

Vahlens Lernbücher für Wirtschaft und Recht

## Grundzüge der Unternehmensfinanzierung

von

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Günter Wöhe, Dipl.-Kfm. Dr. Jürgen Bilstein, Prof. Dr. Dr. Dietmar Ernst, Dr. Dr. Joachim Häcker

11. Auflage

Grundzüge der Unternehmensfinanzierung – Wöhe / Bilstein / Ernst / et al.

schnell und portofrei erhältlich bei [beck-shop.de](http://beck-shop.de) DIE FACHBUCHHANDLUNG

Thematische Gliederung:

Finanzwirtschaft, Banken, Börse

Verlag Franz Vahlen München 2014

Verlag Franz Vahlen im Internet:

[www.vahlen.de](http://www.vahlen.de)

ISBN 978 3 8006 4582 4



Abb. 30: Der Prozess des Börsengangs

- Preisfindung, Platzierung und Stabilisierung,
- nach der Handelsaufnahme („Being Public“).

### 6.3.3.1 Phase 1: Planung und Vorbereitung

In der Planungs- und Vorbereitungsphase werden die **Voraussetzungen** für einen erfolgreichen Börsengang geprüft und erfüllt. Die Voraussetzungen für die Börsenreife eines Unternehmens umfassen dessen Rechtsform, angemessene Rechnungslegungsstandards sowie das Vorliegen eines Business Plans. Des Weiteren muss das Unternehmen über eine Equity Story und ein Emissionskonzept verfügen.

#### Überprüfung der Voraussetzungen

##### Rechtsform

Die grundlegendste Voraussetzung für die Börsenreife ist, dass das Unternehmen in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft (AG) oder einer gleichwertigen internationalen Rechtsform firmiert. Die Aktiengesellschaft wird durch folgende Merkmale charakterisiert: sie verfügt über eine Satzung, einen Vorstand und einen Aufsichtsrat. Des Weiteren hält sie einmal im Jahr eine Hauptversammlung ab. Das Eigenkapital wird in Form von Aktien verbrieft; die Aktie repräsentiert den Anteil eines Aktionärs am Grundkapital der AG.

##### Rechnungslegung

Die Verwendung einheitlicher Rechnungslegungsstandards macht Unternehmen besser vergleichbar. Um diese Vergleichbarkeit zu gewährleisten, sind börsennotierte Unternehmen je nach Börsensegment verpflichtet, den Jahresabschluss nach internationalen Standards wie IFRS oder US-GAAP aufzustellen. Während die Bilanzierung nach internationalen Standards im Entry Standard optional ist, ist dies im General Standard und Prime Standard obligatorisch.

### Business Plan

Der Business Plan erläutert u.a. die Ziele und Strategien des Unternehmens, seine Produkte und Märkte, die Wettbewerbssituation, Chancen und Risiken sowie Kapitalerfordernisse. Des Weiteren enthält er Finanzplanzahlen für die kommenden drei bis fünf Jahre, die realistisch und nachvollziehbar sein müssen. Vom Business Plan leiten sich letztendlich die Strategien und Aufgaben der einzelnen Bereiche des Unternehmens ab, sei es Marketing, Produktentwicklung, Personalpolitik oder der Einkauf; daher stellt der Business Plan das „Schlüsseldokument“ für die Unternehmensführung dar. Er dient des Weiteren als Grundlage für die Sorgfaltsprüfung („Due Diligence“).

### Die Equity Story

Die Equity Story ist eine detaillierte **Unternehmensdarstellung**; sie formuliert die Schlüsselkompetenzen, Erfolgsfaktoren und Perspektiven des Unternehmens in einer für den potenziellen Investor verständlichen Sprache. Die Equity Story ist also eine Übersetzung der Unternehmensstrategie sowie wirtschaftlicher Daten und Fakten in die Sprache der Investoren, Analysten, Kunden, Geschäftspartner, Medien und Mitarbeiter. Sie wird mit Hilfe der Konsortialbank oder des Emissionsberaters nach einer ersten vorläufigen Entscheidung für den Weg an die Börse auf Basis des Businessplans und der Daten, die aus der Due Diligence resultieren, erarbeitet.

Die Equity Story umfasst die folgenden **Aspekte**:

- Definition und Analyse des Marktes,
- Positionierung des Produkts bzw. der Dienstleistung,
- Herausstellung der Alleinstellungsmerkmale,
- Definition von Visionen und strategischen Zielen,
- Dokumentation der Wachstumsperspektiven,
- Aussagen zur langfristigen Profitabilität.

Der Schwerpunkt der Equity Story liegt demnach auf den **Zukunftsperspektiven** des Unternehmens, die für den potenziellen Investor in einer ansprechenden Form dargestellt werden, um diesen zu einer Investition in Aktien des Unternehmens zu bewegen.

### Das Emissionskonzept

Nach der grundsätzlichen Entscheidung für den Börsengang entwickeln Konsortialführer und Unternehmen gemeinsam eine Strategie für den Weg an die Börse. Das so genannte Emissionskonzept legt die **Eckpunkte des Börsengangs** fest. Es enthält die Ziele, die Strategie und eine kritische Abwägung möglicher Vor- und Nachteile einer Börsennotierung. **Kernpunkte des Emissionskonzepts** sind:

- Börsenplatz und Transparenzstandards (Entry Standard, General Standard, Prime Standard),
- Aktiengattung (Inhaber- oder Namensaktie),
- Emissionsvolumen und Umfang der Kapitalerhöhung,
- Platzierungsverfahren,

- Notwendige Umstrukturierungen,
- Verwendung des Emissionserlöses,
- Projektplan.

Auch der ungefähre **Zeithorizont** für die Durchführung des Börsengangs wird im Emissionskonzept festgelegt. Im Laufe des IPO-Prozesses wird das Emissionskonzept allerdings permanent auf seine Realisierbarkeit überprüft und wird, wenn dies durch veränderte Marktbedingungen o.ä. notwendig erscheint, an die neuen Gegebenheiten angepasst.

Weitere Punkte, die im Emissionskonzept enthalten sein sollten, sind u.a. der Business Plan, das Konsortium, die Kosten des IPO, die Investorenzielgruppe, Planungen für die Zeit nach dem Börsengang sowie ein IR-Konzept.

### 6.3.3.2 Phase 2: Strukturierung

In der Strukturierungsphase werden die ersten Schritte zur **Umsetzung des Emissionskonzepts** vorgenommen. Neben der Mandatierung der Konsortialbanken und Berater sind insbesondere die Due Diligence und die Erstellung des Wertpapierprospekts wesentliche Bestandteile dieser Phase.

#### Mandatierung der Konsortialbanken und Berater

##### Die Konsortialbanken

Die meisten Börsengänge werden von Bankenkonsortien, d.h. einem Zusammenschluss aus mehreren Banken, durchgeführt. Der **Konsortialführer**, auch **Global Coordinator** oder **Lead Manager** genannt, trägt die Hauptverantwortung für die Durchführung des Börsengangs und fungiert als Buchführer (**Bookrunner**). Weitere Konsortialbanken übernehmen die Rolle des **Co-Lead Arrangers** oder des **Co-Managers** und erfüllen je nach Ausgestaltung des Emissionskonzepts **Übernahme- bzw. Platzierungsfunktionen**.

Ein Konsortium aus erfahrenen Banken erhöht die Chancen, dass die Aktien erfolgreich bei den Investoren platziert werden. Der Konsortialführer stellt das Konsortium in Absprache mit dem Emittenten zusammen; es sollte insgesamt über eine hohe Platzierungskraft verfügen. Der **richtige Mix** des Konsortiums kann auch regionale Banken und Spezialbanken beinhalten. Die Kosten für die Leistungen der Konsortialbanken sind abhängig vom Emissionserlös und vom Leistungsumfang.

**Aufgaben** des Bankenkonsortiums sind:

- Prüfung der Börsenreife,
- Durchführung der Due Diligence,
- Strukturierung der Emission,
- Bewertung des Unternehmens,
- Research,
- Begleitung des Zulassungsprozesses,
- Vermarktung und Platzierung der Emission,
- Betreuung nach dem Börsengang.

Genauso kritisch wie die Banken den Börsenkandidaten prüfen, sollte auch der Emittent bei der Auswahl seines Bankenkonsortiums vorgehen. Die Unternehmensbewertung, Motivation der Investoren und Festlegung des Emissionspreises liegen in dessen Verantwortung; daher sind erfahrene Banken essentiell für einen erfolgreichen Börsengang. Die folgenden Auswahlkriterien sollte das Unternehmen überprüfen:

- Ruf der Bank,
- Qualität des Research,
- Erfahrung,
- Syndizierungs- und Vertriebskraft,
- Kursunterstützung nach dem Börsengang,
- Referenzen,
- Angebot zusätzlicher Investment-Banking-Leistungen.

Zunächst stellt sich das Unternehmen bei verschiedenen Banken vor; dies geschieht anhand des sogenannten „**Fact Books**“, welches Angaben zur Unternehmensstrategie, Organisationsstruktur, zur historischen Entwicklung, zum Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie zu Finanzposition, Kapitalbedarf, Ertragslage und zu den Planzahlen enthält. Anschließend bewerben sich die interessierten Banken in einem sogenannten „**Beauty Contest**“ beim Unternehmen für ein Mandat im Bankenconsortium. Grundlage der hier stattfindenden Gespräche zwischen dem Unternehmen und der jeweiligen Bank bilden von der Bank schriftlich ausgearbeitete Vorschläge zur Durchführung des Börsengangs. Letztendlich entscheidet dann das Unternehmen, welche Banken Teil des Konsortiums werden und welche Rolle sie übernehmen.

### Emissionsberater

Der Emissionsberater ist der wichtigste Ansprechpartner für das Unternehmen während dessen IPO-Prozess; unterstützt das Management bei den Vorbereitungen auf dem Weg an die Börse und bei der Auswahl des Börsenplatzes. Das Engagement des Emissionsberaters kann sich auf eine Anschubberatung beschränken, er kann aber auch den gesamten Prozess begleiten. Der Emissionsberater steht dem Management als „**Sparringspartner**“ zur Verfügung, vertritt die Interessen des Unternehmens und positioniert es gegenüber den Banken. Kriterien für die Auswahl eines Emissionsberaters sind Kompetenz, Erfahrung und Kontakte zu den Marktteilnehmern.

Der Emissionsberater übernimmt die folgenden **Aufgaben** im Rahmen des IPO-Prozesses:

- Prüfung der Börsenreife,
- Unterstützung bei der individuellen Vorbereitung (Aufbau der Investor Relations-Kompetenz und eines kapitalmarktfähigen Rechnungswesens),
- Prüfung der Unternehmensstrategie, der Unternehmensplanung und der Managementprozesse,
- Beratung beim Emissionskonzept und der Unternehmensbewertung,
- Erstellung des Factbooks.

## Rechtsanwälte

Die Rechtsanwälte unterstützen das Unternehmen im Vorfeld der Börsennotierung in rechtlichen Fragen; hierbei decken sie insbesondere die folgenden vier Bereiche ab:

**Prospekt:** In der Regel formulieren Juristen gemeinsam mit dem Konsortialführer den **Wertpapierprospekt** als zentrales Dokument bei öffentlichen Angeboten. Während der Angebotsphase ist die juristische Prüfung der gesamten externen und internen Kommunikation empfehlenswert, um das Risiko von **Prospekthaftungsklagen** zu verringern. Um möglichen Verstößen gegen ausländische Gesetze vorzubeugen, wird mit entsprechenden Disclaimern gearbeitet.

**Exposé:** Für nicht öffentliche Angebote, so genannte Privatplatzierungen, ermöglicht die Deutsche Börse Unternehmen die Handelaufnahme von Aktien im Entry Standard über ein **Exposé**. Für den Inhalt des Exposés ist allein das Unternehmen verantwortlich. Weder die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) noch die Deutsche Börse prüft das Dokument.

**Legal Due Diligence:** Juristen prüfen das **rechtliche Umfeld des Unternehmens** (u.a. Verträge, Kapitalerhöhungen, gesellschaftsrechtliche Maßnahmen). Rechtliche Risiken sind offen zu legen und im Prospekt zu dokumentieren.

**Gesellschaftsrecht:** Für den Weg an die Börse muss das Unternehmen als Aktiengesellschaft (AG) oder in einer entsprechenden internationalen Rechtsform firmieren – oder in eine AG umgewandelt werden. Der Rechtsanwalt berät außerdem bei allen **gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen**, wie Aufsichtsratssitzung, Hauptversammlung, Compliance und Ad-hoc-Mitteilungen.

## Wirtschaftsprüfer und Steuerberater

Der Weg an die Börse erfordert die Vorlage von **testierten Jahresabschlüssen**; das Testat wird von einem Wirtschaftsprüfer erteilt. Außerdem erstellt der Wirtschaftsprüfer den **Financial Due Diligence-Bericht**. Dieser beinhaltet eine Plausibilitätsprüfung der Planzahlen auf Basis der Marktanalyse, der Wettbewerbssituation, der Produktpositionierung und der Stärken-und-Schwächen-Analyse. Auch nach dem Börsengang bzw. der Handelaufnahme ist die Mitwirkung eines Wirtschaftsprüfers bei der Aufstellung des Jahresabschlusses notwendig.

Der Steuerberater erstellt den **Tax Due Diligence-Bericht** und berät das Unternehmen hinsichtlich der steuerlichen Auswirkungen des Börsengangs.

## Investor Relations/Public Relations Agenturen

Das Spektrum der Dienstleister reicht von Einzelberatern bis zu weltweit tätigen Firmen. Sie positionieren ein Unternehmen im Kapitalmarkt und sind Ansprechpartner für den Finanzplatz. Am Anfang steht die Aufgabendefinition, z.B. die Frage, ob das Unternehmen strategische Beratung, kreative Beratung oder Projektabwicklung benötigt. Kommunikation ist in jeder Phase des Weges an die Börse notwendig. Empfehlenswert sind **Agenturen mit interdisziplinären Teams**, die neben Text- und Grafik-Know-how auch über inhaltliche Kompetenzen und ein gutes Netzwerk verfügen. Bei der Auswahl der IR-Agenturen sollte das Unternehmen auf die folgenden Kriterien achten:

- Welche Erfahrung und Referenzen kann die Agentur vorweisen?
- Welches Leistungsspektrum bietet die Agentur?

- Wie setzt sich das Team der Agentur zusammen?
- Welche zeitliche Verfügbarkeit wird zugesagt?
- Wie hoch ist die Bereitschaft, mit anderen Agenturen zusammenzuarbeiten?
- Kann der Berater auf internationale Expertise zurückgreifen?

### Due Diligence

Die Due Diligence ist eine der wesentlichsten Voraussetzungen für einen erfolgreichen Börsengang; wörtlich übersetzt bedeutet sie „**gebührende Sorgfalt**“. Sie schafft die Basis für die Equity Story und den Wertpapierprospekt. Im Rahmen dieser Sorgfaltsprüfung werden in einem schriftlich dokumentierten Prozess alle Bereiche des Unternehmens auf ihre Risiken analysiert, und die Plausibilität der Perspektiven wird überprüft.

Die Due Diligence wird je nach Größe und Komplexität des Unternehmens für verschiedene Unternehmensbereiche durchgeführt; die vier wichtigsten Sorgfaltsprüfungen umfassen die Bereiche Finanzen (Financial Due Diligence), Steuern (Tax Due Diligence), Recht (Legal Due Diligence), Wirtschaft (Commercial Due Diligence) und Management.

**Financial Due Diligence:** Hier werden auf Basis der Daten des Rechnungswesens die historischen Finanzdaten analysiert sowie eine Plausibilisierung der Unternehmensplanung vorgenommen. Insbesondere die hier überprüften Planzahlen spielen eine wichtige Rolle, da sie die Grundlage für die Unternehmensbewertung bilden, von der wiederum der Emissionspreis der Aktie abgeleitet wird. Die Ergebnisse der Financial Due Diligence werden von den Wirtschaftsprüfern und Anwälten durch **Comfort Letters** und **Legal Opinions** abgesichert.

**Tax Due Diligence:** Hier werden steuerliche Strukturen, Rückstellungen und Steuerbescheide analysiert.

**Legal Due Diligence:** Die Legal Due Diligence untersucht die rechtlichen Fragestellungen. Die Analyse umfasst einerseits diejenigen Rechtsfragen, die die Unternehmensstruktur betreffen, wie beispielsweise Satzung, Umwandlungsvorgänge und Konzessionen sowie andererseits die Rechtsverhältnisse aus der laufenden Geschäftstätigkeit; hierunter können Produkthaftungen, Liefer- und Abnahmeverträge, laufende Rechtsstreitigkeiten, Miet- und Pachtverhältnisse etc. fallen.

**Commercial Due Diligence:** Sie umfasst die Prüfung des **Geschäftsmodells** sowie eine **Wettbewerbsanalyse**; hier wird untersucht, wie sich eine Veränderung des wirtschaftlichen Umfeldes auf die Wertentwicklung des Unternehmens auswirken könnte. In Bezug auf das Unternehmen werden dessen Marktstellung, Entwicklungstendenzen, Produkte und seine Innovationskraft untersucht.

Die Due Diligence wird in der Regel von **externen Beratern** durchgeführt; gelegentlich führen Banken die Due Diligence auch selbst durch. Eine standardisierte Vorgehensweise gibt es nicht; der Aufwand variiert je nach Unternehmensgröße und Vorbereitungsgrad. Emittenten sollten mindestens vier Wochen für diesen Prozess kalkulieren. Sinnvoll kann es sein, die Legal Due Diligence vorzuziehen, um Zeit für mögliche Nachbesserungen zu gewinnen. Die Due Diligence ist ausschließlich für den **internen Gebrauch** bestimmt und unterscheidet sich dadurch von einer Due Diligence bei M&A-Transaktionen. Die Due Diligence wird nicht veröffentlicht. Ihre

Ergebnisse dienen ausschließlich, wie bereits zuvor erwähnt, als Grundlage für die Erstellung des **Wertpapierprospekts** oder **Exposés** und die Equity Story für die vorläufige Bewertung durch die Emissionsbanken.

## Unternehmensbewertung

Die Unternehmensbewertung resultiert aus den im Rahmen der Due Diligence gewonnenen Finanz- und sonstigen Daten; die Investmentbanker bewerten das Unternehmen und ermitteln daraus einen **angemessenen Preis** für die Aktien des Unternehmens. Dieser Preis dient dann als Grundlage für den **Emissionspreis** der Aktie bzw. die Preisspanne, je nach Preisfindungsverfahren. Die Unternehmensbewertung stellt ein enorm komplexes Verfahren dar; hier fließen alle Erkenntnisse und Erwartungen, die sich beim Unternehmen monetär niederschlagen werden bzw. könnten, in das Zahlenwerk ein.

Die gängigsten Verfahren der Unternehmensbewertung im Falle eines Börsengangs sind **Börsenmultiplikatoren** und die **Discounted-Cashflow-Methode**.<sup>221</sup> Bei den Börsenmultiplikatoren werden Bewertungskennzahlen (z.B. das Kurs-Gewinn-Verhältnis) vergleichbarer Unternehmen, so genannter Peers, auf Kennziffern des zu bewertenden Unternehmens angewandt (z.B. auf den geplanten Gewinn nach Steuern). Bei der Discounted Cashflow-Methode werden die erwarteten künftigen Einzahlungsüberschüsse des Unternehmens mit einem geeigneten Kapitalkostensatz auf den Zeitpunkt der Bewertung abgezinst.

## Wertpapierprospekt

Der Prospekt ist das **zentrale Dokument** bei öffentlichen Angeboten im Entry Standard, General Standard und Prime Standard. Klar strukturiert und verständlich formuliert, muss er sämtliche Angaben enthalten, die ein zutreffendes Urteil über die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die Finanzlage, die Gewinne und Verluste, die Zukunftsaussichten des Unternehmens sowie die mit den Aktien verbundenen Rechte ermöglichen.

Mit Inkrafttreten des Wertpapierprospektgesetzes (WpPG) zum 1. Juli 2005 gibt es nur noch ein Dokument sowohl für das öffentliche Angebot als auch die Zulassung von Wertpapieren. Die bisherige Unterscheidung von Börsenzulassungsprospekt und Verkaufsprospekt ist beseitigt und ein so genannter „**Europäischer Pass**“ für Prospekte eingeführt worden. Er ermöglicht den Antrag auf ein grenzüberschreitendes Angebot und die Zulassung an einem organisierten Markt innerhalb des europäischen Währungsraums. Dieser Wertpapierprospekt wird zentral durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gebilligt.

Das **Exposé** ist die Einbeziehungsunterlage für Unternehmen, die sich im Entry Standard für eine private Platzierung ihrer Aktien entscheiden. Eine präzise Definition des öffentlichen Angebots sowie die Ausnahmen für die Privatplatzierung finden sich im WpPG. Details zum Prospektaufbau und zu den genauen Inhalten des Prospekts sind nachzulesen im WpPG in Verbindung mit der Durchführungsverordnung (VO EG Nr. 809/2004);

<sup>221</sup> Eine ausführliche Darstellung der Unternehmensbewertungsmethoden findet sich bei *Ernst, D., Schneider, S., Thielen, B.*, Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen, 3. Aufl., München 2008.



Wesentliche Inhalte des Prospekts (je nach Art des Wertpapiers) sind:

- Zusammenfassung in allgemeinverständlicher Sprache; sie muss auch wesentliche Merkmale und Risiken des Angebots enthalten,
- Informationen über den Emittenten (z.B. Geschäftsüberblick und Organe),
- Jahresabschlüsse (inklusive Testat des Abschlussprüfers),
- Quartals- oder Halbjahresabschlüsse,
- Erläuterung der Finanzzahlen,
- Darstellung von Risikofaktoren,
- Pro-forma-Angaben und andere Kennziffern,
- Prognosen (grundsätzlich optional),
- Stellungnahme zum Geschäftskapital,
- Informationen über die anzubietenden Aktien und die Angebotsbedingungen.

### Corporate Governance

Corporate Governance – die **Leitungs- und Überwachungsstruktur** eines Unternehmens mit Vorstand und Aufsichtsrat im Zusammenspiel mit der Hauptversammlung – gewinnt national wie international an Bedeutung. Die von der Bundesregierung eingesetzte Corporate Governance-Kommission hat den Deutschen Corporate Governance Kodex entworfen, der die wesentlichen Empfehlungen definiert.

Kernpunkte des Kodex sind:

- Ausrichtung auf Aktionärsinteressen,
- Duale Unternehmensverfassung mit Vorstand und Aufsichtsrat,
- Transparenz der Unternehmensführung,
- Stärkung der Unabhängigkeit der Aufsichtsräte,
- Stärkung der Unabhängigkeit der Abschlussprüfer.

#### 6.3.3.3 Phase 3: Marketing – Investor Relations, Pre-Marketing, und Roadshow

### Investor Relations

Investor Relations, oder auch die **Beziehungen zu den Investoren**, um es wörtlich zu übersetzen, stellt einen zentralen und wichtigen Aspekt sowohl während des Börseneinführungsprozesses als auch nach dem Börsengang dar; Investor Relations stellen die Verbindung zwischen dem Unternehmen und dem Kapitalmarkt her und tragen dazu bei, die Liquidität der Aktie des Unternehmens zu fördern. Um seine Investition bewerten bzw. hierzu fundierte Entscheidungen treffen zu können (z.B. Kaufen, Halten oder Verkaufen einer Aktie), möchte der Aktionär auf aktuelle und umfangreiche Informationen des Unternehmens zugreifen können. Der Bereich Investor Relations dient der **öffentlichen Kommunikation** mit den Investoren sowie sonstigen Interessenten, um die Informationsdiskrepanz zwischen dem Vorstand eines Unternehmens und dessen Anteilseignern zu minimieren. Es erfordert vom Unternehmen nicht zu unterschätzende Investitionen in Zeit und Ressourcen, um