

Luther News, 4. Juli 2012

# Gesellschaftsrecht

## Neuregulierung des Freiverkehrs („Open Market“):

### Deutsche Börse schließt das Marktsegment „First Quotation Board“ und verschärft die Regeln für den „Entry Standard“

Das am 1. Oktober 2008 im Rahmen der Neuordnung des „Open Market“ (Freiverkehr) geschaffene Marktsegment „First Quotation Board“ wird nach nicht einmal 4 Jahren wieder abgeschafft. Im „First Quotation Board“ konnten Unternehmen mit äußerst geringen regulatorischen bzw. Transparenzanforderungen zum Börsenhandel zugelassen werden. Damit reagiert die Deutsche Börse auf anhaltende Kursmanipulationen und Verdachtsfälle in diesem Marktsegment – Werbeanrufe oder Depotmissbrauch waren beispielsweise gang und gebe. Zwar wurden 2011 die Voraussetzungen für ein Listing im „First Quotation Board“ verschärft, wonach das Eigenkapital des Emittenten mindestens 500.000 Euro betragen musste, allerdings blieb der erhoffte Manipulationsrückgang aus. Die Abschaffung dieses Marktsegments galt daher als überfällig. Bereits kurz vor Weihnachten konnten keine Aktien mehr im „First Quotation Board“ notiert werden. Ab dem 1. Juli 2012 besteht der „Open Market“ nunmehr nur noch aus zwei Marktsegmenten: „Entry Standard“ und „Quotation Board“. Gleichzeitig sind die Anforderung im Marktsegment

„Entry Standard“ etwa mit Einführung einer Prospektpflicht deutlich verschärft worden.

#### Das neue Marktsegment „Quotation Board“

In das Marktsegment „Quotation Board“ fallen das bisher ebenfalls im „Open Market“ geführte Marktsegment „Second Quotation Board“, welches Zweitlistings von bereits anderweitig börsennotierten Aktien und Anleihen enthält, und die im „First Quotation Board“ geführten Erstlistings von Anleihen. Damit enthält das neue „Quotation Board“ künftig nur noch Erst- und Zweitlistings von Anleihen sowie Zweitlistings von Aktien. Für die erstmalige Notierung von Aktien muss dann in Frankfurt mindestens der „Entry Standard“ gewählt werden.

Zudem muss der Antragsteller für die Einbeziehung von Wertpapieren in das Quotation Board zwingend ein Spezialist sein, der gleichzeitig auch Handelsteilnehmer ist.

Alte Rechtslage Zulassung „Open Market“	Neue Rechtslage Zulassung „Open Market“
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Entry Standard (keine Prospektpflicht und moderate Folgepflichten)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Entry Standard (<b>Prospektpflicht</b> sowie strengere Folgepflichten)</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• First Quotation Board (Anleihen &amp; Aktien)</li> <li>• Second Quotation Board (Anleihen &amp; Aktien)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Quotation Board (<b>Anleihen</b> aus dem First Quotation Board sowie <b>Anleihen</b> und <b>Aktien</b> aus dem Second Quotation Board)</li> </ul>

### **Verschärfung der Anforderungen im Marktsegment „Entry Standard“**

Die Anforderungen für den „Entry Standard“ wurden verschärft. Dies betrifft sowohl die Aufnahmebedingungen wie auch die Folgepflichten.

So wird jeder Emittent bei Aufnahme in den „Entry Standard“ verpflichtet sein, zwingend ein öffentliches Angebot abzugeben und damit auch einen Wertpapierprospekt zu erstellen. Damit ist ein Erstlisting ohne öffentliches Angebot und Prospekt an der Frankfurter Börse künftig nicht mehr möglich. Bisher war eine Notierungsaufnahme auch auf Grundlage eines kurzen, nicht öffentlichen Exposés möglich. Jedoch hat die überwiegende Mehrzahl der bisher im „Entry Standard“ gelisteten Unternehmen (ca. 90 %) ohnehin nicht von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht, sondern hat freiwillig einen Wertpapierprospekt veröffentlicht. Den übrigen bereits ohne Wertpapierprospekt im „Entry Standard“ gelisteten Unternehmen kommt das sog. „Grandfathering“ zugute. Das bedeutet, dass das neue Prospekterfordernis für sie nicht zur Anwendung kommt und somit kein nachträglicher Wertpapierprospekt notwendig ist. Ebenso entfällt das Prospekterfordernis für Unternehmen, die vom regulierten Markt in den Entry Standard wechseln, sofern sie in der Vergangenheit nachweislich ihren Berichtspflichten nachgekommen sind.

Neben dem Prospekterfordernis gelten noch weitere neue Anforderungen für die Einbeziehung in den „Entry Standard“. So muss der Emittent u.a. mindestens ein Grundkapital von 750.000 Euro vorweisen und zwei Jahre als Unternehmen existiert haben. Seit der Reform des Freiverkehrs im Frühjahr 2011 gab es im Entry Standard keinen Mindestwert beim Grundkapital mehr (davor betrug dieser 250.000 Euro und das Grundkapital musste durch Bareinlage eingezahlt werden) und der Emittent musste nur mindestens seit Ende des letzten Geschäftsjahrs in der Rechtsform der AG bestehen. Neu ist zudem, dass der (rechnerische) Nennwert 1 Euro je Aktie betragen und die Aktien einen Mindeststreubesitz (Free Float) von 10 Prozent aufweisen müssen. Dabei müssen die im Streubesitz befindlichen Aktien mindestens von 30 Aktionären oder Inhabern gehalten werden.

Der Zulassungsantrag ist vom Emittenten gemeinsam mit einem qualifizierten Handelsteilnehmer (Bank oder Finanzdienstleister) zu stellen. Dabei ist auch nachzuweisen, dass der Emittent die Kapital-

marktreife besitzt, d.h. über die Pflichten am Kapitalmarkt aufgeklärt wurde und entsprechende Strukturen im Unternehmen aufweist, insbesondere auch im Hinblick auf das Risikomanagement und interne Kontrollsystem.

Hinsichtlich der Folgepflichten wurde die Veröffentlichung von Geschäftszahlen ausgeweitet. So ist zukünftig neben dem obligatorischen Jahresabschluss noch ein Halbjahresabschluss mit verkürzter Bilanz, GuV, Anhang und Zwischenlagebericht zu veröffentlichen. Emittenten aus einem EU-Mitgliedstaat müssen dabei den Jahresabschluss samt Lagebericht entweder nach international anerkannten Rechnungslegungsstandards oder nach dem nationalen Recht des Sitzstaates des Emittenten erstellen. Bei Emittenten aus Drittstaaten kann der Jahresabschluss nur ausnahmsweise nach nationalem Recht erstellt werden.

Sämtliche Folgepflichten sind vom Emittenten direkt zu erfüllen und die Dokumente müssen in elektronischer Weise der Deutschen Börse AG übermittelt werden. Diese neuen Folgepflichten gelten auch für Emittenten, deren Aktien bereits im „Entry Standard“ einbezogen sind.

Verstöße gegen Folgepflichten können mit Vertragsstrafen von bis zu 100.000 Euro belegt werden. Im schlimmsten Fall droht sogar ein Delisting.

### **Inkrafttreten der Neuregulierung**

Sämtliche bis zum 30. Juni 2012 im First Quotation Board und Second Quotation Board einbezogene Wertpapiere gelten ab dem 1. Juli 2012 als in das Quotation Board einbezogen. Es handelt sich dabei jedoch nicht um eine automatische Übernahme. Vielmehr muss entweder der Spezialist oder der Emittent bis zum 1. Oktober 2012 die Einbeziehung in das Quotation Board formal beantragen. Unterbleibt diese Beantragung, wird die Deutsche Börse AG am 1. Oktober die betroffenen Wertpapiere mit Ausnahme von Fonds von 15. Dezember 2012 kündigen. Damit soll vor allem den Emittenten von Aktien im bisherigen „First Quotation Board“ noch genügend Zeit eingeräumt werden, einen Wechsel in den „Entry Standard“ oder sogar in die EU-regulierten Marktsegmente „Prime Standard“ und „General Standard“ zu realisieren oder sich von der Börse zurückzuziehen. Anleger haben Zeit, sich von ihren Aktien an Unternehmen, die im bisherigen „First Quotation Board“ gelistet sind, zu trennen.

Die Verschärfung der Zugangsvoraussetzungen und Folgepflichten im „Entry Standard“ ist zum 1. Juli 2012 in Kraft getreten.

### Umlisting oder Delisting

Alle bisher im First Quotation Board und nun vorübergehend im Quotation Board notierten Emittenten von Aktien müssen in den Entry Standard oder den geregelten Markt wechseln, um ihr Listing in Frankfurt zu behalten. Für die rund 450 betroffenen Unternehmen stellt sich nun die Frage, ob sie die strengeren Anforderungen erfüllen oder sich von der Börse verabschieden wollen.

Damit Emittenten von Aktien, die früher im „First Quotation Board“ und nun vorübergehend im Quotation Board gelistet sind, zumindest in das Marktsegment „Entry Standard“ umgelistet werden können, müssen sie die entsprechenden Anforderungen des „Entry Standard“ erfüllen, vor allem einen von der BaFin gebilligten Prospekt veröffentlichen. Diese Verpflichtung entfällt nur, wenn das betreffende Unternehmen im Rahmen der letzten Regelverschärfung des „First Quotation Board“ zum 15. Februar 2011 bereits einen Prospekt veröffentlicht hat und dieser bei einem Wechsel in den „Entry Standard“ nicht älter als 18 Monate ist.

Emittenten von Aktien im bisherigen First Quotation Board, die bis zum 1. Oktober 2012 weder den Anforderungen des „Entry Standards“ noch den weitaus strengeren Anforderungen des „Prime Standard“ oder „General Standard“ nachkommen,

werden mit Wirkung zum 15. Dezember 2012 zwangsweise vom Börsenzettel genommen.

### Fazit

Die Änderungen schaffen eine deutlich höhere Transparenz. Ob sich mit der Neuregulierung des „Open Market“ aber die Marktmanipulationen stoppen lassen, muss sich noch zeigen. Zumindest aber macht es solche Manipulationen aufwendiger und engt die Freiräume für Kriminelle im Freiverkehr ein. Die Neuordnung des Freiverkehrs ist zu begrüßen und es bleibt zu wünschen, dass der Entry Standard als Einstiegssegment für die Eigenkapitalbeschaffung seriöser mittelständischer Unternehmen an der Börse dadurch wieder an Attraktivität gewinnt.

Für Emittenten, die bisher im „First Quotation Board“ und nun vorübergehend im Quotation Board gelistet sind, empfiehlt sich eine zeitnahe Überarbeitung der Börsenstrategie, denn der Zeitraum für die erforderliche Prospekterstellung samt Billigung durch die BaFin ist recht eng bemessen. Anleger sollten sich zeitnah mit dem Emittenten in Verbindung setzen, um ggf. noch rechtzeitig auf ein drohendes Delisting reagieren zu können. Denn vor dem Hintergrund zweier laufender Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht hinsichtlich Delistings von Unternehmen ist nicht davon auszugehen, dass Anlegern im Zusammenhang mit der Neuregelung des Freiverkehrs und der Abschaffung des „First Quotation Board“ ein Abfindungsanspruch zustehen wird.

## Ansprechpartner

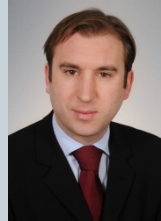
### Köln



**Thomas Weidlich, LL.M. (Hull)**  
Rechtsanwalt  
Partner

thomas.weidlich@luther-lawfirm.com  
Telefon +49 221 9937 16280

### Köln



**Philipp Dietz, LL.M. (Edinburgh)**  
Rechtsanwalt  
Partner

philipp.dietz @luther-lawfirm.com  
Telefon +49 221 9937 14224

---

### Copyright

Alle Texte dieses Newsletters sind urheberrechtlich geschützt. Gerne dürfen Sie Auszüge unter Nennung der Quelle nach schriftlicher Genehmigung durch uns nutzen. Hierzu bitten wir um Kontaktaufnahme.

---

### Impressum

Verleger: Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH, Anna-Schneider-Steig 22, 50678 Köln,  
Telefon +49 221 9937 0, Telefax +49 221 9937 110, contact@luther-lawfirm.com  
V.i.S.d.P.: Thomas Weidlich, Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH, Anna-Schneider-Steig 22, 50678 Köln,  
Telefon +49 221 9937 16280, Telefax +49 221 9937 110, thomas.weidlich@luther-lawfirm.com  
Andrea Metz, Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH, An der Welle 10, 60322 Frankfurt am Main,  
Telefon +49 69 27229 28077, Telefax +49 69 27229 110, andrea.metz@luther-lawfirm.com

---

### Haftungsausschluss

Obgleich dieser Newsletter sorgfältig erstellt wurde, wird keine Haftung für Fehler oder Auslassungen übernommen. Die Informationen dieses Newsletters stellen keinen anwaltlichen oder steuerlichen Rechtsrat dar und ersetzen keine auf den Einzelfall bezogene anwaltliche oder steuerliche Beratung. Hierfür stehen unsere Ansprechpartner an den einzelnen Standorten zur Verfügung..

## Unsere Büros in Deutschland

### Berlin

Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH  
Friedrichstraße 140  
10117 Berlin  
Telefon +49 30 52133 0  
berlin@luther-lawfirm.com

### Dresden

Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH  
Radeberger Straße 1  
01099 Dresden  
Telefon +49 351 2096 0  
dresden@luther-lawfirm.com

### Düsseldorf

Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH  
Graf-Adolf-Platz 15  
40213 Düsseldorf  
Telefon +49 211 5660 0  
dusseldorf@luther-lawfirm.com

### Essen

Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH  
Gildehofstraße 1  
45127 Essen  
Telefon +49 201 9220 0  
essen@luther-lawfirm.com

### Frankfurt a. M.

Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH  
An der Welle 10  
60322 Frankfurt a. M.  
Telefon +49 69 27229 0  
frankfurt@luther-lawfirm.com

### Hamburg

Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH  
Gänsemarkt 45  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 18067 0  
hamburg@luther-lawfirm.com

### Hannover

Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH  
Berliner Allee 26  
30175 Hannover  
Telefon +49 511 5458 0  
hanover@luther-lawfirm.com

### Köln

Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH  
Anna-Schneider-Steig 22  
50678 Köln  
Telefon +49 221 9937 0  
cologne@luther-lawfirm.com

### Leipzig

Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH  
Grimmaische Straße 25  
04109 Leipzig  
Telefon +49 341 5299 0  
leipzig@luther-lawfirm.com

### München

Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH  
Karlstraße 10-12  
80333 München  
Telefon +49 89 23714 0  
munich@luther-lawfirm.com

### Stuttgart

Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH  
Augustenstraße 7  
70178 Stuttgart  
Telefon +49 711 9338 0  
stuttgart@luther-lawfirm.com

## Unsere Auslandsbüros

### Brüssel

Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH  
Avenue Louise 240  
1050 Brüssel  
Telefon +32 2 6277 760  
brussels@luther-lawfirm.com

### Budapest

Luther in Kooperation mit:  
Walde, Fest & Partners  
Attorneys at Law  
Kossuth Lajos tér 13 – 15  
1055 Budapest  
Telefon +36 1 381 0000  
office@waldefest.hu

### Istanbul

Istanbul@luther-lawfirm.com

### London

7 Pilgrim Street  
London EC4V 6LB  
Telefon + 44 7506 329 527  
london@luther-lawfirm.com

### Luxemburg

Luther  
3, rue Goethe  
1637 Luxembourg  
Telefon +352 27484-1  
luxembourg@luther-lawfirm.com

### Shanghai

Luther Attorneys  
21/F ONE LUJIAZUI  
68 Yincheng Middle Road  
Pudong New Area, Shanghai  
P.R. China  
Shanghai 200121  
Telefon +86 21 5010 6580  
shanghai@cn.luther-lawfirm.com

### Singapur

Luther LLP  
4 Battery Road  
#25-01 Bank of China Building  
Singapur 049908  
Telefon +65 6408 8000  
singapore@luther-lawfirm.com

Ihren lokalen Ansprechpartner finden Sie auf unserer Homepage unter [www.luther-lawfirm.com](http://www.luther-lawfirm.com).

Die Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH berät in allen Bereichen des Wirtschaftsrechts. Zu den Mandanten zählen mittelständische und große Unternehmen sowie die öffentliche Hand. Luther ist das deutsche Mitglied von Taxand, dem weltweiten Zusammenschluss unabhängiger Steuerberatungsgesellschaften.

Berlin, Dresden, Düsseldorf, Essen, Frankfurt a. M., Hamburg, Hannover, Köln, Leipzig, München, Stuttgart | Brüssel, Budapest, Istanbul, London, Luxemburg, Shanghai, Singapur