

## 3.4.7 Besonderheiten bei der Börseneinführung von KMU

von Klaus P. Zuber

In diesem Beitrag erfahren Sie,

- ▶ dass KMU und Börsennotierung durchaus zusammen passen,
- ▶ wie der Börsengang praktisch abläuft,
- ▶ welche Voraussetzungen dabei zwingend notwendig sind,
- ▶ welche Schwierigkeiten auftreten können und,
- ▶ wie diese Hindernisse überwunden werden.

### **Zitierempfehlung:**

Zuber, Klaus P.: *Besonderheiten bei der Börseneinführung von KMU (3.4.7)* im Handbuch Corporate Finance, Hrsg. Achleitner/Thoma, Loseblattausgabe, 2. Auflage Köln 2001: Deutscher Wirtschaftsdienst, Stand: 16. Ergänzungslieferung Dezember 2004



## Einleitung

Die Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) ist gerade in Deutschland zu einem heftig diskutierten Politikum geworden. Nahezu alle Banken haben infolge hoher Kreditverluste ihre Kreditpolitik gegenüber den KMU neu formuliert. Viele KMU klagen seitdem über einen erschwerten Zugang zu Bankkrediten und der Börsengang wird als interessante alternative Form der Geldbeschaffung angesehen. Der folgende Artikel setzt sich mit den Besonderheiten beim Börsengang von KMU auseinander und beschreibt detailliert, welche Phasen eine KMU während der Vorbereitung durchläuft, welche typischen Schwierigkeiten auftreten können und wie diese Probleme erkannt und unter Nutzbarmachung der KMU eigenen Stärken wie großes Engagement, kurze Entscheidungswege und hohe Motivation ausgeglichen werden. Der Einsatz externer Experten wird beschrieben, die das in der KMU vorhandene Know-how mit ihrem Spezialwissen erweitern. Mit der richtigen Mischung aus externen Beratern, engagierten Mitarbeitern und gründlicher Vorbereitung steht einer erfolgreichen Kapitalbeschaffung für KMU auf dem Wertpapiermarkt nichts im Wege.

**Kapital-  
beschaffung  
über die Börse**

## Kleine und mittlere Unternehmen (KMU)

### Der wichtige Beitrag der KMU

In der Presse wird regelmäßig über die großen Industrieunternehmen berichtet. Aber gerade die kleineren und mittleren Unternehmen (KMU) leisten als Arbeitgeber einen wichtigen Beitrag zum gesellschaftlichen Wohlstand (über 80 % der Arbeitnehmer sind in KMU angestellt) und zur Stabilität. Bei der Nutzbarmachung der Forschungsergebnisse sind kleine, flexible Unternehmen elementar wichtig, denn um technologisch weiterhin eine Spitzenstellung einnehmen zu können müssen Forschungsergebnisse gerade in Deutschland rascher als bisher in Produkte umgesetzt werden. Dafür benötigen die

**Technologie-  
transfer durch  
KMU**

KMU jedoch ausreichend Finanzmittel, die sie nicht immer aus eigenem Cashflow generieren können. Gesetze und Verordnungen dürfen deshalb der Entfaltung innovativer Kräfte genauso wenig entgegenstehen wie eine unzureichende Kapitalausstattung.

### **Kleine und mittlere Unternehmen (KMU) in der Europäischen Union**

Die EU hat hinsichtlich der Mitarbeiterzahlen und finanziellen Schwellenwerte folgende ab 01. 01. 2005 geltenden Definitionen neu festgelegt:

Kleines Unternehmen:

- ▶ weniger als 50 Beschäftigte
- ▶ Umsatz nicht über 10 Mio. Euro oder Bilanzsumme nicht über 10 Mio. Euro.

Mittleres Unternehmen:

- ▶ weniger als 250 Beschäftigte
- ▶ Umsatz nicht über 50 Mio. Euro oder Bilanzsumme nicht über 43 Mio. Euro.

**Definition** Ein Unternehmen gilt grundsätzlich nicht als KMU, wenn 25 % oder mehr seines Kapitals oder seiner Stimmrechte direkt oder indirekt von einem oder mehreren öffentlichen Stellen oder Körperschaften des öffentlichen Rechts einzeln oder gemeinsam kontrolliert werden. Ausnahmen bei der Überschreitung des Schwellenwerts von 25 % sind zulässig, wenn es sich um Investitionen u. a. von Universitäten oder Forschungszentren ohne Gewinnzweck handelt, die nicht mit dem Unternehmen verbunden sind.

Im Folgenden wollen wir den vermeintlichen Widerspruch KMU und Börse auflösen und uns zunächst einmal ansehen, wie es in der Praxis überhaupt zu einem Börsengang kommt.

## Woher kommt die Idee für den Börsengang?

### Eine typische Ausgangssituation

Viele Unternehmen im Mittelstand haben ihre Wurzeln in der Technik. Es wird mit aller Kraft und Begeisterung eine Idee verfolgt, eine Vision entwickelt. Wenn dann das Produkt nach langjähriger Entwicklungszeit fast fertiggestellt ist, sind durch die erheblichen Entwicklungskosten die finanziellen Reserven dahingeschmolzen und keine Mittel mehr für das nunmehr absolut notwendige Marketing bzw. die geplante internationale Expansion übrig. Die traditionelle Bankenfinanzierung ist in diesen Fällen schwer zu erhalten, da keine Substanzwerte vorzuweisen sind und der Unternehmenswert weitestgehend aus der eigenentwickelten Hard- oder Software und dem aufgebauten Mitarbeiterstamm besteht. Eine echte Alternative ist in dieser Situation die Inanspruchnahme von Venture Capital als Instrument der Zwischenfinanzierung mit anschließendem Börsengang (Initial Public Offering – IPO).

**Finanzierungs-  
alternative  
Venture Capital**

### Vorteile einer Finanzierung über die Börse

Von einer Notierung an der Börse wird erhofft, dass ausreichend neue (man spricht hier auch von „frischer“) Liquidität in das Unternehmen fließt, um die weiteren unternehmerischen Pläne verwirklichen zu können. Im Gegenzug dazu erwarten die zukünftigen Aktionäre eine angemessene Dividende, ausreichend Informationen über das Unternehmen und die Geschäftsentwicklung sowie im Idealfall eine stetige Kurssteigerung. Die tatsächliche Einflussnahme der Aktionäre auf das Unternehmensgeschehen ist von Fall zu Fall unterschiedlich und hängt stark von der Streuung des Aktienkapitals ab. Bei einer breiten Streuung des Aktienkapitals besteht nicht die Gefahr der einseitigen Machtkonzentration. Der direkte Kontakt mit den zuweilen sehr kritischen Aktionären kommt von wenigen Ausnahmen abgesehen nur über

**Streuung des  
Aktienkapitals**

die einmal jährlich stattfindende Hauptversammlung zustande.

Die Eigenkapitalquote wird durch den IPO signifikant erhöht und das Unternehmen kann damit auch wirtschaftlich schwierige Zeiten gut durchstehen. Als netter Nebeneffekt wird durch die höhere EK-Quote das Unternehmens-Rating entscheidend verbessert was wiederum die Kreditaufnahme bei Banken wesentlich erleichtert. Ferner erhalten die Produkte sowie das Unternehmen insgesamt über die mit der Börsennotierung verbundene Öffentlichkeitsarbeit einen wesentlich größeren Bekanntheitsgrad.

### **Grundsätzliche Überlegungen**

Der erfolgreiche Börsengang stellt Unternehmen auf eine breitere Eigenkapitalbasis. Dabei ist besonders ein Vorteil hervorzuheben: börsennotierte Unternehmen können schneller wachsen und im internationalen Wettbewerb besser bestehen. Deshalb entdeckten in den 90er Jahren in Deutschland nicht nur große, sondern auch kleine und mittelständische Unternehmen die Börse als attraktive Finanzierungsplattform. Dem IPO-Boom mit allen seinen Übertreibungen folgte dann naturgemäß eine Phase, in der Emittenten und Investoren sehr zurückhaltend agierten. Das Neuemissionsgeschäft kam in Deutschland praktisch zum Erliegen. Mittlerweile verbessern sich langsam die Rahmenbedingungen wieder, nicht zuletzt durch die Gründung staatlicher Überwachungsinstitutionen wie z. B. der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Damit gibt es in Deutschland erstmals eine einheitliche staatliche Allfinanzaufsicht über Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute, Versicherungsunternehmen und den Wertpapierhandel. Dadurch werden Kapitalmarktverflechtungen, Unternehmensbeziehungen und Risiken erfassbar und handhabbar. Die Bundesanstalt leistet so einen wichtigen Beitrag zur Stabilität des Finanzplatzes Deutschland und zur Stärkung seiner Wett-

**Einheitliche  
staatliche  
Allfinanz-  
aufsicht**

bewerbsfähigkeit. Erwähnenswert erscheint hier die in 2004 vorgenommene Gründung der Deutschen Prüfstelle für Rechnungslegung DPR e. V. in Berlin, die sich speziell mit den Abschlüssen der kapitalmarktnotierten Unternehmen befasst. Darüber hinaus setzt sich auch in Deutschland langsam die in den angelsächsischen Ländern bereits sehr verbreitete Corporate Governance durch, wobei verstärkt auf Grundsätze und Leitlinien zur Unternehmensführung geachtet wird. Diese Schritte stärken die Glaubwürdigkeit am Markt und tragen dazu bei, kapitalmarktfähigen Unternehmen die Entscheidung für den Börsengang zu erleichtern. Der Gang an die Börse wird wieder als langfristig die attraktivste Form der Unternehmensfinanzierung gesehen. Doch muss sich das interessierte Unternehmen von Anfang an bewussten sein, dass der Börsengang auch ein Weg an die Öffentlichkeit ist mit permanenter Veröffentlichung der Zahlen (z. T. jedes Quartal). Welche Schritte im Einzelnen notwendig sind und wie die Transparenz des unternehmerischen Geschehens nach außen deutlich erhöht wird, behandeln wir im folgenden Kapitel.

### **Deutsche Prüfstelle für Rechnungs- legung**

## **Die Vorbereitungsphase**

### **Die notwendigen Voraussetzungen**

Grundsätzlich bedarf es eines durchdachten und bereits funktionierenden Geschäftsmodells, das im Idealfall bereits erste finanzielle Früchte trägt, also positiven Cashflow generiert. In Verbindung dazu gehört eine klar vermittelbare Vision, die aufzeigt, dass genau dieses Modell weiteres, großes Wachstumspotenzial hat und dieses Potenzial entwickelt werden kann, sobald die entsprechenden finanziellen Mittel dafür zur Verfügung stehen. Darüber hinaus spielt ein qualifiziertes und erfahrenes Management eine zentrale Rolle beim Unternehmen „Börsengang“.

**Zusatz-  
aufgaben und  
Mehrarbeit** Üblicherweise werden in einer KMU keine zentralen Stabsfunktionen unterhalten. Die kleine, flache Organisation ist aus der Historie heraus nicht auf die Fülle von Zusatzaufgaben vorbereitet, die bei einem Börsengang bereits in der Vorbereitungsphase zwangsläufig entstehen und kann die zusätzlich anfallende Arbeit nicht bewältigen. Dieser Zusatzbedarf kann durch qualifizierte externe Kräfte zumindest kurzfristig aufgefangen werden (siehe dazu auch den Abschnitt über die externen Partner). Vor allem in folgenden Bereichen ist mit erheblicher Mehrarbeit zu rechnen:

#### **Finanz- und Rechnungswesen**

**IFRS** Die Umstellung des Rechnungswesens vom deutschen HGB-Standard auf einen internationalen Standard wie z. B. IFRS oder US-GAAP muss im Vorfeld der Erstellung des Börsenprospektes geschehen. Wichtig ist, dass bereits in der Vorbereitungsphase völlig neue qualitativ hohe Anforderungen an die Mitarbeiter gestellt werden. Ab 1. Januar 2005 müssen kapitalmarktorientierte Unternehmen innerhalb der EU nach den internationalen Rechnungslegungsvorschriften IFRS bilanzieren. Für eine ausführliche Übersicht über das Regelwerk verweise ich auf den Internet-Link im Anhang. So gestaltet sich zum Beispiel die Bilanzierung von Aktienoptionsprogrammen nach IFRS 2 in den Unternehmen als relativ komplexe Aufgabe. Zumindes das vorangegangene Geschäftsjahr muss bei der Umstellung ebenfalls mit der neuen Methode bewertet (restated) werden, damit Vergleichszahlen der Vorperiode korrekt ausgewiesen werden können. Die Länge dieser Umstellungsprozesse variiert je nach Unternehmenskomplexität und Unternehmensgröße. Der gesamte Umstellungsprozess kann aber einschließlich aller Trainingsmaßnahmen der Mitarbeiter bis zu einem Jahr betragen.



### Rechtsabteilung

Als Vorbereitung für die spätere Due Dilligence Prüfung (Due Dilligence heißt ja wörtlich übersetzt „gehörige Sorgfalt“) und die Prospekterstellung wird in einem ersten Schritt das gesamte rechtliche Umfeld der Firma übersichtlich katalogisiert. Dazu gehören u. a. Verträge, Kapitalerhöhungen und gesellschaftsrechtliche Maßnahmen. Alle rechtlichen Risiken werden dabei detailliert offen gelegt und dokumentiert.

### Due-Dilligence-Prüfung

### Presse- und Öffentlichkeitsarbeit

Die pressetechnische Vorbereitung auf einen Börsengang sollte bereits gut ein Jahr vor dem geplanten Tag der Erstnotiz beginnen. Die meisten KMU haben jedoch keine eigene Abteilung für Presse- und Öffentlichkeitsarbeit und lassen die gelegentlichen Pressemitteilungen zumeist über eine Agentur erstellen und versenden. Man kann durchaus weiterhin mit einer bewährten Agentur arbeiten, unter Kostengesichtspunkten empfiehlt es sich hier jedoch zumindest mittelfristig einen eigenen, fachlich versierten Mitarbeiter anzustellen. Diese Fachkraft betreut alle Pressekontakte und übernimmt von der Agentur den bisherigen Presseverteiler, der vorher auf Herz und Nieren geprüft und im Laufe des Börsengangs laufend aktualisiert wird. Die PR-Funktion erhält mit der Börsennotierung eine wesentlich größere Bedeutung für das Unternehmen nicht zuletzt durch die zentrale Mitwirkung bei der Erstellung der Equity Story: die Equity Story formuliert die Schlüsselkompetenzen, Erfolgsfaktoren und Perspektiven des Unternehmens mit Blick auf den Börsengang und ist damit nichts anderes als eine Darlegung der Unternehmensstrategie in die Sprache der Investoren, Analysten, Kunden, Geschäftspartner, Medien und Mitarbeiter. Ziel muss es sein, die zentralen Kaufargumente im Gedächtnis der Investoren zu verankern.

### Eigene PR-Fachkraft

### Equity Story

### Management

#### Anforderungen an CEO/CFO

Schließlich wird die Geschäftsleitung als Vertreter des Unternehmens in der Öffentlichkeit gerade in der Vorbereitungszeit stark gefordert, besonders der zukünftige Vorstandsvorsitzende (CEO) und der Finanzvorstand (CFO). Es gibt viel Neues zu organisieren, anzustoßen, zu steuern und zu entscheiden. Zahlreiche Meetings mit Rechtsanwälten, Wirtschaftsprüfern, Bankenvertretern und externen Agenturen erfordern zwingend die Teilnahme und das Vorhaben muss bei Repräsentationsterminen vorgestellt werden. Jeder will mit der Geschäftsleitung sprechen. So besteht die große Gefahr, dass das Tagesgeschäft nicht mehr mit der notwendigen Aufmerksamkeit versorgt wird und aus dem Ruder läuft. Um diese Situation zu vermeiden, ist bereits lange vor Projektbeginn darauf zu achten, dass das Linienmanagement entsprechende Kompetenzen erhält, damit das laufende Geschäft weiterhin reibungslos funktioniert.

### Werden wir das schaffen?

#### Mitarbeiter- motivation

Alle Arbeiten müssen unter enormen Zeitdruck ausgeführt werden, worunter aber die Qualität nicht leiden darf. So entsteht ein Stressklima im Unternehmen. Hohe Anforderungen werden an das Management gestellt, aber auch die Mitarbeiter sind enorm gefordert. Die beste Lösung ist, die Motivation hoch zu halten, damit der Belastung standgehalten werden kann. Gerade in Zeiten der New Economy haben sich hier eine ganze Reihe von zum Teil kurios anmutenden „Sozialleistungen“ (kostenlose Massage, Tischtennis zwischendurch, Pizza umsonst um 20 Uhr) herausgebildet, die aber durchaus ihren Zweck erfüllt haben und auf die Belegschaft und deren Arbeitsleistung anregend gewirkt haben.

Ebenso hat sich bewährt, die Belegschaft am zukünftigen Aktien Erfolg zu beteiligen unter dem Motto „Wir sitzen alle im gleichen Boot“. Diese Beteiligung kann aus bevorzugten Bezugsrechten auf Aktien beim Börsengang bestehen, z. B. im

Rahmen eines so genannten Friends & Family Programms, oder durch die Auflage eines Programms zur Ausgabe von Aktienbezugsrechten (Stock Options).

Auch die externen Spezialisten erbringen Spitzenleistungen. Es ist deshalb üblich, sie z. B. im Friends & Family-Programm ebenfalls zu berücksichtigen.

### Was sagen die Zahlen?

Vor dem Börsengang muss die KMU über ein bereits mehrere Jahre andauerndes kräftiges Wachstum verfügen und dies deutlich in den Jahresabschlüssen unter Beweis gestellt haben. Auf den Punkt gebracht müssen die folgenden fünf Komponenten erfüllt sein:

- ▶ tragfähiges Geschäftsmodell (Basisvoraussetzung),
- ▶ adäquate Kapitalausstattung,
- ▶ starkes Management,
- ▶ konkret definierter Maßnahmenplan,
- ▶ Plan B als Notfallplan für unvorhergesehene Ereignisse.

In der Praxis hat sich bewährt, mit Kennzahlen wie z. B. Return on Investment (ROI), Gewinn vor Steuern und Zinsen (EBIT) zu arbeiten. Nehmen wir exemplarisch aus der Fülle der betriebswirtschaftlichen Kennzahlen die EBITDA-Kennzahl heraus. EBITDA steht für „Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation“ und kommt aus dem angelsächsischen Rechnungswesen. Sie ist definiert als:

### Vergleichbare Zahlen

#### Jahresüberschuss

$$\begin{aligned}
 &+ \text{ Zinsaufwand/- Zinsertrag} \\
 &+ \text{ Steuerlast/- Steuerforderung} \\
 &+ - \text{ Beteiligungsergebnis} \\
 &+ - \text{ Außerordentliches Ergebnis} \\
 &+ \text{ Abschreibungsaufwand (inkl. Goodwill)} \\
 &= \text{ EBITDA}
 \end{aligned}$$

Diese Kennzahl ist besonders geeignet, das sie den internationalen Vergleich vereinfacht. Sie wird nicht durch national unterschiedliche Steuergesetze beeinflusst und ist frei von Abschreibungseinflüssen. Weitere Informationen dazu kann man z. B. bei Wiehle et al.: Kennzahlen für Investor Relations nachlesen.

### **Fehler der Vergangenheit**

Grundsätzlich kann festgestellt werden, dass anders als in den Jahren 1996–1999 per heute so genannte Konzept-IPOs (das bedeutet, dass das Geschäftsmodell noch nicht im Praxiseinsatz bewährt ist) keine Chance mehr haben. Als Beispiel der Firma Boo.com sei hier der Aufstieg und Fall eines Unternehmens aus der New Economy beschrieben. Innerhalb nur eines Jahres – von März 1999 bis März 2000 – „verbrannte“ der US-amerikanische Online-Shop für Sportbekleidung und Modeartikel mehr als 100 Millionen US-Dollar. Schon das anfängliche Geschäftsmodell des Unternehmens war – nach Ansicht vieler Experten – fehlerhaft. Allein die geplante simultane Markteinführung in 18 Ländern und sieben Sprachen stellte für die junge Start-Up-Firma eine nur schwer zu bewältigende Herausforderung dar. Ein weiterer kapitaler Fehler lag in der Preisgestaltung. Die Kunden erwarteten bei einem „Blind-Kauf“ über das Internet im Regelfall deutliche Preisnachlässe. Boo.com versuchte jedoch, seine Produkte zum regulären Einzelhandelspreis zu verkaufen. Solche Fehler können bei den heutigen strengen Prüfungen vor dem Börsengang sicher vermieden werden. Durch die Kontrolle über die Kennzahlen, z. B. eine Analyse der Entwicklung der EBITDA-Kennzahl, wird ganz schnell klar, ob das zugrunde liegende Geschäftsmodell in der Praxis bereits erfolgreich ist oder nicht.

### **Konzentration auf das Wesentliche**

In der Vorbereitung auf einen Börsengang befindet sich das gesamte Unternehmen im Umbruch. Angefangen von der Due Dilligence wird sinngemäß jeder Stein umgedreht. Viele

als erledigt angesehene Geschäftsvorfälle aus der Vergangenheit werden im Rahmen dieser sehr gründlichen Unternehmensprüfung nochmals neu betrachtet, wie etwa der Kauf oder Verkauf einer Firma vor drei Jahren. Inmitten der Fülle dieser Zusatzaktivitäten kann das Unternehmen leicht die grundsätzlichen Aufgabenstellungen aus den Augen verlieren. Dies beginnt bei der Geschäftsleitung, die permanent von einem Pressetermin zum anderen hetzt, und setzt sich fort bei den Mitarbeitern im Rechnungswesen, die sich mit völlig neuen Rechnungslegungsgrundsätzen befassen müssen, um nur einige exemplarisch zu nennen. Das ganze Unternehmen ist von der IPO-Vorbereitung berührt. Alle reden vom Börsengang. Jeder Mitarbeiter entwickelt eigene Phantasien dazu. Viele träumen vom großen Geld für die Firma und für sich selbst. Kurz: Es gibt sehr viele Ablenkungen der Mitarbeiter auf allen Ebenen und darum lautet meine Empfehlung: Konzentration auf die Kernkompetenzen. Ein fähiges Management wird sich hierbei vor allem dadurch auszeichnen, dass es unterscheiden kann, welche Aufgaben zentral sind und welche nicht. Alle nicht zentralen Unternehmensaufgaben werden nach Möglichkeit ausgelagert: Outsourcing immer da, wo es sinnvoll ist.

**Fokussierung****Outsourcing**

## Die Realisierung

### Der Antrag auf Börsenzulassung

Für die Börsenzulassung muss der Emittent einen Antrag bei der Zulassungsstelle einreichen. Einzureichen sind grundsätzlich:

#### Zulassungsantrag

- ▶ Börsenprospekt,
- ▶ Satzung des Unternehmens,
- ▶ Handelsregisterauszug,

- ▶ Gründungsbericht, falls das Unternehmen nicht länger als zwei Jahre besteht,
- ▶ alle der Emission zugrunde liegenden Beschlüsse,
- ▶ bei Einzelverbriefung: Musterstück,
- ▶ bei Globalverbriefung: Kopie der Globalurkunde,
- ▶ Jahresabschlüsse und Lageberichte der letzten drei Geschäftsjahre,
- ▶ 20 Exemplare des Prospekts in der Antragsfassung.

### **Die Due-Dilligence-Prüfung**

#### **Verborgene Belastungen**

Im Auftrage der Emissionsbank untersucht ein Team aus Rechtsanwälten und Wirtschaftsprüfern mit „angemessener Sorgfalt“ das Unternehmen auf „Herz und Nieren“ (= Due Dilligence). Hauptziel der Erforschung der Gesellschaft durch Einsicht in die Gesellschaftsunterlagen ist die Gewinnung von zusätzlichen Informationen durch den Erwerber und die Aufdeckung möglicherweise verborgener Belastungen, die die Rentabilität des Unternehmens in der Zukunft gefährden könnten. Weitere Informationen dazu sind bei Harrer H.: Due-Dilligence-Prüfung zu finden. Für die KMU heißt das: jede Menge Vertrags- und Zahlenmaterial muss für den „Datenraum“ bereitgestellt werden. Durchleuchtet werden unter anderem die Markt-, Steuer-, Finanz-, Rechts- und Personal-Situation.

### **Die Prospekterstellung**

Zentraler Aufgabenpunkt in der Vorbereitungsphase ist die Prospekterstellung. Vor der Zulassung eines Wertpapiers zum (amtlichen) Handel an einer Börse hat das entsprechende Unternehmen bzw. das beauftragte Kreditinstitut die Öffentlichkeit in bestimmten überregionalen Zeitungen (Börsenpflichtblättern) über die beabsichtigte Einführung an

der Börse zu informieren. Dieser Börsenprospekt muss bestimmte Kriterien erfüllen, z. B. Informationen enthalten zur bisherigen und erwarteten Entwicklung des Unternehmens, zur Produktpalette und zur letzten Bilanz. Diejenigen Börsenprospekte, die wissentlich falsche oder stark geschönte Angaben enthalten, können im kritischen Fall zu Ansprüchen geschädigter Anleger gegenüber den die Emission betreibenden Beteiligten also den Banken und dem Management führen.

### **Erfüllung der Kriterien**

### **Die Prospekthaftung**

Der Prospekt soll dem Publikum ein zutreffendes Urteil über den Emittenten und die Wertpapiere ermöglichen. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit haftet der Emittent, also der Herausgeber der Aktien. Ist der Prospekt fehlerhaft, können Anleger, die innerhalb von sechs Monaten nach der Veröffentlichung Aktien gekauft haben, Schadensersatz verlangen. Dabei müssen sie nicht einmal belegen, dass sie den Prospekt überhaupt gelesen haben. Wenn er tatsächlich falsch ist, müsste der Emittent stattdessen beweisen, dass der Anleger die Aktien nicht aufgrund des Prospekts gekauft hat.

### **Schadensersatz**

Ein aktuelles Beispiel dafür sind die Ende 2004 laufenden Ermittlungen gegen die Telekom. Mit einem gigantischen Werbeaufwand hatten die Telekom und der Bund in den Jahren 1996, 1999 und 2000 die Papiere des Unternehmens an die Börse gebracht. Wer jedoch ernsthaft über die Chancen und Risiken des Papiers informiert werden wollte, musste in den offiziellen Verkaufsprospekt zum Börsengang blicken. Der Streit heute geht um die bei der Bewertung der Immobilien angewendete Methode. Insgesamt haben mehr als 14.000 Aktionäre die Telekom auf Schadensersatz verklagt. Sie werfen dem Bonner Konzern vor, bei seiner zweiten Aktienemission 1999 und vor allem bei der dritten im Jahr 2000 ein geschöntes Bild seiner Lage gezeichnet und Risiken verschwiegen zu

**Beispiel  
Telekom**

haben. Die Aktien seien zu teuer an den Markt gekommen. Der wesentliche Vorwurf der Aktionäre lautet, das Immobilienvermögen sei in den Bilanzen der Telekom zu hoch angesetzt gewesen. Das DAX-Unternehmen habe dabei ein unerlaubtes Verfahren praktiziert, indem es den Grund und Boden pauschal bewertet habe statt Einzelprüfungen vorzunehmen. Die Liegenschaften standen in der Gründungsbilanz des Jahres 1995 mit 35 Mrd. DEM zu Buche, was eine Aufwertung um rund 13 Mrd. DEM gegenüber dem Abschluss der öffentlich-rechtlichen Vorgängergesellschaft bedeutet.

**Die Roadshow**

Wenige Wochen vor der geplanten Erstnotiz gehen Vorstandsvorsitzender und Finanzvorstand als Vertreter des Managements auf eine Rundreise zu den potenziellen großen Investoren im In- und Ausland, die oft auch in USA und Asien angesiedelt sind. In vielen 30-Minuten-Meetings stellt das Management sich selbst, das Produkt und die Firma den Investoren vor, mit dem Ziel, möglichst viele Investoren zur Orderaufgabe zu bewegen. In diesen kurzen Meetings ist es wichtig, sich und das Vorhaben gut zu „verkaufen“. Deshalb müssen die Präsentationen gut vorbereitet sein und das Informationsmaterial ist ansprechend aufzubereiten. Die Auftritte sollten vorher öfters durchgespielt und geübt werden. Für die Vortragenden ist ein umfassendes Feedback wichtig.

**Die Bestimmung des Ausgabekurses**

Die Resonanz auf die Roadshow ist ein guter Indikator „Wie die Aktie ankommt“, da die Anzahl und Höhe der Orders vor der Emission den Ausgabepreis tendenziell beeinflussen. Unmittelbar nach der Roadshow wird deshalb ermittelt, wie viele Aufträge bereits vorliegen. So entsteht ein guter Eindruck über die voraussichtliche Höhe der Nachfrage. In einer abschließenden Sitzung zum Ende der Roadshow wird mit der Bank und dem Management die endgültige Preisspanne

**Ermittlung der  
Nachfragehöhe**



für den Ausgabekurs festgesetzt. Die Preisspanne basiert auf den ermittelten Daten und stellt im Ergebnis einen Kompromiss dar: Das Management möchte einen möglichst hohen Emissionspreis realisieren während die Banken mehr darauf bedacht sind, dass das Emissionsvolumen gut abverkauft werden kann und Raum für eine Kurssteigerung vorhanden ist.

### **Die Erstnotiz: Spannung pur**

Zum Termin (wird von der zuständigen Börse festgesetzt) treffen sich alle am bisherigen Prozess Beteiligten und verfolgen gespannt die Notizaufnahme (das ist der erste festgestellte Kurs) unmittelbar am Handelsplatz. Die Erleichterung ist enorm, wenn nach Aufnahme der Notierung der zweite und dritte Kurs eine steigende Tendenz aufweisen.

### **Warum sind verlässliche Partner so wichtig?**

Ein derartig großes Vorhaben wie ein Börsengang kann nur in einer koordinierten Teamleistung über die Bühne gebracht werden. Daher sind zuverlässige Partner von großer Wichtigkeit. Im Prinzip sind alle Beteiligten an der Unternehmung (angelsächsisch: Stakeholder) betroffen. Sie nehmen unterschiedliche, aber immer entscheidende Rollen im Prozess ein.

### **Der interne Partner – Die Mitarbeiter**

Im Vorfeld des Börsenganges leisten fast alle Mitarbeiter enorme Mehrarbeit, um die Fülle an zusätzlichen Aufgaben zeitnah bewältigen zu können. Gerade deshalb ist eine zusätzliche Motivation wie etwa durch das „Friends & Family“-Programm wichtig. Verdiente Mitarbeiter und wichtige externe Partner erhalten die Berechtigung, eine bestimmte Stückzahl an Aktien zum festgesetzten Ausgabekurs zu kaufen. Bei schnellen Kurssteigerungen sind so oft beträchtliche Kurs-

**Motivation**

gewinne in kurzer Zeit realisierbar. Damit wird dem Mitarbeiter auch auf der finanziellen Ebene die Wichtigkeit seiner Rolle im Unternehmen vermittelt und die Begeisterung für das Vorhaben Börsengang weiter gesteigert.

### **Der externe Partner – Die Berater**

Wie beim Abschnitt Due Dilligence bereits erwähnt, ist eine gute und vertrauensvolle Zusammenarbeit mit den externen Partnern unerlässlich. Eine gründliche Vorauswahl mit Fokus auf entsprechende Erfahrung sowie qualitative Referenzen untermauern den Erfolg, da während des Prozesses ein Wechsel der Berater eher schwierig ist. Wer sind nun diese externen Berater und was sollen Sie leisten?

**Wirtschaftsprüfer** Es sind beim Börsengang „sine qua non“ ganz schnell die benötigten testierten Berichte vorzulegen. Die Geschwindigkeit ist also bei der Berichtserstellung ein ganz entscheidendes Kriterium. Um dies zu gewährleisten, muss der Wirtschaftsprüfer andere Mandate und seine Urlaubspläne entsprechend darauf ausrichten. Gerade wenn der Börsengang in der ersten Jahreshälfte geplant ist, wird es zeitlich sehr eng: Der Jahresabschluss des Vorjahres ist zu erstellen und von den Wirtschaftsprüfern zu testieren. Die gleichen Zahlen müssen aber aus Aktualitätsgründen bereits in den Börsenzulassungsspekt einfließen. Diese parallelen Vorgänge können nur durch den Wirtschaftsprüfer in Zusammenarbeit mit den internen Mitarbeitern ausgeglichen werden. Dies setzt eine große zeitliche Flexibilität der Beteiligten voraus mit Arbeitszeiten auch abends und an Wochenenden.

**Rechtsanwälte** Die Anwälte wiederum haben ihren Einsatz, wenn es gilt, bei der Due Dilligence grundsätzliche Aussagen über die rechtlichen Verhältnisse des Unternehmens zu treffen. Viel Ausdauer ist bei der Prospekterstellung gefordert. Nicht selten gibt es bis zu fünfzehn Korrekturfassungen des Börsenprospektes, die jedes Mal akribisch durchzuarbeiten sind. Jede Formulierung soll einerseits den Sachverhalt treffend und ju-

ristisch „wasserdicht“ wiedergeben, andererseits aber auch keine potenziellen Anleger bereits im Vorfeld abschrecken. Zusätzlich beraten die Rechtsanwälte bei allen gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen wie Aufsichtsratssitzung, Hauptversammlung oder der Veröffentlichung von meldepflichtigen Tatsachen.

In erster Linie sind hier die emissionsbegleitenden Banken zu nennen. Sie sind hauptsächlich über den Konsortialführer an allen wichtigen Entscheidungen im Vorfeld beteiligt und bringen ihre langjährige Emissionserfahrung mit ein. Kriterien für die Auswahl der Konsortialbanken sind:

### **Banken**

- ▶ Ausarbeitung eines individuellen Emissionskonzepts,
- ▶ Transaktionserfahrung,
- ▶ Branchenkenntnisse/Research,
- ▶ Investorenkontakte/Anlegernetzwerk,
- ▶ Vermarktungsstrategie/Platzierungskraft.

Im Verlauf der Vorbereitungen gilt es immer wieder, einen tragfähigen Konsens mit dem Unternehmen zu finden. Ein gutes Bankenteam mit viel Erfahrung einerseits und viel Verständnis für das Unternehmen andererseits ist in dieser Situation Gold wert. Wichtig ist vor allem, dass das Betreuer-Team der Bank bereits vorher mit KMU typischen Fragestellungen Kontakt hatte und die Problematiken bekannt sind und grundsätzlich verstanden werden. Ein Betreuer mit ausschließlicher Erfahrung im Großkundenbereich/Konzernwesen ist nicht hilfreich.

Daneben ist ein gelungener Auftritt in der Öffentlichkeit zum Börsengang besonders werbewirksam. Es ist zu empfehlen, eine erfahrene Agentur für Öffentlichkeitsarbeit (Public Relations) zu beauftragen. Die Agentur erstellt ein Konzept mit Kernaussagen und griffigen Formulierungen, das in mehreren ganztägigen Workshops mit dem Management intensiv diskutiert wird. Dabei werden Schwerpunktaussagen und

### **Public Relations (PR)**

Formulierungen gleichzeitig von allen Akteuren verinnerlicht. So entsteht für alle Beteiligten eine einheitliche Sprachregelung. Diese einheitliche Ansprache an die Öffentlichkeit ist wichtig, um ein geschlossenes Bild der Unternehmensstrategie in der Öffentlichkeit herzustellen. Ähnlich wie in der Werbewirtschaft wird das Bild des Unternehmens in der breiten Öffentlichkeit geformt und letztendlich ist es ja diese Öffentlichkeit, die später Aktien kaufen soll.

#### **Investor Relations (IR)**

Als neues von der PR unabhängiges Aufgabenfeld rückt die Finanzkommunikation (Investor Relations) mehr und mehr in den Vordergrund. Sie wird anfangs häufig als Unterdisziplin von PR betrachtet. Im Zeitablauf trennen sich allerdings die Wege: während die PR eher werbend die Vorzüge des Unternehmens beschreibt und dabei gelegentliche Übertreibungen bei der Beschreibung nicht schaden, sind die Vorgaben für die Finanzkommunikation wesentlich restriktiver. Die IR richtet sich fast ausschließlich an die Finanzmärkte und versorgt diese sehr nüchtern mit Unternehmenszahlen, dem Unternehmenskalender sowie wichtigen Mitteilungen, die für die Aktionäre und die Öffentlichkeit interessant sind (sog. Ad-Hoc Meldungen). Damit möglichst zeitgleich die sogenannte Bereichsöffentlichkeit hergestellt werden kann, gelten hier strenge Regeln, wie bei der Veröffentlichung zu verfahren ist. Für den IR-Bereich braucht man deshalb Fachspezialisten, die sich in den Verfahren auskennen und sich regelmäßig auf dem neuesten Stand halten.

#### **Die Kostenfrage**

Ziel des Börsengangs ist ja vor allem die Beschaffung von ausreichenden Finanzmitteln für die geplante Expansion des Geschäftes. Bevor es aber soweit ist, sind eine ganze Menge von Vorbereitungen zu treffen, wie unter den vorgegangenen Gliederungspunkten aufgezeigt wurde. Diese Vorbereitungen wie Einstellung von Fachpersonal, Beauftragung von Agenturen, Rechtsanwälten und Wirtschafts-

#### **Vorbereitungen**

prüfen kosten aber zunächst einmal Geld. Bei derzeitigen Tagessätzen von € 1.800 bis € 2.500 im deutschsprachigen Bereich (im angelsächsischen Raum leicht bis zum Doppelten) kommen schnell erkleckliche Summen zustande. In Summe hat sich als Erfahrungswert herauskristallisiert, dass ca. 7 %–10 % des Emissionserlöses als Kosten anfallen. Dies ist für einen wirtschaftlich effizient handelnden KMU unbestritten sehr viel Geld, muss aber im Zusammenhang mit den Vorteilen des Emissionserlöses gesehen werden.

## Post-Implementationsphase/nachbörslich

Nach den ersten mitunter hektischen Kursbewegungen beruhigt sich normalerweise der Kurs nach zwei, drei Tagen und reagiert fortan nur bei unerwarteten Ad-Hoc-Meldungen (Emittenten sind nach § 15 Wertpapierhandelsgesetz dazu verpflichtet, ohne Verzögerung alle Unternehmensereignisse zu veröffentlichen, die den Kurs ihrer Wertpapiere beeinflussen können). Der Alltag kann beginnen.

**WpHG**

## Die neuen Pflichten

Mit dem Listing sind gerade im Reportingbereich neue Verpflichtungen entstanden. Die Aktionäre müssen regelmäßig mit aktuellen Informationen und Zahlen versorgt werden. Diese Transparenz der börsennotierten Unternehmen wurde sowohl vom Gesetzgeber als auch den Anlegerschutzorganisationen in den letzten Jahren zunehmend stärker gefordert und gesetzlich geregelt. Gerade für kleinere KMU ist diese Publizitätspflicht äußerst ungewohnt, zeigten sie sich doch in der Vergangenheit äußerst sparsam im öffentlichen Umgang mit Informationen. Die nun zwingend vorgeschriebene Transparenz ist eine der ganz zentralen Veränderungen bei einer KMU, die ein Listing an einer Börse erreicht hat.

**Neue  
Transparenz**

Darüber hinaus muss man sich bereits vor einer Notierung an der Börse darüber im Klaren sein, dass dieses Vorhaben nicht

einfach rückgängig gemacht werden kann. Es besteht theoretisch die Möglichkeit des Delisting. In der Praxis ist das Verfahren aber nicht ganz so einfach durchzuführen. Neben umfassender anwaltlicher Betreuung ist diese Option sehr aufwändig und mit den entsprechenden Kosten verbunden.

### Risikomanagement für KMU

#### Verbesserte Planung

Spätestens seit In-Kraft-Treten des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) im Mai 1998 gibt es umfangreiche Erfahrungen mit der Risikoanalyse sowie mit der Einführung von Risikomanagementsystemen in börsennotierten Aktiengesellschaften. In vielen Fällen wurde deutlich, dass die meisten Unternehmen erfreulicherweise die Verpflichtung durch das Gesetz mit der Verbesserung der Planung verbinden. Die gesammelten Informationen werden also genutzt und verstauben nicht in den Aktenschränken. Im Mittelpunkt des Risikomanagements stehen gerade unter den Gesichtspunkten von Basel II die Themen wie Risiko, Controlling, Frühwarnung und Sicherheit. Ganz konkret bedeutet dies die formalisierte Auseinandersetzung mit unternehmerisch wichtigen Fragen: Wie können die Ertragspotenziale nachhaltig gesteigert werden? Wie sind Liquiditätsrisiken zu vermeiden? Daneben sind die Analyse der Kunden und Branchen weitere zentrale Grundlagen für den Ausbau von Marktpotenzialen.

### Veränderungen für die Mitarbeiter

#### Sparsamerer Umgang mit Ressourcen

Die verbesserte Außendarstellung der Unternehmung und die größere Aufmerksamkeit, die das Unternehmen nun in der Öffentlichkeit genießt, fördert im Allgemeinen auch die Identifikation der Mitarbeiter mit „ihrem“ Unternehmen. Ein allgemeiner Motivationsschub ist ein willkommener Nebeneffekt. Darüber hinaus sind die Mitarbeiter in der Regel auch am finanziellen Erfolg durch Optionsprogramme oder Belegschaftsaktien beteiligt. Ein sparsamerer Umgang mit den Res-

ourcen des Unternehmens ist in vielen Fällen die Folge. Ein allgemeines Interesse am finanziellen Erfolg des Unternehmens stellt sich ein. Der Aktienkurs wird regelmäßig verfolgt. Daneben gibt es auch Einflüsse des Kapitalmarktes, die nicht immer positiv sein werden. Bei einer allgemeinen Börsenbaisse leidet zumindest kurzfristig auch der „eigene“ Aktienkurs, auch wenn vielleicht die individuelle Auftrags- und Ertragslage ganz gut sein mag. Dies ist für die Mitarbeiter schwer vermittelbar genauso wie die Tatsache, dass der eigene Aktienkurs oftmals fällt, sobald ein Mitbewerber schlechte Zahlen meldet. Des Weiteren könnten gerade in Krisensituationen Forderungen nach Belegschaftsabbau von Seiten der Analysten kommen.

## Lessons Learned

Bei gründlicher Vorbereitung ist der Börsengang in den kommenden Jahren auch für KMU eine äußerst interessante Finanzierungsalternative. Dazu muss sich aber zunächst das durch übermäßige Spekulationen (Gier) und Manipulationen in Verruf geratene derzeitig eher pessimistische Börsenumfeld entscheidend zum Positiven ändern. Die gesetzlichen Regelungen können dazu einiges beitragen genauso wie die Einhaltung der Corporate-Governance-Richtlinien. In jedem Falle ist eine gute Vorbereitung des Börsenganges nötig mit entsprechend organisiertem Projektmanagement. Zusätzlich sollte man sich von außen auf Projektbasis Fachspezialisten hinzuholen. Bei all den Umbrüchen in der Zeit vor und nach dem Börsengang ist darauf zu achten, dass die KMU-typischen Stärken erhalten bleiben:

### IPO als Chance

- ▶ kurze Entscheidungswege,
- ▶ hohe Mitarbeitermotivation,
- ▶ große Flexibilität.

### 3.4.7

### Besonderheiten bei der Börseneinführung von KMU

---

Wenn dies gelingt, dann kann die KMU nach einem Börsengang mit neuen finanziellen Mitteln gestärkt ihre unternehmerischen Ziele weiter verfolgen.



## Literatur

*Harrer, Herbert*: Due Dilligence-Prüfung (6.2.2) im Handbuch Corporate Finance, Hrsg. Achleitner/Thoma, Loseblattausgabe, 2. Auflage Köln 2001: Deutscher Wirtschaftsdienst.

*Pietsch-Zuber, Hertha*: Frauen im Projektmanagement im Handbuch Innovatives Projektmanagement, Hrsg. Birgit Ehrl-Gruber, WEKA MEDIA Verlag, 2004, ISBN 3-8111-7561-0

*Software Forum e.V.*, Offshore IT für den Mittelstand, Leitfaden zur Schaffung und Sicherung von Arbeitsplätzen durch Offshore IT-Entwicklung im Rahmen der Internationalisierung des Mittelstandes in Bayern, 2002

*Wiehle, U., Diegelmann, M., Deter, H., Dr. Schömig, P., Rolf, M.*: Kennzahlen für Investor Relations, 2. Auflage, Wiesbaden, 2004.

*Zuber, Klaus P.*: Verlagerung der Datenerfassung nach Rumänien. Aspekte des Projektmanagements beim Aufbau einer Tochterfirma. In: Brenner/Gößl (Hrsg.): Praxishandbuch für Exportmanager, Deutscher Wirtschaftsdienst, Köln 2003.

*Zuber, Klaus P.*: Aufbau einer Softwareentwicklungsabteilung in Malta: Mitarbeiterführung über Distanz. In: Brenner/Gößl (Hrsg.): Praxishandbuch für Exportmanager, Deutscher Wirtschaftsdienst, Köln 2003.

## **Nützliche Links**

EU-Definition von KMU vom 6. Mai 2003

<http://europa.eu.int/eur-lex/>

<http://www.bafin.de>

<http://www.boersenlexikon.de>

<http://www.dai.de>

<http://www.frep.info>

<http://www.kmuinnovation.com>

<http://www.kmu-info.bmbf.de>

<http://www.standardsetter.de/drsc/ifrs.html> (zu IFRS)