona, Bilbao und

Valencia im Jahr 2002 zur „Bolsas y Mercados Espanioles“, welche nahezu alle Börsen in Spanien betreibt.

In Italien wurde die Börse 1997 privatisiert. Dabei wurden alle Regionalbörsen (Rom, Turin, Bologna, Genua, Venedig, Florenz, Neapel, Palermo und Triest) mit der Mailänder Börse fusioniert und die Borsa Italiana entstand. 2007 wurde die Borsa Italiana mit der London Stock Exchange fusioniert und ist jetzt im Eigentum der London Stock Exchange Group.

Auch die Börse Wien hat andere Börsen übernommen. Unter Führung der Börse Wien wurde die CEE Stock Exchange Group gegründet, der die Börsen in Wien und Prag angehören. Die Börse Laibach war bis 2015 und die Börse Budapest bis 2016 Teil der CEE Stock Exchange Group.

Die Börsenbetreiber führen die unterschiedlichen nationalen Börsen weiter, während die Regionalbörsen im Zuge der Fusionswelle weitgehend an Bedeutung verloren haben. Dies ist auch darauf zurückzuführen, dass die nationalen gesetzlichen Regulierungen trotz Harmonisierung unterschiedlich sind. Allerdings bildeten sich im Bereich der MTF und KMU-Märkte grenzüberschreitende Märkte heraus, weil diese vom Börsenbetreiber selbst reguliert werden und die wenigen gültigen gesetzlichen Regulierungen kaum die einheitlichen Regulierungen der Börse beeinflussen.

Bei der Entwicklung der Darstellung liegt der Fokus einerseits auf strukturellen Aspekten der Börse bzw. des Segments und andererseits auf Aspekten welche die Performance des Handelsplatzes widerspiegeln. Somit wird die ganze Bandbreite der Determinanten für die Qualität eines Handelsplatzes abgedeckt - hohe Liquidität, hohe Transparenz und niedrige Transaktionskosten (Pichler, 2009). Die Darstellung gliedert sich in folgende Teile:

- Allgemeine Charakteristiken und der gewählte Regulierungsansatz
- Marktbreite und -tiefe
- IPO-Dynamik
- Kosten der Notierung

3.2.1. Allgemeine Charakteristiken

Abbildung 8 zeigte strukturelle Charakteristiken der ausgewählten Handelsplätze. KMU-Märkte bzw. Börsensegmente sind ein europaweites Phänomen, das größtenteils Mitte des ersten Jahrzehnts der 2000er Jahre aufgekommen ist. Die einzige Ausnahme hinsichtlich des Gründungsjahres ist der Alternative Investment Market in London, der bereits 1995 eröffnet wurde. Zu Beachten ist, dass die KMU Definition auf Kapitalmärkten nicht der Definition von KMUs nach den EU-Vorgaben entspricht. Das Preis- Umsatzverhältnis kann je nach Sektor unterschiedlich sein (0,5 bis 10) damit wären mittelgroße Unternehmen nach EU Definition immer maximal Small Caps nach deutschen oder amerikanischen Definitionen. Viele der Small Caps fallen aber nicht unter die europäische KMU Definition.

Übersicht 6: Unternehmensgrößen nach Marktkapitalisierung und EU KMU Definition im Vergleich

	US Werte	Deutsche Werte (Oetken 2010)	EU KMU Definition (Umsatz)	
nano cap	<= \$50 Mio. *			
micro cap	<= \$300 Mio. *		Mikrounternehmen	<= €2 Mio.
small cap	\$200 Mio <= \$2 Mrd	<=€ 100 Mio	Kleinunternehmen	<= €10 Mio
mid cap	\$2 Mrd bis \$ 10 Mrd.	€100 Mio > >= €2 Mrd.	Mittelgrosse Unternehmen	<= €50 Mio
large cap	>= \$10 Mrd. \$	>= €2 Mrd. Euro		

Q: WIFO Darstellung, Oetken (2010) für die deutschen Werte und Ernest – Young (<https://eyfpc.com/Portals/0/Documents/Types%20of%20Stocks.pdf>) für US Werte.

Die hier diskutierten Handelsplätze für Small Caps und KMU sind alle an Mutterbörsen angeschlossen und sind üblicherweise über eine MTF als eigene Märkte - im Sinne einer eigenständigen Regulierung durch die Börse - organisiert. Einen interessanten Fall bietet diesbezüglich der NASDAQ First North OMX in Schweden bzw. der Alternext, die KMU-Handelsplattformen für eine Reihe teilnehmender Staaten bilden. Der First North wird in einer der hier vorgestellten Fallstudien näher beleuchtet. Eine Ausnahme bildet Wien – wo mit dem mid market ein KMU-Segment vorliegt, der gleichzeitig als MTF (mid market am Dritten Markt) und als regulierter Markt betrieben wird, und somit innerhalb des Segments unterschiedliche Regulierungen verbindet.

Übersicht 7: Überblick über analysierte Börsen

Name	Ort (Land, Stadt)		Gründungsjahr	Alternativer Markt oder Börsensegment	Mutterbörse	Regulierung	Zielgruppe
	Land	Stadt					
Alternative Investment Market - London SE	UK	London	1995	Markt	London SE	MTF (MiFID)	KMUs
The Alternative Market (EN.A.) - Athens Exchange	Griechenland	Athen	2008	Markt	Athens Exchange	MTF (MiFID)	KMUs
AIM Italia - MAC - Borsa Italiana	Italien	Milan	2008	Markt	Borsa Italiana	MTF (MiFID)	KMUs
The Mercado Alternativo Bursatil - BME Spanish Exchanges	Spanien	Madrid	2002	Markt	BME Spanish Exchanges	MTF (MiFID)	KMUs
Entry Standard - Deutsche Boerse	Deutschland	Frankfurt	2005	Markt	Deutsche Börse	MTF (MiFID)	KMUs
Enterprise Securities Market - Irish SE (ESM)	Irland	Dublin	2005	Markt	Irish SE	MTF (MiFID)	KMUs
First North - NASDAQ OMX NORDIC	Schweden (für ganz Skandinavien)	Stockholm	2006 (2012 für Anleihen)	Segment von mehreren Börsen in Skandinavien unter dem NASDAQ Handelssystem	NASDAQ OMX NORDIC	MTF (MiFID)	KMUs
NewConnect - Warsaw SE	Polen	Warschau	2007	Markt	Warsaw SE	MTF (MiFID)	KMUs
Oslo Axxess - Oslo Bors	Norwegen	Oslo	2007	Markt	Oslo Bors	MTF (MiFID)	KMUs
mid market - Wiener Boerse	Österreich	Wien	2007	Segment (geregelter Markt oder MTF)	Wiener Börse	Mischform - amtlicher Markt und geregelter Freiverkehr "reguliert", dritter Markt (MTF) ist börsenreguliert	KMUs

Q.: WIFO-Darstellung; PWC IPO-Watch Europe (2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014); Börseninformationen.

Alle hier untersuchten Märkte fokussieren auf KMU mit Kapitalbedarf und Wachstumspotential. Technologiespezifische Anforderungen oder die explizite Absicht einer späteren Notierung auf dem Hauptmarkt des Handelsplatzes scheinen als Begründung für die KMU-Märkte nicht mehr auf. In der Praxis dienen diese Märkte, sofern sie die unten dargestellten Performance-Kriterien erfüllen, jedoch häufig als Einstiegsmarkt für den Hauptmarkt. Somit befindet sich kein einziger von den großen nationalen Börsenbetreibern unabhängiger KMU-Markt in der Auswahl. Die Erfahrungen einer der wenigen und der größten unabhängigen KMU-Börse in Europa werden in Box 6 dargestellt.

Box 6: Der GXG Market

Der GXG Market ist eine 1998 gegründete Börse für KMU, die in Horsens (Dänemark) angesiedelt ist. Ursprünglich als Dansk Autoriseret Markedsplads gegründet, wurde sie 2010 von der Swedish GXG Global Exchange Group übernommen.

GXG Market besteht aus drei Teilen: (1) einem Freiverkehrssegment (GXG First Quote), (2) einem darauf aufbauenden MTF (GXG Main Quote) sowie (3) einem regulierten Markt (GXG Official List). GXG First Quote ist als Informations- und Handelsplattform für professionelle Investoren organisiert. Öffentlich zugängliche Informationen zu Aspekten wie der Liquidität und der Marktkapitalisierung sind nicht verfügbar.

Die Börse ist primär eine Plattform für institutionelle Investoren und hat, zumindest bislang, keinen breiten Sekundärmarkt entwickeln können. Am 17. Juli 2014 enthielt der regulierte Markt vier Notierungen. Im MTF regulierten Segment befanden sich 40 Einträge, wobei drei Titel vom Handel ausgesetzt waren. Im Over-the-counter Markt waren 67 Titel notiert, wobei 9 vom Handel ausgesetzt waren. Aktien werden vom Handel ausgesetzt, wenn Verpflichtungen (z.B. Pflichten zur Informationsbereitstellung) nicht nachgekommen wird, der Investorenschutz dies verlangt, ein weiterer Markt, an dem das Unternehmen notiert, dieses vom Handel aussetzt oder das Unternehmen der Reputation von GXG schadet.

Die Börse versucht sich am europäischen wie britischen Anlegermarkt zu etablieren. Beispielsweise hat GXG 2014 angekündigt, dass ihr Handelssystem mit Proquote kompatibel gemacht werden soll, dem Broker-System der London Stock Exchange. Zudem kann der Handel in dänischen Kronen, Britischen Pfund sowie in Euro erfolgen.

Diese Märkte kennen zwei Arten von Marktteilnehmern - Corporate Advisers und Broker Dealers. Ein Corporate Adviser ist für die Notierung zuständig, während ein (regulierter) Broker Dealer Handelskonten führt und für den Wertpapierhandel zuständig ist. Der Handel wird über die elektronische Plattform der GXG Global Exchange Group, GXG Tellus, abgewickelt.

Ebenso wenige Unterschiede zeigen sich im internationalen Vergleich beim gewählten Regulierungsansatz. Beinahe alle analysierten Segmente sind als MTF, Multilateral Trading Facility, organisiert. Sie sind somit börsen- bzw. selbstregulierte Märkte und unterliegen nicht der behördlichen Überprüfung (siehe Kapitel 4).

Eine augenfällige Ausnahme ist der mid market in Österreich, wo ein Mischsystem zur Anwendung kommt. Unternehmen können zum KMU-Marktsegment „mid market“ sei es im Rahmen des behördlich regulierten Handels (amtlicher Handel oder geregelter Freiverkehr) zugelassen werden oder im Rahmen der Einbeziehung am Dritten Markt (Freiverkehr) zugelassen werden. Die Börsenregeln des Marktsegmentes „mid market“ bilden die Klammer für dieses Börsensegment (vgl. Übersicht A 1 im Annex). Diese

Ausgestaltung ist international einzigartig und hat den Nachteil, dass das „KMU-Segment“ mid market nicht ein Markt mit einer einheitlichen Regulierung für alle Unternehmen ist, sondern eher einer nachfrageorientierten Marktsegmentierung entspricht.

3.2.2. Marktbreite und -tiefe

Ein zentraler Indikator für die Performance eines Handelsplatzes ist die Liquidität. Diese kann man wie folgt definieren: „Liquide Märkte zeichnen sich dadurch aus, dass an ihnen jederzeit große und kleine Positionen von Wertpapieren sofort und ohne nennenswerten Auf- oder Abschlag vom Kurs gehandelt werden können“ (Zit. Rasch, 1996). Somit induziert ein liquider Markt Effizienz hinsichtlich der Geschwindigkeit und Akkuratheit mit der unternehmensrelevante Informationen in den Marktwert eingepreist werden.

Vor allem für institutionelle Investoren – jene Anlegergruppe die primär auf KMU-Segmenten tätig ist – ist ein liquider Markt mit hinreichender Größe ein wichtiges Kriterium, da nur dann einzelne Transaktionen den Kurs nicht beeinflussen. In diesem Zusammenhang sind auch sich selbst verstärkende Effekte erkennbar. Die Börse selbst stellt keine Liquidität zur Verfügung, sondern kann nur Rahmenbedingungen schaffen, um die Liquidität zu erhöhen bzw. hoch zu halten. In der Regel nimmt die Liquidität mit der Anzahl der handelnden Marktteilnehmer zu. Eine hohe Liquidität des Marktes für ein Wertpapier reduziert auch die Wahrscheinlichkeit, dass einzelne Transaktionen Auswirkungen auf die Kurse haben. Die Marktbreite garantiert, dass genügend Aufträge oberhalb und unterhalb des Preises existieren, damit der Markt auch bei plötzlichen Änderungen reagieren kann (vgl. Pichler, 2009). Bei vielen Märkten existieren große Unterschiede zwischen den einzelnen Titeln. Die Liquidität konzentriert sich in der Regel auf die wichtigsten Titel. Die Markttiefe bezeichnet die Mengenkomponekte (Transaktionsvolumina). Eine Studie der deutschen Börse (2007) zeigt, dass es auf KMU-Märkten und auch auf Hauptsegmenten Titel gibt, die nicht gehandelt werden. Am London AIM werden täglich rund 38,9% der Titel nicht gehandelt, am Alternext ca. 7%. Selbst am Hauptmarkt des London Stock Exchange werden täglich ca. 9,2% der Titel nicht gehandelt, während diese Werte für den Entry Standard der Deutschen Börse bei 1,4% und im Hauptsegment der Deutschen Börse 0,05% betragen.

Geringe Liquidität kann zu negativen Effekten führen. So werden Aufträge in illiquiden Märkten in der Regel zu schlechteren Kursen ausgeführt. Wenn Investoren das Liquiditätsrisiko von vornherein einpreisen, führt das zu potentiell höheren Erträgen aber auch zu höherem Underpricing bei Börsengängen und Kapitalerhöhungen. Wenn es zu Liquiditätsproblemen an Märkten kommt, kann dies die Funktionsfähigkeit deutlich einschränken, wodurch die Attraktivität für Investoren weiter reduziert wird und die Illiquidität weiter gesteigert wird. Diese Selbstverstärkungseffekte können letztlich zu einem vollständigen Marktversagen führen (Pichler, 2009).

Um einen leistungsstarken Emmissions- bzw. Primärmarkt zu gewährleisten, benötigt ein Handelsplatz einen möglichst „breiten“ und „tiefen“ Sekundärmarkt, wobei Breite und Tiefe einander bedingen. Die Marktkapitalisierung – das Ergebnis der Multiplikation von aktuellem Aktienkurs und der gesamten Aktienanzahl – ist ein Indikator für die Tiefe der an

der Börse handelbaren Aktien. Je höher die Marktkapitalisierung, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit, dass einzelne Transaktionen das Kursverhalten beeinflussen.

Ein Indikator für die Breite der Börse ist die Anzahl der notierenden Unternehmen. Je mehr Titel an einem Markt notieren, desto größer ist für einen Anleger die Wahlmöglichkeit zwischen Investitionsobjekten. Dies erlaubt Investoren die Erstellung eines stärker diversifizierten Portfolios, wodurch die Attraktivität des Handelsplatzes gestärkt wird, auch wenn Diversifizierung primär durch die Streuung über Börsenplätze und Börsensegmente erreicht wird. Gleich wie bei der Tiefe sind auch hier sich selbst verstärkende Prozesse denkbar. Eine größere Anzahl an notierenden Unternehmen ermöglicht tendenziell stärkere Diversifizierung und zieht somit Investoren an. Notieren wenige Unternehmen verringern sich die Diversifizierungsmöglichkeit im Markt, was tendenziell die Attraktivität des Handelsplatzes für aktiven Investoren verringert.

Übersicht 8 zeigt die durchschnittliche jährliche Marktkapitalisierung sowohl für die Periode von 2010 bis 2014 als auch für das letzte verfügbare Jahr (2014). Zudem werden analog die Anzahl der Notierungen ausgewiesen - was die Berechnung der durchschnittlichen Marktkapitalisierung pro Notierung ermöglicht - als auch die Anzahl der ausländischen Unternehmen als Indikator für den Internationalisierungsgrad der Börse.

Die Anzahl der Notierungen bestätigt die Bedeutung des Londoner AIM, wo zwischen 2010 und 2014 im Durchschnitt 1125 Titel notierten. Ebenfalls groß war die durchschnittliche Anzahl der Notierungen am New Connect in Warschau (368), am Frist North (140) und am Entry Standard in Frankfurt (162). Am AIM Italien notierten 27 - und am Wiener mid market Segment neun Titel.

Deutliche Unterschiede sind auch bei der durchschnittlichen Marktkapitalisierung pro Notierung zu beobachten. Am niedrigsten war diese 2014 am New Connect in Warschau mit 5,5 Millionen Euro bzw. in EN.A in Athen mit etwa elf Millionen. Die meisten KMU-Märkte wiesen eine Marktkapitalisierung im mittleren zweistelligen Millionen Bereich auf. Der Enterprise Securities Market in Dublin lag bei circa 1.475 Mio. Euro, was nicht der zu erwartenden Kapitalisierung eines KMU-Marktes entspricht. Mit 126 Millionen Euro liegt der Indikator für den mid market ebenfalls etwas höher als bei den anderen Börsen. Das deutet darauf hin, dass der Wiener mid market als gemischtes Format zwischen einem KMU-Markt und einem Mid Cap Segment steht.

Übersicht 8: Marktkapitalisierung, Liquidität und Unternehmen

Name	Marktkapitalisierung in Mio €		Anzahl der Unternehmen (Notierungen)			
	Ø 2010-2014	2014	Ø 2010- 2013/14 pro Notierung	Ø 2010- 2014	Anzahl ausländische Unternehmen 2014	Anzahl Unternehmen 2014
Alternative Investment Market - London SE	83681,97	88590,20	74,38	1125	217	1104
The Alternative Market (EN.A.) - Athens Exchange	154,54	128,27	11,04	14	0	14
AIM Italia - MAC - Borsa Italiana	892,20	2062,00	32,80	27	0	57
The Mercado Alternativo Bursatil - BME Spanish Exchanges	739,74	1740,69	39,99	19	0	21
Entry Standard - Deutsche Boerse	NA	NA	NA	162	32	175
Enterprise Securities Market - Irish SE (ESM)	35978,80	47390,00	1474,54	24	4	26
First North - NASDAQ OMX NORDIC	3422,52	5405,54	24,38	140	6	181
NewConnect - Warsaw SE	2020,94	2091,71	5,49	368	1	431
Oslo Axess - Oslo Bors	1495,57	2123,99	43,35	35	7	38
mid market - Wiener Boerse	1155,37	1989,68	125,58	9	0	10

Q.: WIFO-Darstellung; World Federation of Exchanges; PWC IPO-Watch; Börseninformationen. Der Marktkapitalisierungswert bezieht sich für den MAB (BME Spanish Exchanges) aufgrund der Datenverfügbarkeit auf 2013; Ø Wert ebenso bis 2013. Die letztverfügbare Anzahl ausländischer Unternehmen für den Enterprise Securities Market - Irish SE (ESM), First North - NASDAQ OMX NORDIC und Oslo Axess - Oslo Bors stammen aus 2013; der letztverfügbare Wert für AIM Italia und NewConnect - Warsaw SE ist aus 2012.

Ein ähnliches Muster zeigt sich bei den Transaktionsvolumina, die ein Indikator für die Liquidität des jeweiligen Marktes sind (siehe Übersicht 9). Am First North liegt dies mit circa 57 Mio. Euro am höchsten, während am AIM dieser Indikator lediglich bei 38 Mio. Euro liegt. Bei der Wiener Börse liegt das gehandelte Transaktionsvolumen pro Notierung etwa bei fünf Millionen – am New Connect in Warschau lediglich bei 870.000 Euro.

Diese niedrigen Liquiditätsindikatoren zeigen ein spezielles Problem von Small-Cap Börsen auf. Investoren sind an liquiden Märkten interessiert. Wird wenig an Märkten gehandelt, könnte es durch verhältnismäßig kleine Transaktionen zu ungewünschten Kursschwankungen kommen. Das ist insbesondere für institutionelle Investoren ein Problem, deren Losgrößen üblicherweise mehrere Millionen Euro betragen.

Übersicht 9: Transaktionsvolumina

Name	Transaktionsvolumen			
	Liquidität Sekundärmarkt "Electronic and negotiated turnover (domestic & foreign)" Total Turnover Value in Mio €			
	Ø 2010-2014	2014	Ø 2010-2014 pro Notierung	als % Anteil zur Marktkap. Ø 2010-2014
Alternative Investment Market - London SE	43239,28	53169,82	38,43	51,67%
The Alternative Market (EN.A.) - Athens Exchange	1,67	0,997	0,12	1,08%
AIM Italia - MAC - Borsa Italiana	NA	325,7	NA	NA
The Mercado Alternativo Bursatil - BME Spanish Exchanges	NA	27990,95	NA	NA
Entry Standard - Deutsche Boerse	NA	NA	NA	NA
Enterprise Securities Market - Irish SE (ESM)	960,60	2094,00	39,37	2,67%
First North - NASDAQ OMX NORDIC	7365,67	3927,53	56,55	215,21%
NewConnect - Warsaw SE	319,46	291,55	0,87	15,81%
Oslo Axxess - Oslo Bors	1138,31	1184,00	32,99	76,11%
mid market - Wiener Boerse	48,93	50,06	5,32	4,23%

Q.: WIFO-Darstellung; World Federation of Exchanges; Börseninformationen. Die Zeitreihen der World Federation of Exchanges zeigen für den Entry Standard der Deutschen Börse einen Bruch ab 2011 bei der Marktkapitalisierung und dem Transaktionsvolumen. Daher wurden diese Zahlen nicht in der Übersicht berücksichtigt. Für die MAB (BME Spanish Exchanges) wurden aufgrund der Datenverfügbarkeit keine Verhältnismaße berechnet; die Datenverfügbarkeit der Marktkapitalisierung ist bis 2013 verfügbar und das Transaktionsvolumen nur für 2014.

3.2.3. IPO-Dynamik

In einer gesamtwirtschaftlichen Betrachtung spielen IPOs nur für wenige Unternehmen eine Rolle. Jedoch sind es gerade wachstumsorientierte und oft technologieintensive Unternehmen, für die der börsliche Zugang zu Kapital relevant ist. Übersicht 10 gibt einen Überblick über die IPO-Performance anhand der Anzahl der IPOs und deren gesamter wie durchschnittlicher (pro Notierung) Kapitalaufbringung. Zudem wird die Kapitalaufbringung als Anteil am mehrjährigen Durchschnitt der Marktkapitalisierung ausgewiesen, und der Anteil der IPOs an der Anzahl der notierenden Unternehmen gezeigt.

Es sind deutliche Unterschiede zwischen den Handelsplätzen erkennbar. Während die jährliche Anzahl der IPOs am AIM, AIM Italia, First North und New Connect WE deutlich im zweistelligen Bereich liegt, zeigen alle anderen Handelsplätze eine deutlich verhaltenere Dynamik. Hinsichtlich der IPOs als Anteil an allen Notierungen waren 2014 der AIM Italien, der Mercado Alternativo Bursatil sowie der First North am aktivsten.

Eine beträchtliche Bandbreite zeigt sich auch bei der durchschnittlichen Kapitalaufbringung pro IPO für das Jahr 2014. Beim Entry Standard der Frankfurter Börse bringt das durchschnittliche IPO im Jahr 2014 etwa 350 Mio. Euro auf, was ca. 6% der Marktkapitalisierung entsprach. Am irischen Enterprise Securities Market lag die Kapitalaufbringung bei etwa 140 Mio. Euro, und machte somit lediglich 3 Promille der Marktkapitalisierung aus. Dynamischere Märkte hatten 2014 einen stärkeren „KMU-Charakter“. Am AIM wurden im Durchschnitt pro IPO etwa 42 Millionen Euro lukriert, wodurch circa 2% der Marktkapitalisierung auf den Markt kam. Auf dem AIM Italien war der durchschnittliche IPO-Wert bei etwa zehn Millionen Euro (ca.10% der Marktkapitalisierung) und am First North bei neun Millionen Euro (3% der Marktkapitalisierung). In Warschau wurden lediglich 320,000 Euro pro IPO lukriert, was dennoch 6% des Marktvolumens entsprach.

Ein weiterer Indikator für die Performance einer Börse als Vehikel zur Kapitalbeschaffung ist das Volumen der Kapitalerhöhungen. Eine weitgehend vollständige Darstellung war jedoch aufgrund der schlechten Datenverfügbarkeit hier nicht möglich.

Übersicht 10: IPO-Performance

Name	Kapitalaufbringung durch IPOs				Anzahl IPOs	
	Offering value (in Mio €)					
	Ø 2010-2014	2014	Ø pro neuer Notierung (2014)	als % der Marktkap. Ø 2010-2014	2014	% Anteil IPOs an Notierungen
Alternative Investment Market - London SE	1615,4	3561	42,39	1,93%	84	7,61%
The Alternative Market (EN.A.) - Athens Exchange		35		27,29%	1	7,14%
AIM Italia - MAC - Borsa Italiana	89,4	203	9,67	10,02%	21	36,84%
The Mercado Alternativo Bursatil - BME Spanish Exchanges	25,8	57	9,50	3,49%	6	28,57%
Entry Standard - Deutsche Boerse -	406,75	1401	350,25	NA	4	2,29%
Enterprise Securities Market - Irish SE (ESM)	116,67	283	141,50	0,324%	2	7,69%
First North - NASDAQ OMX NORDIC	94,8	417	9,07	2,77%	46	25,41%
NewConnect - Warsaw SE	118	7	0,32	5,84%	22	5,10%
Oslo Axess - Oslo Bors	112,25	71	11,83	8,39%	6	15,79%
mid market - Wiener Boerse		0	0,00	0,00%	0	0,00%

Q.: WIFO-Darstellung; PWC IPO-Watch; Börseninformationen. Der Wert zur Kapitalaufbringung durch IPOs als Anteil der Marktkapitalisierung bezieht sich für den Alternative Market (EN.A.) auf 2014 und nicht auf den Durchschnitt.

3.2.4. Kosten der Notierung

Die Finanzierungskosten sind ein wichtiger Bestimmungsfaktor der einen möglichen Börsengang beeinflusst. Hier zeigen sich hinsichtlich der Kosten der Notierung beträchtliche Unterschiede zwischen den analysierten Märkten. Betrachtet werden zwei Dimensionen –

sowohl die Kosten einer erstmaligen als auch jene einer laufenden Notierung. Hier können oft nur Bandbreiten genannt werden, da die zu entrichtenden Abgaben sich an Indikatoren wie der Marktkapitalisierung orientieren (siehe Übersicht 11).

Übersicht 11: Kosten einer Notierung im europäischen Vergleich

Name	Kosten	
	Kosten der Erstnotierung	jährliche Kosten
Alternative Investment Market - London SE	9800 - 110.629 (abh. v.d. Marktkap.)	7753
The Alternative Market (EN.A.) - Athens Exchange	7500 (admission) + 4500 (application)	4000 - 8000 (abh. v.d. Marktkap.)
AIM Italia - MAC - Borsa Italiana	20.000 - 500.000 (abh. v.d. Marktkap.)	12.600 (6.300 halbjährlich)
The Mercado Alternativo Bursatil - BME Spanish Exchanges	6000	6000
Entry Standard - Deutsche Boerse	750 (mit Prospekt); 1500 (ohne Prospekt)	5000
Enterprise Securities Market - Irish SE (ESM)	4000	4000
First North - NASDAQ OMX NORDIC	9000	8000 - 42.000 abhängig von der Marktkap. des Vorjahres
NewConnect - Warsaw SE	1434	358 (im 1. Kalenderjahr der Notierung), danach 717 - 1912 (abh. v.d. Marktkap.)
Oslo Axess - Oslo Bors	53.414 - 116.226 (abh. v.d. Marktkap.)	19.152 - 141.243 (abh. v.d. Marktkap.)
mid market - Wiener Boerse	1500 (Dritter Markt); 5000 - 50000 (geregelt Märkte)	500 (Dritter Markt); 3500 - 7500 (geregelt Märkte)

Q.: WIFO-Darstellung; Börseninformationen.

Die direkten Kosten einer erstmaligen Notierung sind oft abhängig von der Marktkapitalisierung. Die Untergrenze befindet sich meist im vierstelligen Euro Bereich. Am günstigen ist die erste Notierung mit umgerechnet etwa 1.434 Euro an der New Connect in Warschau und mit 4.000 Euro am ESM in Irland. Die höchsten Gebühren der hier verglichenen Handelsplätze fallen bei einer Erstnotierung beim Oslo Axess an (ab circa 50.000 Euro). Auch der AIM Italia ist mit einer Untergrenze von 20.000 Euro recht hoch.

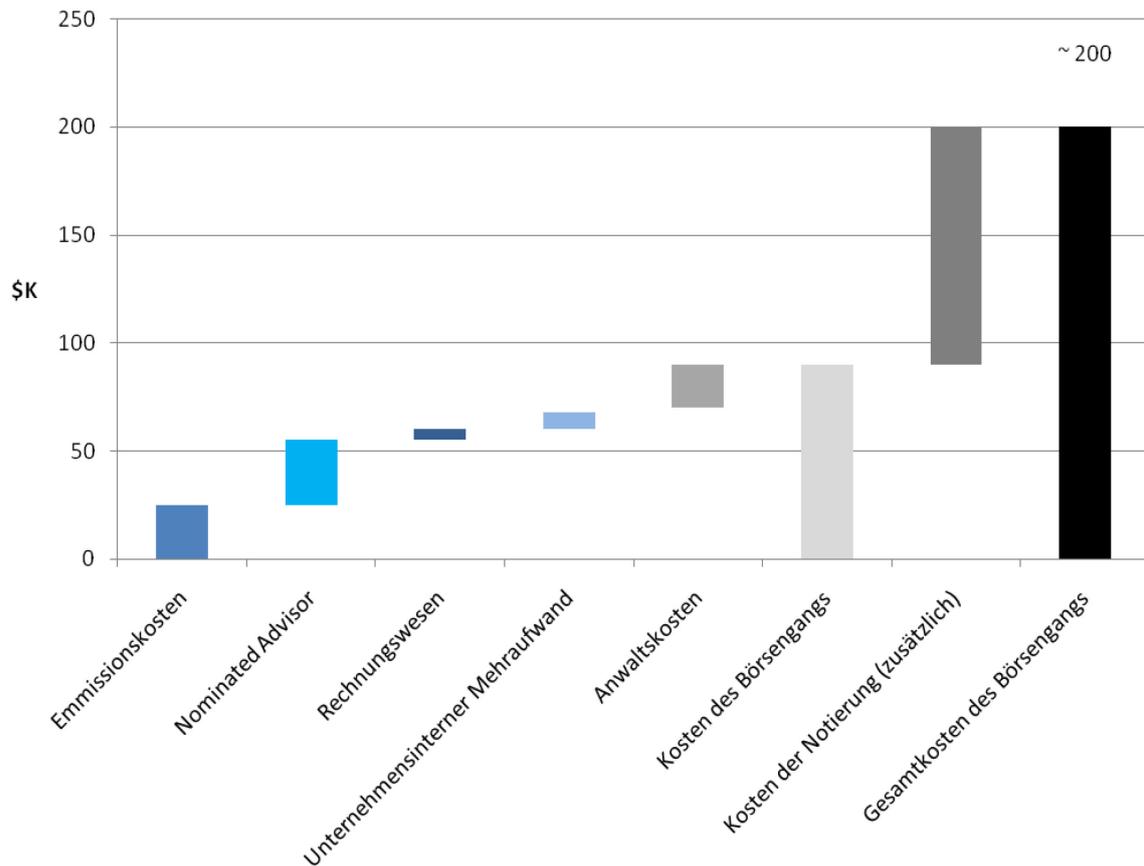
Die Unterschiede der jährlichen Gebühren für den Börsengang ähneln jenen der jährlichen Gebühren. Die geringsten Gebühren fallen mit etwa 350 Euro in Warschau an; die Höchsten sind in Oslo mit beinahe 20.000 Euro zu finden. Auch hier findet oft eine Koppelung an die Marktkapitalisierung statt, sodass Unternehmen mit höherer Kapitalisierung auch höhere Gebühren verrechnet werden.

Die Kosten einer Notierung an einem KMU-Markt liegen signifikant unter jenen eines etablierten und liquiden Hauptmarkts. Beispielsweise beträgt am Nasdaq Capital Market für Aktiengesellschaften mit einer Marktkapitalisierung bis zehn Millionen US Dollar die Gebühr für die erstmalige Notierung 42.000 USD. Die jährliche Gebühr liegt bei 37.000 USD.

Auch hier kommt es zu einer Staffelung, die höhere Gebühren bei einer höheren Marktkapitalisierung vorsieht (Nasdaq, 2015).⁶

Anzumerken ist, dass die effektiven Kosten der Notierung deutlich über jenen liegen, die der Börse zuzuordnen sind. Das Gros der Gesamtkosten entsteht nicht durch die Gebühren der Börse, sondern fällt auf diverse Beratungs- und anderen Dienstleistungen. Zum Beispiel liegen die Kosten eines IPO vor allem beim Underwriting (d.h. der Investmentbank) das ca. 3% bis 4% der Emissionserlöse ausmacht (Bell et al., 2006), Beratungskosten (im Falle von KMU-Börsen auch Berater, der das Unternehmen auf die Erfüllung der börslichen Anforderungen prüft), Rechnungslegung und Rechtsberatung, sowie sonstige Dienstleistungen (laut Bell et al. 3% bis 6% der Emissionserlöse. Beim IPO sind auch die Kosten durch Underpricing zu berücksichtigen, die von Bell et al. (2006) auf ca. 10 – 15% geschätzt werden, von der Deutschen Börse (2007) auf ca. 3% bis 17%.

Abbildung 9: Gesamtkosten einer Notierung



Q: Peterhoff et al. 2014. Kosten einer Notierung auf einer KMU-Plattform; Annahme einer einfachen 1* Marktkapitalisierung : Umsatz und 50% im Streubesitz

⁶ Allerdings sind auch die Leistungen der Börsen unterschiedlich. Am NASDAQ sind in der Regel 2 Market Maker pro Listing vorgeschrieben, während die meisten europäischen Small-Cap Börsen in der Regel nur einen Market Maker vorschreiben, wenn überhaupt.

Nach dem Börsengang fallen die laufenden Kosten an. Hier fallen Kosten für Investor Relations, für Rechtsberatung, Rechnungsprüferkosten und weitere Kontrollkosten (Corporate Governance) an, welche vom Unternehmen zu tragen sind, und die nicht-börsennotierte Unternehmen vermeiden würden. Diese Kosten fallen für internes Personal und externe Dienstleistungen an und sind substantiell, insbesondere für kleinere Unternehmen. Abbildung 9 präsentiert eine exemplarische Darstellung der Gesamtkosten für ein IPO.

3.2.5. Erkenntnisse aus dem internationalen Vergleich

In zahlreichen Ländern der EU wurden ab Mitte der 2000er Jahre – im Gegensatz zu den USA - Small-Cap Märkte bzw. KMU-Märkte etabliert. Diese Märkte folgen den sektorspezifischen „neuen Märkten“ wie den amtlich regulierten „Einstiegssegmenten“ nach. Die meisten dieser Märkte entsprechen dem Modell des London Alternative Investment Market, der bereits 1995 als erster dieser Märkte errichtet wurde. Er unterschied sich von Anfang an von dem damals üblichen Modell der „neuen Märkte“ durch den Verzicht auf die sektorale Einschränkung und durch eine flexible Regulierung. Dieses Modell hat sich als zukunftsweisendes Marktmodell erwiesen.

Small-Cap Märkte sind in der Regel als Multilateral Trading Facility (MTF) organisiert, d.h. sie sind börsengeregelt. Diese Organisationsform baut auf dem „Freiverkehr“ auf. Die regulatorischen Kosten für die Notierung sind im Vergleich zum amtlich regulierten Segment geringer und die regulatorischen Anforderungen sind flexibler, um auf die Bedürfnisse kleinerer Unternehmen einzugehen, die die hohen regulatorischen Kosten geregelter Märkte nicht tragen können. Dies bedeutet jedoch auch, dass diese Unternehmen rechtlich nicht als „börsennotiert“ gelten. Die Börsenregulierung erfolgt oft durch einen Berater, d.h. ein von der Börse zertifiziertes und regelmäßig überprüftes Unternehmen, das für die Einhaltung der Börsenvorschriften durch das Unternehmen sorgt und somit eine regulatorische Rolle übernimmt. Die Regulierungsqualität ist einer der Einflussfaktoren auf die Performance eines Handelsplatzes. Wenn zu viele Unternehmen auf dem Small-cap Markt notieren, die aufgrund zu wenig strikter Regulierung nicht börsenfähig sind, kann dies die Reputation und Liquidität des Marktes untergraben.

Während die meisten Small-Cap Märkte dem Vorbild des London AIM folgen, stellt das mid-market Segment der Wiener Börse hier eine Ausnahme dar. Dieses verbindet ein Einstiegssegment im Dritten Markt mit einer Mid Cap-Orientierung im geregelten Markt. Eine weitere Ausnahme ist der dänische GXG Market, der nicht mit einer etablierten Börse zusammenhängt. Die Anbindung an den traditionellen Börsenplatz eröffnet Verbundvorteile. Auf Seite der Börse gibt es bereits viel Know-How das auch im Small-Cap Markt verwendet werden kann, und auch andere Märkte (z.B. Anleihemärkte), die von den Unternehmen benutzt werden können. Auch die Investoren sind an einer solchen Börse leichter für einen neuen Markt zu mobilisieren. Daneben bietet die Präsenz an einer Börse für die Unternehmen die Möglichkeit der Graduierung auf den regulierten Hauptmarkt. Der Überblick über die Performanceindikatoren zeigt, dass weder der Wiener mid market noch der GXG zu den Erfolgsmodellen der Small-Cap Märkte zu zählen sind.

Die Performance der Small-Cap Börsen unterscheidet sich stark. Insbesondere Börsengänge und die Anzahl der gehandelten Unternehmen zeigen eine Konzentration auf einige wenige Märkte, v.a. der AIM London und der NewConnect in Warschau schneiden positiv ab. Es zeigt sich ein positiver Zusammenhang zwischen Liquidität (z.B. Handelsvolumen) und der Dynamik der Börse (z.B. IPOs, Anzahl Unternehmen). Zudem ist die Performance eines KMU-Marktes teilweise auf die Performance der Hauptbörse (Börsenplatz) zurückzuführen.

Die direkten Kosten einer Börsennotierung – die einmalige Zulassungsgebühr und die jährliche Notierungsgebühr – stehen mit der Performance der Börse in keinem Zusammenhang. Die Gebühren betragen nur einen relativ geringen Teil der gesamten Kosten der Notierung an Börsen. Die Kosten, die durch Veröffentlichungspflichten, der rechtlichen Begleitung bei Einhaltung von Richtlinien zur Unternehmenskontrolle (Corporate Governance) und ad-hoc Veröffentlichungspflichten anfallen, betragen ein Vielfaches der Gebühren, die die Börse verrechnet.

KMU Märkte sind vor allem für nationale Unternehmen relevant. Allein der AIM London, der Entry Standard der Deutschen Börse und der Oslo Axess ziehen eine nennenswerte Anzahl ausländischer Unternehmen an - etwa ein Fünftel der notierenden Unternehmen. Vor allem in London und Frankfurt ist dies primär auf deren herausragende Stellung als europäische Handelsplätze zurückzuführen und der damit zusammenhängenden Präsenz von Investoren. An den meisten der hier analysierten Small-Cap Märkte befinden sich hauptsächlich nationale Unternehmen, was die Bedeutung dieser Märkte für die nationale Unternehmensfinanzierung unterstreicht.

3.3. Die Organisation ausgewählter KMU-Märkte

Die beobachteten Performance-Unterschiede werfen die Frage auf, wie die erfolgreichen Handelsplätze im Detail organisiert sind. Im Folgenden werden drei Märkte genauer analysiert:

- Nasdaq First North
- AIM Italia - MAC
- WSE New Connect

3.3.1. Detailstudie I: First North

Börsen benötigen eine kritische Masse an Investoren und notierenden Unternehmen, um liquide zu sein und einen effektiven Handel zu gewährleisten. Dies erschwerte die Errichtung eines KMU-Marktes in kleineren Ländern, wie jenen Nordeuropas. Dort fanden sich zwar Unternehmen, die sich für eine Börsennotierung interessierten, die jeweilige Landesgröße erschwerte es jedoch, dass ein Markt mit Breite und Tiefe entstand. Vor diesem Hintergrund wurde in Schweden First North errichtet – ein über die teilnehmenden Länder hinweg vereinheitlichter Parallelmarkt zum Hauptmarkt. Börsenbetreiber ist OMX NASDAQ, zu dem die amerikanische NASDAQ aber auch alle skandinavischen Börsen gehören.

Die Basis bildete das KMU-Wachstumssegment der Börse Stockholm, Nya Marknaden („Neuer Markt“), das 2006 in First North umbenannt wurde. Stockholm war zu diesem

Zeitpunkt bereits der größte nordeuropäische Handelsplatz, an dem sowohl Aktien aus Schweden als auch aus Dänemark gehandelt wurden. Nach der Übernahme durch NASDAQ erweiterte die Plattform ihre geographische Abdeckung nach Island und Finnland; später nach Übernahme der nationalen Börsen durch OMX NASDAQ folgten auch Estland, Lettland und Litauen.

Das Ziel von First North ist es, KMU eine erste Börsennotierung mit vergleichsweise geringem bürokratischem Aufwand zu ermöglichen, und diese Unternehmen mittelfristig an einen regulierten Hauptmarkt heranzuführen. Insgesamt notieren circa 120 nordeuropäische Unternehmen an der First North, von denen pro Jahr etwa fünf Unternehmen den Schritt auf den Hauptmarkt machen. Macht ein Unternehmen den Sprung zum Hauptmarkt, so hat das auch regulatorische Implikationen.

First North ist als ein standardisiertes Kollektiv von MTF (Multilateral Trading Facilities) organisiert, das von mehreren Börsen (mit einheitlicher Eigentumsstruktur – OMX NASDAQ) betrieben wird. Die teilnehmenden Börsen melden jeweils ein MTF bei der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA). Die MTF Bestimmungen sind unter „First North“ von OMX NASDAQ standardisiert. Die Ausgestaltung als MTF bedeutet, dass First North selbst keinen gesetzlich geregelten Zulassungsbestimmungen oder Transparenzpflichten unterliegt. Das First North Nordic Rulebook (NASDAQ OMX, 2015) regelt die Zulassung, den Handel sowie mögliche Börsenabgänge.

Das von Nasdaq für First North erstellte Regelwerk stellt Bedingungen an die Unternehmen, um am First North zugelassen zu werden. So sieht First North eingeschränkte Berichtspflichten vor, wodurch der operativen Geschäftsentwicklung mehr Freiraum gegeben wird. Die regulatorischen Anforderungen sind an die Zielunternehmen angepasst, wodurch der Börsengang erleichtert werden soll, und sich mehrere Unterschiede zum Hauptmarkt ergeben.

Zum Beispiel verlangt das Regelwerk eine „ausreichende Anzahl an Aktionären“ und mindestens 10% des Aktienkapitals im Streubesitz. Es bestehen keine Vorschriften bezüglich der Mindestkapitalisierung. Am Hauptmarkt liegt der Schwellenwert für den Streubesitz bei 25%, wobei der Marktwert mindestens eine Million Euro betragen muss.

Im Gegensatz zum gesetzlich und behördlich regulierten Hauptmarkt hat jedes an der First North notierende Unternehmen einen ‚Certified Adviser‘. Dieser führt das Unternehmen durch das Zulassungsverfahren. First North bestätigt letztlich die Zulassung. Dieses Vorgehen unterscheidet sich zum Hauptmarkt, an dem eine behördliche Prüfung des Unternehmens erfolgt, bevor die Börse die Notierung genehmigt. In weiterer Folge stellt am First North der Certified Adviser sicher, dass sämtliche Vorschriften und Berichtspflichten eingehalten werden. Somit muss für jedes am First North notierende Unternehmen stets ein Adviser tätig sein (wie am AIM und dem AIM Italia MAC).

Unternehmen am First North unterliegen nur dann der Prospektpflicht, wenn sie öffentlich gehandelt werden. Für Private Placements wird die Prospektpflicht ausgesetzt. Zudem müssen sie die Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Zulassung und des Handels akzeptieren und organisatorische und personelle Voraussetzungen erfüllen, um den Informationspflichten nachzukommen. Am Hauptmarkt wird die Prospektpflicht i. d. R.

bereits bei der Notierung schlagend, und zusätzlich ist ein „Corporate Governance Code“ einzuhalten.

Während am Hauptmarkt für eine Notierung die Vorlage von drei Jahresabschlüssen und hinreichende finanzielle Mittel benötigt werden, besteht am First North keine Verpflichtung des Nachweises einer operativen Unternehmensgeschichte. Aktien können in Euro, Schwedischen, Dänischen oder Isländischen Kronen gehandelt werden. Informationen können in Englisch oder der lokalen Sprache bereitgestellt werden.

Die Notierungskosten am First North liegen unter denen des Hauptmarktes. Um zum Handel an der First North zugelassen zu werden, müssen Unternehmen eine einmalige Antragsgebühr von 9.000 Euro und in weiterer Folge jährliche Gebühren von mindestens 8.000 Euro bezahlen. Der fällige Betrag hängt von der durchschnittlichen Marktkapitalisierung des Vorjahres ab und ist mit 42.800 Euro für Unternehmen mit mehr als 200 Mio. Euro Marktkapitalisierung gedeckelt. Zusätzlich fallen Gebühren seitens der Börse für den Certified Adviser an – je 5.400 Euro für eine einmalige Registrierung und als jährlich zu entrichtender Betrag. Hinzu kommen Gebühren für die eigentlichen Aktivitäten am Kapitalmarkt. Etwa fallen für eine Kapitalerhöhung Gebühren in der Höhe von ein Promill der Ausgabesumme plus einer fixen Gebühr zwischen 2.500 und 20.000 Euro an.

First North ist ein Beispiel für die erfolgreiche Etablierung einer Handelsplattform für Wachstumsunternehmen. Das Handelsvolumen im Jahr 2014 betrug 3,9 Mrd. Euro (2013: 3 Mrd.). 2014 betrug im Durchschnitt das tägliche Handelsvolumen 15,5 Mio. Euro, wobei täglich im Jahresdurchschnitt 6.042 Transaktionen zustande kamen (2013: 11,8 Mio. tägliches Handelsvolumen und 4.659 Transaktionen). Im Jahr 2014 verzeichnete First North 65 neu notierende Unternehmen, die insgesamt etwa 4,7 Mrd. Euro (6,3 Mrd. USD) an Kapital aufbrachten. Auf der Plattform werden Unternehmen aus einem breiten Branchenportfolio gehandelt, wie etwa der Rohstoffindustrie, v.a. der Öl- und Gaswirtschaft, Versorgungsunternehmen, dem Gesundheitssektor, Finanzdienstleistungen, Konsumgüter oder auch Aktien von IT und technologieintensiven Unternehmungen.

3.3.2. *Detailstudie II: AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale*

Der AIM Italia- Mercato Alternativo del Capitale entstand 2012 aus dem AIM Italia und dem Mercato Alternativo del Capitale. AIM Italia wurde 2008 als Nachfolger des bis dahin existierenden regulierten Börsensegments Mercato Expandi der Borsa Italiana gegründet, welches in das Standardsegment (MTA) der Börse integriert wurde. Der Mercato Alternativo del Capitale war ein MTF für Small Caps, das für institutionelle Anleger reserviert war. Im Sinne einer Bündelung wurden der AIM Italia und der Mercato Alternativo del Capitale fusioniert. 2011 notierten am AIM Italia 14 Unternehmen und am Mercato Alternativo del Capitale 10 Unternehmen.

Der AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale ist als MTF (börsen geregelter Handelsplatz) organisiert und wurde nach Vorbild des Londoner AIM gestaltet. Der AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale ist besonders interessant, weil hier eine vollständige Transplantation des Regulierungsmodells des AIM durchgeführt wurde.

Allerdings zeigen Ferragina et al. (2008), dass sich die Regulierungen zwischen AIM und AIM Italia in Details geringfügig voneinander unterscheiden. Dies ist laut Ferragina et al. (2008) vor allem auf die unterschiedlichen Kapitalmarktrealitäten in Italien und Großbritannien zurückzuführen. Die Übernahme der Regulierung des London AIM war deswegen möglich, weil die Borsa Italiana 2007 mit der London Stock Exchange fusionierte.

Dadurch, dass der AIM Italia keine regulierte Börse, sondern ein MTF ist, kann die Regulierung schlank gehalten werden. Die zentralen Aspekte des Regulierungsmodells sind der Nomad (Nominated Adviser) und damit zusammenhängend ein hoher Grad an Selbstregulierung. Der Nomad führt die Notierung und die Due Diligence neuer Unternehmen durch und fungiert hinterher als Berater und Regulator, um die Einhaltung der Börsenregulierungen zu überwachen (Selbstregulierung).

Der Nomad ist das zentrale Element im Modell der AIM-Börsen. Er hat die zweifache Aufgabe die Börsenfähigkeit der Unternehmen zu prüfen, und die Unternehmen hinsichtlich der Veröffentlichungspflichten und der Einhaltung von Corporate Governance Richtlinien zu beraten, aber auch die Integrität und Reputation des AIM sicherzustellen. Damit hat der Nomad eine wichtige Verbindungsrolle zwischen den notierten Unternehmen und der Börse. Nomads agieren als Gatekeeper, Berater und letztlich auch als Regulator des AIM. Die Zugangsbestimmungen zum Nomad Status sind deshalb streng. Es gibt ein eigenes Register für Nomads, die von der Börse (Borsa Italiana) zertifiziert werden. Ein Nomad muss eine Kapitalgesellschaft sein, die über einen Verwaltungsrat und ein Rechnungsprüfungskollegium verfügt, sowie über geeignete Reputation am Markt im Bereich der Unternehmensfinanzierung verfügt. Einzelpersonen können kein Nomad sein. Die Bilanzen des Nomad müssen geprüft werden, und die Gesellschaft muss über genügend und geeignete Mitarbeiter verfügen, um die Aufgaben durchführen zu können. Nomads sind verantwortlich (Haftung) für falsche Berichte ihrer betreuten Unternehmen und können von irreführenden Investoren belangt werden. Die Börse führt regelmäßige Überprüfungen vor, damit das Nomad System funktionieren kann. Die Börse kann disziplinierende Maßnahmen ergreifen, die von Strafzahlungen bis Ausschluss vom AIM führen. Dennoch wird dieses System der Selbstregulierung immer wieder kritisiert, denn die Rolle des Nomad kann zu Interessenskonflikten zwischen dem Nomad und den Unternehmen bzw. der Börse führen. Die Regulierungen der Nomads betont daher die Unabhängigkeit der Nomads von den von ihnen betreuten Unternehmen.

Für den Börsengang sieht der AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale - keine Minimalerfordernisse vor und auch keine Corporate Governance Regulierungen. Der Nomad muss die Prüfung der Eignung des Unternehmens vornehmen, dabei muss der Nomad insbesondere die Interessen der Aktionäre des Unternehmens und die Reputation des Börsenplatzes im Auge behalten. Der Nomad hat die Zertifizierung abzulehnen, wenn das Unternehmen die Reputation des Börsenplatzes schädigen würde, aber auch wenn die Kosten einer Notierung für das Unternehmen dessen Nutzen überwiegen, ist der Nomad angewiesen, die Zertifizierung nicht auszustellen.

Bei einer Aufnahme wird vorgesehen, dass bei Börsenzulassung zumindest 10% des Unternehmenskapitals als Streubesitz auf der Börse emittiert werden müssen. Dieses

Emissionsangebot kann öffentlich oder privat erfolgen. Emissionen die sich nur an qualifizierte Investoren richten, sind wegen der Nichtöffentlichkeit bzw. Unterschreitung der Grenze von 2.5 Mio. Euro der Emission von den Prospektspflichten entbunden. In diesem Fall, muss stattdessen, nur ein vereinfachtes Zulassungsdokument („Documento di Ammissione“) erstellt werden. Der Handel am Sekundärmarkt ist auch für Kleininvestoren zugänglich, auch wenn die ursprüngliche Emission auf Basis eines private Placements erfolgte. Der Nomad muss für die gesamte Dauer der Notierung am AIM engen Kontakt mit dem notierenden Unternehmen halten und dafür sorgen, dass die Regeln des AIM eingehalten werden (auch Veröffentlichungspflichten), und er muss eventuelle Verstöße an die Börse melden.

Einen Überblick über die Unterschiede zwischen der AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale und den anderen Segmenten an der Borsa Italiana gibt Übersicht 12. Die Übersicht zeigt deutlich, dass die Betreuung als MTF die regulatorischen Kosten für Unternehmen relativ niedrig hält. So sind die Anforderungen an Corporate Governance Systeme deutlich geringer als auf den regulierten Märkten, ebenso wie die Anforderungen an die Berichtspflichten der Unternehmer. Unter MTA (Mercato Telematico Azionario) sind die allgemeinen Anforderungen an die Notierung an der Borsa Italiana zusammengefasst. Das MTA STAR Segment ist ein Mid-Market Segment (Marktkapitalisierung bis 1 Mrd. Euro) der Börse für Unternehmen, die sich freiwillig höheren Anforderungen hinsichtlich der Veröffentlichungen, Corporate Governance und Liquidität unterwerfen, um attraktiver für italienische und internationale institutionelle Anleger zu sein. Das STAR Segment umfasst derzeit 69 Unternehmen und damit rund 28% der am MTA notierenden Unternehmen. Der Vergleich zwischen AIM Italia – MAC und dem STAR Segment zeigt deutlich, dass die Anforderungen an einen Small Cap Markt und einem Mid Cap Markt deutlich andere sein können. Der AIM Italia – MAC als Small Cap Markt und Einsteigermarkt hat deutlich geringere Transparenz- und Veröffentlichungsregulierungen als die geregelten Märkte, während das STAR Segment sich durch höhere Transparenz und Veröffentlichungserfordernisse auszeichnet, die von den vergleichsweise größeren Unternehmen auch getragen werden können.

Im Europäischen Vergleich (siehe auch Übersicht 11) ist eine Notierung am AIM Italia relativ teuer. Dennoch hat sich der AIM Italia - MAC auch 2015 relativ dynamisch entwickelt. Ende Juni 2015 notierten 69 Unternehmen am AIM Italia – MAC mit einer Marktkapitalisierung von 2,6 Mrd. Euro. Allein im ersten Halbjahr 2015 gab es 12 neue Unternehmen am Markt. Die Dynamik liegt damit zwar immer noch deutlich unter den erfolgreichsten KMU-Märkten wie AIM London oder der New Connect in Warschau, aber der Markt entwickelt sich vorsichtig dynamisch was die Anzahl der Notierungen und die Marktkapitalisierung betrifft. Die wichtigste Anlegergruppe am AIM Italia sind, wie in der Schwesterbörse AIM London, institutionelle Anleger. Wie bei den meisten anderen KMU-Märkten spielen Privatanleger eine untergeordnete Rolle.

Die Erfahrungen am AIM Italia zeigen, dass das Modell des AIM auch in anderen Ländern mit anderem Finanzierungssystem eingeführt werden kann. Die Vorgängermärkte des AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale entwickelten sich im Zeitraum 2010 bis 2012 kaum dynamisch, auch die Entwicklung am AIM Italia war vor der Zusammenlegung der Märkte

nicht sehr dynamisch. Die Anzahl der notierenden Unternehmen am AIM Italia stieg von 11 Unternehmen (2010) auf 17 Unternehmen (2012), während die Anzahl der Notierungen am Mercato Alternativo del Capitale von 8 auf 10 Unternehmen anstieg. In den letzten Jahren (2013 bis 2015) hat sich die Unternehmensanzahl mehr als verdoppelt. Ende August 2015 notieren rund 69 Unternehmen am AIM Italia – MAC.

Übersicht 12: Vergleich zwischen dem AIM Italia - MAC und den regulierten Börsensegmenten an der Borsa Italiana

	AIM Italia - MAC	MTA	MTA- STAR
Markt	multilateral	geregelter Markt	geregelter Markt - Midmarket Segment
Zulassungsbedingungen			
minimale Bestandsdauer	Nein	3 Jahre	3 Jahre
Marktkapitalisierung	Nein	Mind 40 Mio Euro	Mind 40 Mio. Euro bis max. 1 Mrd. Euro
Streuung der Aktien zum Zeitpunkt der Zulassung	min. 10%	min. 25%	min.35%
Corporate Governance Anforderungen	Keine Übernahme der Anforderungen des „Codice di Autodisciplina“ Aber Verpflichtung zur Einhaltung von geeigneten Corporate Governance Verpflichtungen.	Übernahme der Anforderungen des "Codice di Autodisciplina" (interne Revision, Vergütungsausschuss, Offenlegung Anreizsysteme) empfohlen. Mindestens 1 unabhängiges Mitglied im Verwaltungsrat, 2 unabhängige Mitglieder wenn mehr als 7 Verwaltungsratsmitglieder	Anforderungen des "Codice di Autodisciplina" (interne Revision, Vergütungsausschuss, Offenlegung der Anreizsysteme) verpflichtend. Mindestens 2 unabhängige Mitglieder im Verwaltungsrat (bei bis zu 8 Mitglieder), 3 unabhängige Mitglieder für Verwaltungsräte mit 9 bis 14 Mitgliedern und 3 unabhängigen Verwaltungsratsmitgliedern für Verwaltungsräte mit mehr als 14 Mitgliedern.
Advisor	Verpflichtend - Nomad (für die Dauer der Notierung)	Verpflichtend - Sponsor (1 Jahr)	Verpflichtend - Sponsor (1 Jahr)
Liquiditätsbetreuer	Specialist verpflichtend (für die Dauer der Notierung)	Nein	Specialist verpflichtend (1 Jahr)
Dokumente für die Börsenzulassung			
Zulassungsdokument/Prospekt	Zulassungsdokument	Prospekt	Prospekt
Zertifizierte Bilanzen	1 (italienischer GAAP oder IAS/IFRS)	3 (dav on zumindest die letzten beiden IAS/IFRS)	3 (dav on zumindest die letzten beiden IAS/IFRS)
Darstellung des Controllings	Nein	Ja	Ja
Business Plan	Nein. Allerdings für die Due Diligence notwendig.	Ja	Ja
Zulassung			
Regulierungsakte	Nein	Prospekt muss v om Regulator (Consob) akzeptiert werden	Prospekt muss v om Regulator (Consob) akzeptiert werden
Anforderungen nach der Quotierung			
Jahresberichte	Ja innerhalb v on 6 Monaten	Ja innerhalb v on 120 Tagen	Ja, innerhalb v on 90 Tagen
Halbjahresberichte	Ja, innerhalb v on 3 Monaten	Ja, innerhalb v on 60 Tagen	Ja, innerhalb v on 60 Tagen
Quartalsberichte	Nein	Ja, innhalb v on 45 Tagen	Ja, innhalb v on 45 Tagen
Investor relation manager	Nein	Empfohlen	Verpflichtend
Ad-hoc Publizität, bzw Pflicht zur Bekanntgabe von preisrelevanten Unternehmensinformationen	preisrelev ante Informationen (AIM Italia Regeln)	Ad-hoc Publizitätspflicht (Consob Regulierung und gesetzliche Basis)	Ad-hoc Publizitätspflicht (Consob Regulierung und gesetzliche Basis)
Investoren			
Investoren	Vorwiegend institutionelle Anleger	Institutionelle Anleger und Kleinanleger	Institutionelle Anleger und Kleinanleger

Q: WIFO Darstellung auf Basis der Informationen von Norton Rose Fulbright (2014) und Borsa Italiana (2015).

In Italien hat die Borsa Italiana im Jahr 2012 gemeinsam mit anderen Einrichtungen (z.B. der Universität Bocconi, Confindustria und Ministerien) das Programm ELITE geschaffen, welches ambitionierten wachstumsorientierten KMU Unterstützung bei der

Kompetenzentwicklung für den Wachstumsprozess gibt und gleichzeitig eine öffentliche Plattform bietet, um die Unternehmen bekannter zu machen. Das Programm ist selektiv, der Umsatz muss bei mindestens 10 Mio. Euro liegen, das Betriebsergebnis muss bei über 5% des Umsatzes liegen, und das Unternehmen einen Bilanzgewinn ausweisen. Die Module des Programms betonen die Kompetenzentwicklung bezüglich Unternehmensfinanzierung, rechtlicher Aspekte, Transparenz für Investoren und organisatorischer Aspekte, um die Unternehmen organisatorisch und kulturell auf die Wachstumsprozesse, Internationalisierung und Finanzierung einzustellen. ELITE hat das Ziel den Unternehmen neue Möglichkeiten aufzuzeigen, wie sie auf Wachstumskapital zugreifen können. Das Programm wurde 2014 auch von der London Stock Exchange Group für Großbritannien übernommen und es gibt jetzt auch ELITE mit einer Europäischen Dimension mit rund 150 Partnern, 70 Investoren und 40 notierten Unternehmen, die als Mentoren für ELITE Unternehmen auftreten, vor allem aus dem Umfeld der London Stock Exchange Group (Borsa Italiana und London Stock Exchange). In Italien führte ELITE zu Notierungen am AIM Italia (3 seit 2012), aber auch zu Private Equity Finanzierungen, der Emission von Minibonds an der Mailänder Börse (vgl. Box 7), sowie zu Übernahmen und Joint Ventures.⁷ Programme wie ELITE führen Unternehmen an die Unternehmensfinanzierung über Kapitalmärkten heran und können dadurch auch ein positives Image der Börsenfinanzierung für wachstumsorientierte KMU etablieren.

Box 7: Minibonds in Italien

In Italien wurden 2012 und 2013 die Möglichkeiten Anleihen (oder kurzfristige Orderpapiere) von *nicht an Börsen notierende Unternehmen* zu begeben, deutlich erleichtert (vgl. Osservatorio Mini-Bond, 2015, Freshfields Bruckhaus Deringer, 2012). Im Zeitraum November 2012 bis Dezember 2014 wurden 96 Mini-Bonds von 86 Unternehmen (davon 34 KMU nach EU-Richtlinien) mit einem Volumen von 5,7 Mrd. Euro (336,5 Mio. davon von KMU nach EU-Richtlinien) emittiert (Osservatorio Mini-Bond, 2015). Die Zeichnung von Mini-Bonds und der Handel damit ist ausschließlich institutionellen Anlegern vorbehalten. Im Zuge der Etablierung wurde von der Borsa Italiana auch eine eigene Handelsplattform (ExtraMOTPRO) eingerichtet, um einen Sekundärmarkt zu etablieren. Dieser Sekundärmarkt ist ebenfalls nur professionellen Anlegern zugänglich und verfügt über einfache, schnelle und kostengünstige Einbeziehungsmechanismen (Notierung). Dennoch ist dieser Markt durch geringe Transaktionsvolumina und geringe Liquidität gekennzeichnet. Allerdings haben sich im Zuge der Etablierung der Mini-Bonds bereits eigene Investmentfonds etabliert, die sich allein auf Mini-Bonds konzentrieren.

Bei den italienischen Mini-Bonds fällt auf, dass sie ausschließlich institutionellen Investoren zugänglich sind, während andere Mittelstandsanleihenbörse, wie etwa der „Bondm“ in Stuttgart auch Kleinanleger berücksichtigen. Damit unterliegt die Emission an diesen Märkten aber auf jedem Fall den Prospektpflichten.

⁷ Homepage der Borsa Italiana: <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2014/elite4nov.en.htm> und Informationen zu neuen Notierung an AIM Italia – MAC, sowie Homepage des ELITE programms (<https://www.elite-growth.com/>).

3.3.3. Detailstudie III: NewConnect der Börse Warschau

Der NewConnect wurde 2007 von der Börse Warschau als small-cap Börse nach dem Vorbild anderer Börsen wie des AIM als MTF lanciert. Der NewConnect wurde anfangs spezifisch als Markt für technologie-orientierte Start-Ups konzipiert mit dem Ziel Eigenkapital für diese Unternehmen bereitzustellen (vgl. Asyngier, 2014).

Die Marktregulierung ist im Regelwerk der Warschauer Börse für den NewConnect dokumentiert. Als börsengeregelte Börsenplattform unterliegt der NewConnect nicht den Gesetzen und Regulierungen der Finanzmarktaufsicht. Daher kann der NewConnect geringe formale Anforderungen an die Emittenten stellen. Die wichtigsten Anforderungen sind die Bereitstellung von adäquater Information, die Handelbarkeit der Aktien sowie die verpflichtende Unterstützung durch einen Authorized Adviser und einen Market Operator (Market Maker). Mit der Zeit kamen weitere Anforderungen dazu. So wurden Regeln hinsichtlich der Minimumwerte der Nominale einer Aktie (10 groszy) und dem minimalen Streubesitz, 15% der Aktien müssen von zumindest 10 Aktionären gehalten werden, von denen keiner mehr als 5% der Stimmrechte verfügen darf, gesetzt.

Wie beim AIM Italia – MAC erfolgt die Regulierung durch einen Berater (Nomad beim AIM), der Authorized Adviser (AD) genannt wird. Authorized Adviser müssen von der Börse zertifiziert werden und die Gesellschaftsform von Kapitalgesellschaften haben. Die Aufgabe des Authorized Advisers ist es, die Unternehmen während des Börsengangs zu begleiten und vor allem für die Vorbereitung des Zulassungsdokuments zu sorgen (Information Memorandum). Allerdings muss ein Authorized Adviser das Unternehmen nur mindestens drei Jahre nach dem Börsengang begleiten. Hier berät der Authorized Adviser das Unternehmen bezüglich der Notierung am NewConnect und unterstützt das Unternehmen bei verpflichteten Mitteilungen. Nach polnischem Wertpapierrecht wird ein vollständiges Wertpapierprospekt bei einem öffentlichen Angebot an mehr als 149 Investoren und über 2.5 Mio. Zloty notwendig. Bei öffentlichen Angeboten unter 2.5 Mio. Zloty gibt es ein vereinfachtes Prospektverfahren. Allerdings ist ein privates Placement (weniger als 149 Investoren), das nicht der Prospektspflicht unterliegt deutlich einfacher und kostengünstiger. In diesem Fall ist nur das Zulassungsdokument, welches vom Authorised Adviser genehmigt werden muss, notwendig. Aus diesem Grund erfolgen die meisten Börsengänge am NewConnect in Form von private Placements.

Die Polnische Agentur für Industrientwicklung erstattet den Unternehmen, die am NewConnect notieren, bis zu 50% der Notierungskosten. Die Informationserfordernisse des WSE NewConnect sind im Vergleich zur Mutterbörse vereinfacht. Quartalsberichte müssen nicht erbracht werden, die Berichtsintervalle sind deutlich länger und die Berichte müssen nicht die gesamte Bandbreite von Indikatoren abdecken. Hinsichtlich der Corporate Governance Regulierung müssen die Unternehmen im Jahresbericht beschreiben, wie sie die Corporate Governance Regeln der WSE einhalten. Verletzungen der Regeln müssen gemeldet werden.

Wie die Nomad im AIM übernehmen die Authorised Adviser die Aufgabe der Zertifizierung des Börsengangs.

Wie der AIM hatte auch der NewConnect Probleme mit Beratern, die „schlechte“ Unternehmen auf den Markt gebracht haben. Eine Reihe von Insolvenzen hat dazu geführt, dass die Warschauer Börse die Publizitätspflichten und Regeln für Authorized Adviser verschärft hat. Authorized Adviser können mit Geldstrafen, Sanktionen und dem Ausschluss aus dem Register der Authorized Advisers bestraft werden, wenn sie die Regeln des NewConnect nicht erfüllen. Neben dem Authorized Adviser ist für Unternehmen, die neu an der Börse notieren, ein Market Maker verpflichtend. Diese Verpflichtung gilt für zwei Jahre nach dem Börsengang, danach überprüft die Warschauer Börse Spreads und Volumina und entscheidet darüber, ob das Unternehmen ohne Market Maker notieren darf oder weiterhin einen Market Maker verpflichten muss.

Wie Übersicht 10 zeigt, hatte der NewConnect erheblichen Erfolg bei Börsengängen (allein 2011 gab es 172 IPOs und im Zeitraum 2007 bis 2012 458 IPOs) und verfügt über eine erhebliche Anzahl von Notierungen (432 im Juli 2015). Allerdings ist die Marktkapitalisierung weniger beeindruckend. Die Anzahl der Unternehmen stieg deutlich stärker an als die Marktkapitalisierung und das durchschnittliche Transaktionsvolumen pro Unternehmen hatte seinen höchsten Wert 2010. Von Kritikern wird dem NewConnect vorgeworfen, zu viel auf die Quantität und zu wenig auf die Qualität der Unternehmen geschaut zu haben, dabei hat insbesondere die Liquidität des Marktes gelitten, welche in der Folge auch zu einer zunehmenden Zurückhaltung der Investoren, geringeren Börsenumsätzen, und einer schwachen Dynamik bei den Aktienkursen geführt hat (vgl. Asyngier, 2014). Im Vergleich zu den Vorjahren 2014 (22) verflachte sich die IPO Dynamik bis 2015 (12 im ersten Halbjahr) bei weiterhin geringer Kapitalisierung. Für den NewConnect zeigt sich im Vergleich zu den anderen MTF-Börsen in Europa auch ein deutlich geringeres durchschnittliches IPO Volumen pro Unternehmen. Während das durchschnittliche Placement am AIM im Zeitraum 2008-2012 18,89 Mio. Euro erreichte und am Entry Standard der Deutschen Börse 5,04 Mio. Euro, konnte das durchschnittliche Offering am NewConnect nur 613.000 Euro erzielen (Asyngier 2014). Darauf hat die Börse Warschau reagiert und 15% Streubesitz für die Unternehmen verpflichtend vorgeschrieben. Dennoch hat sich dieser Trend auch im ersten Halbjahr 2015 fortgesetzt. Die 11 IPO am NewConnect hatten ein Volumen von ca. 6 Mio. Euro (ca. 0,6 Mio. Euro pro Unternehmen), während der AIM Italia bei 9 IPO ein Volumen von 91 Mio. Euro erreichte (ca. 10,1 Mio. Euro pro Unternehmen), der First North 629 Mio. Euro mit 38 Unternehmen (16,5 Mio. Euro im Durchschnitt) und der AIM London 1131 Mio. Euro mit 23 Unternehmen (49,2 Mio. Euro im Durchschnitt) erreichten (Daten PWC IPO Watch Europe Q2 2015).

Im Gegensatz zu den meisten anderen MTF hat der NewConnect einen großen Anteil an Kleininvestoren. Nach Harwood und Kondaris (2015) sind rund 69 Prozent der Investoren am New Connect Kleininvestoren (retail investors) während 24 Prozent institutionelle Investoren und rund 7 Prozent ausländische Investoren⁸ sind.

⁸ Während uns keine Beschränkung für Kleinanleger in Polen bekannt ist, kann der hohe Anteil von Kleinanlegern regulatorisch problematisch sein, weil die meisten Maßnahmen des Anlegerschutzes für Kleinanleger gelten, während viele Finanzmarktaufsichten für professionelle Anleger bzw. qualifizierte Anleger deutlich geringere Anforderungen an den Anlegerschutz vorsehen.

Insgesamt zeigen die Erfahrungen des NewConnect ein gemischtes Bild. Zum einen beeindruckt die Anzahl der Unternehmen, die am Markt notieren und auch die weiterhin relativ hohe IPO Dynamik. Allerdings sind die meisten der Unternehmen am NewConnect sehr kleine Unternehmen und der Börsenplatz ist auch von einer geringer Marktdynamik (Liquidität und Transaktionsvolumina) gekennzeichnet, welche den Markt insbesondere für institutionelle Anleger weniger attraktiv macht.⁹

4. Regulatorische Rahmenbedingungen für KMU-Märkte

4.1. Grundsätze der Finanzmarktregulierung

4.1.1. Europäisches Finanzaufsichtssystem (ESFS)

Per 1.1.2011 wurde als Reaktion auf die im Zuge der jüngsten Finanzkrise (Jahre 2007 ff.) zu Tage getretenen Schwachstellen der europäischen Finanzdienstleistungsaufsicht das *European System of Financial Supervision (ESFS)* eingerichtet.

Das EFSF besteht auf der Ebene der Makroaufsicht aus dem bei der EZB angesiedelten Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (ESRB). Aufgabe des ESRB ist es, die Risiken aller Finanzinstitute, Märkte, Marktinfrastrukturen und Produkte im Finanzbereich für die Stabilität des gesamten Finanzsystems zu überwachen, zu bewerten und vor von ihnen ausgehenden Gefahren (rechtzeitig) zu warnen.

Auf Ebene der Mikroaufsicht über einzelnen Finanzdienstleistungsunternehmen besteht der ESFS neben den Aufsichtsbehörden der Mitgliedsstaaten aus drei selbständigen europäischen Finanzaufsichtsbehörden (European Supervisory Authorities – ESA), nämlich der Europäischen Bankaufsichtsbehörde (EBA), der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) sowie der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersvorsorge (EIOPA). Die Aufgaben der drei ESA (detaillierte Übersicht in Art 8 ESA-VO (EU) Nr. 1093-1095/2010) bestehen insbesondere darin, der Europäischen Kommission Vorschläge für technische Regulierungs- und Durchführungsstandards zu unterbreiten (Art 10 ff.), die kohärente, effiziente und wirksame Anwendung des EU-Aufsichtsrechts zu gewährleisten (Art 8 Abs 1 lit b, Art 21), an Behörden und Institute gerichtete Leitlinien und Empfehlungen auszuarbeiten (Art 16), vergleichende Analysen („Peer Reviews“) zu erstellen (Art 8 Abs 1 lit e), den Verbraucherschutz zu fördern (Art 9), zum effizienten, wirksamen und kohärenten Funktionieren der Aufsichtskollegien beizutragen (Art 21) sowie auch bei Meinungsverschiedenheiten zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden verbindlich zu entscheiden (Art 8 Abs 1 lit b, Art 19). Die gegenseitige Information der drei ESA, die sektorübergreifende Abstimmung, insbesondere in Bezug auf Finanzkonglomerate, Rechnungslegung und -prüfung, Geldwäsche sowie

⁹ Die Preisentwicklung am NewConnect ist unterdurchschnittlich (vgl. Asyngier, 2014) und Sieradzki (2013) zeigt, dass Unternehmen, die vom NewConnect an die Warschauer Börse wechseln ein besonders hohes Underpricing aufweisen, was im Gegensatz zur Hypothese der asymmetrischen Information steht, weil die Unternehmen am NewConnect ja bereits von Marktteilnehmern bewertet wurden. Somit beseitigt die Veröffentlichungspflicht am NewConnect die asymmetrischen Informationen nur teilweise, nach der Evidenz von Sieradzki (2013) scheinbar gar nicht.

Anlageprodukte für Kleinanleger und die Beilegung von sektorübergreifenden Meinungsverschiedenheiten zwischen den zuständigen Behörden erfolgt über einen Gemeinsamen Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden.

4.1.2. *Sektorspezifische Regulierung*

Das EU-Aufsichtsrecht im Finanzdienstleistungsbereich ist grundsätzlich durch eine regulatorische Trennung zwischen den verschiedenen Sektoren (Banken, Kapitalmärkte und Versicherungen) gekennzeichnet. Im Bankenaufsichtsrecht wird zwischen Kreditinstituten und Finanzinstituten unterschieden. Im Kapitalmarktrecht wird zwischen Wertpapierfirmen, Marktbetreibern, Datenbereitstellungsdiensten, Alternativen Investmentfonds sowie Zentralen Gegenparteien und Transaktionsregistern differenziert. Das Versicherungsaufsichtsrecht unterteilt einerseits in Direkt- und Rückversicherung, sowie andererseits in die verschiedenen Sparten der Lebens- und Schadensversicherung.

Die sektorspezifische Regulierung führt dazu, dass die für einen Sektor erteilte Zulassung auch nur die Niederlassungs- und Dienstleistungsfreiheit für die entsprechenden Tätigkeiten gewährt. Durch die sektorspezifische Regulierung kann den besonderen Bedingungen und Risiken des jeweiligen Geschäftsfeldes mit dem besonderen Bedürfnis des Funktionsschutzes im Bank- und Kapitalmarktrecht bzw. dem Kundenschutz im Versicherungsrecht Rechnung getragen werden. Die formale Trennung und Berücksichtigung inhaltlicher Besonderheiten der drei Sektoren dürfen aber nicht über die strukturell parallele und inhaltlich zum Teil identische Regulierungen in zahlreichen Bereichen hinwegtäuschen.

4.1.3. *Mindestharmonisierung*

Die Richtlinien zur Harmonisierung des Aufsichtsrechts schrieben bis zur Aufarbeitung der Finanzkrise grundsätzlich nur einen Mindeststandard vor. Im Anwendungsbereich der Mindestharmonisierung darf ein Mitgliedsstaat für die seinem Recht unterworfenen („inländischen“) Finanzdienstleistungsunternehmen strengere Regelungen aufstellen. Die Ausnutzung dieses regulatorischen Spielraums birgt aber das Problem der sog. „Inländerdiskriminierung“, da nach dem Sitzlandprinzip allen („ausländischen“) Unternehmen aus anderen EU-Mitgliedsstaaten, die nach den Mindeststandards entsprechenden Regelungen beaufsichtigt werden, Marktzutritt (in der gesamten EU) zu gewähren ist. Mitunter verbieten Richtlinien deshalb auch im Interesse einer Liberalisierung des Marktzugangs und der Aufsichtsregeln sowie der Wettbewerbsgleichheit („level-playing-field“) strengere nationale Aufsichtsregelungen. Dem allgemeinen Trend folgend, finden sich im Kapitalmarktrecht auch Richtlinien, die ausdrücklich eine sogenannte Vollharmonisierung anstreben. Seit der Finanzkrise wird durch detaillierte Bestimmungen in Richtlinien und durch den Erlass von direkt anwendbaren einheitlichen Verordnungen verstärkt auf eine Vollharmonisierung hingewirkt („Single Rulebook“). Von diesen Vorschriften können die Mitgliedsstaaten nur unter den im Rechtsakt ausdrücklich genannten Bedingungen abweichen. Die Koordinierung, Harmonisierung und Überwachung der einheitlichen Rechtsanwendung und Aufsichtspraxis erfolgt durch die

drei ESA, welche neben aufsichtsrechtlichen Befugnissen auch regulatorische Kompetenzen (Erlass von Leitlinien, Empfehlungen und technischen Standards) haben.

4.1.4. Sitzlandprinzip

Das Sitzlandprinzip (auch: Herkunftslandprinzip) ist Ausdruck des durch die Grundfreiheiten vorgegebenen Anerkennungsprinzips und in zahlreichen Sekundärrechtsakten verankert. Es besagt, dass ein Finanzdienstleistungsunternehmen hinsichtlich aller Aktivitäten im Binnenmarkt grundsätzlich nur von der zuständigen Aufsichtsbehörde und nach dem Recht desjenigen Mitgliedsstaats zugelassen (Prinzip der Einmalzulassung (Single Licence-System)) und überwacht (Prinzip der Herkunftslandkontrolle) wird, in dem es den Hauptverwaltungs- und Sitzungssitz hat. Von der Beaufsichtigung durch Behörden anderer Mitgliedsstaaten und der Beachtung von deren Aufsichtsrecht (Tätigkeits- und Gastlandprinzip) ist es grundsätzlich befreit. Es besteht lediglich eine Pflicht, die Aufnahme der Tätigkeit in anderen Mitgliedsstaaten den zuständigen Behörden im Herkunftsmitgliedstaat mitzuteilen. Diese Informationen werden dann von dieser an die Behörden des Aufnahmemitgliedsstaats weitergeleitet. Überwachungszuständigkeiten besitzen die Behörden im Aufnahmemitgliedsstaat nur noch dort, wo ihnen diese gemeinschaftsrechtlich ausdrücklich zugewiesen sind.

Das Sitzlandprinzip dient der Gewährleistung der Niederlassung- und Dienstleistungsfreiheit. Mit ihm ist der weitestgehende, aber nicht mehr durchgängige Verzicht auf eine zentrale Zulassung und Kontrolle aufgrund supranationalen Einheitsrechts (Vollharmonisierung) verbunden. Es setzt eine gewisse Mindestharmonisierung der Aufsichtsrechte der Mitgliedsstaaten und deren jeweils effektive Anwendung sowie eine enge Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden des Herkunfts- und des Aufnahmelandes voraus. Daher wird diese grenzüberschreitende Zusammenarbeit auch intensiv durch die ESA gefördert.

Wichtige Ausnahmen vom Sitzlandprinzip gibt es insbesondere bei der Zulassung und Beaufsichtigung von Kreditinstituten in an der Bankenunion teilnehmenden Ländern, die zentral von der EZB erfolgt. Das Sitzlandprinzip ist in diesem Fall jedoch auch nicht gänzlich aufgehoben, sondern lediglich modifiziert. Bei der zentralen Registrierung von Ratingagenturen und Transaktionsregistern durch die ESMA wird das Sitzlandprinzip hingegen zugunsten des Prinzips der Vollharmonisierung praktisch aufgegeben.

4.2. MiFID II

Auf europarechtlicher Ebene ist im Bereich des Kapitalmarktrechts die neue Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente („*Markets in Financial Instruments Directive*“, *MiFID II*, Richtlinie 2014/65/EU) für die Ausgestaltung von KMU-Märkten einschlägig. MiFID II schenkt dem Bereich der Finanzierung von KMU über die Kapitalmärkte besonderes Augenmerk, indem es mit Artikel 33 einen eigenen Abschnitt über „KMU-Wachstumsmärkte“ beinhaltet.

MiFID II ist mit 2. Juli 2014 in Kraft getreten, wobei die erstmalige Anwendung ursprünglich mit 3. Jänner 2017 festgelegt wurde. In der Zwischenzeit hat die ESMA (European Securities and Markets Authority) Zeit das Regelwerk durch eine Vielzahl an Standards (RTS, IST und

technical advices) auf operativer Ebene zu präzisieren. Parallel dazu wird an der nationalen Umsetzung der Richtlinie in den EU-Mitgliedstaaten gearbeitet. Einen Überblick über die ursprünglich geplante zeitliche Abfolge der Implementierung von MiFID II gibt Abbildung 10.

Am 10. Februar 2016 hat Europäische Kommission vorgeschlagen, den Termin für die Anwendung von MiFID II wegen der außergewöhnlichen Herausforderungen, vor denen Regulierungsbehörden und Marktteilnehmer bei der technischen Umsetzung stehen, um ein Jahr zu verschieben.¹⁰ Als neues Datum für das Inkrafttreten der nationalen Umsetzung von MiFID II gilt nunmehr der 3. Jänner 2018.

Abbildung 10: MiFID II – vom Beschluss zur Umsetzung (ursprünglicher Plan)



Q.: Schermaier (2014)

Bisher (Stand August 2015) wurden in Österreich noch keine legislativen Umsetzungsschritte für die Implementierung von MiFID II in nationales Recht vorgenommen. Es ist davon auszugehen, dass analog zu MiFID I folgende österreichischen Gesetze – und ggf. auch einschlägige Verordnungen – angepasst werden (müssen)¹¹:

- Wertpapieraufsichtsgesetz (WAG)
- Bankwesengesetz (BWG)
- Börsegesetz (BörseG)
- Investmentfondsgesetz (InvFG)
- Konsumentenschutzgesetz (KSchG)

Das als „MiFID II“ bekannte Regelwerk ist in eine Richtlinie (MiFID) und eine Verordnung (MiFIR) unterteilt. Ultimatives Ziel der MiFID-Novellierung ist es, die Marktstrukturen widerstandsfähiger und effizienter zu gestalten, die Transparenz zu erhöhen, Befugnisse der

¹⁰ http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-265_de.htm

¹¹ Für einen detaillierten Überblick über die im Rahmen von MiFID I geänderten österreichischen Gesetze und Verordnungen siehe Übersicht A2.

Aufsichtsbehörden auszuweiten, Warenterminmärkte stärker zu regulieren, sowie den Anlegerschutz weiter zu verbessern.

Die wesentlichen inhaltlichen Änderungen durch MiFID II lassen sich in zwei große Blöcke gliedern: in einen anlegerschutzbezogenen Teil und in einen markt- bzw. börsenbezogenen Teil. Da für das gegenständliche Projekt v.a. die börsenbezogenen Themen von substantieller Relevanz sind, wird in weiterer Folge auf diesen Teil des Regelwerks besonders eingegangen.

4.2.1. Marktstrukturen

Die Finanzmärkte haben sich in den vergangenen Jahren deutlich verändert. Die Entstehung neuer Handelsplätze und Produkte, technologischer Wandel, sowie die erhöhte Bedeutung des Hochfrequenzhandels haben die Funktionsweise der Wertpapiermärkte wesentlich beeinflusst. Um den nicht-regulierten Handel mit Finanzinstrumenten zu erfassen, sieht MiFID II eine neue Form von Handelsplätzen, sogenannte „organisierte Handelssysteme“ (OTFs, Organised Trading Facilities) vor.

4.2.2. Handelstransparenz und Datenkonsolidierung

Die Finanzkrise hat deutliche Schwächen der Finanzmärkte aufgezeigt, was ihre Transparenz angeht. MiFIR beinhaltet einen Großteil der Transparenzregeln, die einheitlich in der gesamten EU anwendbar sein werden. MiFID II verschärft die Transparenzvorschriften für Aktien und erfasst gleichzeitig erheblich mehr Finanzinstrumente als bisher. Zum Beispiel wurden Warentermingeschäfte in das Regelwerk integriert. Grundlegende Änderungen sind für jene Märkte vorgesehen, an denen aktienähnliche Instrumente, Anleihen, strukturierte Finanzprodukte, sowie OTC-Derivate gehandelt werden. Ein integriertes Berichtssystem (nachbörslicher Datenticker – „Consolidated Tape“) sorgt für Qualitätsverbesserung und europaweite Datenkonsolidierung. Geregelt wird auch die Meldung von Geschäftsdaten an die zuständigen Behörden. Kostenintensive IT-Maßnahmen sind wegen notwendiger Anpassungen der zu Grunde liegenden Datenmodelle, Front-Office Systeme und der IT-Infrastruktur zu erwarten.

4.2.3. Anlegerschutz und Wohlverhaltensregeln

Zur Stärkung des Anlegerschutzes legt die Richtlinie besonderes Augenmerk auf Anlageberatung, Dokumentation der an Kunden erbrachten Dienstleistungen und Qualität der Auftragsausführung („Best Execution“). Es gilt der Grundsatz des ehrlichen, redlichen und professionellen Handelns und die Verpflichtung, fair und klar gegenüber Kunden zu agieren. Um potentielle Interessenskonflikte zu vermeiden, untersagt MiFID II unabhängigen Beratern und Portfoliomanagern, monetäre Vorteile (Provisionen) anzunehmen.

4.2.4. Erhöhung der Schlagkraft der Aufsichtsbehörden

Den zuständigen Behörden werden mehr Befugnisse eingeräumt. Sie können künftig eine Reihe von verwaltungsrechtlichen Maßnahmen, Sanktionen und Geldbußen verhängen. Aufsichtsbehörden sollen beispielsweise den Vertrieb bestimmter Produkte oder

Dienstleistungen verbieten können. Für die Koordination der einzelnen nationalen Maßnahmen ist die ESMA zuständig, welche die Kommission bei der Erarbeitung der Durchführungsstandards zu MiFID II unterstützt.

4.2.5. Regulatorisches Umfeld

MiFID II ist, neben dem Basel III-Regime, welches auf EU Ebene mittels der „Capital Requirements Directives“ (CRD II bis IV) umgesetzt wurde, ein wesentlicher Baustein einer Reihe aktueller Reformen zur Stabilisierung und Modernisierung des europäischen Finanzsystems. Wie andere aufsichtsrechtliche Neuerungen auch, ist MiFID II unter anderem durch Erkenntnisse aus der Finanzkrise getrieben. Weitere Regelungen im Bereich Wertpapier-Compliance umfassen u.a. OTC (Over the Counter)-Derivate und die europäische Marktinfrastruktur (VO 2012/648/EU: „European Market Infrastructure Regulation“ – EMIR), Marktmissbrauch (VO 2014/596/EU: „Market Abuse Directive“ – MAD), Anlageprodukte für Kleinanleger sowie Änderungen bei Transparenzanforderungen und Prospekten.

4.3. Marktbetreiber und Handelsplätze

Die Dreiteilung der Finanzmärkte im Rahmen vom MiFID I¹² in regulierte Märkte (Regulated Markets - RM), multilaterale Handelssysteme (Multilateral Trading Facility - MTF) und systematische Internalisierer (Systematic Internaliser - SI) hat sich in der Praxis als unzureichend erwiesen.

Um sämtliche Formen des regulierten und geordneten Handels abdecken zu können, wird mit MiFID II eine neue Kategorie – das sogenannte organisierte Handelssystem (Organized Trading Facilities, OTF) – eingeführt. Da OTF bis jetzt keinem der vorhandenen Handelsplätze entsprachen, waren diese nicht reguliert.

Nach Art 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID II sind **Marktbetreiber** (natürliche oder juristische) Personen, die das Geschäft eines geregelten Marktes betreiben, wobei der geregelte Markt auch selbst Marktbetreiber sein kann.

Geregelte Märkte und **multilaterale Handelssysteme** sind beides multilaterale Handelssysteme. Rechtlich liegt der maßgebliche Unterschied der beiden Plattformen darin, dass die Zulassung zum geregelten Markt ein hoheitlicher Akt ist, während die Einbeziehung von Finanzinstrumenten in den Handel an MTF ein privatrechtlicher Akt ist. Die an die Zulassung geknüpften Rechtsfolgen für Teilnehmer und Emittenten (wie etwa Finanzberichterstattungspflichten – gelten nur für Emittenten an geregelten Märkten, nicht aber für multilaterale Handelssysteme wie den Dritten Markt (in Deutschland als Freiverkehr bezeichnet vgl. Müller – Michaels – Wecker 2005).

Als **geregelten Markt** (Regulated Market – RM) definiert Art 4 Abs. 1 Nr. 21 MiFID II ein von einem Marktbetreiber betriebenes multilaterales System (gemäß Art 4 Abs. 1 Nr. 19 MiFID II), das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach seinen nicht-diskretionären Regeln in einer Weise

¹² Alle unter MiFID I registrierten Märkte können nach den verschiedenen Kategorien unterteilt unter folgendem Link abgefragt werden: <http://mifiddatabase.esma.europa.eu/Index.aspx>

zusammenführt, die zu einem verbindlichen Vertrag in Bezug auf an diesem Markt zugelassenen Finanzinstrumente führt (Vgl. Art 44 ff. MiFID II). In Österreich zählen der Amtliche Handel und der Geregelte Freiverkehr der Wiener Börse zu den geregelten Märkten (Abbildung 11). Unternehmen, die an diesen Märkten notieren, gelten rechtlich als börsennotierte Unternehmen und unterliegen allen gesetzlichen Regulierungen des Wertpapieraufsichtsgesetzes (WAG), des Börsegesetzes (BörseG) und des Aktiengesetzes (AktG).

Ein **multilaterales Handelssystem** (Multilateral Trading Facility – MTF) ist gemäß Art 4 Abs. 1 Nr. 22 MiFID II ein von einem Marktbetreiber (siehe oben) oder einer Wertpapierfirma betriebenes multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach seinen nichtdiskretionären Regeln in einer Weise zusammenführt, die zu einem verbindlichen Vertrag in Bezug auf an diesem Markt zugelassenen Finanzinstrumente führt (Vgl. Art 5 ff. MiFID II). Gesetzliche Basis in Österreich ist § 1 Z 9 WAG 2007. Der Betrieb eines MTF bedarf einer Konzession nach § 3 Abs. 2 Z 4 WAG 2007.

Unternehmen, die an solche Märkten (MTFs) notieren, gelten rechtlich nicht als börsennotiert, somit gelten auch viele gesetzliche Bestimmungen bezüglich Publizitäts- und Transparenzvorschriften, Aktiengesetz und Corporate Governance Codes, Rechnungslegungsvorschriften, Prospektpflicht für die Einbeziehung an den Markt, sowie kapitalmarktrechtliche Haftungsvorschriften für diese Unternehmen nicht. Allerdings gilt die Prospektpflicht für öffentliche Angebote und die Bestimmungen zum Verbot des Insiderhandels für diese Unternehmen auch.

MiFID II sieht für MTF, die auf die speziellen Bedürfnisse von KMU zugeschnitten sind, wahlweise die Möglichkeit zur Registrierung als sog. „KMU-Wachstumsmarkt“ vor (Vgl. Art 5 ff. MiFID II; siehe unten Abschnitt 5.3). Die Definition des MTF umfasst nur einen Teil der bestehenden börsenähnlichen Systeme. Mit ihrer Zulassung und dem Wegfall des sog. „Börsevorrangs“ wollte bereits MiFID I den Wettbewerb zwischen den Ausführungsplätzen fördern. In Österreich ist der Dritte Markt der Wiener Börse als MTF registriert (siehe Box 8 und Übersicht A 1 im Annex).

Box 8: Marktsegmente an der Wiener Börse

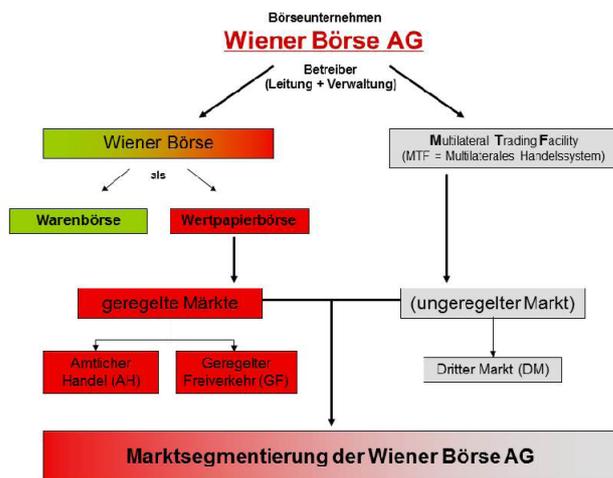
Die Börse segmentiert den Aktienmarkt („equity market“) auf Basis von Nachfragegesichtspunkten in die Segmente „prime market“, „mid market“ und „standard market“. In diesen Segmenten sind grundsätzlich alle an der Wiener Börse zugelassenen Aktien (und Partizipationsscheine) im Amtlichen Handel oder Geregelten Freiverkehr eingeschlossen. Diese Marktsegmente können aber auch unterschiedliche Zulassungsformen verbinden, insbesondere im mid market. Im Segment mid market können auch im Handel am Dritten Markt aufgenommenen Aktien enthalten sein. Abbildung 11 zeigt wie die Marktsegmente auf der juristischen Segmentierung aufbauen.

Der prime market ist das oberste Segment mit den höchsten Anforderungen an die Unternehmen. Die Aktien müssen entweder im Amtlichen Handel oder im Geregelten Freiverkehr (rechtliche Marktsegmente des regulierten Handels) zugelassen sein und die Unternehmen verpflichten sich privatrechtlich zu erhöhten Transparenz-, Qualitäts- und Publizitätskriterien. Im Segment standard market notieren alle Aktien (und

Partizipationsscheine), die zum Amtlichen Handel oder zum Geregelten Freiverkehr zugelassen sind, jedoch nicht dem prime market oder dem mid market zugerechnet sind. Der mid market ist als Marktsegment für kleinere und mittlere Unternehmen konzipiert um kleineren Unternehmen im Rahmen eines Börsengangs die Möglichkeit zu geben außerhalb des bestehenden Eigentümerkreises Eigenkapital im Rahmen eines IPO aufzunehmen.

Ein wesentliches Merkmal des mid market Segments ist die Unterstützung durch einen Capital Market Coach, der die Unternehmen beim Börsengang und ein Jahr darüber hinaus begleitet. Der mid market ist sehr flexibel, in den mid market können Unternehmen notieren, die zum amtlichen Handel oder den Geregelten Freiverkehr zugelassen sind, aber auch Unternehmen, deren Aktien zum Handel am Dritten Markt zugelassen sind. Im Rahmen des mid markets verpflichten sich die Unternehmen zur Einhaltung erhöhter Transparenz-, Qualitäts- und Publikationsverpflichtungen wie zum Beispiel Pflicht zur Bekanntgabe von Insider-Informationen über ein geeignetes elektronisches Ad hoc-System (Amtlicher Handel, Geregelter Freiverkehr und Dritter Markt).

Abbildung 11: Marktsegmente der Wiener Börse



Q.: Wiener Börse AG

Mit MiFID II und MiFIR werden nunmehr zusätzlich sog. **organisierte Handelssysteme** (Organised Trading Facilities – OTF) reguliert. Unter OTF werden alle anderen zumeist automatisierten Formen der organisierten Zusammenführung von Kauf- und Verkaufsaufträgen von Anleihen und Derivaten (nicht: Aktien!), die zu einem Vertrag nach Art 4 Abs. 1 Nr. 22 MiFID II führen, zusammen gefasst. Im Gegensatz zu RM und MTF besteht bei OTF ein Ermessensspielraum bei der Zusammenführung von Kundenaufträgen. OTF bilden eine neue Kategorie und sozusagen ein Auffangbecken für Handelsplätze, die zuvor in MiFID I nicht reguliert wurden. Die Erfassung sämtlicher Handelssysteme soll Lücken schließen und das Gesamtsystem (weiter) stärken.

RM, MTF und OTF haben gemeinsam, dass auf diesen Märkten Handel mit Finanzinstrumenten betrieben wird, weshalb MiFID II hierfür auch den Sammelbegriff „Handelsplatz“ verwendet (Art 4 Abs. 1 Nr. 24 MiFID II). MiFID II strebt damit an ab 2017 alle multilateralen Systeme für Finanzinstrumente zu erfassen und einer einheitlichen

multilateralen Systeme für Finanzinstrumente zu erfassen und einer einheitlichen Rahmenregulierung innerhalb der mehr oder weniger Spielraum für individuelle Ausgestaltungsmöglichkeiten auf Ebene der EU Mitgliedsstaaten besteht - zu unterwerfen.

RM unterliegen der Aufsicht nach Art. 44 MiFID II. Für MTF (ab 2017 auch OTF) gelten unter MiFID II weiterhin die aufsichtsrechtlichen Zulassungsregelungen (Art. 5 ff MiFID II) für Wertpapierfirmen (Art 5 Abs. 2 MiFID II) mit einigen besonderen Anforderungen (Art 18 bis 20 MiFID II) und Zusatzbestimmungen (z.B. Art 19f., 31 f. 38 MiFID II), da der Betrieb von MTF und OTF als Wertpapierdienstleistung gilt. Die damit ermöglichte größere Freizügigkeit bedeutet für alle drei Markttypen, dass sie auch in anderen Mitgliedsstaaten grundsätzlich ohne weitere Anforderungen Handelssysteme zum Zwecke der Herstellung des Marktzugangs, der Orderausführung und der Abrechnung betreiben oder nutzen können (Art. 36 ff. MiFID II). Die nationalstaatliche Umsetzung von MiFID II hat bis zum 3.7.2016 zu erfolgen.

4.4. KMU-Wachstumsmärkte

4.4.1. Ein neues Marktsegment speziell für KMU

MiFID II definiert in Artikel 33 mit den sog. „KMU-Wachstumsmärkten“ ein neues Marktsegment, das speziell auf die Bedürfnisse von KMU (Marktkapitalisierung ≤ 200 Mio. Euro) zugeschnittene regulatorische Rahmenbedingungen enthält und begründet dessen Einführung wie folgt:

KMU-Wachstumsmärkte werden als eine Sub-Kategorie der MTF geführt. Die offizielle Einführung respektive Definition dieses neuen Marktsegments für Klein- und Mittelbetriebe (KMU) soll diesen eine erhöhte 'Visibilität' verleihen und eine paneuropäische Regulierung ermöglichen. Einzelne Rahmenbedingungen, die solche Märkte beschreiben, finden sich direkt in MiFID II. Details – wie beispielsweise die Anforderungen zur Zulassung von solchen Märkten – werden in technischen Standards bzw. delegierten Rechtsakten festgelegt.

Es ist aus ökonomischer Sicht zur Dynamisierung von Wirtschaftswachstum und Beschäftigung sinnvoll, den Zugang zu Kapital für kleinere und mittlere Unternehmen (KMU) sowie die Weiterentwicklung spezialisierter Märkte, die auf die Bedürfnisse kleinerer und mittlerer Emittenten zugeschnitten sind, zu erleichtern (EITF, 2015). Diese Märkte, die im Rahmen von MiFID II als multilaterale Handelssysteme (MTF) betrieben werden, sind gemeinhin als KMU-Wachstumsmärkte bekannt. Durch die Schaffung einer neuen Unterkategorie des „KMU-Wachstumsmarktes (KMU-WM)“ innerhalb der MTF-Kategorie und die Registrierung dieser Märkte soll ihr Bekanntheitsgrad und ihr Ansehen erhöht sowie zur Entwicklung gemeinsamer unionsweiter Regulierungsstandards für solche Märkte beigetragen werden. Schwerpunktmäßig sollte die Aufmerksamkeit darauf gelegt werden, wie eine künftige Regulierung die Nutzung dieses Marktes weiter unterstützen und fördern kann, sowie dass die Verwaltungslast verringert wird und weitere Anreize für KMU geboten werden, sich der Kapitalmärkte über KMU-Wachstumsmärkte zu bedienen.

Dabei gilt es, das Spannungsfeld zwischen Investorenschutz einerseits und der für KMU notwendigen Flexibilität andererseits ausgewogen aufzulösen. Die Anforderungen an diese

neue Kategorie von Märkten müssen ausreichend flexibel sein, um der zurzeit in Europa existierenden Bandbreite erfolgreicher Marktmodelle Rechnung zu tragen. Zudem müssen sie das richtige Gleichgewicht finden zwischen der Aufrechterhaltung eines hohen Anlegerschutzes, der für die Förderung des Vertrauens der Anleger in Emittenten entscheidend ist, und der Verringerung des Verwaltungsaufwands für die Emittenten an solchen Märkten. Einzelheiten zu den Anforderungen an KMU-Wachstumsmärkte, etwa Kriterien für die Zulassung zum Handel auf einem solchen Markt, werden in delegierten Rechtsakten oder technischen Standards von der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) festgelegt werden.

Angesichts des wichtigen Anliegens, keine negativen Folgen für bestehende erfolgreiche Märkte zu verursachen, wird Betreibern von Märkten für kleinere und mittlere Emittenten weiterhin die Option offenstehen, zu entscheiden, einen solchen Markt im Einklang mit den Anforderungen von MiFID II weiter zu betreiben, ohne eine Registrierung als KMU-Wachstumsmarkt zu beantragen. Emittenten, bei denen es sich um KMU handelt, sind nach MiFID II nicht verpflichtet, die Zulassung ihrer Finanzinstrumente zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zu beantragen.

Damit KMU von dieser neuen Marktkategorie profitieren können, sollten mindestens 50% der Emittenten, deren Finanzinstrumente an einem KMU-Wachstumsmarkt gehandelt werden, KMU sein. Eine entsprechende Evaluierung soll die Einhaltung dieser Quote sicher stellen. Dieses 50%-Kriterium wird aber flexibel gehandhabt werden. Die vorübergehende Nichteinhaltung dieses Kriteriums hat nicht zur Folge, dass die Registrierung des betreffenden Handelsplatzes als KMU-Wachstumsmarkt unverzüglich aufzuheben oder eine entsprechende Registrierung abzulehnen ist, wenn eine hinreichende Aussicht besteht, dass der Handelsplatz das 50 %-Kriterium ab dem folgenden Jahr wieder erfüllt. Die Beurteilung, anhand deren festgelegt wird, ob ein Emittent ein KMU ist, sollte auf der Grundlage der Marktkapitalisierung in den letzten drei Kalenderjahren erfolgen. Diese flexible Bestimmung dürfte gewährleisten, dass der Übergang der betreffenden Emittenten von diesen spezialisierten Märkten zu den Hauptmärkten reibungsloser verläuft.

4.4.2. Der Dritte Markt der Wiener Börse als potentieller KMU-Wachstumsmarkt

Als Anknüpfungspunkt für die Etablierung eines KMU-Wachstumsmarktes in Österreich käme grundsätzlich (nur) der Dritte Markt an der Wiener Börse in Betracht. Der Dritte Markt wird als multilaterales Handelssystem (MTF) betrieben. Derzeit (August 2015) notieren 29 Unternehmen in diesem Marktsegment der Wiener Börse. Der Handel mit Finanzinstrumenten im Dritten Markt erfolgt nicht auf Grund einer formellen Zulassung zum Börsenhandel. Die Anforderungen des Börsengesetzes betreffend die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel an einem geregelten Markt und die Emittentenpflichten gelten für im Dritten Markt gehandelte Finanzinstrumente nicht, wohl aber die Verbote der § 48b BörseG (Insiderhandel) und 48c BörseG (Marktmanipulation).

Mit Inkrafttreten der europäischen Marktmissbrauchsverordnung (MAD) 2014/596/EU am 3.7.2016 in Österreich unterliegt auch der Dritte Markt erweiterten Publizitätspflichten betreffend *Ad-hoc Meldungen* (Art 17 MAD) und *Director's Dealings* (Art 19 MAD). Die MAD sieht aber Erleichterungen für KMU-Wachstumsmärkte zur Reduktion des mit den

Meldpflichten einhergehenden Verwaltungsaufwands vor. So können Insiderinformationen in Bezug auf Emittenten, deren Finanzinstrumente zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind, auf der Website des Handelsplatzes anstatt der Website des Emittenten angezeigt werden, falls der Handelsplatz sich für die Bereitstellung dieser Möglichkeit für Emittenten auf jenem Markt entscheidet (Art 17 Abs. 9 MAD). Weiters sind Emittenten, deren Finanzinstrumente zum Handel an KMU-Wachstumsmärkten zugelassen sind, von der Pflicht zur Erstellung einer Insiderliste befreit, wenn seitens des Emittenten alle erforderlichen Vorkehrungen zur umfassenden Belehrung aller Personen, die Zugang zu Insiderinformationen haben, getroffen werden und der Emittent in der Lage ist, der zuständigen Behörde (in Österreich: FMA) auf Anfrage die Insiderliste bereitzustellen (Art 18 Abs. 6 MAD).

Vor dem Inkrafttreten des Gesellschaftsrechtsänderungsgesetzes im Jahr 2011 (GesRÄG 2011) war eine Aufnahme in den Dritten Markt ohne größere regulatorische Hürden möglich. Durch das GesRÄG 2011 wurde die Umstellung aller österreichischen Aktiengesellschaften im Dritten Markt von Inhaber auf Namensaktien bis 31. Dezember 2013 verfügt. Inhaberaktien sind demnach nur mehr im "geregelten" Markt, d.h. im amtlichen Handel sowie im Freiverkehr der Wiener Börse, zulässig. Für Inhaberaktien, die bereits vor dem 1. Jänner 2014 (ursprünglich vorgesehen: 1. August 2011) am Dritten Markt der Wiener Börse notierten, wurde eine permanente Ausnahme geschaffen. Diese Aktien bleiben, bis auf Weiteres, Inhaberaktien. Diese Ausnahmeregelung ist mittlerweile ausgelaufen und steht Unternehmen, die eine Neuaufnahme in den Dritten Markt vornehmen wollen, nicht mehr zur Verfügung.

Anlass zur Reform waren Geldwäsche- und Terrorismusfinanzierungsvorwürfe gegenüber dem alten Inhaberaktiensystem. Im neuen System müssen Inhaberaktien über Depotbanken in legitimierten Depotkonten gehalten werden. Bei Namensaktien sind zusätzlich Namen des jeweiligen Aktionärs, und im Gegensatz zu Deutschland auch die Kontonummer des Aktionärs im Aktienbuch einzutragen (gemäß §61 Abs. 1 Zif. 3 AktG). Allerdings werden weder die Depotbank noch die Wiener Börse positiv verpflichtet, diese Eintragung ins Aktienbuch vorzunehmen. Für den Aktionär besteht die Sanktion darin, dass ohne Aktienbucheintragung weder die Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung noch die Überweisung der Dividende möglich ist.

Unternehmen, die an Inhaberaktien festhalten wollen, bleibt als einzige Option die Notierung in den geregelten Märkten der Wiener Börse (Amtlicher Handel bzw. Freiverkehr). Für neue Emittenten, kleinere und mittlere AGs sind die Kosten und Anforderungen einer Notierung am geregelten Markt aber in der Regel zu hoch. Das betrifft v.a. die Bilanzierungspflicht nach IFRS sowie auch strengere ad-hoc Meldepflichten. Der Dritte Markt der Wiener Börse ist somit (nach Ablauf der Übergangsfrist des GesRÄG) für Neuzugänge ausschließlich auf Namensaktienbasis zugänglich. Selbst wenn junge Emittenten ihre bestehenden Inhaberaktien gegen Namensaktien tauschen, bleibt ihnen praktisch der Zugang zum Dritten Markt verwehrt, weil keine fristgerechte Befüllung des Aktienbuchs vorgesehen ist. Folgende Problemstellen konnten u.a. identifiziert werden:

Eine **automatische Befüllung des Aktienbuchs** mit den neuen Käuferdaten (inkl. Kontonummer) nach vollzogenem Börsehandel fehlt in Österreich. Ein automatisches

Eintragungssystem für Namensaktien wie in Deutschland existiert in Österreich nicht und wäre lt. Börsenbetreiber kaum wirtschaftlich herzustellen.

Die **Verpflichtung der Mitteilung der Depotbanken an Unternehmen** zwecks Befüllung des Aktienbuchs ist in Österreich nicht vorgesehen. Im Gegensatz zur deutschen Gesetzgebung (§ 67 deutsches Aktiengesetz) kennt die österreichische Gesetzgebung (vgl. § 61 österr. Aktiengesetz) keine explizite Bestimmung, welche die mitwirkenden Kreditinstitute verpflichtet, bei Übertragung oder Verwahrung von Namensaktien, der Gesellschaft die für die Führung des Aktienregisters erforderlichen Angaben (gegen Erstattung der notwendigen Kosten) zu übermitteln. Damit entfällt auch die Möglichkeit einer diskretionären Befüllung des Aktienbuchs zu Stichtagen (z.B: Hauptversammlung, Dividendenauszahlung). Die Depotbanken berufen sich auf das Bankgeheimnis und hohe Abwicklungskosten.

Clearing-Dienstleister für Dividendenauszahlungen, wie die OeKB, sehen ein Problem in der **Auszahlungspflicht ausschließlich an die im Aktienbuch angegebene Kontonummer** des Einzelanlegers. Eine diesbezügliche Anpassung des §61 (1) AktG auf ausschüttung an Depotbanken könnte aber von den relevanten internationalen Organisationen aber als fragwürdiger Rückschritt gegenüber den früheren Zugeständnissen interpretiert werden. Die internationalen Empfehlungen zur Geldwäsche- und Terrorismusfinanzierungsbekämpfung (Financial Action Task Force - FATF) sowie zum Informationsaustausch zu Steuerzwecken (OECD Global Forum on Transparency and Exchange of Information for Tax Purposes), zu unterlaufen, stellt keine vernünftige Option dar.

Daher wird zu prüfen sein, unter welchen Voraussetzungen (z.B. Anpassung der AGBs der Wiener Börse, Verpflichtung der Banken die Eintragung in Aktienbuch vorzunehmen) die Notierung von Namensaktien am Dritten Markt ermöglicht werden könnte. Eine positive Auflösung dieser regulatorischen Barriere stellt eine wichtige Vorbedingung für die Etablierung eines eigenen KMU-Wachstumsmarktes an der Wiener Börse dar.

4.5. Markttransparenz und Marktzugang

Regelungen zur Markttransparenz werden größtenteils im Rahmen der MiFIR definiert.

Die Vor- und Nachhandelstransparenz für RM und MTF wurden bereits in MiFID I geregelt. Diese Regeln beschränkten sich auf Aktien und aktienvertretende Derivate. Für RM, MTF und OTF finden sich einheitliche Anforderungen an die Vor- und Nachhandelstransparenz in der MiFIR. Des Weiteren wird das Spektrum von Aktien auf Eigenkapitalinstrumente¹³ wie auch auf Nichteigenkapitalinstrumente¹⁴ ausgeweitet.

Des Weiteren erhöht die MiFIR die Transparenzanforderungen für Handelsplattformen, die Warenderivate, Emissionszertifikate oder darauf basierende Derivate handeln. In einem wöchentlichen Reporting sollen sämtliche Positionen nach den unterschiedlichen

¹³ Gemäß MiFIR fallen unter *Equity und Equity ähnliche Produkte* Aktien, Hinterlegungszertifikate, börsengehandelte Fonds (ETF), Zertifikate und anderen ähnliche Finanzinstrumente.

¹⁴ Demgegenüber werden gemäß MiFIR unter *Non-Equity Produkten* Obligationen, strukturierte Finanzprodukte, Emissionspapiere und Derivate verstanden.

Händlerkategorien gegliedert und veröffentlicht werden. Dies erlaubt es sowohl den nationalen Regulierungsbehörden als auch der ‚European Securities and Markets Authority (ESMA)‘ frühzeitig, in den Handel einzugreifen.

Seit Inkrafttreten der MiFID I besteht die Pflicht, Transaktionen an die Aufsicht zu melden. Diese Meldepflicht bleibt unter der MiFID II bestehen. Allerdings sieht die MiFIR die Notwendigkeit, die zu übermittelnden Informationen respektive Datensätze wie auch die Übermittlungsmethode auf europäischer Ebene durch die ESMA zu harmonisieren. Eine solche harmonisierte Datenübermittlung dürfte die Qualität der Aufsicht in sämtlichen europäischen Ländern stärken.

Darüber hinaus sind Betreiber von RM, MTF und OTF künftig verpflichtet, sämtliche relevanten Daten im Zusammenhang mit Orders von Finanzinstrumenten aufzuzeichnen. Unter anderem würde dies implizieren, dass ein Finanzdienstleister bei der Übermittlung einer Order auch Daten zur Kundenidentifikation an den durchführenden Handelsplatz mitliefern müsste.

Neben der Einrichtung eines effektiven, fairen und sicheren Marktes haben die Betreiber geregelter Märkte Vorgaben für die Zulassung von Instrumenten zum Handel sowie den transparenten und nichtdiskriminierenden Marktzugang zu erfüllen (Art 47 ff., insb. Art 53 MiFID II). Mit Inkrafttreten von MiFIR am 3.1.2017 sind für alle Handelsplätze (RM, MTF und OTF) detaillierte Handelstransparenzvorschriften anzuwenden. Diese gelten für Eigenkapitalinstrumente (Art 3 bis 7 MiFIR) wie auch für Nichteigenkapitalinstrumente (Art. 8 bis 11 MiFIR). Die Vorhandelstransparenzdaten (insb. Kursdaten) und Nachhandelstransparenzdaten (Preis, Volumen, Zeitpunkt der Transaktion) sind gesondert zu veröffentlichen und zu angemessenen kaufmännischen Bedingungen zugänglich zu machen (Art 12 f. MiFIR). Die über RM, MTF oder OTF getätigten Geschäfte mit Finanzinstrumenten sind von den Betreibern auf marktstörende oder marktmissbrauchende Verhaltensweisen hin zu überwachen. Schwerwiegende Verstöße sind der zuständigen Behörde, die in ihren Ermittlungen zu unterstützen ist, zu melden (Art 54 MiFID II).

4.6. Regulatorische Maßnahmen auf europäischer Ebene

Auf der Grundlage des Grünbuchs zur Schaffung einer europäischen Kapitalmarktunion (COM/2015/63) lassen sich u.a. wesentliche Meilensteine für regulatorische Prioritäten zur Schaffung von dynamischen KMU-Wachstumsmärkten ableiten.

Ob Österreich in Zukunft den Anschluss an florierende KMU-Wachstumsmärkte schaffen wird können, wird wesentlich davon abhängen, wie regulatorische Vorgaben der EU umgesetzt werden. Da der österreichische Kapitalmarkt im internationalen Vergleich deutlich unterentwickelt ist, kommt einer intelligenten Umsetzung, die auf das hierzulande so beliebte „gold plating“ europäischer Normen verzichtet, und stattdessen internationale Standards schnellstmöglich und minimalinvasiv für die österreichischen Unternehmen umsetzt, eine zentrale Bedeutung zu. Aus Sicht der Wirtschaftspolitik gilt es, Versäumnisse aus der Vergangenheit hinsichtlich der Kapitalmarktentwicklung nachzuholen und bei den nachfolgenden Punkten mit höchster Priorität anzusetzen. Wenn seitens der Wirtschaftspolitik unbürokratisch und rasch auf die Bedürfnisse der Unternehmen reagiert

wird, kann die schwierige Übung der Etablierung eines KMU-Wachstumsmarktes auch in Österreich gelingen.

4.6.1. Abbau von Schranken für den Zugang zu den Kapitalmärkten

Kapitalmarktfinanzierung als Ergänzung zu Bankkrediten

Eigenkapitalinstrumente und Schuldtitelemmissionen sind mit hohen Fixkosten zur Erfüllung von Sorgfaltspflichten und regulatorischen Anforderungen verbunden. Darunter fallen auch die Kosten für die Offenlegung von Informationen für Anleger oder Regulierungsbehörden, sowie die Erfüllung anderer Corporate-Governance-Anforderungen und die Inauftraggabe externer Ratings. Zudem sind Unternehmen, die sich in einem frühen Entwicklungsstadium befinden, aus kommerziellen Erwägungen vielleicht nicht daran interessiert, detaillierte Informationen über ihren Geschäftsplan offenzulegen, und zögern, die Unternehmenskontrolle abzugeben oder strengere externe Prüfungen zu akzeptieren. Dadurch sind KMU häufig vom Zugang zu öffentlichen Beteiligungskapital- und Anleihemärkten ausgeschlossen und in dieser Beziehung hauptsächlich auf die privaten Märkte angewiesen, die in der Regel weniger stark standardisiert, komplexer und häufig teurer sind.

Großunternehmen können die Fixkosten für die Nutzung der Kapitalmärkte aufgrund ihrer Größe im Allgemeinen gut bewältigen und mit jeder einzelnen Emission die Aufmerksamkeit von Kreditgebern, Anlegern und Analysten gewinnen. Auch wenn die Begebung von Unternehmensanleihen in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen und den Rückgang der Kreditvergabe durch die Banken teilweise ausgeglichen hat, bleibt die Emission börsennotierter Aktien in Europa nach wie vor verhalten. Wirksamere und effizientere Märkte können dazu beitragen, die Kosten für den Zugang zu diesen Märkten zu senken und kämen damit allen Unternehmen zugute.

Prospektpflicht

Zentrale Voraussetzung für den Zugang von Unternehmen zu den Kapitalmärkten (Eigenkapital- und Anleihenmärkten) ist der sogenannte „Prospekt“. Der Prospekt enthält detaillierte Informationen über das Unternehmen und über die Bedingungen und Risiken einer Investition. Es ist für Unternehmen, die sich Finanzmittel beschaffen wollen, somit das Eingangstor zu den Kapitalmärkten. Die meisten Unternehmen, die Schuldtitel oder Eigenkapitalinstrumente begeben wollen, müssen einen Prospekt erstellen (Prospektpflicht). Obgleich der Prospekt eine wichtige Rolle für einen effektiven Investorenschutz darstellt, darf dieser jedoch keinesfalls zu einem „unnötigen“ Hindernis für den Zugang zu den Kapitalmärkten werden. Gemeinschaftsrechtliche Grundlage ist die Prospektrichtlinie (Richtlinie 2003/71/EG).

Die seit November 2003 in Kraft gesetzte Prospektrichtlinie (PR) enthält gemeinsame Bestimmungen für den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt in der EU zu veröffentlichen ist. Im Anschluss an eine Überprüfung wurde die Prospektrichtlinie im November 2010 durch die seit Juli 2012 anwendbare Richtlinie 2010/73/EU (PR II) geändert. Die Prospektrichtlinie

wurde zuletzt durch die Richtlinie 2014/15/EU, die so genannte Omnibus II-Richtlinie, geändert.

Die Europäische Kommission wird die PR im Rahmen der Stärkung der europäischen Kapitalmarktunion (Grünbuch COM(2015) 63 final) überarbeiten, um den Unternehmen (speziell KMU) die Kapitalaufnahme in der gesamten EU zu erleichtern und um KMU-Wachstumsmärkte zu fördern. Dabei wird vorrangig zu prüfen sein, in welchen Fällen ein Prospekt tatsächlich erforderlich ist, wie das Genehmigungsverfahren gestrafft werden kann und welche Möglichkeiten es für eine Vereinfachung der in den Prospekten enthaltenen Informationen gibt, ohne die zentralen Ziele des Investorenschutzes zu gefährden.

In Österreich besteht die Prospektpflicht einerseits bei einem öffentlichen Angebot¹⁵ von Wertpapieren (bzw. Veranlagungen)¹⁶ und andererseits bei einer Börsenzulassung. Gemäß § 2 Abs. 1 KMG darf ein öffentliches Angebot von Wertpapieren nur dann erfolgen, wenn spätestens einen Bankarbeitstag davor ein von der Finanzmarktaufsicht (FMA) gebilligter Prospekt veröffentlicht wurde. Ausnahmen von der Prospektpflicht sind in § 3 KMG geregelt. So wird u.a. die allgemeine Prospektpflichtschwelle von 250.000 Euro normiert (§ 3 Abs. 1 Zif. 10 KMG).

Ist eine Börsenzulassung Gegenstand des Prospektes, so hat der Emittent grundsätzlich gemäß § 74 BörseG einen Prospekt zu erstellen, sofern keine Ausnahme von der Prospektpflicht nach § 75 BörseG vorliegt. An der Wiener Börse ist bei der Zulassung zum geregelten Markt (amtlicher Handel und geregelter Freiverkehr der Wiener Börse) verpflichtend ein Prospekt zu erstellen, nicht jedoch (so parallel kein öffentliches Angebot erfolgt) für die Einbeziehung in den als MTF organisierten Dritten Markt.

Gemäß § 7 KMG hat der Prospekt sämtliche Angaben zu enthalten, die entsprechend den Merkmalen des Emittenten und der öffentlich angebotenen Wertpapiere bzw. zum Handel an dem geregelten Markt zugelassenen Wertpapiere erforderlich sind, damit sich die Anleger ein fundiertes Urteil über die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die Finanzlage, die Gewinne und Verluste, die Zukunftsaussichten des Emittenten und jedes Garantiegebers sowie über die mit diesen Wertpapieren oder Veranlagungen verbundenen Rechte bilden können.

Die FMA ist gemäß § 8a KMG für die Prüfung und Billigung von Wertpapierprospekten zuständig. Die Prüfmaßstäbe der FMA sind gemäß § 8a KMG die Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit des Prospekts. Die FMA kann im Billigungsverfahren für die Beurteilung der Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit der Prospekte einen Prospektkontrollor oder Sachverständigen beiziehen. In Verfahren über Anträge zur Billigung von Prospekten über Wertpapiere, die zum Handel an der Wiener Börse zugelassen werden sollen, kann die FMA vor der Billigung eine Stellungnahme der Wiener Börse im Sinne des § 8 Abs. 2c KMG beschaffen, sofern eine solche dem Antrag nicht bereits beigeschlossen wurde. Für

¹⁵ Ein öffentliches Angebot ist eine Mitteilung an das Publikum in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise, die ausreichende Informationen über die Bedingungen des Angebotes enthält, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, sich für den Kauf oder die Zeichnung dieser Wertpapiere oder Veranlagungen zu entscheiden.

¹⁶ Die weiteren Ausführungen beziehen sich nur auf die Prospektpflicht bei Wertpapieren.

die (beträchtlichen) Gebühren der Prospektkontrolloren, Sachverständigen oder der Wiener Börse als Stellung nehmender Sachverständiger hat jedenfalls der Antragsteller aufzukommen. Hinzu kommen noch die Kosten für die unvermeidlichen Beratungsleistungen von spezialisierten Rechtsberatern und Investmentbanken.

Nicht nur, aber speziell für KMU stellt die Erstellung und Genehmigung eines Prospekts eine zeitaufwendige und mit hohen Kosten verbundene Verpflichtung dar. Nicht in allen Fällen steht der Nutzen im Sinne des berechtigten Investorenschutzes in einer vernünftigen Relation zu den Kosten. Einen interessanten Weg geht diesbezüglich das (neue) Alternativfinanzierungsgesetz (AltFG), das die Prospektpflichtschwelle des § 3 Abs. 1 Zif. 10 KMG für über Crowdfunding finanzierte Projekte auf 1,5 Mio. Euro anhebt (neue Zif. 10a des § 3 Abs. 1 KMG).

Durch diese Verfünfachung der Prospektpflichtschwelle des KMG für Emissionen, die dem AltFG unterliegen, können im Wege des Crowdfinancing künftig größere Emissionen als bisher ohne das (strenge) Erfordernis eines Prospekts vorgenommen werden. Ferner werden dadurch hohe Kosten und Haftungsrisiken vermieden.¹⁷ Im Bereich von Emissionen, deren Volumen zumindest 1,5 Mio. Euro jedoch weniger als fünf Mio. Euro beträgt, sollen durch die Einführung eines vereinfachten Prospekts der Aufwand und die Kosten im Zusammenhang mit der Erstellung und Kontrolle bzw. Billigung von Prospekten reduziert werden. Bei Ausgabe von Aktien oder Anleihen wird die Prospektpflicht insofern erleichtert, als im Bereich von zumindest 250.000 und weniger als fünf Millionen Euro ein vereinfachter Prospekt zu erstellen ist. Zum Schutz der Anleger und der Integrität des Kapitalmarktes unterliegt jedoch auch ein vereinfachter Wertpapierprospekt jedenfalls der Prospektbilligung durch die FMA.

Mit dieser Gesetzesnovelle gelingt es die Information und den Schutz der Investoren in eine für KMU vernünftige Relation zu den damit verbundenen Kosten zu setzen. Eine Ausweitung dieser abgemilderten Prospektpflicht auf alle Emissionen sollte nach positiver Evaluierung des AltFG von der Wirtschaftspolitik in Betracht gezogen werden.

4.6.2. Verbesserung der Informationen für Investoren über KMU

In Europa wenden sich die meisten KMU nur dann an Banken, wenn sie eine Finanzierung benötigen. Knapp 13% dieser Anträge werden abgelehnt, häufig weil sie selbst bei Rentabilität nicht dem von den Banken erwünschten Risikoprofil entsprechen. Zwar verweisen die Banken KMU mitunter an andere Geldgeber, doch funktioniert dies nicht immer, da weder die Banken noch KMU sich der Alternativen ausreichend bewusst sind. KMU, deren Kreditanträge wegen zu hohem Risiko eine hohe Wahrscheinlichkeit haben, dass ihre Kreditanträge abgelehnt werden oder von denen hohe Sicherheiten gefordert werden, sind eine wichtige Zielgruppe für alternative Finanzierungsmöglichkeiten.

Für KMU hat sich der Zugang zu Finanzmitteln in der Krise stärker verschlechtert als für größere Unternehmen. Informationen über KMU sind in der Regel nur begrenzt verfügbar

¹⁷ Allerdings muss davon ausgegangen werden, dass beim Crowd Funding ohnehin starke Publizität vorherrschen wird, damit Anleger Geld bereitstellen. Die asymmetrische Information zwischen Anlegern und Unternehmen ist gerade beim Crowd Funding besonders hoch.

und finden sich üblicherweise eher in Banken, so dass es für einige KMU schwierig ist, eine breitere Basis von Anlegern, die keine Banken sind und ihren Finanzierungsbedarf decken könnten, zu erreichen. Die Verbesserung der Kreditinformationen würde einen effizienten und nachhaltigen Kapitalmarkt für KMU aufbauen helfen. Öffentliche Krediregister könnten hier Abhilfe schaffen. Ein gemeinsamer Mindestsatz vergleichbarer Informationen für Kreditauskünfte und Kreditbewertung könnte mehr Finanzmittel für KMU mobilisieren. Zudem könnte die Entwicklung von Finanzinstrumenten zur Refinanzierung von KMU-Darlehen wie etwa die Verbriefung von KMU-Krediten von standardisierten Informationen über die Kreditqualität profitieren.

Arbeiten zur Bewertung der Kreditwürdigkeit (Kreditscoring) haben begonnen und finden breite Unterstützung seitens der Mitgliedstaaten. Das Kreditscoring informiert Anleger und Darlehensgeber über die Kreditwürdigkeit von KMU. In Europa verfügen jedoch rund 25% aller Unternehmen und rund 75% der vom Eigentümer geführten Unternehmen über kein Kreditscoring. Weiterführende Initiativen in diesem Bereich könnten dazu beitragen, die Finanzierung innovativer Startups mit hohem Wachstumspotenzial in traditionellen Sektoren stärker zu diversifizieren.

4.6.3. *Standardisierung und Harmonisierung von Regulierungen*

Die „International Financial Reporting Standards“ (IFRS) sind für die Förderung einer einheitlichen Rechnungslegung in der EU von zentraler Bedeutung und erleichtern großen börsennotierten Unternehmen in der EU den Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten. Würden jedoch kleine Unternehmen, insbesondere solche, die Zugang zu speziellen Handelsplätzen suchen, zur vollumfänglichen Anwendung der IFRS verpflichtet, würden ihnen damit zusätzliche Kosten aufgebürdet. Die Erarbeitung eines vereinfachten, einheitlichen und qualitativ hochwertigen Rechnungslegungsstandards, der auf solche an bestimmten Handelsplätzen notierte Unternehmen zugeschnitten ist, könnte hier für größere Transparenz und Vergleichbarkeit sorgen und bei verhältnismäßiger Anwendung die Attraktivität solcher Unternehmen für international tätige Anleger erhöhen. Ein solcher Standard könnte zu einem Merkmal für KMU-Wachstumsmärkte werden und käme für die Anwendung in größerem Umfang in Betracht.

Ein gewisses Maß an Standardisierung kann die Attraktivität für Anleger erhöhen und für größere Markttiefe und -liquidität sorgen. Dies trifft vor allem auf kleinere Mitgliedstaaten wie Österreich zu, wo die Märkte keine effiziente Mindestgröße erreichen (können), wenn sie auf inländische Kapitalquellen beschränkt bleiben. Wenn gemeinsame Standards nicht erforderlich oder nur schwer zu erreichen sind, kann der Schwerpunkt stärker auf die EU-weite Einführung bewährter Praktiken („best practices“) gelegt werden, um die Entwicklung bestimmter Finanzinstrumente zu fördern.

4.6.4. *Privatplatzierungen*

Eine Finanzierungsmöglichkeit für Unternehmen abseits von Börsen bzw. als Vorstufe für eine spätere Börsennotierung stellen Privatplatzierungen dar, bei denen einer Einzelperson oder einer kleinen Gruppe von Anlegern Wertpapiere außerhalb der öffentlichen Märkte angeboten werden. Dies kann Unternehmen eine kosteneffizientere

Finanzierungsmöglichkeit bieten und darüber hinaus die Verfügbarkeit von Finanzierungen für mittlere bis große Unternehmen und möglicherweise auch für Infrastrukturprojekte verbessern.

Mittlere europäische Unternehmen sind schon seit vielen Jahren am US-amerikanischen Markt für Privatplatzierungen aktiv und haben im Jahr 2013 dort 15,3 Mrd. USD aufgenommen. Die Tatsache, dass sich europäische Unternehmen des US-amerikanischen Marktes für die Kapitalbeschaffung bedienen, ist wesentlich auch auf eine ungenügende Investorenbasis in der EU zurückzuführen. Obgleich Privatplatzierungen aus regulatorischer Sicht grundsätzlich erlaubt sind, fehlt dafür ein einheitlicher europäischer Rechtsrahmen. Die regulatorische Fragmentierung auf nationalstaatlicher Ebene erschwert grenzüberschreitende Emissionen. Seit dem Ausbruch der Finanzkrise hat in Europa zwar die Beliebtheit von Privatplatzierungen zugenommen und in einigen Mitgliedstaaten sind entsprechende Märkte entstanden. Insbesondere in Deutschland und Frankreich wurden im Jahr 2013 auf den inländischen Privatplatzierungsmärkten Mittel in Höhe von rund 15 Mrd. Euro aufgenommen. Einer dynamischen Entwicklung europaweiter Märkte stehen aber unverändert unterschiedliche nationale Insolvenzgesetze, fehlende standardisierte Verfahren, einheitliche Unterlagen und Informationen über die Bonität der Emittenten im Wege.

Ansätze für marktorientierte Lösungen dieses Informationsproblems existieren bereits. So wurde von der International Capital Market Association (ICMA) mit dem *Pan-European Corporate Private Placement Market Guide* ein Leitfaden für gemeinsame Verfahren, Grundsätze und eine standardisierte Dokumentation für Privatplatzierungen erstellt, der mit einer Vielzahl von nationalen Rechtsrahmen vereinbar ist. Diese Initiative wird von der Europäischen Kommission ausdrücklich unterstützt und gefördert. Darüber hinaus bedarf es aber jedenfalls einer Initiative zur regulatorischen Harmonisierung – nicht nur in diesem Bereich.

4.6.5. *Sparer zu Investoren machen*

Das Interesse der Kleinanleger für direkte Investitionen in die Kapitalmärkte ist in der EU im Vergleich zu den USA im Allgemeinen eher schwach ausgeprägt, Sparen über Finanzintermediäre dominieren. Allerdings verfügen die europäischen Haushalte über erhebliche Spareinlagen auf Bankkonten, die in einigen Fällen produktiver genutzt werden könnten. Die historisch niedrigen Einlagenzinsen bieten den privaten Haushalten bereits einen Anreiz, ihr Finanzvermögen von den Banken in die Wertpapiermärkte umzuschichten.

Investmentfonds – regulierungsrechtlich als sogenannte „Organismen zur Gemeinsamen Anlage in Wertpapieren (OGAW)“ bezeichnet – sind bei Kleinanlegern, die auf den Kapitalmärkten investieren wollen, zwar grundsätzlich beliebt, doch ist der Anteil direkter Beteiligungen von Kleinanlegern an OGAW nach wie vor relativ gering: Im Jahr 2013 hielten private Haushalte im Euroraum gerade einmal etwas mehr als ein Viertel der Anteile an Investmentfonds.

Kleinanleger werden Investitionen in Kapitalmärkte erst dann als attraktiv betrachten, wenn sie Vertrauen in diese Märkte und die dort tätigen Finanzintermediäre haben und davon ausgehen, dass sie für ihre Ersparnisse eine bessere Rendite bei akzeptablem Risiko erzielen können. Die Wiederherstellung des Vertrauens der Anleger ist eine zentrale Aufgabe und große Herausforderung für den Finanzsektor. Auch eine bessere Allgemeinbildung in Finanzfragen würde die Verbraucher in die Lage versetzen, Finanzprodukte effizienter und einfacher auszuwählen und Produkte miteinander zu vergleichen. Derzeit laufen verschiedene nationale Programme zur Verbesserung von Finanzwissen und -ausbildung sowie das EU-Projekt „Consumer Classroom“. In bestimmten Fällen könnten sich auch stärker standardisierte oder einfachere Finanzprodukte, wie sie in einigen Mitgliedstaaten bereits bestehen, als nützlich erweisen.

Regulierung und Aufsicht können dazu beitragen, bei den Anlegern Vertrauen zu schaffen. Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) und die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) haben im Rahmen von MiFID II und anderen Rechtsvorschriften mehr Befugnisse im Bereich des Anlegerschutzes erhalten.

Dass Anleger, insbesondere jene mit mittleren und hohem Vermögen, für alternative Finanzierungsformen begeistert werden können, zeigt beispielsweise die zunehmende Popularität von Crowdfunding, wo privates Risikokapital für bestimmte Projekte zur Verfügung gestellt wird.

4.6.6. *Alternative Finanzierungsformen brauchen Börsen als Exitoptionen*

Als Alternative zu traditionellen Bankdarlehen, Schuldtitelemmissionen und Eigenkapitalinstrumenten spielt auch das private Beteiligungs- und Risikokapital in der europäischen Wirtschaft eine (zunehmend) wichtige Rolle. Allerdings können auf Risikokapitalmärkten aufgrund einer fragmentierten Börsenlandschaft häufig keine ausreichenden Skaleneffekte erzielt werden. Dies gilt nicht nur für die Finanzierung wachstumsstarker Unternehmen spezialisierte Börsen, sondern auch für Risikokapitalbeteiligungen in der Gründungs- oder Entwicklungsphase von Unternehmen oder für High-Tech-Unternehmen. Hinzu kommen große Unterschiede bei der Entwicklung der Risikokapitalmärkte in den einzelnen Mitgliedstaaten: rund 90% aller Risikokapitalfonds-Verwalter konzentrieren sich auf acht Mitgliedstaaten¹⁸.

In einigen Mitgliedstaaten – Österreich zählt auch dazu – ist es für Risikokapitalfonds nicht einfach, eine Größenordnung zu erreichen, die ihnen eine Streuung des Portfolio-Risikos ermöglicht. Hauptgründe hierfür scheinen das Fehlen einer Risikokapitalkultur, fehlende Informationen, fragmentierte Märkte und hohe Kosten zu sein.

Um die Bereitstellung von Risikokapital für Startups und Sozialunternehmen, das diesen unter bestimmten Bedingungen in Form von Eigenkapitalbeteiligungen oder Darlehen gewährt wird, zu fördern, hat die EU im Jahr 2013 die Verordnungen über Europäische Risikokapitalfonds (VO 2013/345/EU) und den Europäischen Fonds für soziales Unternehmertum (VO 2013/346/EU) erlassen. Die Ergebnisse sind bisher ermutigend, doch

¹⁸ Vereinigtes Königreich, Deutschland, Schweden, Dänemark, Finnland, Niederlande, Frankreich und Spanien.

besteht Spielraum für weiteres Wachstum, wobei einer weiteren Verbreitung vermutlich ein ganzes Spektrum von Hindernissen entgegen steht. Es wurde insbesondere der Einwand erhoben, dass Verwalter, die über ein Portfolio in Höhe von mehr als 500 Mio. Euro verfügen, solche Fonds weder eröffnen und verwalten noch diese Bezeichnung verwenden dürfen, um die Fonds in der EU zu vertreiben. Eine Ausweitung auf ein größeres Spektrum an Marktteilnehmern könnte die Anzahl von Risikokapitalfonds und Europäischen Fonds für soziales Unternehmertum gegebenenfalls erhöhen.

Auch öffentliche Mittel können hier eine Rolle spielen; in mehreren Mitgliedstaaten sind regionale Gebietskörperschaften bereits wichtige Geber von Risikokapital. EU-Finanzinstrumente wie das Rahmenprogramm für Wettbewerbsfähigkeit und Innovation (CIP), die europäischen Struktur- und Investitionsfonds (ESIF) und Beteiligungsfinanzierungen im Rahmen von Strukturfondsprogrammen konnten erfolgreich dazu beitragen, Risikokapital für KMU zu mobilisieren. Das EU-Programm für die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen und für KMU (COSME) und die Horizont-2020-Programme werden darauf aufbauen. Darüber hinaus wurden die Leitlinien der Europäischen Kommission für staatliche Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierungen (2014/C19/04) geändert und mehr Spielraum für staatliche Interventionen eingeräumt, um gegebenenfalls die Entwicklung eines Marktes für Risikofinanzierungen und die Verbesserung des Zugangs für KMU zu fördern sowie den Zugang für KMU sowie kleine oder innovative Mid-Cap-Unternehmen zu verbessern. Zentrale Herausforderung bleibt aber die Frage, wie das Volumen von Risikokapitalfonds skaliert werden kann und wie Finanzierungen des öffentlichen und des privaten Sektors dazu beitragen können.

Auch der Mangel an Ausstiegsmöglichkeiten für Investoren hat sich als Hindernis für die Bereitstellung von Risikokapital erwiesen. Diesbezüglich kommt den Börsen eine wichtige Aufgabe zu, indem diese ein attraktives Umfeld für Business Angels, Risikokapital und Börsengänge schaffen, um bessere Ausstiegsstrategien für Investoren zu ermöglichen und die Bereitstellung von Risikokapital für Startups zu steigern.

Die Banken werden auch weiterhin als Emittenten, Anleger und Intermediäre zentrale Akteure an den Kapitalmärkten bleiben; auch im Hinblick auf die Vermittlung von Krediten kommt ihnen aufgrund ihrer Bedeutung für die Finanzierung und die Bereitstellung von Informationen nach wie vor eine zentrale Rolle zu. Gleichzeitig entstehen jedoch neue Technologien und Geschäftsmodelle wie Peer-to-Peer-Darlehen oder andere Arten direkter Darlehen ohne Beteiligung von Banken, die auf die Finanzierung von KMU und Startups ausgerichtet sind. Die Bereitstellung solcher Dienste, die die Kreditvergabe der Banken ergänzen, bedarf einer harmonisierten Regulierung, die die Flexibilität der Kapitalaufbringung von KMU mit hinreichendem Investorenschutz „unter einen Hut bringt“.

Die Popularität von Crowdfunding lässt zwar auf ein großes Potenzial für die Finanzierung der Wirtschaft über nationale Grenzen hinweg schließen, doch gibt es diesbezüglich bisher kaum Anzeichen für grenzübergreifende oder europaweite Tätigkeiten. Die empirische Evidenz deutet darauf hin, dass die unterschiedlichen nationalen Konzepte in diesen Bereichen zwar Crowdfunding auf lokaler Ebene fördern, aber in einem grenzüberschreitenden Kontext nicht unbedingt miteinander vereinbar sind. Auch diesbezüglich bedarf es einer regulatorischen Harmonisierung, um grenzüberschreitendes

Crowdfunding in einem europaweit einheitlichen Kapitalmarkt zumindest zu ermöglichen. Die Mitteilung der Europäischen Kommission (COM/2014/172) stellt diesbezüglich einen guten Ausgangspunkt für eine zukünftige Crowdfunding-Richtlinie, die eine teilweise Harmonisierung der fragmentierten Regulierung bewirken sollte, dar.

5. Einschätzung der Wirkungsweise und des Potentials eines KMU-Wachstumsmarktes an der Wiener Börse

Die vorliegenden Einschätzungen basieren auf Interviews mit Experten, die aus unterschiedlichen Marktperspektiven einen profunden Einblick in die Wirkungsweise und das Potential eines KMU-spezifischen Segments an der Wiener Börse haben und sich dabei auf jahrelange Erfahrung stützen können. Ziel der Gespräche war es,

- Die Rolle der wesentlichen Akteure und Einflussfaktoren auf den institutionalisierten Kapitalmarkt besser zu verstehen,
- zu erfahren, wie diese Einflussfaktoren aus Sicht der Interviewpartner zusammenspielen, um das Funktionieren eines Börsebetriebes sicherzustellen,
- offenzulegen, wie nach Einschätzung der Interviewpartner die maßgeblichen Einflussfaktoren am österreichischen Börsemarkt mit seinem KMU-spezifischen Segment - dem Mid-Market - ausgestaltet sind und
- daraus Schlussfolgerungen zu ziehen, wo geeignete Ansatzpunkte für mögliche Verbesserungsmaßnahmen tatsächlich liegen.

Bei der Auswahl der Interviewpartner wurde darauf Wert gelegt, dass diese unterschiedliche Perspektiven und praktische Erfahrung in die Beurteilung des Wiener Börsemarktes bzw. seines KMU-spezifischen Segments einbringen können. Auf diese Weise soll ein ausbalanciertes und charakteristisches Bild von den aktuellen Gegebenheiten und den Verbesserungsmöglichkeiten am österreichischen Börseplatz für kleine und mittlere Unternehmen entstehen.

Beschränkt wurde die Auswahl der Gesprächspartner durch die Schwierigkeiten Gesprächspartner zu finden, die sowohl den genannten Kriterien genügen und als auch zu einem Gespräch bereit waren. Investoren sind oft durch ein hohes Maß an Zurückhaltung gekennzeichnet und nicht daran interessiert, sich für eine breitere Öffentlichkeit zu äußern, um nicht ihre eigene Geschäftstätigkeit oder die ihrer Klienten zu stören.

Für die zu führenden Interviews konnte dennoch eine Auswahl interessanter Interviewpartner gewonnen werden, die folgende Personen und Institutionen umfasst (in der chronologischen Reihenfolge der Gespräche):

1. Gerhard Fiala, Geschäftsführender Gesellschafter, PONTIS Capital GmbH.
2. Thomas Schneidhofer, Portfolio Manager Equities & Derivatives, Sparkassen Versicherung AG.
3. Carl-Heinz Fink, Prokurist – Leiter Rechnungswesen, Vorarlberger Landes-Versicherung VaG.
4. Alexander Hohendanner, Partner – Corporate Finance, Deloitte Corporate Finance Advisory GmbH.

5. Henriette Lininger, Abteilungsleiterin, Issuers & Market Data Services, Wiener Börse AG.
6. Barbara Dorfmeister, Key Account Manager IPO, Wiener Börse AG.
7. Johannes Krahwinkler, Vorsitzender des Stiftungsvorstandes der Familie Scheuch Privatstiftung.
8. Alexander Hartig, Vorstand, IL-AG, privater Investor.

Ergänzend zu den Interviews mit den unterschiedlichen Marktakteuren wurden Informationsmaterialien und Unterlagen verwendet, die von den Interviewpartnern beigestellt wurden oder als Publikationen und Working Papers verfügbar sind. Soweit ergänzende Unterlagen verwendet wurden, sind sie im Literaturverzeichnis angeführt, das diesem Papier angeschlossen ist.

Die nun folgende Darstellung der Gesprächsergebnisse gliedert sich gemäß der gewählten Zielsetzungen in die folgenden 4 Kapitel:

1. Bedeutung der wesentlichen Akteure und Einflussfaktoren für den institutionalisierten Kapitalmarkt
2. Zusammenspiel der Akteure und Einflussfaktoren, um das Funktionieren des Börsebetriebes sicherzustellen
3. Einschätzung der Interviewpartner zu Akteuren und maßgeblichen Einflussfaktoren am österreichischen Börseplatz mit seinem KMU-spezifischen Segment
4. Schlussfolgerungen aus den Einschätzungen der Interviewpartner und Ansatzpunkte für mögliche Verbesserungsmaßnahmen

5.1. Akteure und Einflussfaktoren am institutionalisierten Kapitalmarkt

Aus Sicht der Interviewpartner setzen sich die wesentlichen Akteure an einem Börseplatz auf dem Aktien bzw. Unternehmensanteile gehandelt werden zusammen aus:

- Investoren (Kapitalgeber)
- Unternehmen (Kapitalnehmer)
- Handelsplatz (Die Börse mit ihrer Organisation sowie ihrer gesetzlichen und selbstgewählten Regulierung)
- Investmentbanken (Intermediäre zwischen Kapitalgeber und -nehmer)
- Unterstützende Dienstleister

5.1.1. Investoren

Die Gruppe der Investoren umfasst alle Akteure, die entweder im Zuge der Erstnotierung eines Unternehmens (IPO) frisches Kapital zuschießen (Primärmarkt) bzw. als Altaktionäre das Unternehmen beim Börsegang begleiten oder die sich nach dem Börsegang auf dem Sekundärmarkt am Handel der Unternehmensaktien beteiligen. Dabei lassen sich die Investoren grob unterteilen in:

- Institutionelle Investoren
- Strategische Investoren
- Privatinvestoren (Professionell oder Gelegenheitsinvestoren)

Unter die institutionellen Investoren fallen Kapitalanleger mit Performanceorientierung in Gestalt oft großer, kapitalstarker Institutionen, die das Anlagegeschäft professionell betreiben und die sich mit ihren Aktivitäten am Börsemarkt auf eine gut begründete Anlagestrategie stützen. Zur Gruppe der institutionellen Investoren zählen typischer Weise Banken, Versicherungen, Pensionskassen, Fondsgesellschaften / Kapitalanlagegesellschaften etc. Institutionelle Investoren verlangen meist sehr hohe Geldvolumina und halten in Summe auch einen beträchtlichen Anteil an den über die Börse gehandelten Aktien¹⁹. Sie unterliegen so gut wie ausnahmslos europäischen und/oder nationalstaatlichen Regulierungen und haben deshalb auch nur eine eingeschränkte Bewegungsfreiheit bei der Gestaltung ihrer Veranlagungsstrategien und einzelner Veranlagungsentscheidungen. Die mit der Veranlagung verbundenen administrativen Aufwendungen sind aufgrund der Regulierungsbestimmungen oft erheblich und können sich maßgeblich auf das Veranlagungsverhalten auswirken.

Strategische Investoren umfassen jene Akteure die sowohl am Primär- wie auch am Sekundärmarkt Unternehmensanteile nicht nur aus Performanceinteresse, sondern vor allem aus strategischen Motiven erwerben. Sie wollen aus bestimmten Gründen (z.B. lukrieren von Synergien, Einfluss auf die Erzeugung und den Vertrieb von komplementären oder substitutiven Produkten oder Leistungen) Einfluss auf das Unternehmen gewinnen, an dem sie sich beteiligen, weshalb die erworbenen Unternehmensanteile auch erheblich sein können und den jeweils verfolgten Zielsetzungen entsprechen (z.B. beherrschender Einfluss mit über 50% der Anteile). Regulatorischen Einschränkungen unterliegen sie nur bedingt (z.B. aus wertpapierrechtlichen oder wettbewerblichen Gründen), weil sie nicht das Geld Dritter, sondern ihr eigenes veranlagen.

Bei Privatinvestoren handelt es sich um Privatpersonen mit Veranlagungsinteresse oder auch um kleinere Veranlagungseinheiten (z.B. Family oder Multi-Family Offices), die ihre Investitionsentscheidungen sehr flexibel und beinahe ohne Einschränkungen treffen können. Immerhin werden hier auch persönliche Gelder unmittelbar oder unter direkter Anleitung der Eigentümer veranlagt, ohne dass Kapitalsammelstellen oder ähnliche Intermediäre zwischengeschaltet wären. Grob lässt sich die Gruppe der Privatinvestoren unterteilen in Gelegenheitsinvestoren und professionelle Privatinvestoren. Gelegenheitsinvestoren werden nur fallweise als Investoren tätig, haben daher nur eingeschränkte Erfahrung mit der Aktienveranlagung und verfügen auch nur über rudimentäres Wissen zur Aktienanalyse. Professionelle Privatinvestoren verhalten sich dagegen ähnlich versiert wie institutionelle, verfügen aber nicht über die Kapazitäten zur Markt- und Unternehmensanalyse, die letztere besitzen. Sie können dafür aber sehr flexibel agieren und sind nicht wie institutionelle Investoren gezwungen, aufgrund hoher administrativer Kosten Einzeltransaktionen mit zum Teil beträchtlichen Volumina (große Tickets) zu zeichnen. Im ATX prime der Wiener Börse betrug der Anteil der Privatinvestoren am Free Float 2014 20,5% oder 6,9 Mrd. Euro. Es liegen zwar keine statistischen Informationen vor, wie sich die Privatinvestoren weiter aufteilen, Zeitungsberichte in der Vergangenheit lassen aber

¹⁹ 2014 lag er im ATX prime bei 64,4% des Free Float oder bei 21.7 Mrd. Euro

vermuten, dass der Anteil der österreichischen Kleininvestoren eher bescheiden ausfallen dürfte²⁰.

5.1.2. Unternehmen

Um an der Wiener Börse notieren zu können, müssen interessierte Unternehmen über die nötige Börsenreife verfügen.

Die Vorteile, die sich aus einer Börsennotierung ergeben und die damit das Interesse von Unternehmen wecken sollten, umfassen unter anderem:

1. Hohe Finanzierungsflexibilität, wegen des leichten Zugangs zu allen an der Börse handelbaren Finanzierungsinstrumenten (insbesondere SPOs und Anleihenemissionen)
2. Laufende Bewertung der Unternehmenspolitik durch den Börsehandel und das Verhalten der Investoren
3. Höherer Bekanntheitsgrad durch Medienpräsenz und Möglichkeit zu positiven Image-Effekten
4. Druck zu laufender Optimierung von Unternehmensstrategie und -struktur (Disziplinierungswirkung)
5. Hohe Anforderungen an Rechnungswesen, Controlling, und Reporting, wovon die Unternehmenssteuerung erheblich profitieren kann
6. Einfache Übertragbarkeit der Aktien (Fungibilität)

Die Börsenreife von Unternehmen wird durch die folgenden Komponenten bestimmt:

- Formale Soll-/Muss-Kriterien
- Die innere Börserife des Unternehmens v.a. bei Unternehmenssteuerung und Management
- Bestehende Potentiale der Unternehmensentwicklung

Die **formalen Soll-/Muss-Kriterien** sind entweder rechtlich geregelt oder aber durch die Gepflogenheit am Börsemarkt festgelegt. Sie umfassen unter anderem die Rechtsform (AG oder vergleichbar mit Sitz im Ausland), das Alter der Unternehmen (für den amtlichen Handel mindestens 3 Jahre), die Vorlage testierter Jahresabschlüsse nach internationalen Rechnungslegungsvorschriften (Abschlüsse der vergangenen 3 Jahre) sowie Mindesthöhen des Emissionsvolumens und des Streubesitzes (Empfohlenes Emissionsvolumen zumindest 20-30 Mio. Euro, mit einem Streubesitz von nicht weniger als 25%). Gerade die letzten Werte zum Emissionsvolumen und zum Streubesitz (Free Float) sind wichtig, weil sie ausschlaggebend dafür sind, ob sich ein Kurs für das Unternehmen bilden kann, der seine wirtschaftliche Performance in adäquater Weise abbildet. Sind Emissionsvolumen und Streubesitz im Verhältnis zu den gehandelten Volumina einzelner Marktteilnehmer sehr

²⁰ Erst Ende 2012 hat das Aktienforum mit der Meldung Alarm geschlagen, dass nur etwa 3% der Österreicher Aktien in einem Vermögen halte.

klein, können diese den Börsenkurs bewusst oder unbewusst beeinflussen, wodurch das Unternehmen für alle beteiligten Aktionäre ein unberechenbares Investment wird, das anfällig auf Kursspekulationen und Insiderinformationen ist.

Die **innere Börsenreife eines Unternehmens** ergibt sich aus seiner Unternehmensplanung, seinem Berichtswesen und seiner Transparenz für Investoren. Es sollte eindeutig erkennbar sein, wie geplant wird und dass im Unternehmen einheitlich geplant wird. Der Planungshorizont sollte sich über mehrere Jahre erstrecken und die Gesamtplanung sollte funktional (Ergebnis-, Bilanz-, Investitionsplanung) sowie inhaltlich (Kunden- der Produktgruppen) in Teilpläne strukturiert sein. Darüber hinaus sollte auch die Zuverlässigkeit der Planung durch Abweichungsanalysen belegt sein. Die Umsicht mit der geplant wird, ist auch auf das Berichtswesen, seine Empfängerorientierung, seine Darstellungsform, Häufigkeit etc. anzuwenden. Außerdem sollte das Unternehmen transparente und effiziente Organisations- und Beteiligungsstrukturen aufweisen, die für Investoren nachvollziehbar sind.

Die **bestehenden Potentiale der Unternehmensentwicklung** setzen sich zusammen aus:

- der Branchensituation, die charakterisiert ist durch Wachstumsmöglichkeiten, durch Potentiale für die Produktentwicklung, Einstiegsbarrieren für weitere Konkurrenz, Verhandlungsmacht von Zulieferern und Kunden etc. und
- der Position des Unternehmens innerhalb der Branche, die durch seine Möglichkeiten bestimmt wird, sich besser und rascher zu entwickeln als seine Konkurrenten und dadurch entweder eine führende Marktstellung zu gewinnen oder diese weiter auszubauen. Relevante Indikatoren sind die Umsatzrendite im Branchenvergleich und ihre Entwicklung, das Wachstum von Umsatz und Gewinn, die Free Cash-Flow-Entwicklung etc.

Nur wenn Unternehmen eine Börsennotierung entsprechend der weiter oben beschriebenen Vorteile anstreben und außerdem über die nötige Börsenreife verfügen, wird es zu einer Börsennotierung und in Folge zu einer nachhaltig positiven Kursentwicklung kommen, die wiederum eine positive Einschätzung des Unternehmens durch die Investoren widerspiegelt.

5.1.3. *Der Handelsplatz – die Wiener Börse*

Die Art und Weise wie der Handelsplatz der Wiener Börse organisiert und reguliert ist, ergibt sich aus den gesetzlichen Bestimmungen des Börsegesetzes, das zwischen geregelten Märkten, unter die der amtliche Handel sowie der geregelte Freiverkehr fallen, und dem Betrieb eines Multilateralen Handelssystems unterscheidet, dem der Dritte Markt an der Wiener Börse entspricht. Aufbauend auf die gesetzlichen Vorgaben, die unter anderem den Börsehandel, die Zulassungsvoraussetzungen zum Handel und die Pflichten der Emittenten regeln, hat die Wiener Börse ihre Marktsegmentierung entwickelt. Diese enthält die zusätzlichen über die gesetzlichen Bestimmungen hinausgehenden Anforderungen an die Marktteilnehmer und untergliedert den Aktienmarkt oder „equity market“ der Wiener Börse in den „prime-“ den „mid-“ und den „standard-market“.

Der standard-market enthält alle Wertpapiere, die nicht die Kriterien des prime- oder des mid-market erfüllen und stellt damit eher ein Residualegment der Wiener Börse dar, das für die weiteren Ausführungen keine Bedeutung hat.

Der prime-market ist das Königssegment des Aktienhandels an der Wiener Börse und umfasst alle Aktien von Gesellschaften (Emittenten), die zum amtlichen Handel oder dem geregelten Freiverkehr zugelassen sind und sich darüber hinaus zur Einhaltung erhöhter Transparenz-, Qualitäts- und Publizitätskriterien verpflichtet haben.

Der mid-market bietet dagegen Unternehmen mit geringerem Kapitalbedarf die Möglichkeit, Eigenkapital über den Kapitalmarkt aufzunehmen. Gleich wie der prime-market umfasst er Gesellschaften, die zum amtlichen Handel oder zum geregelten Freiverkehr zugelassen sind und bietet darüber hinaus Platz für Unternehmen, die am Dritten Markt notieren. Zwar haben sich auch die Unternehmen des mid-markets verpflichtet erhöhte Transparenz-, Qualitäts- und Publizitätskriterien zu erfüllen, für sie sind aber die Bestimmungen des prime market zum Mindeststreubesitz nur soweit gültig, als sie den Bestimmungen des Börsegesetzes entsprechen. Die darüber hinaus gehenden Vorgaben der Börse werden am mid-market ersetzt durch die Verpflichtung einen von der Börse zugelassenen „capital market coach“ (CMC) zu engagieren, der das Unternehmen im Zuge der Emission und zumindest ein Jahr danach laufend berät und unterstützt und im Vorfeld der Emission die grundsätzliche Kapitalmarktfähigkeit des Unternehmens feststellt.

Die Bestimmungen zum Mindeststreubesitz²¹ nehmen im Regelwerk der Börse aber eine besondere Stellung ein. Sie regeln nicht nur wie groß der Anteil der an der Börse gehandelten Aktien sein muss, der nicht von Festbesitzern gehalten wird und daher auch für den Börsenhandel zur Verfügung steht (25%), sondern auch wie groß dieser Anteil mindestens zu sein hat (aktuell mind. 20 Mio. Euro) bzw. wie groß die Kapitalisierung des Streubesitzes mindestens zu sein hat, wenn der Mindestanteil unterschritten wird (aktuell mind. 40 Mio. Euro). De facto sind diese Bestimmungen als Größenvorgaben für die Marktkapitalisierung notierter Unternehmen zu sehen. Nach dem geltenden Berechnungsverfahren der Wiener Börse liegt die Mindestgröße bei einer Marktkapitalisierung von 20 – 66,67 Mio. Euro, wenn der Streubesitz 100% – 25% beträgt und bei einer Marktkapitalisierung von 133,33 – 400 Mio. Euro wenn der Mindeststreubesitz unter 25% angelegt ist.²²

Für den mid-market gibt es solche Größenbeschränkungen nicht, dafür geht man davon aus, dass die notierten Unternehmen sowohl beim „Going Public“ als auch im ersten Jahr an der Börse einer besonderen Unterstützung durch einen CMC bedürfen, die ihre Börserife gewährleistet. Den mid-market kann man aus diesen Gründen auch als Einsteiger bzw. KMU-Segment der Wiener Börse betrachten.

²¹ Vgl. dazu Wiener Börse (2015), Regelwerkprime Market.

²² Die Börse berechnet den Mindeststreubesitz als Anteil an den insgesamt lieferbaren Stammaktien des Emittenten. Zur Umrechnung auf die Kapitalisierung des Streubesitzes wird der Anteil auf den Streubesitzfaktor aufgerundet. Für einen Streubesitz von 25% liegt der Faktor daher bei 0,3 für einen Streubesitz von 57% wird der Faktor 0,6 gewählt, ein Streubesitz von knapp über 0 entspricht einem Faktor von 0,1 und so weiter. Demnach liegt die Kapitalisierung des Streubesitzes von 25% eines Unternehmens mit einem Marktwert von 67 Mio. Euro bei 20 Mio. Euro (Marktwert x Streubesitzfaktor).

5.1.4. *Investmentbanken und unterstützende Dienstleister*

Investment Banken nehmen im Going Public bzw. beim IPO (Initial Public Offering) eines Unternehmens an der Börse eine bedeutende Rolle ein. Sie sorgen für die Platzierung der Aktien bei dem vom Unternehmen gewünschten Investorenpublikum.

Der Impuls zu einem Börsengang kommt entweder vom Unternehmen selbst, einem Berater oder auch von der Bank, mit der das Unternehmen arbeitet. Kommt der Impuls von einer Bank dann meist, weil diese auch im Investmentbanking tätig ist und Interesse hat den Börsengang abzuwickeln. Üblicher Weise beginnt ein Börsengang mit der Überprüfung der Börserife und der Durchführung allenfalls notwendiger Anpassungen im Unternehmen. Danach wird die Investmentbank von den Altgesellschaftern ausgewählt, die als Leadpartner den Börsengang begleiten soll. Ist die Hausbank des Börsekandidaten auch als Investmentbank aktiv, können ihr gute Startvoraussetzungen im Auswahlprozess zugerechnet werden. Sobald die Investmentbank beauftragt ist, stellt sie ein geeignetes Konsortium aus ergänzenden Banken und geeigneten Beratern zusammen, legt den adressierten Investorenkreis (Mitarbeiter, Kleinanleger, Institutionelle Investoren etc. und ihre geographische Herkunft) fest und unterzieht das Unternehmen einem umfassenden Due Diligence („legal, financial, tax“) sowie einer tiefgehenden Prüfung durch Finanzanalysten. Dabei werden Risiken und Potentiale des Unternehmens untersucht, die Richtigkeit der vorgelegten Zahlen und Informationen bestätigt und seine Marktposition sowie seine Entwicklungsmöglichkeiten durchleuchtet. Die Ergebnisse fließen dann in die Investment- oder Equity-Story ein, die den potentiellen Investoren im Börseprospekt präsentiert wird. Geworben wird um die Investoren bei einer Roadshow, in deren Verlauf auch die Preisspanne für die zu emittierenden Aktien festgelegt wird. Sobald das geschehen ist, werden die Aktien über eine Zeichnungsfrist zur Zeichnung aufgelegt, wobei die Banken den Vertrieb der Aktien organisieren. Ist die Nachfrage größer als das Angebot sind die Aktien überzeichnet und müssen zugeteilt werden.

Im gesamten Prozess übernehmen die Investmentbanken eine wichtige Rolle. Sie sind für die Entwicklung der Transaktionsstruktur, die Planung des Investorenpools, die Entwicklung und Präsentation der Investmentstory und schließlich den Vertrieb der Aktien zuständig. Wenn das Unternehmen dann an der Börse notiert, fallen bei den Investmentbanken eine ganze Reihe weiterer Aufgaben an, wie z.B. als Market Maker zu fungieren und die Liquidität der betreuten Titel sicher zu stellen und über den Eigenhandel die Liquidität am Markt zu erhöhen etc.

Neben den Investmentbanken gibt es aber noch eine Reihe weitere Berater, die Aufgaben am Primär- und Sekundärmarkt der Börse übernehmen:

Rechtsberater

- Umwandlung in eine Aktiengesellschaft
- Legal Due Diligence
- Juristische Prospektkontrolle
- Unterfertigung des Emissionsprospekts
- etc.

Wirtschaftsprüfer

- Erstellung und Prüfung der Jahresabschlüsse
- Financial und Steuerlicher Due Diligence
- Bilanzielle Prospektkontrolle
- Unterfertigung Emissionsprospekt
- etc.

Kommunikationsberater

- Organisation der Pressekonferenzen, Firmenpräsentationen, Analystenmeetings, Roadshows etc.
- Erarbeiten von Unterlagen zur Pressekommunikation
- Design der Publikationen und Jahresabschlüsse
- etc.

Finanzanalysten

- Erstellen von Research Reports zur Marktstellung und dem Marktpotential inkl.
- Discounted Cash Flow Analysen und
- Chancen sowie Risikoeinschätzungen als Basis zur Ermittlung des Emissionspreises

Die Finanzanalysten sollten eigentlich unabhängig von den anderen Akteuren agieren, sind aber sehr oft Teil der Investmentbanken, was gerade bei der Durchführung von IPOs zu Interessenskonflikten führen kann. Für die Investmentbanken ist die Finanzanalyse allerdings unentbehrlich, weil sie die Entscheidungsgrundlage für einen Großteil ihres Geschäftsbereichs liefert.

5.2. Zusammenspiel der Akteure für einen funktionierenden Börsebetrieb

Nach Einschätzung der Interviewpartner stehen die soeben beschriebenen Akteure in einer engen Wechselbeziehung zu einander. Jeder benötigt für sein Agieren an der Börse jeden anderen und hat dabei einen spezifischen Bedarf an Eigenschaften und Leistungen ausgebildet. Dieser Bedarf ergibt sich zum Teil aus den eigenen Präferenzen und Vorlieben zum anderen aber auch aus den spezifischen steuerlichen und regulatorischen Umfeldbedingungen, unter denen der Akteur operieren muss. Decken die anderen den spezifischen Bedarf des jeweils betrachteten Akteurs ab und gilt das für alle der oben dargestellten Akteure gleichermaßen, dann funktioniert der Börsemarkt ausgezeichnet. Ist diese Bedingung aber nicht erfüllt, treten Schwierigkeiten auf, die von kleinen Reibungsverlusten bis zu beträchtlichen Funktionsstörungen reichen können. Im nun Folgenden werden die wichtigsten Komponenten dieses spezifischen Bedarfs für jeden Akteur skizziert und zum Abschluss in einen funktionalen Gesamtzusammenhang gesetzt.

5.2.1. Investoren

Institutionelle Investoren unterliegen weitreichenden Regulierungen, deren Erfüllung erhebliche administrative Kosten erzeugen, welche wieder durch die Performance ihrer Investmentziele befriedigend abgedeckt werden müssen. Darüber hinaus verwalten sie als Kapitalsammelstellen beträchtliche Gelvolumina einer großen Zahl von Personen und

Institutionen, denen sie für ihre Investitionsaktivitäten in Form von Berichten, Jahresabschlüssen aber auch einer guten Presse Rechenschaft ablegen müssen. Sie investieren daher entlang transparenter Investitionsstrategien, die sich auf eine umfassende Marktanalyse stützen, um ihr Veranlagungsrisiko und ihre Performance steuern zu können. Vor diesem Hintergrund müssen Investitionen in Unternehmen an einer Aktienbörse zumindest folgende Voraussetzungen erfüllen:

- Mit sinkender Größe einzelner Investments (sinkende Ticketgrößen) nehmen die administrativen Kosten von Regulierung und Analyse zu. Das liegt daran, dass bei gegebenem Investitionsvolumen mehr und mehr Targets analysiert werden müssen und über diese Targets aufgrund der regulatorischen Vorgaben berichtet werden muss. Darüber hinaus können gerade beim Investieren in Aktien schnell Grenzen überschritten werden (z.B. mehr als 20% Beteiligungsanteil an einem einzelnen Unternehmen), die den administrativen Aufwand etwa durch verstärkte Berichtspflichten weiter erhöhen. Unter diesen Bedingungen würde ein rationaler Investor nur dann kleine Ticketgrößen akzeptieren, wenn die erhöhten administrativen Kosten durch eine höhere Performance ausgeglichen werden.
- Aktienkäufe oder Verkäufe einzelner auch großer Investoren dürfen die Kurse der Investmenttargets weder nach oben noch nach unten beeinflussen, sonst wäre die Performance nicht nur durch die analysierten Marktentwicklungen bestimmt, sondern auch durch Entscheidungen einzelner Marktteilnehmer, die nicht vorhersehbar sind.

Für institutionelle Investoren sind daher die Markttiefe²³ einzelner Aktientitel und ihre Performance im Verhältnis zu den auftretenden administrativen Kosten entscheidend.

Ähnlich wie institutionelle Investoren wollen auch professionelle Privatinvestoren nicht in ihrer Veranlagungsperformance durch die unvorhersehbaren Entscheidungen Dritter beeinflusst werden. Diese Investorengruppe unterliegt aber meist keinen oder nur sehr geringen regulatorischen Beschränkungen. Voraussetzung dabei ist immer, dass sich entweder die Kurse auf Basis performanceorientierter rationaler Entscheidungen der Investoren bilden und nicht durch andere Einflussfaktoren verzerrt werden oder die Investoren die Marktbedingungen und auch die Unternehmen vor Ort sehr gut kennen und dadurch nicht auf einen sehr tiefen Markt angewiesen sind.

Marktverzerrungen können beispielsweise durch strategische Investoren entstehen, die ihren Investitionen langfristige geschäftspolitische Ziele zugrunde legen und Anteile eines Unternehmens kaufen, um eine bessere Kooperationsgrundlage zu haben, Einfluss auf einen Konkurrenten zu gewinnen, Zugang zu einer bestimmten Technologie zu bekommen etc. aber nicht um eine gute Veranlagungsperformance zu erzielen. Zwar können strategische Investoren bei allen Unternehmensgrößen präsent sein, je kleiner ihre Targets sind, desto leichter werden aber auch die Kurse und damit die Veranlagungsperformance anderer Investoren beeinflusst.

²³ Die Markttiefe ist ein Maß für den Einfluss einzelnen Transaktionen auf den Kurs einer Aktie. Sie wird maßgeblich bestimmt durch Marktkapitalisierung des jeweiligen Titels, den Free Float, sowie den Aktienumschlag bzw. die Liquidität.

5.2.2. Unternehmen

Neben den Vorteilen einer Börsennotierung, die weiter oben bereits dargestellt wurden, kann diese für Unternehmen oder besser für Unternehmer auch mit Nachteilen verbunden sein. Pflichten zum Reporting für das Investorenpublikum verletzen die Verschwiegenheit und bieten Einblicke für die Konkurrenz, was manche Unternehmer unbedingt vermeiden wollen. Das Management nicht börsennotierter Unternehmen muss sich nicht gegenüber einem erweiterten Kreis an Gesellschaftern rechtfertigen und ist nicht darauf angewiesen, ihre Investor Relations auf die Vorgaben der Börse wie z.B. den Corporate Governance Kodex abzustimmen. Außerdem kann auf die Einhaltung administrativ aufwendiger Vorgaben der Börse verzichtet werden, wie auf das Legen von Quartalsberichten und Halbjahresfinanzberichten, das Führen des Unternehmenskalenders oder die Bekanntgabe von Insider-Informationen über ein geeignetes elektronisches Ad hoc-System.

Gerade Familienunternehmen, die über einen engen und ausgewählten Gesellschafterkreis verfügen, gut mit Eigenkapital ausgestattet sind, um ihr geplantes Wachstum zu realisieren, und über ihre Hausbank auch ihren Fremdfinanzierungsbedarf abdecken können, erwägen daher oft keine Börsennotierung. Im Gegenteil, der Finanzierungsbedarf müsste schon sehr drängend werden, bevor sie einen solchen Schritt setzen, mit dem sie die Kontrolle über ihren Gesellschafterkreis verlieren würden, in den sich dann beliebige Investoren zumindest im Ausmaß des bereitgestellten Streubesitzes einkaufen könnten.

5.2.3. Investmentbanken und unterstützende Dienstleister

Für Investmentbanken ist die Begleitung und nachfolgende Betreuung von Unternehmen beim Börsegang ein Geschäftsfeld, das auf Profit gerichtet ist. Dementsprechend promoten sie Unternehmen für den Börsegang, von denen sie ein gutes Geschäft erwarten, das sich meist wieder in Prozent vom Emissionsvolumen bemessen lässt. Für die Auswahl der interessanten Kandidaten ist aber nicht nur entscheidend, wie viel man verdienen, sondern auch ob man mit seinem Engagement Reputation erwerben kann. Nur dann wenn die Unternehmen und in Folge auch die Investoren mit der Arbeit einer Investmentbank zufrieden sind, kann man sich nachhaltig lukrative Aufträge in diesem Geschäft erwarten. Deshalb spezialisieren sich Investmentbanken und sorgen für Größenkongruenz zu den von ihnen betreuten Kunden. Auf diese Weise kann ein adäquates Geschäftsvolumen realisiert und die nötige Reputation aufgebaut werden. Dementsprechend sind große Investmentbanken nicht immer aber eher an großen und kleine an kleinen Unternehmen interessiert.

Ähnliches wie für die Investmentbanken gilt auch für Berater. Als Unternehmen mit einer Börsephantasie wird man vor allem dort auf Interesse und Engagement stoßen, wo sich die Leistungsstrukturen eines Beraters mit dem zu erwartenden Honorar inklusive eines angemessenen Profitaufschlags finanzieren lassen.

5.2.4. Handelsplatz Börse und wann er gut funktioniert

Jeder Börseplatz ist daran interessiert, sein Angebot an den Bedarf und die Präferenzen möglichst aller relevanten Akteure gleichermaßen anzupassen. Nur so kann er das Interesse von Unternehmen, Investoren, Investmentbanken und Beratern gewinnen und für einen funktionierenden Geschäftsbetrieb sorgen. So wird er beispielsweise die Berichtspflichten am Informationsbedarf der Investoren ausrichten, ohne den damit verbundenen administrativen Aufwand für Unternehmen zu hoch werden zu lassen. Er wird für Unternehmen unterschiedlicher Größe Segmente mit unterschiedlichen Anforderungen vorsehen und diese aktiv für die Börse akquirieren, um ein diversifiziertes Investorenpublikum anzusprechen. Dort wo Interesse von Seiten der Unternehmen und Investoren vorhanden ist, fühlen sich auch Investmentbanken und Berater wohl, weil sie ihre „Matchmaking-Aktivitäten“ gewinnbringend entfalten können.

Insgesamt funktioniert ein Börseplatz also dann gut, wenn er ausreichend liquide Titel bietet, so dass Investoren entsprechend der von Ihnen gewählten Investitionsstrategie Käufe und Verkäufe tätigen können und sich dabei ein Kurs bildet, der die wirtschaftliche Entwicklung der Unternehmen und die damit einhergehenden Erwartungen widerspiegelt. Um das zu erreichen, müssen Investmentbanken interessierte, börsereife Unternehmen zu attraktiven Bedingungen an die Börse bringen, wo diese eine ansprechende Veranlagungsperformance bei ausreichender Markttiefe für Ihre Investoren bieten.

5.3. Einschätzungen der Interviewpartner zum österreichischen Börseplatz mit seinem KMU-Segment

Als eine große Herausforderung für den mid-market der Wiener Börse sehen die Interviewpartner die Markttiefe der angebotenen Aktien. Im internationalen Vergleich notieren eher kleine Unternehmen am Wiener Marktplatz (das gilt selbst für den primärmarkt) und manche dieser Unternehmen bieten darüber hinaus nur einen limitierten Streubesitz, so dass das tatsächlich gehandelte Volumen noch kleiner wird und in Folge auch die Chancen auf hohe Liquidität und eine stabile Kursbildung schrumpfen. Für Big Ticket Investoren aber auch alle anderen, die keinen tieferen Einblick in das laufende Marktgeschehen und die spezifische Situation der am mid-market notierenden Unternehmen besitzen, reduziert das die Attraktivität des Marktplatzes. Regulierte institutionelle Investoren werden sich unter solchen Bedingungen größeren Titeln auf nationaler oder internationaler Ebene zuwenden. Viele kleinere professionelle Investoren, wenden sich dagegen direkten Private Equity Investitionen zu, weil man sich bei diesen mit seinem spezifischen Know-how und seiner Erfahrung sogar aktiv in die Wertentwicklung einbringen kann.

Wie Informationen der Wiener Börse zeigen, welche diese im Zuge der Interviews zur Verfügung gestellt hat, sind derzeit strategische aber auch institutionelle Investoren am mid-market investiert, wobei letztere sogar die Mehrheit stellen. Bei den Institutionellen dürfte es sich allerdings überwiegend um spezialisierte inländische Akteure handeln, welche die Marktbedingungen und die Unternehmen vor Ort sehr gut kennen und dadurch auch nicht auf einen sehr tiefen Markt angewiesen sind.

Für die Interviewpartner war die Größe der an der Börse gehandelte Unternehmen und vor allem das im „Free Float“ verfügbare Aktienvolumen von so großer Bedeutung für das reibungslose Funktionieren des Börsehandels, dass in den Gesprächen Mindestgrößen für die Marktkapitalisierung einzelner Unternehmen diskutiert wurden. Die geäußerten Einschätzungen waren dabei aber breit gestreut und reichten von 50 – 100 Mio. Euro. Ein „Free Float“ von 25% wurde für diese Größenordnungen als noch zu gering beurteilt. Würden die Interviewpartner mit ihrer Einschätzung von Mindestgrößen als Voraussetzung für einen funktionsfähigen Börsehandel richtig liegen, wäre der Betrieb eines funktionsfähigen KMU-Wachstumsmarkts, das wirklich auf kleinere Unternehmen spezialisiert ist, von vornherein ausgeschlossen.

Die Interviewpartner waren durchwegs der Ansicht, dass Österreich trotz seiner geringen Größe über ein beträchtliches immer noch unausgeschöpftes Potential an börsereifen Unternehmen verfügen würde. Eine größere Zahl an interessanten mit Entwicklungs- und Wachstumsmöglichkeiten ausgestatteten Unternehmen an der Börse, die außerdem noch das Portfolio an vertretenen Wirtschaftssektoren und Branchen erweitern würden, könnten die Attraktivität und Sichtbarkeit des Marktplatzes steigern, neue Investoren anziehen und das Börsengeschehen beleben. **Die Gesprächspartner haben aber auch einhellig die Meinung vertreten, dass unter den möglichen Kandidaten nur wenig bis kein Interesse an einer Börsennotierung bestehen würde.** Die starke Dominanz von Familienunternehmen, die ihren Gesellschafterkreis nur in Ausnahmesituationen erweitern würden, der aufgrund der schwachen wirtschaftlichen Situation geringe Bedarf an Wachstumskapital und die große Anzahl von Unternehmen, die durch Privatstiftungen gehalten werden, und nur schwer oder gar nicht veräußert werden können, sind wesentliche Hemmnisse für eine solche positive Kapitalmarktdynamik.

Auch die Investmentbanken spielen eine gewichtige Rolle für das Funktionieren eines KMU-Marktes an der Wiener Börse wie sich nach Ansicht der Interviewpartner bereits seit der Einführung der FIT-Börse Ende der 1990er Jahre gezeigt hat. Die österreichischen Banken scheinen selbst in dieser Zeit, die durch einen internationalen Boom an IPOs kleiner Unternehmen gekennzeichnet war, kein wirkliches Interesse an einem solchen Segment entwickelt zu haben. **An den ersten beiden KMU-Segmenten in Wien – der FIT-Börse und dem Austrian Growth Market – waren insgesamt nur zwei Unternehmen notiert. Ursache dafür war vor allem auch die passive Haltung der Investmentbanken, die darauf verzichtet haben, geeignete Kandidaten für die Segmente zu finden und an die Börse bringen.** Einer der Gründe für diese Haltung dürfte wohl in der fehlenden Größenkongruenz zwischen Banken und den kleinen Unternehmen gelegen haben. Da sich der Ertrag aus einem Börsegang in Prozent vom Emissionsvolumen bemisst und die Bank verpflichtet war, den Kandidaten für das KMU-Segment nach dem Börsegang als Market Maker zu begleiten, haben sich die großen Banken wohl bessere Einnahmequellen erschlossen als die Börsenphantasien kleiner Unternehmen zu promoten. Darüber hinaus sind gerade auch den Banken die weiter oben beschriebenen Herausforderungen bekannt, mit denen ein KMU-Markt am österreichischen Börseplatz konfrontiert ist. Stehen alternative Ertragsmöglichkeiten zur Verfügung, kann man solche Herausforderungen einfach vermeiden, indem man abwartet und beobachtet, ob und wie sich ein solches Segment

entwickelt. In Folge haben sich eben nur zwei Unternehmen auf die FIT-Börse und den Austrian Growth Market verirrt. Am mid-market, dem aktuellen KMU-Segment der Wiener Börse notieren aktuell zehn Unternehmen aber auch hier berichten die Interviewpartner von einer eher passiven Einstellung der beteiligten Marktakteure.

Was für die Investmentbanken gilt, wurde von den Gesprächspartnern gerade in der aktuellen wirtschaftlichen Lage auch für die unterschiedlichen Beratergruppen behauptet.

Impulse durch Wirtschaftsprüfer oder Rechtsanwälten für einen Börsegang ihrer Unternehmenskunden, sind kaum zu erwarten. Maßnahmen für Wachstum und Expansion stehen aktuell nicht auf der Tagesordnung der meisten Unternehmen und dem entsprechend wird auch eine Börsennotierung nicht überlegt. Zusätzlich fahren Großbanken auch die Finanzanalyse von Unternehmen, die bereits an der Wiener Börse notieren zurück. Wenn qualifizierte Informationen über die Investmenttargets in einem Börsemarkt schwerer verfügbar werden, erhöhen sich die Informationskosten und/oder -unsicherheiten für Investoren und das Investieren wird unattraktiver.

Im Zuge der Interviews wurde gegenüber der Wiener Börse als Handelsplatz kaum Kritik geäußert.

Die Börse selbst bemüht sich unter gegebenen wirtschaftlichen und rechtlichen Bedingungen den Handelsbetrieb zu optimieren und sowohl für Unternehmen als auch für Investoren eine interessante Segmentierung des Marktes zu schaffen. Dennoch wurden einige wenige Verbesserungsvorschläge geäußert, wie z.B. die Vorgaben der Börse zum Reporting der Börsenkandidaten zu straffen und Doppelarbeiten im Rahmen des Jahresabschlusses für Firmenbuch, Steuer und Börse soweit wie möglich zu vermeiden. Angesprochen wurden auch rechtliche Problemstellungen wie z.B. die Verpflichtung für österreichische AGs, die nicht an einem geregelten Markt (amtlicher Handel oder Freiverkehr) notieren, Namensaktien auszugeben. Für alle österreichischen Unternehmen im mid-market der Wiener Börse, die in den Dritten Markt mit einbezogen sind, bedeute das, dass de Fakto ein Aktienbuch zu führen ist, in dem alle Aktientransaktionen und aktuellen Eigentumsverhältnisse verzeichnet sind. Das verursacht aber einen administrativen Aufwand, der nur schwer geleistet werden kann, und schreckt österreichische Unternehmen von einer Teilnahme am Dritten Markt ab.

Zusätzlich zu den eben dargestellten Aspekten, wurden im Zuge der Interviews weitere Erfolgs- bzw. Misserfolgskriterien für eine funktionsfähige Börse diskutiert.

So haben die Interviewpartner fast einhellig die **Kapitalmarktgesinnung in Österreich kritisiert**, die man nach Ansicht der Interviewpartner an einer geringen politischen Unterstützung für das Kapitalmarktsegment, an einem schwachen Interesse und einer geringen Partizipation breiterer Bevölkerungsschichten am österreichischen Kapitalmarkt sowie einem mäßigen Interesse sowohl heimischer institutioneller als auch professioneller Investoren festmachen kann. Ein Kapitalmarkt kann nach Ansicht der Interviewpartner nur funktionieren, wenn er auf breiter Ebene von Banken, institutionellen und privaten Investoren genauso wie von einer regel- und impulssetzenden Politik getragen wird. Hinzu kommt eine geringe Eigenkapitalkultur vieler österreichischer Unternehmen, die ihre Finanzierung oft auf Basis eines festen Gesellschafterkreises (Familienunternehmen) aus thesaurierten Erträgen und vor allem aus Bankkrediten oder am Markt begebenen Anleihen bestreiten (Anleihen benötigen aber auch Wertpapierprospekte und hohe Transparenz gegenüber Investoren).

Die gegenwärtige Steuergesetzgebung, die zwar Zinsen für Fremdmittel nicht aber Eigenkapitalkosten als steuerabzugsfähig erachtet, liefert zusätzliche Anreize, die diese Haltung weiter unterstützen.

Hinzu kommen rechtliche Schwierigkeiten und Auffassungsunterschiede, einen einheitlichen Börseplatz für eine ganze Reihe von CEE Staaten zu schaffen, um Marktprobleme zu beseitigen, die aus Kleinheit und Regionalität entstehen. So ist die Wiener Börse am Marktplatz in Tschechien maßgeblich beteiligt und hat die Sales-Aktivitäten und das Handelssystem bereits konsolidiert (auch mit den Börsen Budapest und Laibach, die bis 2016 bzw. 2015 Teil der CEESEG waren). Dass ein Börsegang an einem der Marktplätze zu einer automatischen Notierung an allen Börseplätzen führt, um den Investorenzugang zu erweitern, ist aber nach wie vor nicht möglich. Auch die Diskussionen und Verhandlungen mit der polnischen Börse über eine enge Kooperation oder sogar eine Übernahme haben bisher zu keinen Ergebnissen geführt.

6. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen für die Wirtschaftspolitik

6.1. Zusammenfassung

Die Ausgangslage

1. Österreichs Unternehmensfinanzierungssystem ist stark bankbasiert. Marktsegmente wie **Private Equity, Venture Capital, Aktien- und Anleihenmärkte sind im Vergleich zu anderen Ländern deutlich unterentwickelt**. Kleinere Unternehmen finanzieren sich primär über Kredite und einbehaltene Gewinne. Auch in der Wirtschaftskrise hat es in Österreich keine umfassende Kreditklemme gegeben. Die Kapitalmarktfinanzierung spielt insbesondere für kleinere Unternehmen kaum eine Rolle. Dies hängt zum Teil mit der sektoralen Spezialisierung in Österreich zusammen, welche sie wiederum verstärkt, da das Finanzierungssystem auch Auswirkungen auf den Strukturwandel haben kann. Unternehmen in Branchen, deren Geschäftsmodelle stärker auf Eigenkapital- und Kapitalmarktfinanzierung angewiesen sind, haben durch das bankbasierte System Nachteile bei der Unternehmensfinanzierung und -entwicklung.
2. Die Ergebnisse der Studie zeigen, dass die **Kapitalmarktfinanzierung (Börsengänge und weitere Kapitalerhöhungen) komplementär zur Entwicklung der vorgelagerten Risikokapitalsegmente** ist und diese in der Regel nicht ersetzen kann. Insbesondere im Technologiebereich scheint die Finanzierung durch externe Kapitalgeber (auch PE und VC) notwendig zu sein, um die Unternehmen an die Börsen heranzuführen zu können.
3. **Studien zeigen, dass Börsengänge von kleineren Unternehmen insbesondere wegen der Möglichkeit zur Kapitalaufbringung ins Auge gefasst werden**. Börsengänge führen Unternehmen neues Kapital zu. Dieses Kapital wird dazu verwendet, den Wachstumsprozess fortzusetzen (auch Fusionen und Übernahmen). Ein kleinerer Teil der ausgegebenen Aktien ist auf das Exit von Investoren und Unternehmern zurückzuführen. Damit haben Börsen eine wichtige Funktion, zusätzliches Wachstumskapital für ambitionierte Small-Caps zur Verfügung zu stellen.
4. In den letzten Jahrzehnten hat die **Zahl von Börsengängen kleinerer Unternehmen abgenommen**, insbesondere in den USA - aber auch in Europa. Dieser Rückgang kann durch mehrere Phänomene erklärt werden, wie etwa einem schleichenden Strukturwandel hin zu größeren Unternehmen, die Größen- und Verbundvorteile besser nutzen können. Unternehmerische Projekte können durch Übernahmen durch größere Unternehmen schneller wachsen. Aber auch dem automatisierten Handel an den Börsen und höheren regulatorischen Kosten von Notierung und Börsengang wird eine maßgebliche Rolle dabei zugeschrieben.

KMU-Märkte

5. **In Europa gibt es - im Gegensatz zu den USA - eigene Märkte für Small-Caps, sogenannte Alternative Investment Markets. Diese sind als eigener Markt in Form einer MTF (multilateral trading facility) organisiert**. Diese Organisationsform baut auf dem „Freiverkehr“ auf und ist im europäischen Regulierungsregime (MiFID II) verankert. Die an diesen Märkten notierenden Unternehmen gelten rechtlich nicht

als „börsennotiert“ und sind somit nicht den Regulierungen für börsennotierte Unternehmen unterworfen. Damit spielt nur die gesetzliche Mindestharmonisierung im Finanz- und Kapitalmarktrecht eine Rolle, da die Regeln für diese Märkte von den Börsen selbst bestimmt werden. Nicht relevant sind die zum Teil historisch gewachsenen Unterschiede der Kapitalmarktgesetze, die zum Teil das „gold plating“ erklärt, d.h. die strengere Umsetzung von EU-Regulierungen durch nationale Gesetzgeber. Durch die MTF kann die Regulierung an die Bedürfnisse und Notwendigkeiten kleinerer Unternehmen angepasst werden, die die hohen regulatorischen Kosten geregelter Märkte üblicherweise nicht tragen könnten. Gleichzeitig ist die Regulierung flexibel und kann zeitnah angepasst werden. Diese Märkte wurden ab Mitte der 2000er Jahre als Eintrittsmärkte in den meisten europäischen Börsenplätzen etabliert und traten die Nachfolge der „neuen Märkte“ und der „Einstiegssegmente“ der regulierten Märkte an. Die meisten dieser Märkte folgen dem Modell des London Alternative Investment Market (AIM), der als erster dieser Märkte bereits 1995 errichtet wurde. Im Gegensatz zu den „neuen Märkten“ entwickelte sich der AIM schnell zu einem Markt für Small-Caps ohne sektorale Einschränkungen.

6. Die Regulierung dieser Märkte erfolgt nicht im Rahmen der gesetzlichen Regularien für organisierte Märkte durch die Finanzmarktaufsicht, sondern durch die Börse selbst. In vielen Modellen werden die **Regeln der Börse über Berater** implementiert - insbesondere in den Modellen, die dem London Alternative Investment Market folgen. Der Berater (adviser) ist nicht nur Dienstleister für das Unternehmen, sondern übernimmt auch regulatorische Aufgaben für die Börse, insbesondere die Prüfung der Börsenzulassung. Diese Berater - Nominated Adviser im AIM, Authorised Adviser im NewConnect oder Specialised Adviser im First North - unterliegen der Regulierung durch die Börse, von der sie zertifiziert und regelmäßig überprüft werden. Die Ausgestaltung der regulatorischen Anforderungen ist kritisch für die Performance des Handelsplatzes. Wenn zu viele, nicht börsenfähige Unternehmen an den Markt kommen, kann dies die Reputation und Liquidität des Marktes untergraben. Ist die Regulierung zu strikt, könnten zu wenige Unternehmen notieren, was die Marktbreite untergräbt.
7. Seit Mitte der 2000er Jahre zeigt sich eine Konzentration bei den Börsenbetreibern. Dies hat auch zum Schließen von Regionalbörsen (Ausnahme Deutschland) geführt. Das Gros der heutigen **Small-Cap Märkte** wird nach dem Vorbild des London AIM **von großen (inter)nationalen Börsenbetreibern als selbständige Märkte mit eigenständigen Regeln organisiert**. Eine Ausnahme ist nota bene das Mid Market Segment der Wiener Börse, welche ein Einstiegssegment im Dritten Markt mit einer Mid-Cap Orientierung im geregelten Markt verbindet. Ein weiterer Spezialfall ist der dänische GXG Market, der nicht von einer etablierten Börse organisiert wird. Eine Überprüfung der Performance zeigt, dass beide Modelle nicht zu den Erfolgsmodellen der Small-Cap Märkte zählen. Die Anbindung an einen etablierten Börsenplatz scheint Verbundvorteile für KMU-Märkte zu ermöglichen. Die Börsenbetreiber können ihr Know-How und ihre Ressourcen auch im KMU-Markt verwenden. Zudem können andere von den Börsen organisierte Märkte von den Unternehmen verwendet werden, wie z.B. Anleihenmärkte. Die Unternehmen haben

zudem die Möglichkeit auf den regulierten Hauptmarkt zu wechseln („graduieren“). Auch scheint es für etablierte Börsenplätze einfacher zu sein, die notwendige kritische Anzahl an professionellen Investoren für eine Small-Cap Börse zu mobilisieren. Aus den Experteninterviews ergibt sich das Bild, dass erfolgreiche Small-Cap Märkte in ein Umfeld aus funktionierenden Partnern eingebunden sind.

8. **Die europäischen Small-Cap Börsen sind unterschiedlich erfolgreich.** Übersicht A gibt einen Überblick über Leistungsindikatoren der europäischen Small-Cap Börsen. Insbesondere Börsengänge und die Anzahl der notierenden Unternehmen sind zwischen Märkten unterschiedlich. Vor allem der AIM London und der NewConnect in Warschau sind in dieser Hinsicht erfolgreich. Es zeigt sich in der Regel ein positiver Zusammenhang zwischen Liquidität (z.B. Handelsvolumen) und der Dynamik der Börse (z.B. IPOs, Notierungen), außer beim NewConnect in Warschau. Zudem ist die Performance einer Small-Cap Börse teilweise mit der Performance der Hauptbörse (Börsenplatz) verknüpft.

Übersicht A: Ausgewählte Kennzahlen für Europäische Small-Cap Märkte (2014)

Name	Marktkapitalisierung in Mio €	Anzahl der Unternehmen (Notierungen)	Transaktions- volumina (in Mio €)	Anzahl IPOs	IPOs in % der Listings
mid market - Wiener Börse	1.990	10	50	0	0,00%
Alternative Investment Market - London SE	88.590	1.104	43.239	84	7,60%
AIM Italia - MAC - Borsa Italiana	2.062	57	n/s	21	36,80%
Entry Standard - Deutsche Boerse	n/s	175	n/s	4	2,30%
Enterprise Securities Market - Irish SE (ESM)	47.390	26	2.094	2	7,70%
First North - Nasdaq OMX Nordic	5.406	181	3.928	46	25,40%
NewConnect - Warsaw SE	2.092	431	292	22	5,10%
OSLO Axxess - Oslo Bors	2.124	38	1.184	6	15,80%
The Alternative Market (EN.A.) - Athens Exchange	128	14	0.997	1	7,10%
The Mercado Alternativo Bursatil - BME Spanish Exchanges	1.741	21	27990.95	6	28,60%

Q: WIFO Darstellung; PWC IPO-Watch; Börseninformationen.

9. Die **direkten Kosten einer Börsennotierung** - die Zulassungs- und Notierungs-Gebühr - stehen mit der Performance der Börse in keinem Zusammenhang. Diese Gebühren machen lediglich einen geringen, fast vernachlässigbaren Teil der gesamten Emissions- bzw. Notierungskosten aus. Die Kosten, die durch Veröffentlichungspflichten, die rechtliche Begleitung bei Einhaltung von Richtlinien zur Unternehmenskontrolle (Corporate Governance) und Investor Relations anfallen, betragen ein Vielfaches der Gebühren, die die Börse verrechnet. Diese Kosten können bei börsengeregelten Märkten (MTFs) im Gegensatz zu den regulierten

Märkten von der Börse besser gesteuert und leichter ausgestaltet werden. Daneben fallen bei einem Börsengang bzw. einer Kapitalerhöhung auch Kosten der Unterpreisung („Underpricing“) an, die bis zu 17% betragen können. Unterpreisung bezeichnet die negative Differenz, die entsteht, wenn neu emittierte Wertpapiere günstiger angeboten werden, als es der eigentliche Unternehmenswert rechtfertigen würde. Die Unterpreisung tritt insbesondere dann auf, wenn wenig Information über das Unternehmen vorhanden ist und die Börsenregulierung lax ist.

10. Small Cap Märkte sind in der Regel **nur für nationale Unternehmen relevant**. Allein der AIM London und der Entry Standard der Deutschen Börse ziehen eine nennenswerte Anzahl ausländischer Unternehmen an, deren Anteil an allen notierenden Unternehmen etwa ein Fünftel beträgt. Dies ist vor allem auf die herausragende Stellung dieser Börsen als europäische Handelsplätze und der damit zusammenhängenden Präsenz von Investoren zurückzuführen. Die meisten KMU-Märkte sind primär für die Finanzierung nationaler Unternehmen relevant.
11. In diesem Zusammenhang muss jedoch berücksichtigt werden, dass **MTFs international über mehrere Länder mit einheitlicher Regulierung aufgesetzt werden könnten**. Das Beispiel First North zeigt, dass ein Markt für alle von Nasdaq-OMX betriebenen Börsen geschaffen werden konnte. Für geregelte Märkte, die nationalen gesetzlichen Regulierungen unterliegen, ist dies deutlich schwerer möglich.
12. Bei der Kapitalaufnahme und dem **Börsengang** ist bei vielen Small-Cap Börsen das **Private Placement**, d.h. der Verkauf von Aktien an eine spezifische Anzahl qualifizierter Investoren, die wichtigste Form und dominiert die klassische Form des öffentlichen Börsengangs (Public Placement) insbesondere am London AIM und dem NewConnect. Der Grund dafür ist, dass bei einem Private Placement und einer Zulassung an einem MTF die gesetzliche Prospektspflicht keine Anwendung findet. Die Veröffentlichungspflichten für die Börsenzulassung können in diesem Fall durch die Börse erleichtert werden. Ein Zulassungsdokument, welches nicht von den Aufsichtsbehörden genehmigt werden muss, ersetzt den Prospekt. Für den nachfolgenden Sekundärmarkt gibt es keine Einschränkung für Kleininvestoren. Dieses Modell bedarf aber auch einer kritischen Anzahl qualifizierter (und kleiner institutioneller) Anleger, die Aktien zeichnen. In den meisten Small-Cap Börsen sind spezialisierte kleine institutionelle Investoren und qualifizierte Investoren die wichtigsten Investorengruppen.
13. Insbesondere an den liquideren Märkten (so z.B. am AIM) sind auch Kapitalerhöhungen von notierenden Unternehmen häufig, womit diese Märkte ihre **Funktion der Unternehmensfinanzierung** erfüllen. Diese Aufgabe kann dagegen vom Freiverkehr (Dritter Markt) in der Regel nicht übernommen werden. Erst die zusätzlichen Regulierungen durch die Börse schaffen ein Umfeld, das auch die Unternehmensfinanzierung ermöglicht. Viele der an Small-Cap Börsen gehandelten Unternehmen sind relativ jung und mit hohem Risiko behaftet. Dadurch sind – trotz dem Small-Cap Aufschlag - über alle Unternehmen hinweg die Erträge für die

Investoren in der Regel geringer als an den etablierten regulierten Märkten mit großen Unternehmen.

Die Ausgestaltung der Regulierung

14. Österreich ist wie alle EU-Mitgliedsstaaten verpflichtet EU-Richtlinien in nationales Recht umzusetzen. Der diesbezüglich bestehende „Umsetzungsspielraum“ wird unterschiedlich genutzt. Für die börsenregulierten Märkte spielt „gold plating“, d.h. die national strenger ausgelegte Umsetzung von EU-Regulierungen, eine geringere Rolle als für die regulierten Märkte, weil für die börsenregulierten Märkte nur wenige Aspekte des Wertpapier- und Kapitalmarktrechts relevant sind. Allein die Bestimmungen zu Prospektpflichten bei öffentlichen Platzierungen und einzelne Bestimmungen zum Insiderhandel und der Unternehmenskontrolle finden auf die MTFs Anwendung. Dadurch sind multilaterale Handelssysteme (MTF - Freiverkehr) von der Regulierungsseite deutlich flexibler. Im Zuge der Umsetzung von MIFID II wird eine spezielle MTF eingeführt, der **KMU-Wachstumsmarkt**. Diese sollen gesondert zertifiziert werden und stellen gewisse Ansprüche an den Marktplatz. Dieses neue Konzept bietet die Möglichkeit auch in Österreich einen KMU-Wachstumsmarkt zu etablieren.
15. Die Tatsache, dass Einsteiger- bzw. Small-Cap Börsen primär als MTF organisiert sind, führt in Österreich zum Problem, dass derzeit keine neuen Notierungen am MTF der Wiener Börse möglich sind. Dies betrifft sowohl den 3. Markt als auch jenes Segment des mid market, das auf dem 3. Markt aufbaut. Es kann derzeit nicht sichergestellt werden, dass das bei **Namensaktien** verpflichtend zu führende Aktionärsbuch zeitgerecht befüllt wird. Der fehlende Eintrag führt dazu, dass Dividenden nicht an den Aktionär ausgeschüttet werden können. Durch das Sitzlandprinzip betrifft dies auch österreichische Aktionäre bei Notierungen österreichischer Unternehmen im Ausland. Dieses Problem kennen die Jurisdiktionen anderer Länder nicht, vor allem weil dort eine Tradition mit der Handhabung von Namensaktien besteht bzw. Namensaktien weniger streng reguliert werden.
16. Die **neuen Transparenzrichtlinien** im MiFID II sehen eine Reduktion der Veröffentlichungspflichten (in regulierten Märkten) und höhere Transparenz im Handel vor, dennoch ändert sich nichts daran, dass **MTFs die ideale Organisationsform für KMU-Märkte sind**. MiFID II sieht auch vor, dass der Begriff KMU-Wachstumsmarkt auf eine MTF beschränkt sein soll.
17. In Österreich besteht die **Prospektpflicht** einerseits bei einem öffentlichen Angebot von Wertpapieren (bzw. Veranlagungen) und andererseits bei einer Börsenzulassung. Nicht nur, aber speziell für kleinere Unternehmen, ist die Verpflichtung zur Erstellung und Genehmigung eines Prospekts zeitaufwendig und mit hohen Kosten verbunden. Nicht in allen Fällen steht der Nutzen - im Sinne des notwendigen Investorenschutzes - in einer adäquaten Relation zu den Kosten. Daher gibt es analog zum neuen Alternativfinanzierungsgesetz die wirtschaftspolitische Option, die Regulierungen zur Prospektpflicht für kleine Emissionen schlanker zu gestalten.
18. Das Interesse der **Kleinanleger** an direkten Investitionen in Kapitalmarktveranlagungen ist im Vergleich zu den USA in der EU im Allgemeinen

schwächer ausgeprägt, insbesondere in Österreich, allerdings auch jenes von qualifizierten Investoren, die eine gewisse Fähigkeit zur Risikoabsorption haben. Allerdings verfügen hierzulande die Haushalte über erhebliche Spareinlagen auf Bankkonten, die produktiver genutzt werden könnten als das bisher der Fall ist. Die historisch niedrigen Einlagenzinsen bieten den privaten Haushalten bereits einen Anreiz, ihr Finanzvermögen von den Banken in die Wertpapiermärkte umzuschichten. Qualifizierte Investoren werden Investitionen in Kapitalmärkte aber erst dann als attraktive Alternative betrachten, wenn sie Vertrauen in diese Märkte haben und davon ausgehen, dass sie für ihre Ersparnisse eine bessere Rendite bei akzeptablem Risiko erzielen können.

19. Für institutionelle Investoren ist ein liquider Markt mit hinreichender Größe ein wichtiges Kriterium, da nur dann Preisstabilität gegeben ist und einzelne Transaktionen die Kurse nicht beeinflussen. Um einen leistungsstarken Emissions- bzw. Primärmarkt zu gewährleisten, benötigt ein Handelsplatz einen möglichst „breiten“ (Anzahl der notierenden Unternehmen) und „tiefen“ (Marktkapitalisierung, Liquidität) **Sekundärmarkt**.

Einschätzung der österreichischen Marktteilnehmer

20. Die Situation der Wiener Börse wurde durch eine Reihe von Expertengesprächen aufgearbeitet. Fasst man die **Einschätzungen der Gesprächspartner** zusammen, scheint es für ein KMU-Segment an der Wiener Börse nur sehr eingeschränkte Weiterentwicklungsmöglichkeiten zu geben. Insbesondere sehen die Gesprächsteilnehmer **Schwierigkeiten eine nennenswerte Zahl zusätzlicher Investoren** für den mid market bzw. auch für einen KMU-Markt **zu finden**. Große institutionelle Investoren benötigen eine hohe Markttiefe, kleine professionelle Investoren weichen lieber auf direkte Unternehmensbeteiligungen aus oder fokussieren wie große institutionelle Anleger auf große liquide Märkte. Das Einwerben neuer Investoren muss daher ein wesentlicher Ansatzpunkt sein, wenn ein KMU-Markt forciert werden soll.
21. Performancestarke Unternehmen, die **liquide Titel mit einer Markttiefe** bieten, welche zumindest professionelle Privatinvestoren anspricht, wären ein wichtiger Impulsgeber für einen attraktiven KMU-Markt an der Wiener Börse. Will man ein solches Börsensegment weiterentwickeln, wird man vor allem hier ansetzen müssen. Die von den Interviewpartnern genannten Mindestgrößen für die Marktkapitalisierung von Unternehmen und der damit verknüpfte „Free Float“ weisen darauf hin, dass ein funktionsfähiges Börsensegment für KMU (gemäß europäischer KMU-Definition) in Wien ein ambitioniertes Vorhaben darstellt. Zwar verfügt, laut Aussage der Gesprächspartner, Österreich über ein Potential an börsengeeigneten Unternehmen, allerdings sehen viele dieser Unternehmen kaum einen Mehrwert in einer Börsennotierung.
22. Neben den schwachen wirtschaftlichen Umfeldbedingungen, die den Primärmarkt der Börse viel an Dynamik gekostet haben, wird auch die **passive Haltung der Investmentbanken und der begleitenden Berater** dafür verantwortlich gemacht, dass ein Small-Cap Segment an der Wiener Börse nie Fahrt aufgenommen hat.

Dadurch konnte die Wiener Börse nie eine echte Finanzierungsalternative für wachstumsorientierte und innovative mittlere Unternehmen werden. Um einem auf kleinere Unternehmen spezialisierten Markt oder Segment die nötige Entwicklungsdynamik zu geben, sind engagierte Investmentbanken und Berater notwendig, die den Primärmarkt mit einer gut gefüllten IPO-Pipeline ausstatten.

23. Darüber hinaus sollten laut den Gesprächspartnern auch Maßnahmen gesetzt werden, die von kleineren administrativen und rechtlichen Anpassungen über Initiativen zur möglichst **vollständigen Harmonisierung relevanter Börsenplätze innerhalb des CEE-Bereichs** reichen. Dies geht bis zu Awareness-Kampagnen, die die Einschätzung und die Gesinnung gegenüber dem österreichischen Kapitalmarkt bei kleinen und institutionellen Investoren, Unternehmen und bei politischen Entscheidungsträgern verbessern. Dadurch kann ein Umfeld („Ökosystem“) geschaffen werden, welches die Kapitalmarktdynamik und –orientierung soweit unterstützt, dass ein nachhaltig funktionierender Markt etabliert werden kann.
24. Trotz bestehender Angriffspunkte für Maßnahmen und Initiativen zur **Forcierung des KMU-Segments an der Wiener Börse** darf nicht übersehen werden, dass sich die **Interviewpartner sehr zurückhaltend geäußert** haben bezüglich ihrer Erfolgseinschätzung. Eine solche Aufgabe wurde nach Aussage der Gesprächspartner von der Wiener Börse bereits mehrfach, mit viel Engagement und Umsicht in Angriff genommen. Die Gesprächsteilnehmer sind daher skeptisch, dass ein neuerlicher Anlauf ein wesentlich besseres Ergebnis liefern kann als jenes des aktuellen mid market. Diesem wird allerdings eine geringe Marktgröße und -tiefe attestiert.

6.2. Schlussfolgerungen

Aus diesen Ergebnissen können Schlussfolgerungen für die Organisation eines KMU-Wachstumsmarktes in Österreich abgeleitet werden. Die bisherigen Erfahrungen mit Einsteiger-, Technologie- bzw. Mid-Cap Segmenten an der Wiener Börse zeigen deutlich die substantiellen Schwierigkeiten bei der Etablierung eines Small-Cap Marktes in Österreich auf. Diese bestehen vor allem in der Akzeptanz eines neuen KMU-Marktes, der ohne ein **kapitalmarktorientiertes „Finanz-Ökosystem“, in welchem die relevanten Akteure kohärent agieren**, schwer „zum Laufen gebracht“ werden kann. Auch für die anderen europäischen Märkte ist evident, dass der Erfolg von Small-Cap Märkten durch selbstverstärkende Prozesse charakterisiert ist. Unternehmen notieren an Börsen, wenn diese gewisse wirtschaftliche Voraussetzungen erfüllen (Präsenz von Investoren, Präsenz anderer Unternehmen, Unternehmensfinanzierungsfunktion), Investoren werden ebenfalls von Märkten angezogen, die durch ausreichende Markttiefe und –breite charakterisiert sind, d.h. eine hinreichende Anzahl von notierenden Unternehmen besteht und der Markt liquide ist. Zudem sind die für die Börsenperformance zentralen Intermediäre und Berater an KMU-Börsen nur an einer nachhaltigen Mitwirkung interessiert, wenn eine gewisse Marktgröße erreicht wird.

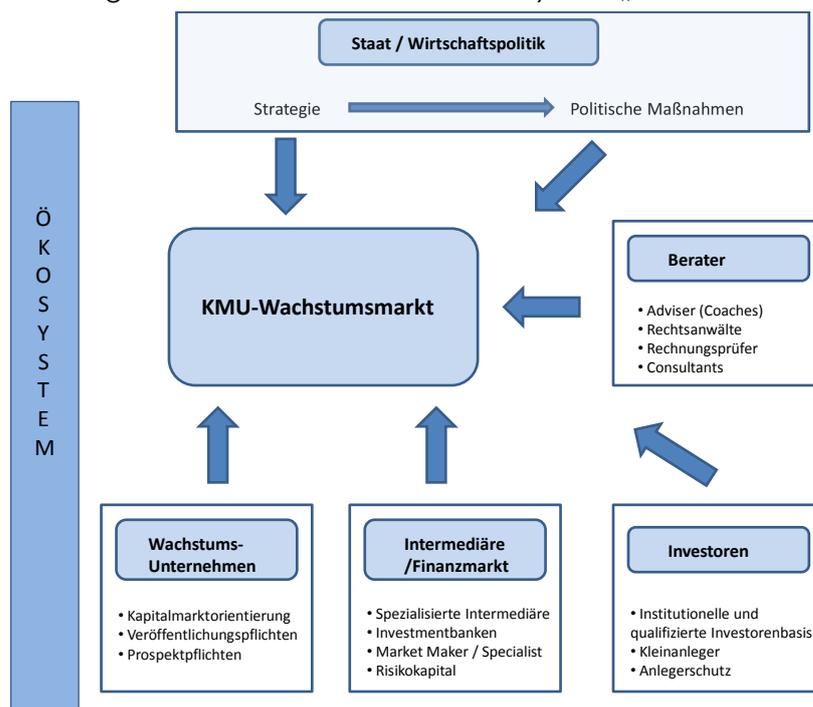
Diese systemische Interaktion zwischen unterschiedlichen Typen des Marktversagens macht eine koordinierte Anstrengung notwendig. Unabgestimmte Einzelmaßnahmen

werden kaum dazu beitragen, ein geeignetes „Ökosystem“ zu etablieren, auf dem ein nachhaltig funktionierender KMU-Wachstumsmarkt aufsetzen kann.

Beispielsweise kann auf der Ebene der Unternehmen das Problem der adversen Selektion auftreten, welches zur Folge hat, dass börsenfähige Unternehmen nicht an der Unternehmensfinanzierung über Kapitalmärkte interessiert sind und sich somit der Markt nicht entwickeln kann. Auf der Ebene der Intermediäre erscheint eine Größenkongruenz zwischen Unternehmen und Intermediären wichtig. Die Herausbildung eines solchen Segments von Intermediären ist aber nur möglich, wenn es eine hinreichende Aktivität an der KMU-Börse gibt, was auch für die Ebene der Investoren gilt. Dies hat zur Folge, dass Markttiefe und –breite zu gering ist, was wiederum dazu führt, dass sich keine geeignete Investorenbasis bildet. Ähnliches gilt für Adviser/Berater, aber auch für Market Maker bzw. Specialists, die die Liquidität des Handels sichern sollen. Auch in diesem Bereich kann es zu Marktversagen kommen, wenn die Tätigkeit als Market Maker oder Specialist nicht profitabel ausgeübt werden kann.

Abbildung 12 zeigt die notwendigen Elemente und die Interdependenzen eines „Ökosystems“ für die Kapitalmarktfinanzierung sowie die Rolle der einzelnen Elemente auf.

Abbildung 12: Zentrale Elemente des Ökosystem „KMU-Wachstumsmarkt“



Q.: WIFO Darstellung

Verschiedene Arten von Marktversagen können auf unterschiedlichen Ebenen auftreten. Daher ist ein solches „Ökosystem“ insbesondere beim Aufbau sehr fragil. Tritt ein Marktversagen in einem der relevanten Bereiche auf, kann es zu einem Erliegen der gesamten Entwicklungsdynamik kommen, sodass ein möglicher KMU-Wachstumsmarkt

bereits auf niedrigem Niveau stagniert. Genau die Gefahr eines solchen Szenarios wurde von den Gesprächspartnern immer wieder als mögliches Ergebnis skizziert.

Die Studienergebnisse und die Befragung der österreichischen Marktteilnehmer legen nahe, dass die Etablierung eines „KMU-Wachstumsmarktes“ in einem kapitalmarkt-aversen Umfeld wie Österreich schwierig ist. Der systemische Charakter des Sektors hat zur Folge, dass - den Willen zur Zusammenarbeit und das Commitment wesentlicher Akteure vorausgesetzt – **nur eine konsistente, sektorübergreifende Strategie einen funktionierenden KMU-Wachstumsmarkt etablieren kann.**

6.3. Wirtschaftspolitischen Vorschläge

Die wirtschaftspolitischen Vorschläge gliedern sich in drei Teile. Der erste Teil behandelt die zentrale Voraussetzung für das Funktionieren von Small-Cap Märkten, nämlich die Handelbarkeit der Namensaktien in Österreich. Im zweiten Teil werden die institutionellen Optionen für Small Cap Märkte in Österreich diskutiert, während im dritten Teil Maßnahmen vorgeschlagen werden, welche die kapitalmarkt-basierte Unternehmensfinanzierung in Österreich grundsätzlich unterstützen können. Diese Maßnahmen sind weitgehend unabhängig von der institutionellen Ausgestaltung (z.B: als KMU-Wachstumsmarkt).

A. Die zentrale Voraussetzung

Die notwendige Voraussetzung für die Etablierung eines Small-Cap Marktes ist die Lösung des oben erwähnten Problems des Aktionärsbuchs bzw. der Namensaktien. Nur dann wird österreichischen Unternehmen der Zugang zu Kapitalmärkten ermöglicht. Dies betrifft in Österreich sowohl den Dritten Markt als auch den Teil des mid market Segments der Wiener Börse, der im Rahmen des Dritten Marktes angesiedelt ist. Die Lösung dieses Problems ist auch für Notierungen österreichischer Unternehmen am Freiverkehr auf ausländischen Börsen relevant. Während es hier für ausländische Aktionäre kaum Probleme gibt, betrifft dieses Problem auch österreichische Anleger die Anteile an österreichischen Unternehmen halten, die auf ausländischen MTF notieren. Hier ist der Empfang der Dividenden nicht sichergestellt. Daher lautet die erste wirtschaftspolitische Empfehlung:

1. Das **Problem mit den Namenaktien bzw. der Eintragung ins Aktionärsbuch** muss auf regulatorische oder technische Art gelöst werden. Dies ist unabhängig von der Errichtung eines „KMU-Wachstumsmarktes“. Kann dieses Problem nicht zufriedenstellend gelöst werden, ist es nicht möglich einen „KMU-Wachstumsmarkt“ zu errichten, denn dieser baut auf dem „Freiverkehr“ und nicht auf einem geregelten Markt auf.

Die Lösung dieses Problems ist zentral für die Errichtung eines KMU-Wachstumsmarktes aber auch für den Handel von Unternehmensanteilen im Dritten Markt.²⁴ Besteht dieses Problem fort, können andere wirtschaftspolitische Maßnahmen keine Wirkung zeigen. Daher wird

²⁴ So würde die Notierung am Dritten Markt (Freiverkehr) eine kostengünstige Form der Handelbarkeit für Aktien bzw. anderer Anteilsscheine von Unternehmen ermöglichen, die z.B. über Equity-Crowdfunding finanziert wurden.

bei den folgenden wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen angenommen, dass das Problem der Namensaktien soweit gelöst wurde, dass die Notierung am Freiverkehr ohne Probleme möglich ist. Verschiedene rechtliche und technische Lösungen können zur Lösung dieses Problems angedacht werden.²⁵

B. Organisation der Börsen

Die Erfahrungen aus anderen Ländern zeigen, dass KMU-Märkte die **Funktion der Unternehmensfinanzierung** übernehmen können, obwohl sie im Verhältnis zu den etablierten geregelten Märkten eine relativ geringe Liquidität aufweisen und eine deutlich höhere Fluktuation in ihren Notierungen und Börsenabgängen haben.

2. **Grundsätzlich** wird die Errichtung eines **KMU-Marktes empfohlen**. Eine zentrale Rolle spielt dabei auch die **Möglichkeit eines Börsengangs durch Privatplatzierungen**. Dies zeigt aber auch, dass der Erfolg eines KMU-Wachstumsmarktes wesentlich vom Interesse und der Präsenz qualifizierter und professioneller Investoren abhängt.

Internationale Good Practice ist die Organisation des Marktes als multilaterales Handelssystem (MTF) an der nationalen Börse mit Regulierungsvorgaben durch die Börse.

Ein Teil des mid markets (Dritter Markt) an der Wiener Börse ist bereits in dieser Form ausgestaltet. Der mid market ist aber gleichzeitig auch als regulierter Markt und als Mid-Cap Segment ausgestaltet und entspricht somit nicht vollständig den Vorgaben an einen „KMU-Wachstumsmarkt“, wie er im MiFID II vorgesehen ist.

3. **Der Markt sollte als MTF (Dritter Markt, Freiverkehr) organisiert sein. Der MTF sollte in Österreich angesiedelt sein und im Sinne eines „KMU-Wachstumsmarktes“ geregelt und geführt werden. Die Börsenregeln sollen, wie bei einem MTF üblich, vom jeweiligen Börsenbetreiber ausgestaltet werden.** Neue gesetzliche Grundlagen sollen nur den reibungslosen Betrieb betreffen (z.B. **Sicherstellung, dass nach einem Private Placement ohne Prospektspflicht im Sekundärmarkt** gehandelt werden kann).
4. Die **Vermarktung** dieses Marktsegments bzw. KMU-Wachstumsmarktes sollte **aktiv betrieben** werden.

Da in Österreich ein KMU-Markt mit hinreichender Performance bislang nicht existiert, stellt sich die Frage, wer der Betreiber eines solchen Marktes sein kann und soll. Als Börsenbetreiber kommt die Wiener Börse in Betracht, weil diese der nationale Börsenbetreiber und bereits ein zentraler Akteur im österreichischen Kapitalmarktökosystem ist. Im Falle der Wiener Börse als Börsenbetreiber kann die Ausgestaltung auf die Erfahrungen/Regulierungen im Dritten Markt zurückgreifen. Startpunkt sind dann die bereits in der Praxis erprobten Regeln des mid markets im Rahmen des Dritten Marktes. Die Organisation des Handels (Auktion, kontinuierlicher Markt, Verpflichtung eines Market

²⁵ Einen möglichen Ansatz zeigt das deutsche Aktiengesetz auf. In §67 des deutschen Aktiengesetzes werden die mitwirkenden Kreditinstitute verpflichtet, gegen Erstattung der notwendigen Kosten, die für die Führung des Aktienregisters erforderlichen Angaben an die Aktiengesellschaft zu übermitteln. Das österreichische Aktiengesetz kennt keine derartige Bestimmung.

Makers bzw. Specialists) soll kosteneffektiv organisiert werden und auf die Begebenheiten des Kapitalmarktes zugeschnitten sein.

5. Ein KMU-Wachstumsmarkt könnte **an der Wiener Börse** angesiedelt und von der Wiener Börse geführt werden. Dies hätte den Vorteil, dass auf Erfahrungen im Börsenbetrieb zurückgegriffen werden kann und hohe Errichtungskosten (versunkene Kosten) nicht noch einmal getätigt werden müssen. Derzeit verfügt in Österreich nur die Wiener Börse über das notwendige Know-How und die Reputation einen solchen Markt zu führen und könnte eine Gradierung auf ihren Hauptmarkt anbieten.
6. Alternativ, insbesondere dann, wenn sich die Wiener Börse gegen die Errichtung eines KMU-Wachstumsmarktes entscheidet, könnten interessierte Ministerien **Gespräche mit anderen Börsenbetreibern** führen, um das Interesse an einer Errichtung eines KMU-Wachstumsmarktes in Österreich zu erheben.²⁶

Die internationalen Vergleiche haben unterschiedliche Ausprägungen von KMU-Märkten gezeigt. Gegeben der Historie des Kapitalmarktes in Österreich scheint jedweder Versuch zur Etablierung eines KMU-Marktes mit Risiko behaftet, was wiederum Rückkoppelungen auf die Wirtschaftspolitik hat. Im Folgenden werden exemplarisch drei institutionelle Optionen präsentiert.

- I. Die erste und wenig ambitionierte Möglichkeit ist die Verbesserung im aktuellen institutionellen Rahmen durch Sicherstellung der Handelbarkeit von Namensaktien im Freiverkehr. Je nach Bedürfnis können österreichische Unternehmen die bestehenden Strukturen im Rahmen des mid market der Wiener Börse nutzen oder (wie bisher) an einer ausländischen Börse notieren. Diese Option ist zu bevorzugen, wenn keine übergreifende Strategie für einen funktionierenden KMU-Wachstumsmarkt möglich ist. Die Wirtschaftspolitik kann hier durch die Umsetzung der unterstützenden Maßnahmen (siehe nächster Abschnitt) dennoch Impulse setzen und die Attraktivität der Kapitalmarktfinanzierung für Wachstumsunternehmen steigern.
- II. Die zweite Option sieht einen klaren Bruch mit den bisherigen Segmenten und signalisiert einen Neuaufbruch. MIFID II sieht für MTF, die auf die speziellen Bedürfnisse kleinerer Unternehmen zugeschnitten sind, die Möglichkeit zur Registrierung als „KMU-Wachstumsmarkt“ vor. Diese regulatorische Innovation bietet eine Opportunität, auch in Österreich einen „KMU-Wachstumsmarkt“ einzuführen. Bezugnehmend auf die Vorschläge von Experten sollte ein neu geschaffener „KMU-Wachstumsmarkt“ nicht allein Österreich umfassen, sondern länderübergreifend auch für die anderen Börsen der CEE Stock Exchange Group (Börse Wien und Börse Prag) konzipiert

²⁶ Die Geschäftsmodelle der internationalen Börsenbetreiber orientieren sich primär an den Hauptsegmenten. Im Falle des Betriebs einer KMU-Börse in Österreich würde für einen internationalen Börsenbetreiber einige Elemente der Verbundvorteile (rechtl. Expertise, Kennniss der Investoren- und Unternehmenslandschaft etc.) wegfallen. Diese Verbundvorteile sind zum Teil für den Erfolg der etablierten (inter)nationalen Börsenbetreiber, die Haupt- und Small-Cap Märkte gleichzeitig betreiben, gegenüber spezifischen Small-Cap Börsen, ausschlaggebend. Im konkreten Fall muss auch berücksichtigt werden, dass Informationsasymmetrien mit der Entfernung ansteigen, und dass an den meisten Small-Cap Börsen vorwiegend nationale Unternehmen notieren, sodass hier Kooperationslösungen mit österreichischem Know-How tendenziell Vorteile aufweisen könnten.

werden. Diese Option erfordert eine aktive Rolle der Wiener Börse. Ein derartiger „**CEE-SME Market**“ könnte den Beispielen First North und Alternext folgen. Diese KMU-Märkte zeigen, dass nur kleinere Adaptionen, die auf die nationalen Gesetzeslagen Rücksicht nehmen, notwendig sind, um im Rahmen eines MTF einen einheitlichen Marktplatz zu etablieren. Dies erfolgte am First North trotz unterschiedlicher rechtlicher Details (Kapitalmarkt-, Börsen- und Aktiengesetze) und Währungen. Eine solche Variante würde eine größere Marktbreite (notierende Unternehmen) ermöglichen, als ein auf Österreich beschränkter KMU-Wachstumsmarkt und ist dadurch auch für Investoren attraktiver. Die Handelbarkeit von Namensaktien im Freiverkehr muss auch in dieser Option gewährleistet sein.

- III. Als dritte Option kommt eine Sondierung mit internationalen Börsenbetreibern in Betracht. Sollte sich ein dokumentiertes Interesse manifestieren, könnte die Errichtung einer neuen KMU-Börse durch einen internationalen Börsenbetreiber ins Auge gefasst werden (Erweiterung dessen Small-Cap Börse durch ein österreichisches Segment). Allerdings sollte der neue Betreiber ein bereits etablierter Börsenbetreiber sein. Dies ist nur dann eine realistische Option, wenn „Sondierungen“ (vgl. Punkt 5) ergeben, dass ein Börsenbetreiber an einem solchen Vorhaben konkretes Interesse hat.²⁷

C. Unterstützende Maßnahmen

Eine Reihe von Maßnahmen können mehrere Dimensionen des Finanz-Ökosystems stärken. Diese unterstützenden Maßnahmen sind nicht notwendigerweise daran gebunden, dass ein neuer „KMU-Wachstumsmarkt“ in Österreich geschaffen wird. Ziel der Maßnahmen ist die Erhöhung der Erfolgswahrscheinlichkeit und der Akzeptanz der Kapitalmarktfinanzierung von Seiten der Unternehmen und Investoren. Diese Maßnahmen sind seitens der Regulierung bzw. der zuständigen wirtschaftspolitischen Akteure relativ einfach umsetzbar. Sie können prinzipiell bei jeder Ausgestaltung der Kapitalmarktfinanzierung bzw. „KMU Wachstumsbörse“ implementiert werden, solange sich der Börsenplatz in Österreich befindet. Sollte sich der Börsenplatz im Ausland befinden, sind insbesondere steuerliche Maßnahmen zur Investormobilisierung schwer mit Zielgenauigkeit auf österreichische Unternehmen realisierbar.

7. Auf der **Unternehmensseite** könnte nach Vorbild des Elite-Programmes der Borsa Italiana und der London Stock Exchange ein **selektives Programm** für ambitionierte, und eventuell in Zukunft für den Börsengang in Frage kommenden Unternehmen, etabliert werden, welches Unternehmen an die Kapitalmarktfinanzierung (Investment readiness für Risikokapital, Börse, Anleihen) heranzuführt. Dieses könnte vom Börsenbetreiber in Kooperation mit öffentlichen Förderstellen sowie Akteuren, die am Kapitalmarkt tätig sind, organisiert werden, aber auch von öffentlichen Förderstellen koordiniert werden.

²⁷ Gesetzliche Basis für den Betrieb eines MTF in Österreich ist § 1 Z 9 WAG 2007. Der Betrieb eines MTF ist eine konzessionspflichtige Wertpapierdienstleistung einer Wertpapierfirma nach Wertpapieraufsichtsgesetz (WAG). Die Anforderungen für die Konzession finden sich in § 3 Abs. 2 Z 4 WAG 2007.

8. Um die Sichtbarkeit der notierenden Unternehmen an Märkten (insbesondere bei einer KMU-Wachstumsbörse) für Investoren zu erhöhen könnte der Research von Analysten (Einschätzung der Unternehmen) für neu notierende Unternehmen bzw. Unternehmenspräsentationen von neu notierenden Unternehmen temporär subventioniert werden.
9. **Es sollten verschiedene Möglichkeiten zum Marktzugang gewährleistet werden.** Eine Platzierung sollte sowohl über ein öffentliches Angebot (public offering) als auch über ein nicht-öffentliches Angebot (private Placement) möglich sein. Denkbar ist auch die implizite Graduierung von erfolgreichen, über Equity Crowdfunding finanzierten, Unternehmen, wenn diese als börsenfähig eingestuft werden. Dabei müssen Regulierung und Aufsicht sicherstellen, dass die Möglichkeiten des Marktzugangs so ausgestaltet und aufeinander abgestimmt sind, dass sie von den Unternehmen auch in Anspruch genommen werden können.
10. Auch hinsichtlich der **Prospektpflichten** für öffentliche Angebote kann die Regulierung die Eintrittskosten senken. Einen interessanten Weg geht diesbezüglich das (neue) Alternativfinanzierungsgesetz (AltFG), das die Prospektpflichtschwelle des § 3 Abs. 1 Zif. 10 KMG für über Crowdfunding finanzierte Projekte auf 1,5 Mio. Euro anhebt (neue Zif. 10a des § 3 Abs. 1 KMG). Durch diese Verhundertfachung der Prospektpflichtschwelle des KMG für Emissionen, die dem AltFG unterliegen, können im Wege des Crowdfinancing künftig größere Emissionen als bisher ohne das (strenge) Erfordernis eines Prospekts vorgenommen werden. Mit dieser Gesetzesnovelle gelingt es, die Information und den Schutz der Investoren in eine für KMU vernünftige Relation zu den damit verbundenen Kosten zu setzen. Eine Ausweitung dieser abgemilderten Prospektpflicht auf alle „kleinen“ Emissionen von Small-Caps sollte nach positiver Evaluierung des AltFG von der Wirtschaftspolitik in Betracht gezogen werden. Dabei könnte für kleinere Emissionsvolumina auch eine reduzierte Prospektpflicht, die in etwa den Zulassungsbestimmungen anderer KMU-Börsen entspricht, ins Auge gefasst werden.
11. **Steuerliche Maßnahmen** könnten in der Anfangsphase flankierend sinnvoll sein, um die Investoren (individuelle und professionelle) von neu notierenden kleineren Unternehmen (oder einem neuen „KMU-Wachstumsmarkt“) zu überzeugen. Die steuerlichen Maßnahmen können dabei den englischen Modellen folgen (vgl. AIM 2014) und die erwarteten Returns durch selektive Dividendensteuerbefreiungen bzw. Investitionsanreize attraktiver für Investoren zu machen. Diese Maßnahmen können am Anfang dazu beitragen, Investorengruppen an die börsliche Kapitalmarktfinanzierung neuer kleinerer Unternehmen heranzuführen. Um Mitnahmeeffekte zu minimieren, sollten allfällige steuerliche Anreize zeitlich befristet werden.
12. **Regulierung und Aufsicht können dazu beitragen, bei den Investoren und Anlegern Vertrauen in den Wachstumsmarkt zu schaffen.** Dass Kleinanleger für alternative Finanzierungsformen interessiert werden können, zeigt die zunehmende Popularität von Crowdfunding, wo von Kleinanlegern privates Risikokapital für bestimmte Projekte zur Verfügung gestellt wird. Dies könnte auch für die neue Börse genutzt werden. Um

„Enttäuschungen“ von Kleinanlegern zu vermeiden, ist diesen bei der Bewerbung von Kapitalmarktanlagen pro-aktiv und sehr klar zu **kommunizieren**, dass es sich bei Aktien von Unternehmen, die an „KMU-Börsen“ notieren, um **riskante Investments** handelt, die auch mit dem vollständigen Kapitalverlust einher gehen können. Die Regulierungen für institutionelle Anleger könnten so ausgestaltet werden, dass (für diese Investoren kleine) Investments in Unternehmen die an der KMU-Wachstumsbörse notieren, mit einem geringeren administrativen Aufwand als heute verbunden ist (Anlagebeschränkungen, Solvenzvorschriften).

Langfristig muss ein KMU Wachstumsmarkt jedenfalls auch ohne umfassende steuerliche Begünstigungen, Förderungen und anderen wirtschaftspolitischen Unterstützungsmaßnahmen auf Basis effektiver Regulierung nachhaltig funktionsfähig sein. Ziel der Maßnahmen soll es sein, die unterschiedlichen Marktversagen zu beseitigen. Aufgrund der Interaktion verschiedener Elemente und Akteure im Ökosystem Kapitalmarktfinanzierung, beeinflussen sich diese Marktversagen wechselseitig. Dieses System ist insbesondere in der Anfangszeit der Marktetablierung besonders fragil. Dies legt nahe, dass bestimmte Marktversagen temporären Charakter haben. Jene wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die auf die Beseitigung eines temporären Marktversagens abzielen, sollen daher auch eine zeitliche Beschränkung aufweisen.

Referenzen

- AIM Italia – MAC, Regolamento Emittenti, Juli 2015.
- AIM Italia – MAC, Regolamento Nominated Adviser, September 2014.
- AIM - London Stock Exchange Group, Baker Tilly, A guide to AIM tax Benefits, London, 2015.
- Akyol, A., Cooper, T., Meoli, M., Vismara, S., "Do regulatory changes affect the underpricing of European IPOs?", *Journal of Banking & Finance*, 2014, 45, S. 43-58.
- Asyngier, R., "NewConnect in Comparison with Multilateral Trading Facilities in Europe: Irregularities in the Functioning of the Polish MTF Market", *Annales Universitatis Mariae Curie-Sklodowska Lubin, Sectio H*, 2014, XLVII(1), S. 9-23.
- Bacel, F., Mitoo, U. R., "Why do European Firms go Public?", *European Financial Management*, 2009, 15(4), S. 844-884.
- Bekaert, G., Harvey, C.R., *Capital Markets: An Engine for Economic Growth*, NBER, 1997.
- Bell, L., Correia da Silva, L., Preimans, A., *The Cost of Capital: an International Comparison*, Study by Oxera consulting Ltd for the city of London, 2006.
- Bernstein, S., "Does Going Public Affect Innovation?", *Journal of Finance*, 2015, 70 (4), S. 1365-1403.
- Boot, A.W.A., Gopalan, R., Thakor, A.V., "The Entrepreneur's Choice between Private and Public Ownership", *Journal of Finance*, 2006, 61(2), S. 803-836.
- Bottazzi, G., Secchi, A., Tamagni, F., "Financing constraints and firm dynamics", University of Pisa Working Paper, 2010, (99).
- Brau, J. C., Fawcett, S.E., "Initial public offerings: An analysis of theory and practice", *Journal of Finance*, 2006, 61, S. 399-436.
- Brau, J. C., Francis, B., Kohers, N., "The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence", *Journal of Business*, 2003, 76(4), S. 583-612.
- Bravo-Biosca, A., Criscuolo, C., Menon, C., "What Drives the Dynamics of Business Growth?", *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, 2013, 1, OECD Publishing, Paris.
- Brossard, O., Lavigne, S., Sakinc, M. E., (2013), "Ownership structures and R&D in Europe: the good institutional investors, the bad and ugly impatient shareholders", *Industrial and Corporate Change*, 2013, 22(4), S. 1031-1068.
- Buch, C., Kesternich, I., Lipponer, A., Schnitzer, M., "Exports Versus FDI Revisited: Does Finance Matter?", *CEPR Discussion Paper*, 2010, (7839).
- Buera, F., Fattal-Jaef, R., Shin, Y., "Anatomy of a Credit Crunch: From Capital to Labor Markets," *Review of Economic Dynamics*, Elsevier for the Society for Economic Dynamics, 2015, 18(1), S. 101-117.
- Buera, F. J., Kaboski, P., Yongseok, S., *Finance and Development: A Tale of Two Sectors*, *American Economic Review*, 2011, 101, 1964-2002.
- Cumming, D., Johan, S., *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*, Academic Press, Burlington, 2009.
- Dambra, M., Filed, L., Gustafson, M., "The JOBS Act and IPO Volume: Evidence that disclosure costs affect the IPO decision", *Journal of Financial Economics*, 2015, 116, S. 121-143.
- Decker, R., Haltiwanger, J., Jarmin, R. and Miranda, J., *The secular decline in business dynamism in the U.S.* Unpublished Manuscript: University of Maryland, 2014.
- Demirgüç-Kunt, A., Maksimovi, V., "Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm-Level Data", *Journal of Financial Economics*, 2002, 65, S. 337-363.
- Deutsche Börse Group, *Listing Beauty contest - A comparative cost Analysis of Six Global Exchange*, Deutsche Börse, Frankfurt, 2007.
- Doove, D. Gibcus, P., Kwaak, T., Smit, L., Span, T., „Survey on the access to finance of enterprises (SAFE). Analytical Report“, Panteia, European Commission, Brussels, 2014.
- Engel, E., Hayes, R. M., Wang, X., "The Sarbanes-Oxley Act and Firms' Going Private Decisions", *Journal of Accounting and Economics*, 2007, 44(1-2), S. 116-145.
- Europäische Kommission, *Grünbuch: Schaffung einer Kapitalmarktunion*, COM(2015) 63 final, Brüssel, 2015.

- European Issuers, EVCA, FESE, EU IPO Report: Rebuilding IPOs in Europe, Creating jobs and growth in European capital markets, (((homepage))), March 2015, http://www.evca.eu/media/370031/IPO_Task_Force_Report.pdf.
- Ferragina, F., Mancaruso, M., Plamas, L., "AIM Italia e quotazioni delle PMI: Minore regole e maggiori possibilità di successo", 2008, *Contabilità, Finanza e Controllo* 12/2008, S. 990-999.
- Freshfields Bruckhaus Deringer, I "nuovi" titoli di debito ai sensi dell'articolo 32 del Decreto Sviluppo, Briefing, July 2012.
- Friederich, S., Payne, R., "Computer-Based Trading, Liquidity and Trading Costs", HM Treasury - Government Office for Science, 2011.
- Friesenbichler, K. S., Fritz, O., Hölzl, W., Misch, F., Streicher, G., Yeter, M., The efficiency of EU public Administration in helping firms grow, European Commission, DG Enterprise and Industry, Brussels, 2014.
- Friesenbichler, K. S., Url, T., „Standortfaktoren und Investitionspotential von Risikokapital in Österreich“, WIFO-Monatsberichte, 2013, 86, S. 673–683.
- Gao, X., Ritter, J. R., Zhu, Z., "Where have all the IPO gone?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2013, 48(6), S. 1663-1692.
- Harwood, A., Kondaris, T., "SME Exchanges in Emerging Market Economies A Stocktaking of Development Practices", World Bank Policy Research Working Paper 7160, 2015.
- Hölzl, W., "High growth firms in Europe", Kapitel für den Innovation Union Competitiveness Report, Europäische Kommission, Generaldirektion Forschung und Innovation, Brüssel, im Erscheinen, 2015.
- Hölzl, W., Janger, J., "Distance to the frontier and the perception of innovation barriers across European countries", *Research Policy*, 2014, 43(4), S. 707-725
- Hölzl, W., Reinstaller, A., "Finanzierungsbeschränkungen junger technologieorientierter Unternehmen. Ergebnisse einer Unternehmensbefragung", WIFO-Monatsberichte, 2013, 86(8), S. 649-662, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/46912>.
- Iliev, P., "The effect of SOX Section 404: costs, earnings, quality and stock prices", *Journal of Finance*, 2010, 65, S. 1163-1196.
- Janger, J., „Strukturwandel als Indikator für die Qualifikationsnachfrage der Wirtschaft“, WIFO-Monatsberichte, 2013, 2, S. 135-147.
- Jud, T., „Funktionsmodell und Rahmenbedingungen der Risikokapitalfinanzierung“, WIFO-Monatsberichte, 2013, 86, S. 663–672.
- Jud, T., Marchart, J., Friesenbichler, K., Peneder, M., Risikokapital in Österreich Angebots- und Nachfrageseitige Erklärungsfaktoren für die geringe Ausprägung, Studie im Auftrag des BMWFJ und AWS, Wien, 2013.
- Kamar, E., Karaca-Madic, P., Talley, E. L., "Sarbanes-Oxley Effects on small firms: What is the Evidence?", Working Paper CENTER IN LAW, ECONOMICS AND ORGANIZATION, University of Southern California, 2007.
- Kaserer, C., Rapp, M. C., Capital Markets and economic growth: Long-term trends and policy challenges, Research Report, 2014.
- Kaserer, C. Mettler, A. Obernberger, S., "The Impact of the Sarbanes-Oxley Act on the Cost of Going Public", *Business Research*, 2011, 4(3), S. 125-147.
- Kim, W., Weisbach, A. C., "Motivations for public equity offers: an international perspective", *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(2), S. 281-307.
- Lazonick, W., Tulum, O., "US biopharmaceutical finance and the sustainability of the biotech business model", *Research Policy*, 2011, 40.
- Leitinger, R., Strohbach, H., Schöffler, P., Hummel, M., Venture Capital und Börsengänge, Manz Verlag, Wien, 2000.
- Mason, C., Trends in IPO Listings by SMEs in the EU, Report prepared for the City of London Corporation and TheCityUK, 2011.
- Mazzucato, M. (2013), "Financing innovation: creative destruction vs. destructive creation", *Industrial and Corporate Change*, 2013, 22(4), S. 851–867.
- Mendoza, J., "Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market", *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, 2008, 13, S. 257-328.
- Midrigan, V., Daniel Y. X., "Finance and Misallocation: Evidence from Plant-Level Data." *American Economic Review*, 2014, 104(2), S. 422-58.

- Müller-Michaels, O., Wecker, J., „Freiverkehr: gesetzliche Rahmenbedingung und Börsenordnungen“, 2005, Finanzbetrieb, 11/2005, S. 736-743.
- Nasdaq OMX - First North Nordic, Rulebook, NASDAQ OMX First North, 2015.
- Norton Rose Fulbright, AIM Italia/Mercator Alternative del Capitale: Principali caratteristiche e aspetti regolamentari, Mailand, Mai 2014.
- Oetken, P., Die deutschen Small Caps: Definition, Situation und Finanzkommunikation, Diplomica Verlag, Hamburg, 2010.
- Osservatorio Mini-Bond, I° Report italiano sui Mini-Bond, Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, Milan, Februar 2015.
- Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L., „Why do companies go public? An Empirical analysis“, Journal of Finance, 1998, 47, S. 1367-1400.
- Peneder, M., „Von den 'trockenen Tälern' der Risiko- und Wachstumsfinanzierung“, WIFO-Monatsberichte, 2013, 86(8), S. 637-648, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/46911>.
- Peneder, M., „The Impact of Venture Capital on Innovation Behaviour and Firm Growth“, Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, 2010, 12 (2), S. 83-107.
- Peneder, M., „The contribution of venture capital to modern systems of innovation: a critical review“, International Journal Public Sector Performance Management, 2009, 1(3).
- Peneder, M., Schwarz, G., „Venture Capital: Ergebnisse der Wirkungsanalyse für Österreich“, WIFO Monatsberichte, 2008, 6.?
- Peneder, M., „The contribution of venture capital to modern systems of innovation: a critical review“, International Journal Public Sector Performance Management, 2009, 1(3).
- Peterhoff, D., Romeo, J., Calvey, P., Towards Better Capital Markets Solutions for SME Financing, Oliver Wyman, London, 2014.
- Pichler, E. M., Der Österreichische Aktienmarkt für kleine und mittelgroße Unternehmen im internationalen Vergleich, 2009.
- Pisano, G. P., „Can science be a business? Lessons from Biotech“, Harvard Business Review, 2006, S. 114–125.
- Popov, A., Roosenboom, P. „Venture capital and patented innovation: evidence from Europe,“ Economic Policy, 2012, 27(71), S. 447-482.
- Price Waterhouse Coopers, IPO Watch Europe, Jahrgänge 2008 bis 2014, Price Waterhouse Cooper, London.
- Rasch, S., „Der Aktienmarkt für kleine und mittelgroße Unternehmen: Besonderheiten, Probleme und Möglichkeiten bei der Ausgestaltung des Börsenhandels“, Schriftenreihe des ZEW, 1996, Band 10, Mannheim.
- Ritter, J., „Re-energizing the IPO Market,“ Chapter 4 in Bailey et al. (eds) Restructuring to Speed Economic Recovery , Brookings Press, 2013, S. 123-145.
- Secchi, A., Tamagni, F., Tomasi, C., „Exporting under financial constraints: margins, switching dynamics and prices“, Scuola Superiore Sant'Anna, LEM Working Paper, 2011, (24).
- Schäfer, H., Unternehmensfinanzen, Physica, Heidelberg, 1998.
- Schermaier, S., EU - PANORAMA Rechtsupdate MIFID II und WIK-RL, Wien, 2014.
- Sieradzki, R., „Does it pay to invest in IPOs? Evidence from the Warsaw Stock Exchange“, 2013, NATIONAL BANK OF POLAND WORKING PAPER No. 139.
- Sjostrom, W., Rebalancing Private Placement Regulation, *Seattle University Law Review*, 2013 36(2), S. 1143-1167.
- Spearot, A., „Firm Heterogeneity, New Investment and Acquisitions“, Journal of Industrial Economics, 2012, 60(1), S. 1-45.
- Terberger, E., „Die Struktur des Finanzsystems und der Finanzierungszugang für kleine Unternehmen“, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, 2005, ISSN 1861-1559, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 74, Iss. 4, pp. 75-91, <http://dx.doi.org/10.3790/vjh.74.4.75>.
- Tirole, J., „The Theory of Corporate Finance“, Princeton University Press, 2005.
- Vismara, S., Paleari, S., Ritter, J., „Europe's Second Markets for Small Companies“, European Financial Management, 2012, 18 (3), S. 352-388.
- Weild, D., Kim, E., Newport, L., „Making Stockmarkets work to support economic growth: Implications for governments, regulators, stock exchanges, corporate issuers and their investors“, OECD Corporate Governance Working Papers, No 10, 2013.

- Weild D., Kim, E., Market Structure is Causing the IPO Crisis and more, Capital Market Series, Grant Thornton LLP, 2010.
- Weild, D., Kim, E., A wake-up call for America, Capital Market Series, Grant Thornton LLP, 2009.
- Wiener Börse, Regelwerk prime market, Wien, 2015a,
http://www.wienerbourse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace_products/regelwerk_prime_market.pdf.
- Wiener Börse, Regelwerk mid market, Wien, 2015b,
http://www.wienerbourse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace_products/regelwerk_mid_market.pdf.
- Wiener Börse, Institutionelle Investoren und österreichische Aktien im Jahr 2014, Wien 2015c,
<http://www.wienerbourse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/investors/factsheet-ipro-122014.pdf>.
- Wiener Börse, Marktsegmentierung der Wiener Börse AG, Wien 2015d,
http://www.wienerbourse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace_products/marktsegmentierung.pdf.
- Wiener Börse, Der Börsegang, Wien, o.J., <http://www.wienerbourse.at/service/publications/>.
- Williamson, S. D., "Costly Monitoring, Loan Contracts, and Equilibrium Credit Rationing", The Quarterly Journal of Economics, 1987, 102(1), S. 135-146.

Appendix

Übersicht A 1: Wesentliche Voraussetzungen für Notierung an Marktsegmenten der Wiener Börse und Folgepflichten laut Börsegesetz und entsprechendem Regelwerk der Wiener Börse

Wesentliche Voraussetzungen/Folgepflichten laut Börsegesetz und entsprechendes Regelwerk							
Zulassung	Prime Market		Mid Market			Standard Market	Dritter Markt
	Amflicher Handel oder Geregelter Freiverkehr*		Amflicher Handel oder Geregelter Freiverkehr	Dritter Markt als MTF		Amflicher Handel oder Geregelter Freiverkehr	Dritter Markt als MTF
Marksegment	equity market.at: prime market		equity market.at: mid market			equity market.at: standard market	other securities.at
Aktiengattung	Stammaktien*		Stammaktien*	Stammaktien*		Stammaktien, Vorzugsaktien	Stammaktien, Genussscheine,
Bestandsdauer	3 Jahre, Jahresabschlüsse für die drei v orangegegangenen		Amflicher Handel: 3 Jahre, Geregelter Freiverkehr: 1	1 Jahr*		Amflicher Handel: 3 Jahre, Geregelter	Nein
Gesamtnominale (Grundkapital)	Amflicher Handel: mind. 2,9 Mio. EUR,		Amflicher Handel: mind. 2,9 Mio. EUR,	Keine Bestimmungen		Amflicher Handel: mind. 2,9 Mio. EUR,	keine Bestimmungen gem. AGBs der Wiener
Streuung der Aktien	Streubesitz über 25 % und Marktkapitalisierung mind. 20		Amflicher Handel: mind. 0,725 Mio. EUR Nominale	Keine Bestimmungen		Amflicher Handel: mind. 0,725 Mio. EUR Nominale	Keine Bestimmungen
Rechnungslegungsstandards	IRFS		IRFS	Nationaler Rechnungslegungsstanda		IRFS	keine Bestimmungen gem. AGBs der Wiener
Veröffentlichung von Jahresfinanzberichten bzw. Jahresabschluss samt Lagebericht	Jahresfinanzbericht geprüft, spätestens 4 Monate nach Ablauf des Berichtszeitraumes, Rechnungslegung nach IFRS (§ 82 Abs 8 BörseG)		Jahresfinanzbericht geprüft spätestens 4 Monate nach Ablauf des Berichtszeitraumes, Rechnungslegung nach IFRS (§ 82 Abs 8 BörseG)	geprüfter Jahresabschluss samt Lagebericht innerhalb v on 5 Monaten nach Ablauf des Berichtszeitraums*		Jahresfinanzbericht geprüft, spätestens 4 Monate nach Ablauf des Berichtszeitraumes, Rechnungslegung nach IFRS (§ 82 Abs 8 BörseG)	keine Bestimmungen gem. AGBs der Wiener Börse
Veröffentlichung von Halbjahresfinanzberichten bzw. Zwischenberichten für das 1. Halbjahr	Halbjahresfinanzbericht spätestens 2 Monate nach Ablauf des Berichtszeitraumes (§ 82 Abs 8 BörseG), Rechnungslegung nach IFRS		Halbjahresfinanzbericht spätestens 2 Monate nach Ablauf des Berichtszeitraumes (§ 82 Abs 8 BörseG), Rechnungslegung nach IFRS	Zwischenberichte für das 1. Halbjahr innerhalb v on 3 Monaten nach Ende des ersten Halbjahres*		spätestens 2 Monate nach Ablauf des Berichtszeitraumes (§ 82 Abs 8 BörseG), Rechnungslegung nach IFRS	Nein
Veröffentlichung von Quartalsberichten/Zwischenmittellungen für das 1. und 3. Quartal	Quartalsberichte spätestens 2 Monate nach Ablauf des Berichtszeitraumes, nach IFRS (IAS 34)*		Zwischenmittellungen: spätestens 6 Wochen nach Ablauf des Berichtszeitraumes	Nein		Zwischenmittellungen: spätestens 6 Wochen nach Ablauf des Berichtszeitraumes oder	Nein
Ad-hoc Publizität, bzw Pflicht zur Bekanntgabe von preisrelevanten Unternehmensinformationen	Ad-hoc Publizitätspflicht mit schriftliche Vorabmitteilung an Wiener Börse und FMA und		Ad-hoc Publizitätspflicht mit schriftliche Vorabmitteilung an Wiener	Veröffentlichung v on preisrelevanten Unternehmensinformation		Ad-hoc Publizitätspflicht mit schriftliche Vorabmitteilung an	Wichtige Information über den Emittenten und dessen
Unternehmenskalender	2 Monate v or Beginn des jeweiligen Geschäftsjahres		Ja	Ja		Keine Bestimmungen	Keine Bestimmungen
Veröffentlichungs-Sprache	Deutsch und Englisch*		Deutsch für Emittenten mit Sitz und Zulassung nur in	Deutsch oder Englisch		Deutsch für Emittenten mit Sitz und Zulassung	Keine Bestimmungen
Corporate Governance Kodex	Jährlicher CG Bericht (§ 243b UGB) inkl.		Jährlicher CG Bericht (§ 243b UGB)	Nein (CG-Bericht nur dann, wenn das		Jährlicher CG Bericht (§ 243b UGB)	Nein (CG-Bericht nur dann, wenn das
Emissionsprospekt (§ 74 BörseG)	Veröffentlichung auf Website, für 1 Jahr ab Beendigung der		Ja	Nein, nur bei Angebot von Wertpapieren		Ja	Nein, nur bei Angebot von Wertpapieren
Maßnahmen zur Verhinderung von Insidergeschäften (Emittenten-Compliance-Verordnung)	Ja, Verordnung der FMA		Ja, Verordnung der FMA	Ja*		Ja, Verordnung der FMA	Ja*
Directors' Dealings, Meldung von Änderungen der Beteiligungen von Organmitgliedern und leitenden Angestellten an die FMA	Ja		Ja	Ja*		Ja	Ja*
Änderungen bedeutender Beteiligungen (§ 93 BörseG)	Ja		Ja	Nein		Ja	Nein
Handelsverfahren/ Liquiditätsbetreuer	Fortlaufender Handel, Specialist-Pflicht, weitere		Fortlaufender Handel mit Market Maker / Einmalige	Fortlaufender Handel mit Market Maker / Einmalige		Fortlaufender Handel: mit Market Maker /	alle Handelsverfahren möglich
Capital Market Coach	Nein		Capital Market Coach-Pflicht*	Capital Market Coach-Pflicht*		Nein	Nein

Q: Wiener Börse AG; *ab Juli 2016 aufgrund der Market Abuse Directive (MAD).

Übersicht A 2: Gesetzesänderungen Österreich nach MiFID I

MiFID Summary Transposition Table

Member State: Austria

Date Table Prepared: 28/11/07

1. List of completed transposing measures (where applicable) (including transposing measures completed but not yet applied)

Name, date and number of transposing measure	Official journal or gazette reference	Internet address (where available)	Date of application	Provisions of Level 1 or Level 2 Directive that are transposed by this measure
1 Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 – WAG 2007	BGBl. I Nr. 60/2007	http://ris1.bka.gv.at/c	01/11/07	All provisions of L 1 and L 2 Directive are transposed by WAG 2007, if not transposed by measures indicated below.
2 Bankwesengesetz – BWG	BGBl. Nr. 532/1993 as amended by BGBl. I Nr. 60/2007	http://ris1.bka.gv.at/c	01/11/07	L 1: Art. 4/31, Art. 5/4, Art. 7/2, Art. 9/1/1st subparagraph, Art. 9/3 and 4, Art. 10/1 and 2, Art. 13/4 L 2: Art. 5/4

<p>3 Börsegesetz 1989 – BörseG</p>	<p>BGBl. Nr. 555/1989 as amended by BGBl. I Nr. 60/2007</p>	<p>http://ris1.bka.gv.at/c 01/11/07</p>	<p>L 1: Art. 4/13 and 14, Art. 9/1/2nd subparagraph, Art. 31/6, Art 33 and 34, Art. 35/1, Art. 36 to 47, Art. 51, Art. 71/2 and 5 L 2: Art. 2/1 and 7</p>
<p>4 Investmentfondsgesetz – InvFG</p>	<p>BGBl. Nr. 532/1993 as amended by BGBl. I Nr. 60/2007</p>	<p>http://ris1.bka.gv.at/c 01/11/07</p>	<p>Art. 4/24 L 1</p>
<p>5 Konsumentenschutzgesetz – KSchG</p>	<p>BGBl. Nr. 140/1979 as amended by BGBl. I Nr. 60/2007</p>	<p>http://ris1.bka.gv.at/c 01/11/07</p>	<p>Art. 52 (2) L1</p>
<p>6 Interessenkonflikte- und Informationen für Kunden- Verordnung – IIKV</p>	<p>BGBl. II Nr. 216/2007</p>	<p>http://http://ris1.bka.gv.at/c 01/11/07</p>	<p>L 2: Art. 22 (3) 2nd subparagraph, Art. 27 (3)-(6)</p>
<p>7 Handelstransparenzausnahmen- Verordnung – HTAusV</p>	<p>BGBl. II Nr. 214/2007</p>	<p>http://ris1.bka.gv.at/c 01/11/07</p>	<p>The following Level 1 provisions are partly transposed by this national regulation and partly by WAG 2007: Art. 28 (2), Art. 29 (2), Art. 30 (2), Art. 44(2), Art. 45 (2)</p>

8	Auslagerungsverordnung – AusV	BGBl. II Nr. 215/2007	http://ris1.bka.gv.at/c 01/11/07	Art. 15 (3) L 2 unless transposed by WAG 2007
9	Wertpapiermeldeverordnung – WPMV	BGBl. II Nr. 217/2007	http://ris1.bka.gv.at/c 01/11/07	options in Regulation 1287/2006

2. List of proposed transposing measures (where applicable)

3. Any other remarks (including information unable to fit in above tables)

Q.: http://ec.europa.eu/finance/securities/isd/mifid_implementation/index_de.htm