

Claus Buhleier | Arno Probst | Christoph Schenk
(Hrsg.)

Der Prüfungsausschuss des Aufsichtsrates

Praxisleitfaden für Finanzexperten
und Aufsichtsräte

4. Auflage

SCHÄFFER
POESCHEL

Deloitte.

Claus Buhleier/Arno Probst/Christoph Schenk (Hrsg.)

Der Prüfungsausschuss des Aufsichtsrates

Praxisleitfaden für Finanzexperten und Aufsichtsräte

4., überarbeitete und aktualisierte Auflage

Leseprobe

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Herausgeber:

Dr. Claus Buhleier, WP/StB/CPA, Partner, Center for Corporate Governance,
Frankfurt und Mannheim;

Dr. Arno Probst, WP/StB, Partner, Leiter Center for Corporate Governance, Hamburg;

Christoph Schenk, WP/StB, Managing Partner Audit & Assurance Deloitte Deutschland, München;
alle Deloitte GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de/> abrufbar.

Print: ISBN 978-3-7910-5405-6 Bestell-Nr. 20470-0003

ePub: ISBN 978-3-7910-5406-3 Bestell-Nr. 20470-0101

ePDF: ISBN 978-3-7910-5405-6 Bestell-Nr. 20470-0153

Claus Buhleier/Arno Probst/Christoph Schenk (Hrsg.)

Der Prüfungsausschuss des Aufsichtsrates

4. Auflage, September 2022

© 2022 Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft · Steuern · Recht GmbH

www.schaeffer-poeschel.de

service@schaeffer-poeschel.de

Bildnachweis (Cover): © amriphoto.com, fotolia

Produktmanagement: Anna Pietras

Lektorat: Isolde Bacher, text_dienst, Stuttgart

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Alle Rechte, insbesondere die der Vervielfältigung, des auszugsweisen Nachdrucks, der Übersetzung und der Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen, vorbehalten. Alle Angaben/Daten nach bestem Wissen, jedoch ohne Gewähr für Vollständigkeit und Richtigkeit.

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Ein Unternehmen der Haufe Group SE

Sofern diese Publikation ein ergänzendes Online-Angebot beinhaltet, stehen die Inhalte für 12 Monate nach Einstellen bzw. Abverkauf des Buches, mindestens aber für zwei Jahre nach Erscheinen des Buches, online zur Verfügung. Ein Anspruch auf Nutzung darüber hinaus besteht nicht.

Sollte dieses Buch bzw. das Online-Angebot Links auf Webseiten Dritter enthalten, so übernehmen wir für deren Inhalte und die Verfügbarkeit keine Haftung. Wir machen uns diese Inhalte nicht zu eigen und verweisen lediglich auf deren Stand zum Zeitpunkt der Erstveröffentlichung.

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	5
Vorwort zur 4. Auflage	7
Bearbeiterverzeichnis	25
Verzeichnis der Fragen und Hinweise für die Praxis	29
Abkürzungsverzeichnis	31
A Einführung	43
B Aufgaben des Prüfungsausschusses	49
I Rechtliche Grundlagen	50
1 Gesetzliche Vorgaben	50
a Bestellung eines Prüfungsausschusses	50
b Aufgaben des Prüfungsausschusses	52
c Möglichkeiten zur Informationsgewinnung	57
d Verhältnis zwischen Prüfungsausschuss und Aufsichtsrat	60
2 Vorgaben des DCGK	61
3 Europäische Vorgaben	64
4 Überblick zum Gesetz zur Stärkung der Finanzmarktintegrität	70
a Zielsetzung des Gesetzgebers	70
b Pflicht zur Errichtung eines IKS und RMS bei börsennotierten Gesellschaften	71
c Änderungen des FISG betreffend Aufsichtsrat und Prüfungsausschuss	72
d Höchstlaufzeit von Mandaten zur Abschlussprüfung	74
e Verkürzung der internen Rotation des verantwortlichen Prüfungspartners	75
f Trennung von (Steuer-)Beratung und Abschlussprüfung	75
g Verschärfung der strafrechtlichen Haftung der gesetzlichen Vertreter bei Bilanzdelikten	76
h Verschärfung der zivilrechtlichen Haftung des Abschlussprüfers	76
i Umfassende Ausweitung der Befugnisse der BaFin und Neuordnung der »Bilanzkontrolle«	77
II Praktische Kernfragen der Aufgabenerfüllung eines Prüfungsausschusses	80
III Abgrenzung der Aufgaben und Verantwortlichkeiten von Aufsichtsrat, Prüfungsausschuss und Abschlussprüfer	83
1 Gegenüberstellung der Aufgaben von Aufsichtsrat und Prüfungsausschuss	83
2 Gegenüberstellung der Aufgaben von Prüfungsausschuss und Abschlussprüfer	85
3 Grenzen der gesetzlichen Abschlussprüfung	88

C	Organisatorische Fragen des Prüfungsausschusses	91
I	Die Besetzung des Prüfungsausschusses	92
	1 Sachkenntnis	92
	2 Unabhängigkeit	95
	3 Arbeitnehmervertreter im Prüfungsausschuss	97
	4 Besondere Anforderungen an den Vorsitzenden des Prüfungsausschusses	98
II	Einarbeitung neuer Mitglieder	100
III	Informationsversorgung	105
	1 Information durch den Vorstand	106
	2 Information durch unternehmensinterne Personen und Fragerecht des Prüfungsausschusses	109
	3 Information durch den Abschlussprüfer	110
	4 Information durch weitere unabhängige Dritte	111
	5 Allgemeine Informationen	111
	6 Art und Weise der Information und Kommunikation	111
IV	Geschäftsordnung	113
V	Protokolle über die Sitzungen des Prüfungsausschusses	118
D	Die Tätigkeit des Prüfungsausschusses im Jahreslauf	121
I	Überblick	122
	1 Arbeitsweise und Zeitbedarf	122
	2 Muster einer Terminübersicht für das Gesamtjahr	126
II	Risikofaktoren für Verstöße in der Rechnungslegung und Auswirkungen auf die Tätigkeit des Prüfungsausschusses	132
III	Überwachungsaufgaben	138
	1 Überwachung der internen Kontrollsysteme des Unternehmens	138
	a Einordnung der Überwachungspflichten des Prüfungsausschusses	138
	b Überwachung des Rechnungslegungsprozesses sowie der Wirksamkeit des internen Kontrollsystems	143
	c Überwachung der Wirksamkeit des Risikomanagementsystems	159
	d Überwachung der Wirksamkeit des internen Revisionssystems	168
	e Überwachung der Wirksamkeit des »Compliance«-Systems	175
	2 Durchsicht von Quartalsabschlüssen und Halbjahresfinanzberichten sowie von Pressemeldungen bei börsennotierten Unternehmen	184
	3 Überwachung der Abschlussprüfung und Zusammenarbeit mit dem Abschlussprüfer	188
	a Vorbereitung der Auswahl des Abschlussprüfers und Vorschlag	190
	b Prüfungsauftrag	194
	c Überwachung der Unabhängigkeit des Abschlussprüfers	197
	d Überwachung der zusätzlichen Leistungen des Abschlussprüfers	200

	e	Abstimmung von Prüfungsschwerpunkten	204
	f	Kommunikation mit dem Abschlussprüfer während der Prüfung	208
	g	Überwachung der Qualität der Abschlussprüfung	210
	4	Die Bedeutung der Prüfungsqualität und ihre Beurteilung	213
	a	Einleitung	213
	b	Prüfungsqualität	214
	c	Informationsbedarf der Stakeholder	215
	d	Beurteilung von Prüfungsqualität	217
	e	Ausblick	221
IV		Prüfung des Jahresabschlusses	223
	1	Prüfungsumfang und -organisation	223
	2	Sichtung der Unterlagen und Fokussierung	224
	3	Verwertung des Prüfungsberichts	226
	4	Kommunikation mit dem Vorstand	237
	5	Einbeziehung des Abschlussprüfers	238
	6	Bildung eines Gesamturteils	242
V		Nachhaltigkeit im Rahmen der Überwachung der Unternehmensführung und vorbereitende Prüfung der nichtfinanziellen Erklärung	244
	1	Anforderungen an die nichtfinanzielle Erklärung	244
	2	Vorbereitende Prüfung durch den Prüfungsausschuss und Aufsichtspflichten des Aufsichtsrates	245
	a	Pflichten des Vorstands	245
	b	Pflichten des Aufsichtsrates	248
	3	Prüfung der Nachhaltigkeitsberichterstattung durch unabhängige Wirtschaftsprüfer	252
VI		Berichterstattung über die Tätigkeit	256
	1	In der Bilanzsitzung des Aufsichtsrates	256
	a	Die Berichterstattung an das Plenum	256
	b	Besonderheiten der Berichterstattung in der Bilanzsitzung des Aufsichtsrates ...	257
	2	In der externen Berichterstattung über die Tätigkeit des Prüfungsausschusses ..	259
	a	Die Berichterstattung des Aufsichtsrates an die Hauptversammlung	259
	b	Beiträge des Prüfungsausschusses	262
E		Wirksamkeit des Prüfungsausschusses	267
I		Merkmale eines wirksamen Prüfungsausschusses	268
II		Potenzielle Probleme bei Organisation und Tätigkeit des Prüfungsausschusses	270
III		Aus- und Fortbildung	275
IV		Selbstbeurteilung des Prüfungsausschusses	280

F	Ausgewählte Einzelfragen der Tätigkeit des Prüfungsausschusses	285
I	Unternehmensstrategie und Unternehmensplanung	286
	1 Unternehmensstrategie als Ausgangspunkt für Geschäftstätigkeit und Risikoprofil	286
	2 Überwachung der Unternehmensstrategie	287
	3 Überwachung der Unternehmensplanung als eigener Überwachungsgegenstand	299
	4 Bedeutung der Unternehmensstrategie und der Unternehmensplanung für die Festsetzung der Vorstandsbezüge	304
II	Unternehmenstransformationen und die Auswirkungen auf die Überwachungstätigkeit	306
	1 Grundlagen	306
	2 Auswirkung auf die Überwachungstätigkeit	309
III	Digitalisierung	314
	1 Aktuelle Entwicklungen	314
	2 Datensicherheit und Cyber Security	315
	3 Datenqualität von Finanzdaten und internes Kontrollsystem in der Digitalisierung	318
	4 Auswirkungen auf die Überwachungstätigkeit des Prüfungsausschusses	320
IV	Grundlagen der Nachhaltigkeitsberichterstattung und deren dynamische Weiterentwicklung	325
	1 Nachhaltigkeit als Chancen und Risiken der künftigen Entwicklung	325
	2 Anforderungen und Grundlagen der Nachhaltigkeitsberichterstattung	330
	3 Ausblick auf die CSRD	340
V	Steuern	346
VI	Der Prüfungsausschuss und das Enforcement-Verfahren zur Rechnungslegung	357
	1 Hintergrundinformationen zum BaFin-Enforcement	358
	2 Die Rolle des Prüfungsausschusses	362
VII	Überwachung im Konzern	366
	1 Prüfungsausschuss der Konzernobergesellschaft bzw. des herrschenden Unternehmens	366
	2 Prüfungsausschuss des abhängigen Unternehmens bzw. der anderen Konzernunternehmen	368
VIII	Der Prüfungsausschuss bei Unternehmenskrisen	372
IX	Der Prüfungsausschuss bei einem Börsengang	384
	1 Grundfragen bei einem Börsengang	384
	a Motive für den Gang an den Kapitalmarkt	384
	b Kapitalmarktinstrumente	385
	2 Der Weg zur Kapitalmarktreife (»IPO Readiness«)	386
	a Prozess zur IPO- und Kapitalmarktreife	386
	b Fokusthemen im Rahmen der IPO- und Kapitalmarktreife	388

c	Vertiefung: Umstellung der Rechnungslegung	392
d	Vertiefung: IPO-Programm-Management/Projektorganisation	393
3	Anforderungen an Börsenaspiranten (Zulassungsvoraussetzungen)	395
a	Überblick Zulassungsvoraussetzungen	395
b	Vertiefung: Wertpapierprospekt	395
c	Vertiefung: Rolle des Abschlussprüfers (Comfort Letter)	396
4	Ausgewählte Folgepflichten börsennotierter Unternehmen	397
a	Überblick	397
b	Finanzberichterstattung	397
c	Weitere Berichterstattungspflichten	398
d	Informations- und Publizitätspflichten – Marktmissbrauchsverordnung	400
5	Die Rolle des Aufsichtsrates bzw. Prüfungsausschusses	401
a	Aufgaben des Aufsichtsrates und Aufsichtsratsbesetzung	401
b	Aufgaben des Prüfungsausschusses	405
c	Weitere Themen für Vorstand, Aufsichtsrat und Prüfungsausschuss	407
G	Rechtsform- und branchenspezifische Besonderheiten des Prüfungsausschusses	409
I	Besonderheiten bei der SE	410
II	Besonderheiten bei der mitbestimmten GmbH	413
III	Besonderheiten in Familienunternehmen	416
IV	Besonderheiten bei Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten	418
1	Besonderer Rechtsrahmen	418
2	Anforderungen an Aufsichts- und Verwaltungsräte	419
a	Voraussetzungen für die Tätigkeit in Verwaltungs- und Aufsichtsorganen	419
b	Ausschlussgründe	422
c	Mitteilungs- und Meldepflichten	424
3	Bildung von Ausschüssen	425
a	Allgemeine Anforderungen	425
b	Risikoausschuss	428
c	Prüfungsausschuss	429
d	Nominierungsausschuss	432
e	Vergütungskontrollausschuss	433
4	Offenlegung	434
5	Fazit	437
V	Besonderheiten bei Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds	438
VI	Besonderheiten bei Unternehmen der öffentlichen Hand	446
1	Grundsätzliche Überlegungen	446
2	Erweiterung der Abschlussprüfung	448
a	Prüfung der Ordnungsmäßigkeit der Geschäftsführung	449
b	Darstellung der wirtschaftlichen Verhältnisse	452
3	Rechnungsprüfung	452
4	Erweiterung der Governance-Strukturen auf EU-Ebene	454

VII	Besonderheiten bei Immobilienunternehmen	456
1	Geschäftsmodelle und Eigentümerstrukturen	456
2	Immobilienbewertung und deren Überwachung	458
3	Finanzwirtschaft, Steuern und Rechnungslegung sowie deren Überwachung	461
4	Risiko- und Compliance-Management-Systeme und deren Überwachung	465
H	Erfahrungsberichte von Praktikern	469
I	Das Audit Committee aus der Sicht von Warren Buffett	470
II	Der Prüfungsausschuss aus der Sicht von Sebastian Hakelmacher	473
1	Die Evolution des Prüfungsausschusses	473
2	Einrichtung und Besetzung des Prüfungsausschusses	474
a	Allgemein	474
b	Der Vorsitzende des Prüfungsausschusses	476
3	Finanzexperten als Stützpfiler	477
a	Qualifikation	478
b	Der spärliche Fundus an bilanzkundigen Finanzexperten	479
4	Die Aufgaben des Prüfungsausschusses	481
a	Überwachung der Managementtools	482
b	Begleitung des Rechnungslegungsprozesses	482
c	Auswahl und Beauftragung des Abschlussprüfers	483
d	Überwachung des Abschlussprüfers	485
e	Hilfeleistungen für den Aufsichtsrat	486
5	Fazit	487
III	Die Bedeutung des Prüfungsausschusses für die Qualität der Abschlussprüfung aus der Sicht der Abschlussprüferaufsichtsstelle	488
1	Tätigkeit der Abschlussprüferaufsichtsstelle	488
a	Aufgabenspektrum der Abschlussprüferaufsichtsstelle	488
b	Inspektionen	491
c	Anlassbezogene Berufsaufsicht	493
2	Anknüpfungspunkte für eine Zusammenarbeit zwischen Prüfungsausschuss und APAS	495
a	Auftragsvergabe an Wirtschaftsprüfungsgesellschaften	495
b	Zielgerichtete Kommunikation mit dem Abschlussprüfer und Berichtsweg	497
3	Überlegungen de lege ferenda	498
4	Fazit	499
IV	Der zweite Financial Expert	500
V	Prüfungsausschuss und Nachhaltigkeitsberichterstattung – ein Interview	505
VI	Der Prüfungsausschuss aus der Sicht eines Arbeitnehmersvertreters	513
1	Kontinuierliches Einholen und Bewerten entscheidungsrelevanter Information	514
2	Unternehmensprozesse kennen, Managementsysteme beurteilen, Berichterstattung plausibilisieren	515

3	Den Abschlussprüfer als Sparringspartner nutzen und die Qualität der Abschlussprüfung sichern	519
4	Nachhaltigkeitsthemen im Prüfungsausschuss antizipieren und offensiv besetzen	521
5	Ressourcen und Kompetenz gezielt einbringen und fortwährend weiterentwickeln	523
6	Fazit	525
VII	Der Prüfungsausschuss des Aufsichtsrates und die Abschlussprüfung aus der Sicht institutioneller Investoren	526
1	Erwartungen institutioneller Investoren an Prüfungsausschüsse	526
2	Aufsichtsräte im Fokus von Investoren	527
3	Prüfungsausschuss als fundamentaler Bestandteil der Aufsichtsratsarbeit	528
4	Kernforderungen an den Prüfungsausschuss	528
5	Informationspolitik	529
6	Bestellung des Wirtschaftsprüfers als Kernaufgabe des Prüfungsausschusses	529
7	Nachhaltigkeit als neue Kompetenz des Prüfungsausschusses und Mittel zur Verbesserung des Risikomanagements in der Kapitalanlage bei Investoren	530
8	Die »nichtfinanzielle Erklärung« als Kernelement einer zunehmenden Nachhaltigkeitsregulierung	531
9	Die Klimadiskussion wird den Kapitalmarkt lenken	532
10	Fazit: Das Aufgabenspektrum und damit die Komplexität für den Prüfungsausschuss werden zunehmen	534
VIII	Der Prüfungsausschuss des Aufsichtsrates und die Abschlussprüfung aus der Sicht eines Stimmrechtsberaters	535
1	Einfluss und besondere Rolle von Stimmrechtsberatern	535
2	Formulierung der ISS-Abstimmungsrichtlinien	536
3	Qualifizierte und unabhängige Aufsichtsräte	537
4	Prüfungsausschuss und Abschlussprüfung	540
5	ISS QualityScore	542
6	Abstimmungsverhalten und Trends	543
7	Fazit	544
I	Die Wirksamkeit von Prüfungsausschüssen aus Sicht der empirischen Corporate-Governance-Forschung	545
I	Wissenschaftliche Einordnung	546
II	Funktionen von Prüfungsausschüssen	547
III	Determinanten der Wirksamkeit von Prüfungsausschüssen	548
IV	Stand der Forschung	550
1	Existenz von Prüfungsausschüssen	550
2	Zusammensetzung	551

	3	Autorität	559
	4	Ressourcen	560
	5	Aktivitätsniveau	563
V		Zusammenfassung und kritische Würdigung	567
	1	Zentrale Forschungsbefunde	567
	2	Problemfelder der empirischen Forschung	568
J		Rechtliche Haftungsfragen und Gerichtsurteile	571
I		Zivilrechtliche Haftung der Mitglieder des Prüfungsausschusses	572
	1	Haftungsvoraussetzungen	572
	a	Schaden	573
	b	Sorgfaltspflichtverletzung	573
	c	Verschulden	576
	d	Einschränkungen der Haftung durch die Business Judgement Rule	576
	2	Bedeutung der Business Judgement Rule für Aufsichtsräte	577
	3	Die D&O-Versicherung zur Minderung persönlicher Haftungsrisiken von Aufsichtsräten	579
II		Relevanz des Strafrechts für den Prüfungsausschuss	582
	1	Grundlagen	582
	2	Bilanzstrafrecht	583
	a	Die Straftatbestände des § 331 Abs. 1 Nr. 1–2 und § 331a HGB	583
	b	Anzeigepflicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin (§ 107 Abs. 1 WpHG))	586
	c	Aktienrechtliche Sonderstrafatbestände	587
	3	Pflichtverletzungen bei Abschlussprüfungen	587
	a	Ordnungswidrigkeiten nach § 405 Abs. 3b–3c AktG	588
	b	Straftatbestand des § 404a AktG	588
	c	Rechtsfolgen	589
	4	Verletzung von Geheimhaltungspflichten	590
III		Wesentliche Gerichtsentscheidungen für den Aufsichtsrat und den Prüfungsausschuss	592
	1	Fachlicher Sachverstand	592
	2	Wahl von Aufsichtsräten, Beschlussfähigkeit, Abberufung	593
	3	Pflichten des Aufsichtsrates	594
	4	Vergütung des Aufsichtsrates	600
	5	Vertretung der Aktiengesellschaft	601

K	Der Prüfungsausschuss in ausgewählten Ländern	603
I	Besonderheiten bei Prüfungsausschüssen in Österreich	604
	1 Verpflichtung zur Einrichtung	604
	a Gesetzlich	604
	b Befreiung	605
	c Freiwillig	606
	2 Zusammensetzung des Prüfungsausschusses	606
	a Finanzexperte	606
	b Unabhängigkeit	606
	c Kompetenz	607
	3 Sitzungen	607
	4 Aufgaben des Prüfungsausschusses	608
	5 Berichtspflichten des Abschlussprüfers	609
	6 Berichterstattung an den Aufsichtsrat	610
	7 Haftung	610
	8 Zusammenfassung	611
II	Besonderheiten bei Prüfungsausschüssen in der Schweiz	612
	1 Einleitung	612
	2 Prüfungsausschüsse in der schweizerischen Praxis	613
	3 »Swiss Code of Best Practice« (economiesuisse)	615
	4 »Audit Committee Guide« (RAB)	616
	5 Die Richtlinie betreffende Informationen zur Corporate Governance der SIX Exchange Regulation	616
	6 Berichterstattung durch die Revisionsstelle an den Prüfungsausschuss	617
	7 Haftung	620
	8 Zusammenfassung	621
III	Audit Committees in the United States of America	622
	1 Regulatory Environment for the Audit Committee	622
	2 Audit Committee Composition	623
	3 Audit Committee Key Responsibilities and Areas of Focus	626
IV	Audit Committees in Great Britain	655
	1 Regulatory Environment for the Audit Committee	655
	2 Audit Committee Composition	657
	3 Audit Committee Key Roles and Responsibilities	658
	4 Leading Practices for Audit Committees in Great Britain	660
L	Fazit und Ausblick	667

Arbeitshilfen	671
A Hilfestellung zur Prüfung des Jahres-/Konzernabschlusses	671
B Hilfestellung für das Gespräch mit dem Abschlussprüfer zur Überwachung der Durchführung der Abschlussprüfung	680
C Hilfestellung für die Beurteilung der Qualität des Abschlussprüfers	681
D Muster einer Geschäftsordnung	684
Literaturverzeichnis	689
Rechtsprechungsverzeichnis	724
Autorenverzeichnis	725
Stichwortverzeichnis	735

IX Der Prüfungsausschuss bei einem Börsengang

Dr. Claus Buhleier/Andre Konopka/Sarah Kunasingam/Oliver Rattka

1 Grundfragen bei einem Börsengang

a Motive für den Gang an den Kapitalmarkt

Im anglo-amerikanischen und asiatischen Wirtschaftsraum haben die Kapitalmärkte seit jeher eine enorme Bedeutung, was sich insb. in der hohen Anzahl getätigter Börsengänge, aber auch der Zahl neuerer Transaktionsformen, wie z. B. einem SPAC¹²⁷, reflektiert. In Deutschland erfahren die Kapitalmärkte in der jüngsten Vergangenheit einen neuen Stellenwert, sowohl aus der Perspektive von Investoren als auch aus derjenigen von Emittenten. Die Zahl der Börsengänge, auch bekannt als »Initial Public Offering« (IPO), hat zuletzt stetig zugenommen. Für den größten deutschen Börsenplatz in Frankfurt haben im Jahr 2020 segmentübergreifend zehn Unternehmen den Gang an die Börse gewählt. 2021 waren es bereits zwanzig Unternehmen. Trotz der seit Anfang 2022 eingetretenen und anhaltenden geopolitischen Veränderungen und damit verbundenen Unsicherheiten stehen viele weitere IPO-Aspiranten in den Startlöchern und bereiten sich auf den Gang an den Kapitalmarkt vor.

IPOs werden zunehmend als valide strategische Option in der Unternehmensentwicklung und -planung betrachtet, über Industrien und Sektoren sowie den Reifegrad eines Unternehmens hinweg, von Start-up-Unternehmen bis zu Spin-offs globaler Blue Chips. Intention und Motive für einen IPO können dabei vielfältig und ebenso heterogen sein, wie das nachfolgende Schaubild zeigt.

Wenngleich die Finanzmittelaufnahme und Finanzierung der Unternehmensstrategie dominieren, bestehen in der Praxis, gerade bei familien-/eigentümergeführten Unternehmen, auch Vorbehalte. Börsennotierte Unternehmen unterliegen einer verschärften Publizitätspflicht, einhergehend mit einem detaillierten Regelwerk an Transparenzanforderungen¹²⁸. Dazu gehören eine regelmäßige Berichterstattung, Hauptversammlungen und Ad-hoc-Reporting-Pflichten ebenso wie die Berücksichtigung der Regelungen des Deutschen Corporate Governance Kodex zur Unternehmensführung. Die Bereitschaft, Einfluss oder gar Kontrolle abzugeben, spielt daher eine wesentliche Rolle in der Ausgestaltung des Börsengangs.

127 Zur Definition siehe Kap. F.IX.1.b.

128 Vgl. Regelungen in der europäischen Marktmissbrauchsverordnung und dem deutschen Wertpapierhandelsgesetz; Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2018b): Die Informationspflichten für Emittenten im deutschen Raum veröffentlicht die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

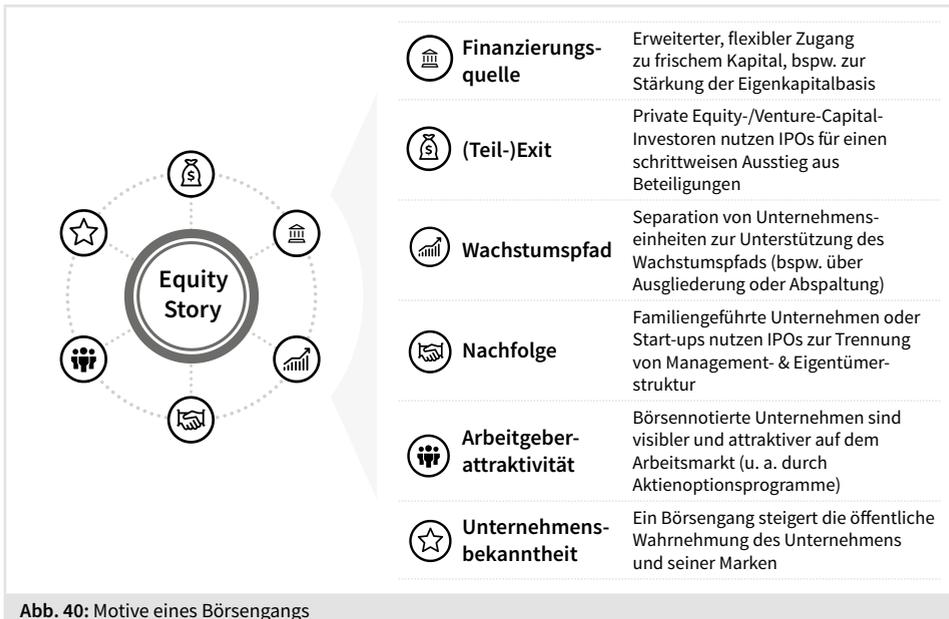


Abb. 40: Motive eines Börsengangs

b Kapitalmarktinstrumente

Der Gang an die Börse kann über diverse Instrumente und Transaktionsausprägungen erreicht werden, wobei grds. zwischen Eigen- und Fremdkapitalinstrumenten unterschieden wird. Für beide Möglichkeiten existieren verschiedene Platzierungsformen und Marktsegmente. Nachfolgend eine Übersicht der wesentlichen Eigenkapitalinstrumente:¹²⁹

- Initial Public Offering (IPO): bezeichnet das erstmalige öffentliche Angebot von Aktien eines Unternehmens und deren Notierungsaufnahme in einen organisierten Kapitalmarkt. Bei diesem klassischen Börsengang wird Kapital durch die Ausgabe neuer Aktien aufgenommen und/oder es werden bestehende Aktien umplatziert.
- Direct Listing: Hierbei werden bestehende Aktien gelistet, ohne neues Kapital aufzunehmen. Dies erfolgt in Form einer reinen Börsenzulassung, ohne ein öffentliches Angebot von Aktien.
- SPAC: ein Akquisitionszweckunternehmen bzw. eine Mantelgesellschaft ohne eigenes operatives Geschäft. Einziges Ziel dieser Mantelgesellschaft ist es, durch ein Listing Kapital aufzunehmen. Die Erlöse werden in der Folge dazu verwendet, innerhalb eines begrenzten Zeitraums ein nicht börsennotiertes Unternehmen zu übernehmen und es mittelbar an die Börse zu bringen.
- Equity Carve-out/Spin-off: Hierbei werden Unternehmensteile aus einem bestehenden (gelisteten) Unternehmen herausgetrennt und in eine neue Gesellschaft gebracht, deren Anteile dann an der Börse angeboten werden.

¹²⁹ Deutsche Börse Cash Market (2021): Going Public – Ihr IPO an der Deutschen Börse.

Bei den Fremdkapitalemissionen, z. B. in Form eines Initial Bond Offering (IBO), werden Schuldverschreibungen eines – meist bisher nicht börsennotierten – Unternehmens zum Handel zugelassen. Auch hier bestehen für die Emittenten bspw. durch den zu wählenden Handelsplatz oder das Segment unterschiedliche Gestaltungsmöglichkeiten mit Auswirkungen hinsichtlich Vorbereitung und Aufwand für Platzierung, Publizität, Nachfolgepflichten und Vorteilhaftigkeit der Konditionen.

Die nachfolgenden Kapitel beziehen sich auf die Anforderungen im Rahmen eines IPO, wobei insb. die Regelungen für den Börsenplatz Deutschland im Vordergrund stehen.

2 Der Weg zur Kapitalmarktreife (»IPO Readiness«)

a Prozess zur IPO- und Kapitalmarktreife

Tragen sich Gesellschafter oder Management mit dem Gedanken eines Börsengangs, steht dessen initiale Einschätzung aus strategischer Sicht an erster Stelle. Welches Ziel wird mit dem Kapitalmarktgang angestrebt? Soll parallel ein Plan B verfolgt werden? Welcher Börsenplatz und welches Segment passen am besten zu den strategischen Unternehmenszielen und zur Unternehmenskultur? Welches Kapitalmarktinstrument ist am geeignetsten und welche Vor- und Nachteile bringt dieses mit sich?

Abhängig von den Rahmenbedingungen des Emittenten und der Komplexität des Vorhabens sollten sich IPO-Aspiranten für die Vorbereitung auf einen Börsengang 12 bis 24 Monate Zeit nehmen. Folgende Grobphasen können hierbei unterschieden werden:

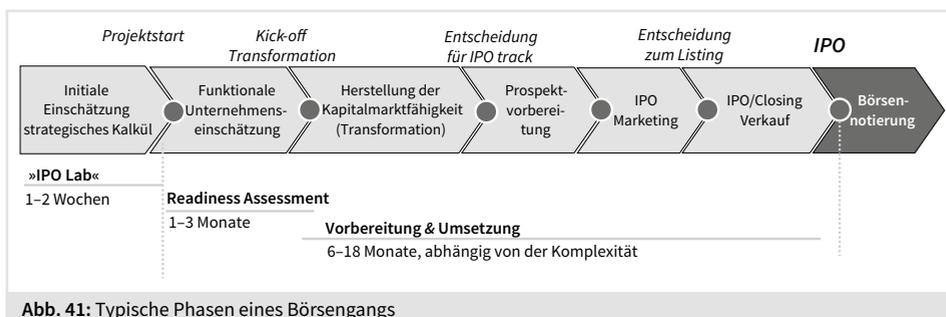


Abb. 41: Typische Phasen eines Börsengangs

Eine detaillierte Einschätzung der Börsenreife des Börsenaspiranten (»Readiness Assessment«), sorgfältige Planung und zentral orchestrierte, interdisziplinäre Umsetzung sind wesentliche Erfolgsfaktoren für einen Börsengang. Hierbei kommt neben dem transaktionalen Aspekt, d. h. der eigentlichen Börsenvorbereitung (Prospekterstellung, Vermarktung und Listing), insb. dem

Transformationsaspekt und somit der Schaffung der unternehmerischen Voraussetzungen (organisatorische, prozessuale und systemgestützte Börsenfähigkeit), eine materielle Bedeutung zu.

Ein erfolgreicher Börsengang ist abhängig von externen Faktoren wie der Kapitalmarktstimmung ebenso wie von internen Faktoren, etwa dem Grad der Börsenreife des Emittenten. Die Einschätzung der Börsenreife dient der Validierung des frühestmöglichen Börsenfensters für den Börsenaspiranten. Hat der Emittent die Börsenreife erreicht, kann er sich bietende Börsenfenster, d. h. günstige Zeitfenster für einen Börsengang, flexibel nutzen.

Zur Erhöhung der Transaktionssicherheit und zum Ausloten des Transaktionswertes wird oftmals parallel zur IPO-Vorbereitung ein klassischer M&A-Prozess angestoßen (sog. Dual-Track), d. h. die Einbindung von strategischen oder Finanzinvestoren als Kapitalgeber oder Käufer. In jüngster Vergangenheit haben in diesem Zusammenhang auch SPAC-Transaktionen als Alternative zu IPO und M&A-Prozess (»Trade sale«) an Bedeutung gewonnen. Insbesondere Start-ups und mittelständische Unternehmen ziehen neben dem »traditionellen Börsengang« – in Deutschland i. d. R. an der Deutschen Börse Frankfurt – den Zusammenschluss mit einer bereits gelisteten Börsenhülle und einen dadurch verkürzten Prozess der Börsenzulassung (sog. De-SPAC-Prozess) in Erwägung. Nicht zuletzt aufgrund von Überlegungen zu weiteren gesetzlichen und regulatorischen Auflagen in den USA bleibt jedoch abzuwarten, inwieweit sich eine SPAC-Transaktion als nachhaltige Alternativform etablieren kann.

Ein weiterer Erfolgsfaktor liegt in der Auswahl der Berater. Eine vertrauensvolle Zusammenarbeit zwischen Eigentümern, Management und den externen Beratern ist essenziell für eine erfolgreiche Vorbereitung. Erfahrene und unabhängige Berater helfen dabei, den IPO-Prozess zu steuern, den Zeitplan aktiv zu managen und das Unternehmen operativ bei der Vorbereitung und Umsetzung zu unterstützen. In der Regel sind folgende Parteien wesentlich für einen IPO-Prozess:

- Underwriter/konsortialführende Investmentbank(en): Beratung bei der Strukturierung des Emissionsprozesses, Durchführung einer Bank-Due-Diligence, Beratung bei der Preisfindung, Unterschrift des Börsenzulassungsprospekts, Koordination der Roadshows
- Rechtsanwälte: Erstellung des Börsenzulassungsprospekts, Erstellung von rechtlichen Bescheinigungen gegenüber den Underwritern, Unterstützung bei rechtlichen Themenstellungen, Definition der Ziel-Rechtsform des Börsenvehikels und Unterstützung der Umwandlung
- Financial Advisor: Unterstützung beim IPO-Programm-Management, Definition der Ziel-Organisationsstruktur, Erstellung der notwendigen Finanzinformationen, Einführung von internen Kontrollen, Corporate Governance und Risikomanagementsystemen, Herstellung der funktionalen Börsenreife
- Wirtschaftsprüfer: Prüfung und Testatenerstellung der für die Emission relevanten Jahres- und Konzernabschlüsse, Abgabe eines Comfort Letter (schriftliche Bestätigung) gegen-

über der Emissionsbank in Bezug auf die im Prospekt veröffentlichten Finanzdaten des Emittenten

- Sonstige Berater: Abhängig von der Branche, der Listing Location und der besonderen Situation des Unternehmens können weitere Experten und von Banken unabhängige IPO-Berater Unterstützung bieten.

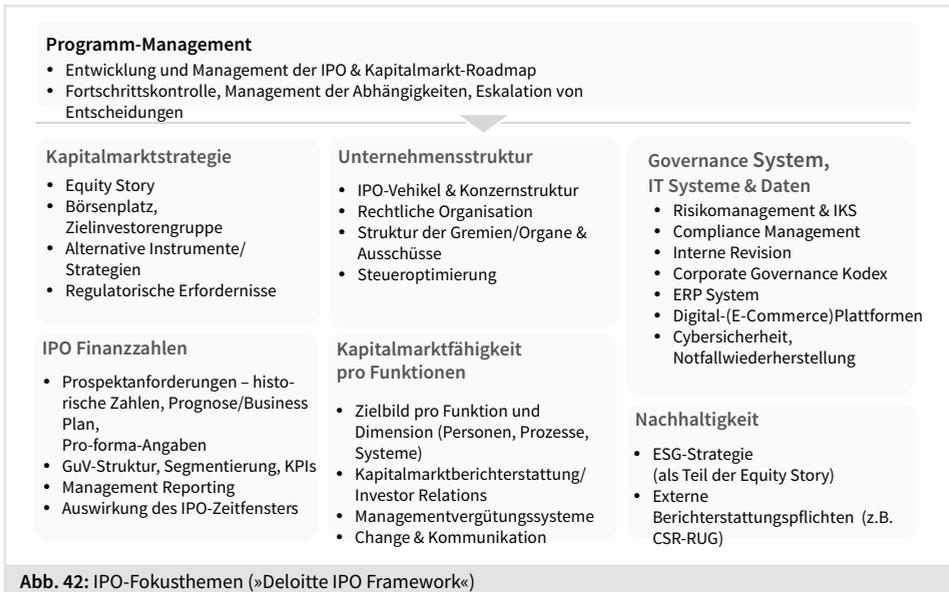
Maßgeblichen Einfluss auf das Zielbild und den Prozess hat die Wahl von Börsenplatz und -segment. Der Großteil der deutschen IPO-Aspiranten strebt eine Zulassung an der Frankfurter Börse an. Abhängig von der Equity Story und der Investorenzielgruppe können auch ausländische Börsenplätze infrage kommen. So hat bspw. CureVac als deutsches biopharmazeutisches Unternehmen am 14. August 2020 den Gang an die US-amerikanische Nasdaq gemacht.¹³⁰ Jurisdiktion und Börsenplatz/-segment bilden den Rahmen der gesetzlichen und regulatorischen Zulassungs- und Folgepflichten. Da diese sich mitunter stark voneinander unterscheiden, ist ein früher Entschluss hinsichtlich des Börsenplatzes und -segments ratsam.

Wird der IPO auf Basis der strategischen Evaluierung als mögliche und sinnvolle Option erachtet, beinhaltet der nächste Schritt die Einschätzung der Börsenreife des Börsenaspiranten, das sog. IPO Readiness Assessment. Hierbei wird der Ist-Zustand (Status quo) des potenziellen Emittenten mit dem erforderlichen Soll-Zustand zur Herstellung der »Börsenreife« abgeglichen, um Maßnahmen zur Schließung eventueller Lücken zu identifizieren. Das IPO Readiness Assessment dient der Validierung der IPO-Roadmap in Bezug auf das Zeitfenster und die Machbarkeit sowie der Ableitung eines detaillierten Aktivitätenplans in der Vorbereitung auf die Umsetzungsphase. Das aktuelle Unternehmensprofil des Emittenten in Bezug auf System- und Prozesslandschaft sowie Mitarbeiterfähigkeiten und -verfügbarkeit wird mit den rechtlichen und regulatorischen Anforderungen eines IPO ebenso wie mit den Anforderungen des Börsenplatzes und den Erwartungen der Investorenzielgruppe (zukünftige Neuaktionäre) gespiegelt.

b Fokusthemen im Rahmen der IPO- und Kapitalmarktreife

Aus den verschiedenen Zulassungsvoraussetzungen und Folgepflichten im Rahmen eines Börsengangs lassen sich phasen- und funktionsübergreifende Fokusthemen ableiten:

¹³⁰ CureVac (2021): CureVac kündigt Preis für Erstemission von Stammaktien an, <https://www.curevac.com/2020/08/14/curevac-kuendigt-preis-fuer-erstemission-von-stammaktien-an/>.



Die Fokusthemen bilden die Basis für die Struktur der Projektorganisation in Form von »Workstreams«¹³¹ (s. a. »IPO-Programm-Management«).

Kapitalmarktstrategie

Die Kapitalmarktstrategie beinhaltet die Entwicklung des Emissionskonzepts, darunter insb. die »Equity Story«, die Wahl des Börsenplatzes und -segments sowie die Identifikation der Investorenzielgruppe. Im weiteren Prozessverlauf kommen Fragestellungen zur Zielkapitalstruktur dazu, betreffend die Eigenkapitalausstattung und -quote, den Anteil des Streubesitzes sowie eine zukünftige Dividendenfähigkeit. Kurz vor dem IPO stehen die Roadshow und Analystenpräsentationen im Vordergrund. Federführend wird diese Arbeitsgruppe von der Emissionsbank geleitet, unterstützt durch den Financial Advisor/Wirtschaftsprüfer.

Ziel-Unternehmensstruktur

Rechtliche und steuerliche Aspekte beeinflussen die Ziel-Unternehmensstruktur des Emittenten bzw. der Unternehmensgruppe. Im ersten Schritt stellt sich die Frage, wer die emittierende Gesellschaft sein soll und ob diese bereits über eine kapitalmarktfähige Rechtsform in Form einer AG, SE oder KGaA verfügt.¹³² Ist dies nicht der Fall, wird ein Rechtsformwechsel notwendig. Hierbei sind u. a. steuerliche Effekte auf Gesellschafterebene im Blick zu halten. Hieran schließen sich weitere Aspekte zur gesellschaftsrechtlichen Struktur an, darunter die

¹³¹ Vgl. Deloitte (2021): IPO Readiness.

¹³² Nach §§ 32, 34 BörsG i. V. m. § 5 I BörsZulV dürfen – im deutschen Rechtsraum – nur frei handelbare Wertpapiere zum regulierten Markt zugelassen werden. Da dementsprechend das Unternehmen frei handelbare Aktien am Markt zulassen muss, ist ein Rechtsformwechsel in eine AG, SE oder KGaA notwendig.

Besetzung und Ausgestaltung der Organe und Ausschüsse der Gesellschaft. Der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) stellt wesentliche gesetzliche Vorschriften (insb. aus dem AktG) zur Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften dar und enthält – in Form von Empfehlungen – Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung.

Größere Emittenten im Konzernverbund ziehen im Rahmen der Entwicklung einer attraktiven Equity Story nicht selten Umstrukturierungen der Gruppe in Betracht. Dies kann auch die Herauslösung von Unternehmensteilen – bspw. in Form eines Equity Carve-out (Ausgliederung) oder Spin-off (Abspaltung) – beinhalten. Hier werden Detailanalysen zur optimalen rechtlichen und steuerlichen Strukturierung relevant.

Finanzdaten und Berichterstattung

Auch im Rahmen der Finanzdaten und der Berichterstattung gibt es sowohl Zulassungsvoraussetzungen für ein Listing als auch Folgeverpflichtungen, die sich für das sodann notierte Unternehmen in Abhängigkeit von der Wahl des Börsenplatzes und Marktsegments z. T. erheblich unterscheiden.

Der im Rahmen des IPO-Prozesses zu erstellende Wertpapierzulassungsprospekt (kurz: »Prospekt«) enthält Finanzinformationen über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten.¹³³ Grundsätzlich ist hier die EU-Prospektverordnung für die Mitgliedstaaten der EU und damit auch Deutschland einschlägig, mit der Möglichkeit ergänzender Vorschriften auf nationaler Ebene. Bezogen auf den Börsenplatz Frankfurt bedeutet dies, dass je nach ausgewähltem Segment die Finanzinformationen einerseits verpflichtend nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) – im Prime- oder auch General-Standard-Segment – oder weiterhin nach den deutschen handelsrechtlichen Rechnungslegungsgrundsätzen (im Scale-Segment) bereitgestellt werden müssen.

In diesem Zusammenhang steht daher potenziell die Umstellung der Rechnungslegung auf IFRS im Fokus (siehe »Vertiefung: Umstellung der Rechnungslegung«). Ein weiterer Aufwandstreiber im Rahmen der Prospekterstellung kann eine finanztechnisch komplexe Gesellschaftshistorie des Börsenaspiranten sein, bspw. aufgrund von materiellen M&A-Transaktionen oder Umstrukturierungen, die eine nur eingeschränkte Vergleichbarkeit der historischen Zeiträume zulassen würden und daher zusätzlich Pro-forma-Finanzinformationen erfordern.

Auch die Segmentstrategie und die wesentlichen Steuerungskennzahlen (in Form von »Alternative Performance Measures«) finden häufig Eingang in den Prospekt mit dem Ziel der Unterstreichung der Equity Story.

¹³³ Europäisches Parlament und Europäischer Rat (2019): Delegierte Verordnung (EU) 2019/980 der Kommission, Anhang I, Abschnitt 18.

Governance-Systeme

Besondere Kapitalmarktanforderungen bestehen an das Risikomanagementsystem (RMS), das interne Kontrollsystem (IKS), das Compliance-Management-System (CMS) sowie an die Interne Revision.

Gemäß §91 Abs. 3 AktG sind die Vorstände börsennotierter Unternehmen zur Implementierung eines wirksamen und angemessenen IKS und RMS verpflichtet. Darüber hinaus hält der DCGK Empfehlungen zur Implementierung eines wirksamen Compliance-Management-Systems bereit.

Bedingt durch Skandale im In- und Ausland, durch das Gesetz zur Stärkung der Finanzmarktintegrität (FISG), die gestiegenen kapitalmarktrechtlichen Anforderungen und die wachsenden Erwartungen der Investoren rückt die Qualität von internem Kontrollsystem, internem Risikomanagementsystem und Compliance-Management-Systemen sowie die Existenz und Leistungsfähigkeit einer Internen Revision immer stärker in den Fokus. Auf diese Systeme ist in den notwendigen Abschlüssen und dem Börsenprospekt einzugehen, dies wird in der Due Diligence der Banken zunehmend hinterfragt.

IT-Systeme und Daten

Der Workstream IT-Systeme und Daten beschäftigt sich mit der Funktionalität, Belastbarkeit und Skalierbarkeit der operativen und finanzrelevanten IT-Systeme. Im Sinne der Risikobetrachtung, die auch detailliert im Prospekt aufzunehmen ist, spielt die IT-Sicherheit (darunter Disaster Recovery Plan, Cyber Security, Data Security) eine große Rolle. Unter dem Aspekt »IT follows function« sollten die aktuellen IT-Systeme sowohl die künftig zu erfüllenden Kapitalmarktanforderungen ebenso wie einen potenziellen Wachstumspfad des Emittenten darstellen können.

Funktionale Börsenreife

Ein Börsengang bedeutet für das Unternehmen eine signifikante Transformation. In der logischen Sekunde nach dem Börsengang muss der Emittent die Anforderungen und Erwartungen an kapitalmarktorientierte Unternehmen erfüllen. Dies erfordert eine rechtzeitige Vorbereitung und Planung der notwendigen organisatorischen Strukturen und Geschäftsprozesse, um insb. die gestiegenen Informations- und Berichtspflichten zu erfüllen.

Die funktionale Börsenreife betrachtet die Kapitalmarktanforderungen aus Sicht der Unternehmensfunktionen (bspw. für Finanzen, Personal, Recht, Steuern, Investor Relations etc.). Das Zielbild pro Funktion definiert die Aufbau- und Ablauforganisation zur Erreichung der Kapitalmarktfähigkeit. Dies umfasst Änderungen hinsichtlich Kapazität der Funktionen, Kompetenz der Mitarbeiter sowie relevanter Geschäftsprozesse und -systeme.

Zum IPO-Programm-Management s. Kap. F.IX.2.d »Vertiefung: IPO-Programm-Management/Projektorganisation«.

c Vertiefung: Umstellung der Rechnungslegung

Die Deutsche Börse Frankfurt unterscheidet in ihrer Marktstruktur zwischen dem EU-regulierten Markt und dem Freiverkehr (Open Market). Zum regulierten Markt zählen die Segmente »General Standard« und »Prime Standard«, zum Freiverkehr die Marktsegmente »Scale« und »Quotation Board«.¹³⁴ Der regulierte Markt ist ein organisierter Markt i. S. d. Wertpapierhandelsgesetzes (§ 2 Abs. 11 WpHG) und somit EU-reguliert¹³⁵.

Sofern ein Unternehmen eine Zulassung an einem regulierten Markt in der EU anstrebt, ist zwingend ein Konzernabschluss nach IFRS oder einem von der EU als gleichwertig anerkannten Rechnungslegungsstandard anzuwenden. Daher ist für die Herstellung einer Börsenreife, sofern nicht bereits nach IFRS berichtet wird, eine Umstellung der Rechnungslegung nach IFRS notwendig. Dies betrifft insb. die historischen Abschlüsse der letzten drei Geschäftsjahre, die Teil des EU-Börsenzulassungsprospekts sind, ebenso wie die Berichterstattung für den Konzernabschluss nach erfolgreichem Börsengang.

Die Berichterstattung nach IFRS bezieht sich gem. § 315e HGB ausschließlich auf den Konzernabschluss. Der Einzelabschluss der Emittenten ist weiterhin nach HGB aufzustellen und zu veröffentlichen. Dieser ist u. a. relevant für die Gewinnausschüttung und damit die Dividendenfähigkeit der Emittentin. Im Konzernabschluss ausgewiesene Gewinne können daher nur ausgeschüttet werden, wenn sie im Einzelabschluss der Emittentin enthalten sind. Der Einzelabschluss der Emittentin für das letzte Geschäftsjahr vor dem Börsengang ist ebenfalls Teil des Börsenzulassungsprospekts.

Die Umstellung der Rechnungslegung von HGB zu IFRS für den gesamten Konzern umfasst nicht ausschließlich die fachliche Umstellung der Rechnungslegung, sondern beinhaltet ebenso eine System-, Prozess- und Mitarbeiterkomponente, um eine ganzheitliche Transformation der Berichterstattung darzustellen.

Externe Berichterstattung

Die externe Berichterstattung bildet die Grundlage der IFRS-Umstellung. Neben einer Analyse und Quantifizierung der wesentlichen Unterschiede zwischen HGB und IFRS werden Entscheidungen bzgl. auszuübender Wahlrechte und Ermessensspielräume getroffen, die Auswirkungen auf die wesentlichen Steuerungskennzahlen des Unternehmens und damit unmittelbar Auswirkungen auf die Equity Story haben können. Zudem werden die Grundlagen für die fortlaufende Berichterstattung, wie z. B. Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung, Segmentberichterstattung und Anhang, geschaffen. Insbesondere die Segmentberichterstattung ist eng verbunden mit der internen Berichterstattung des Unternehmens. Hier

134 Deutsche Börse Cash Market (2021): Segmente.

135 Deutsche Börse Cash Market (2021): Gesetzliche Märkte und Transparenzstandards.

soll der Kapitalmarkt die gleichen Informationen erhalten, welche die »verantwortliche Unternehmensinstanz«¹³⁶ als Entscheidungsgrundlage nutzt.

Interne Berichterstattung

Im Rahmen der internen Berichterstattung sind Planung, Budget und Forecast-Informationen Grundlage für die unterjährige externe Kapitalmarktkommunikation und ebenfalls Datengrundlage für die Ad-hoc-Reportingpflicht für börsennotierte Unternehmen. Die entsprechenden Informationen müssen nach IFRS berichtet werden.

Systeme und Prozesse

Grundlage für die Erstellung von Abschlüssen ist das zugrunde liegende ERP-System. Hier sollte – abhängig von der Komplexität der Umstellung auf Konzernebene oder auf Einzelgesellschaftsebene – IFRS im ERP-System implementiert werden. Die Umstellung beinhaltet v.a. Anpassungen der Kontenpläne, des Record-to-Report-Prozesses und die Implementierung geeigneter Prozesse, um den gestiegenen Transparenzanforderungen, insb. für die Erstellung des Anhangs nach IFRS, gerecht zu werden.

Mitarbeiter und Change

Ein Wechsel der Rechnungslegung bringt – wie eingangs dargestellt – weitreichende Veränderungen in der Organisation und den Prozessen mit sich. Eine frühzeitige Kommunikation und Einbindung in das Projekt, flankiert mit IFRS-Schulungsmaßnahmen für die Mitarbeiter, ist ein entscheidender Erfolgsfaktor. Sofern IFRS-Know-how nicht umfassend im Unternehmen vorhanden ist, sind durch Recruiting-Maßnahmen geeignete Mitarbeiter einzustellen.

d Vertiefung: IPO-Programm-Management/Projektorganisation

Das IPO-Programm-Management ist das Kernstück: Es steuert den gesamten IPO-Prozess und koordiniert die einzelnen Workstreams. Der Workstream setzt die organisatorische Steuerung des Projektes auf, koordiniert die regelmäßigen Abstimmungen, übernimmt das Change- und Kommunikationskonzept innerhalb der Workstreams und innerhalb des Unternehmens und betreut die von den Banken durchgeführte Due Diligence sowie die Prospekterstellung und -einreichung.

136 Gem. IFRS 8.7 im Englischen »Chief operating decision maker«.

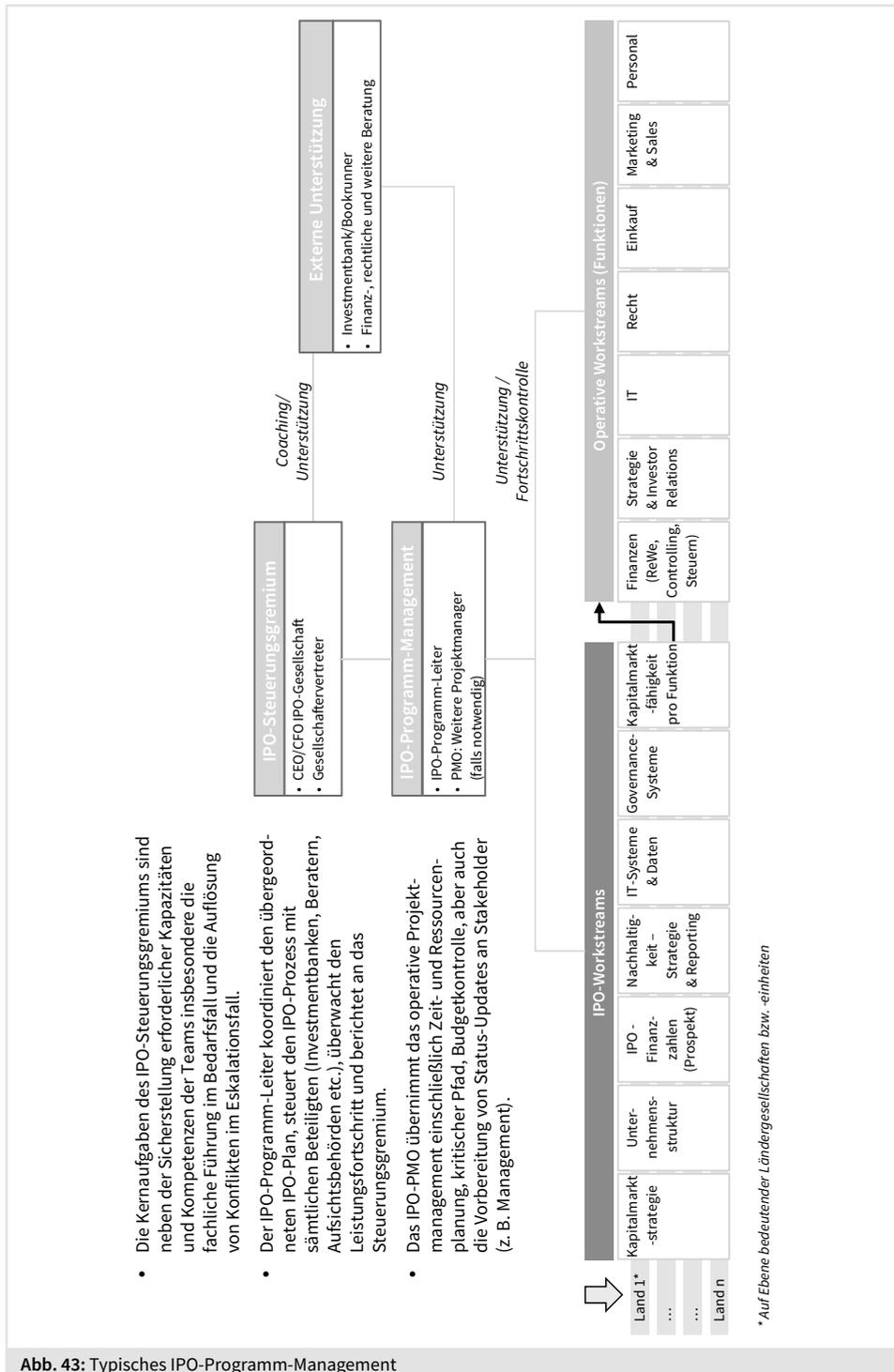


Abb. 43: Typisches IPO-Programm-Management

3 Anforderungen an Börsenaspiranten (Zulassungsvoraussetzungen)

a Überblick Zulassungsvoraussetzungen

Die Voraussetzungen für eine Zulassung von Wertpapieren in Deutschland determinieren sich zum einen über rechtliche Anforderungen, zum anderen über die Regularien der jeweiligen Börsenplatzbetreiber für die einzelnen Handelssegmente.¹³⁷

Sollen die Wertpapiere an einer Börse im regulierten Markt gehandelt werden, müssen nach § 32 Börsengesetz (BörsG) diese Wertpapiere zugelassen oder durch die Geschäftsführung der Börse einbezogen werden.¹³⁸

Dem Zulassungsantrag des Börsenaspiranten ist ein gebilligter Prospekt oder, falls das Billigungsverfahren bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) noch nicht abgeschlossen ist, ein Entwurf des Prospekts und weitere Dokumente beizufügen, die eine Prüfung der Zulassungsvoraussetzungen ermöglichen.

b Vertiefung: Wertpapierprospekt

Maßgeblich für die Zulassung von Wertpapieren zum Handelsplatz der Frankfurter Wertpapierbörse ist die Erstellung eines Wertpapierzulassungsprospekts (»Wertpapierprospekt« oder kurz »Prospekt«) gem. EU-Prospektverordnung (Verordnung (EU) 2017/1129) sowie gem. der ergänzenden Delegierten Verordnung (EU) 2019/980 der Kommission¹³⁹, die Anlass, Struktur und Umfang des Prospekts regeln. Der Prospekt ist im Falle eines Börsengangs in Deutschland von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zu genehmigen.

Der Börsenzulassungsprospekt ist das zentrale Dokument bei öffentlichen Angeboten und der Zulassung von Wertpapieren an einem Kapitalmarkt und er ist Grundlage für die Beurteilung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie der Zukunftsaussichten des Emittenten. Die Finanzinformationen und daraus abgeleitete Daten sind essenziell für den Prospekt. In der Regel finden diese sich in ausgewählten Prospektbestandteilen wie der Executive Summary, dem Operational & Financial Review oder den »F-Pages«.

¹³⁷ Der Antrag auf Zulassung zum Teilbereich des regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) kann zusammen mit dem Antrag auf Zulassung zum regulierten Markt (General Standard) gestellt werden, § 48 Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse (BörsO FWB), Deutsche Börse Cash Market (2021).

¹³⁸ Das Zulassungsverfahren ist in der BörsZulV (Verordnung (EG) Nr. 1287/2006) geregelt.

¹³⁹ Europäisches Parlament und Europäischer Rat (2017): Richtlinie (EU) 2017/1129; Europäisches Parlament und Europäischer Rat (2019): Delegierte Verordnung (EU) 2019/980.

Im Grundsatz gilt die Aufnahme geprüfter Konzernabschlüsse der letzten drei Geschäftsjahre im Börsenzulassungsprospekt. Ausnahmen bestehen für Jahresabschlüsse, sofern keine Pflicht zur Konzernrechnungslegung besteht. Dabei sind die Abschlüsse der letzten zwei Jahre nach den Rechnungslegungsgrundsätzen aufzustellen, die der Emittent nach Zulassung anzuwenden hat (d. h. IFRS im regulierten Markt). Üblicherweise werden alle drei Geschäftsjahre nach IFRS aufgestellt (»Drei-Spalten-Darstellung« bei IFRS-Erstanwendern).

Zusätzlich fordert die BaFin die Aufnahme des handelsrechtlichen Jahresabschlusses für das letzte Geschäftsjahr. Lageberichte werden nicht aufgenommen. Besonderheiten ergeben sich bei einer »komplexen finanzhistorischen Vorgeschichte«. Diese liegt vor, sofern die zur Verfügung stehenden historischen Finanzinformationen die aktuelle Geschäftstätigkeit des Emittenten nicht zutreffend darstellen. Dies ist regelmäßig bei Carve-outs der Fall, sodass hier ersatzweise »kombinierte Abschlüsse« (»Combined Financial Statements«) erstellt werden.

Je nach Zeitpunkt des IPO ist die Aufnahme eines IAS-34-Zwischenabschlusses erforderlich. Der Zwischenabschluss ist für Zwecke des IPO prüferisch durchzusehen (Review, keine Prüfung). Prospektrechtlich ist dies erforderlich, wenn der letzte geprüfte Abschluss älter als neun Monate ist. Unter Vermarktungs- und Due-Diligence-Aspekten (Comfort Letter) sollte der letzte geprüfte oder prüferisch durchgesehene Abschluss nicht älter als 135 Tage sein (maßgebend ist der Abschlussstichtag).¹⁴⁰ Bei einem IPO im März 2023 (bei einem mit dem Kalenderjahr identischen Geschäftsjahr) wäre die Aufnahme eines Zwischenabschlusses nicht erforderlich. Bei einem IPO nach dem 15.05.2023 wäre bspw. ein Quartalsabschluss zum 31.03.2023 erforderlich.

c Vertiefung: Rolle des Abschlussprüfers (Comfort Letter)

Im Zusammenhang mit Kapitalmarkttransaktionen wird der Wirtschaftsprüfer regelmäßig vom Emittenten beauftragt, einen Comfort Letter zu erteilen. Im Comfort Letter werden die Ergebnisse gesondert vereinbarter Untersuchungshandlungen im Zusammenhang mit dem Wertpapierprospekt sowie bzgl. aktueller Finanzinformationen des Emittenten wiedergegeben. Die Adressaten sind die Prospektverantwortlichen, also der Emittent und die emissionsbegleitenden Banken. Zweck ist die Unterstützung der Due Diligence der Banken und die Inanspruchnahme des Wirtschaftsprüfers für Prospektfehler im Haftungsfall. Der Comfort Letter ist neben dem Officers' Certificate, der Opinion der Anwälte und den Due Diligence Calls ein Due-Diligence-Element.

Wesentliche Untersuchungshandlungen im Zuge des Comfort Letter sind das Tickmarking/Circle-up und die sonstigen Untersuchungshandlungen.

¹⁴⁰ Zu den Anforderungen an die Aufnahme von Zwischenfinanzinformationen vgl. Europäisches Parlament und Europäischer Rat (2019): Delegierte Verordnung (EU) 2019/980, Anhang I, Abschnitt 18.2.

Das Tickmarking/Circle-up beinhaltet den Abgleich der Finanzkennzahlen im Prospekt mit den Abschlüssen und der Buchhaltung. Hier liegt in der Praxis ein Fokus auf den APMs (Alternative Performance Measures)/Non-GAAP Measures). Dies sind Kennzahlen, die nicht durch Rechnungslegungsstandards definiert sind (z. B. Adjusted EBITDA, Free Cash Flow, Net Debt). Diese sind i. d. R. wesentlich für die Vermarktung des Unternehmens. Hinsichtlich der Verwendung im Prospekt ist zu beachten, dass die Prominenz der APMs die IFRS-Kennzahlen nicht überlagern sollte. Zudem sind die APMs auf Abschlusskennzahlen überzuleiten, Anpassungen müssen aus der Buchhaltung ableitbar sein. Die Verwendung ist durch das Management zu erläutern.

Die sonstigen Untersuchungshandlungen umfassen das Lesen von Gremienprotokollen, der Review der Change Period (nach dem letzten geprüften/reviewten Abschluss) und Untersuchungshandlungen zur Feststellung bestätigungsrelevanter Ereignisse (nur IDW PS 910).

4 Ausgewählte Folgepflichten börsennotierter Unternehmen

a Überblick

Nach der Erstnotierung ergibt sich für die Gesellschaft – dem Schutzgedanken und der Transparenzanforderung der Kapitalmärkte Rechnung tragend – ein deutlich erhöhter Umfang der Berichterstattung an die Kapitalmärkte. Diese betreffen neben der Finanzberichterstattung insb. auch weitere Berichterstattungspflichten, wie die nichtfinanzielle Berichterstattung und die Erklärung zur Unternehmensführung. Daneben sind die Informations- und Publizitätspflichten gem. Marktmissbrauchsverordnung zu beachten.

b Finanzberichterstattung

Wesensmerkmal der regelmäßigen Finanzberichterstattung eines börsennotierten Unternehmens ist die unterjährige Berichterstattung, somit neben den jährlichen Geschäftsberichten insb. Halbjahresberichte und – im Falle der Notierung im Prime Standard – auch Quartalsmitteilungen, die innerhalb der von §§ 114–117 WpHG vorgegebenen Fristen und in angegebener Form zu veröffentlichen sind. Die für börsennotierte Aktiengesellschaften geltenden Empfehlungen der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK) geben darüber hinaus noch deutlich kürzere Veröffentlichungsfristen vor.¹⁴¹ Die Finanzberichterstattung in Abhängigkeit von Börsenplatz und Marktsegment lassen sich wie folgt einteilen:

¹⁴¹ Vgl. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK; 2022), Empf. F.2.

Börsensegmente	Frankfurter Börse (Deutschland)		
	Prime Standard	General Standard	Scale
Zulassungsvoraussetzungen			
Rechnungslegungsstandards	IFRS	IFRS	Deutsche GAAP oder IFRS
Berichtshistorie	3 Jahre geprüfte Jahresabschlüsse	3 Jahre geprüfte Jahresabschlüsse	Firmengeschichte der > 2 Jahre
Wertpapierprospekt	EU-Prospekt (BaFin)	EU-Prospekt (BaFin)	EU-Prospekt (BaFin)
Folgeverpflichtungen			
Jahresfinanzbericht	innerhalb von 4 Monaten (GCGC: 90 Tage)	innerhalb von 4 Monaten	innerhalb von 6 Monaten
Halbjahresfinanzbericht	innerhalb von 3 Monaten (GCGC: 45 Tage)	innerhalb von 3 Monaten	innerhalb von 4 Monaten
Quartalsmitteilung	innerhalb von 2 Monaten (GCGC: 45 Tage)	nein	nein
Deutscher Corporate Governance Kodex	verpflichtend	verpflichtend	freiwillig
Jährliche Analystenkonferenz	ja	nein	ja
Sprache	in Englisch und Deutsch	in Deutsch oder Englisch	in Deutsch oder Englisch

Abb. 44: Zulassungsvoraussetzungen und Folgeverpflichtungen am Beispiel Deutsche Börse Frankfurt

c Weitere Berichterstattungspflichten

Die weiteren Berichterstattungspflichten lassen sich insb. aus § 289c HGB zur nichtfinanziellen Berichterstattung sowie aus § 289f HGB zur Erklärung zur Unternehmensführung ableiten. Nach § 289f HGB haben börsennotierte Aktiengesellschaften eine Erklärung zur Unternehmensführung in ihrem Lagebericht abzugeben, die i.W. (i) die DCGK-Erklärung nach § 161 AktG, (ii) Angaben zu Unternehmensführungspraktiken, (iii) einen Verweis auf den Vergütungsbericht i. S. d. § 162 AktG sowie insb. (iv) Angaben zur Frauen- und Männerquote und zum Diversitätskonzept beinhaltet.¹⁴² Nachfolgend wird insb. auf die nichtfinanzielle Berichterstattung, den Vergütungsbericht und die Entsprechenserklärung zum DCGK eingegangen.

Nichtfinanzielle Berichterstattung

Kapitalmarktorientierte Unternehmen mit mehr als 500 Mitarbeitern im Jahresdurchschnitt sind gem. CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (CSR-RUG)¹⁴³ zur nichtfinanziellen Berichterstattung verpflichtet. Dies kann in Form einer Erweiterung des Lageberichts um eine nichtfinanzielle Erklärung erfolgen oder als separater Bericht. Inhaltlich erforderlich ist die Darstellung des Geschäftsmodells, der verfolgten Konzepte und Risiken in Bezug auf Mitarbeiter, Umwelt,

142 Deloitte (2021): Zweites Führungspositionen-Gesetz – FüPoG II.; Gesetz zur Ergänzung und Änderung der Regelungen für die gleichberechtigte Teilhabe von Frauen an Führungspositionen in der Privatwirtschaft und im öffentlichen Dienst (2021).

143 Die Richtlinie 2014/95/EU zur Angabe nichtfinanzieller und die Diversität betreffender Informationen (CSR-Richtlinie) bildet den europäischen Ausgangspunkt. Das deutsche CSR-Richtlinien-Umsetzungsgesetz ist am 19.04.2017 in Kraft getreten. Die neuen Vorschriften zur Erweiterung der nichtfinanziellen Unternehmensberichterstattung finden sich im HGB (Vorschriften zur Lageberichterstattung).

Soziales, Menschenrechte und Korruption/Bestechung sowie der bedeutsamsten nichtfinanziellen Leistungsindikatoren.

Leitlinien für die Berichterstattung bietet die international anerkannte Global Reporting Initiative (GRI) oder der nationale Rat für nachhaltige Entwicklung (Deutscher Nachhaltigkeitskodex, DNK). Auch ISO 26000 und der UN Global Compact bieten Orientierungspunkte. Die Anwendung der in der Gesetzesbegründung empfohlenen Leitlinien hat jedoch nur Empfehlungscharakter, insofern weisen Nachhaltigkeitsberichte eine sehr heterogene Struktur auf.

Erweiterte Vorgaben zur Nachhaltigkeitsberichterstattung kommen mit der am 12. Juli 2020 in Kraft getretenen EU-Taxonomie-Verordnung zum Tragen. Anknüpfend an die CSR-Richtlinie in Art. 8, löst sie weitergehende Berichtspflichten für deutsche Unternehmen aus, die nach den §§ 289b ff. oder 315b f. HGB zur nichtfinanziellen Berichterstattung verpflichtet sind. Der Anteil der ökologisch nachhaltigen Wirtschaftsaktivitäten wird dabei nach Umsatzerlösen, Investitionsausgaben und Betriebsausgaben bestimmt. Sie findet erstmals teilweise Anwendung auf Nachhaltigkeitsberichterstattungen, die ab dem 1. Januar 2022 erfolgen.¹⁴⁴

Die Vorgaben zur Nachhaltigkeitsberichterstattung entwickeln sich stetig weiter. Der Entwurf der EU-Kommission zur Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) erweitert die Nachhaltigkeitsberichterstattung hinsichtlich Umfang, Berichtsform und Prüfungsanforderungen und soll sie auf eine Ebene mit der Finanzberichterstattung stellen. Anwendbar ist dies europaweit, für große und kapitalmarktorientierte Unternehmen ab 2025 für das Berichtsjahr 2024. Die CSRD ist noch nicht in Kraft. Die EU Institutionen müssen über die Richtlinie noch abstimmen. Wird der Vorschlag angenommen, muss auch Deutschland die Anforderungen der Richtlinie in nationales Gesetz überführen und die CSR-RUG anpassen.¹⁴⁵

Vergütungsbericht

Nach § 315a Abs. 2 HGB müssen (zusammengefasste) Konzernlageberichte börsennotierter Gesellschaften einen Vergütungsbericht enthalten. Darin sind die Gesamtvergütung der Mitglieder des Geschäftsführungs- und des Aufsichtsorgans anzugeben und das Vergütungssystem von Vorstand und Aufsichtsrat zu erläutern. Ferner sind börsennotierte Aktiengesellschaften handelsrechtlich dazu angehalten, die individuellen Bezüge jedes einzelnen aktuellen Vorstandsmitglieds unter Namensnennung offenzulegen. Die Veröffentlichung dieser individualisierten Informationen kann durch einen Beschluss der Hauptversammlung mit Dreiviertelmehrheit unterbleiben.

Mit dem Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie der EU (ARUG II) stehen börsennotierten Gesellschaften umfangreiche Änderungen in ihrer Vergütungsberichterstattung bevor.

¹⁴⁴ Deutscher Nachhaltigkeitskodex (2021): Den DNK zur Erfüllung der CSR-Berichtspflicht nutzen.

¹⁴⁵ Europäische Kommission (2021): Sustainable finance package – Proposal for a Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD).

ARUG II umfasst u. a. zwei Regelungsbereiche, welche auf die Unternehmensberichterstattung ausstrahlen. Neben der Verbesserung der Kontrolle von Transaktionen mit nahestehenden Personen sollen die Aktionärsrechte bei der Vergütung von Vorstand und Aufsichtsrat gestärkt werden.¹⁴⁶ In diesem Zusammenhang schreibt der Gesetzgeber die Erstellung eines aktienrechtlichen Vergütungsberichts vor. In § 162 AktG wird für börsennotierte Gesellschaften nun die Pflicht zur jährlichen Erstellung eines separaten, gemeinsamen Vergütungsberichts von Vorstand und Aufsichtsrat formuliert. Dieser ist für mindestens zehn Jahre auf der Internetseite der Gesellschaft zu veröffentlichen. Der bisher mögliche Verzicht auf die individualisierten Vergütungsangaben durch einen entsprechenden Hauptversammlungsbeschluss wurde durch ARUG II ersatzlos gestrichen. Der Vergütungsbericht muss – unter namentlicher Nennung – für jedes einzelne aktuelle oder frühere Vorstands- und Aufsichtsratsmitglied der Gesellschaft Informationen über die im letzten Geschäftsjahr gewährte und geschuldete Vergütung enthalten. Ein aktienrechtlicher Vergütungsbericht ist erstmals für Geschäftsjahre, die nach dem 31. Dezember 2020 beginnen, zu erstellen. Bei einem dem Kalenderjahr entsprechenden Geschäftsjahr ist er somit erstmalig für das Geschäftsjahr 2021 offenzulegen.

DCGK-Entsprechenserklärung

Über die Entsprechenserklärung gem. § 161 AktG sind Vorstand und Aufsichtsrat der börsennotierten Gesellschaft dazu verpflichtet, Abweichungen zu den Empfehlungen zu begründen und jährlich zu veröffentlichen (»Comply or explain«).

d Informations- und Publizitätspflichten – Marktmissbrauchsverordnung

Mit dem Gang an die Börse unterliegt der Emittent dem Regelungsbereich von Marktmissbrauchsverordnung (MMVO) und Wertpapierhandelsgesetz (WpHG). Die zeitnahe und transparente Versorgung der Anleger mit wesentlichen Informationen steht hierbei im Vordergrund. Vier Bereiche gilt es zu beachten:¹⁴⁷

- **Ad-hoc-Publizität:** Der Emittent hat alle Insiderinformationen grds. unverzüglich zu veröffentlichen, die den Preis der Aktie erheblich beeinflussen können. Damit sollen alle Kapitalmarktteilnehmer möglichst schnell über wesentliche Informationen verfügen. Eventuellen Insidergeschäften aufgrund eines bestehenden Informationsungleichgewichts wird damit vorgebeugt.¹⁴⁸
- **Directors' Dealing:** Vorstände und Aufsichtsräte müssen ihre Eigengeschäfte (z. B. Aktien und Schuldtitel des eigenen Unternehmens), sog. Directors' Dealings, zeitnah offenlegen. Neben dem Vorbeugen von Insiderhandel dient dies auch dazu, (potenziellen) Anlegern wertvolle Hinweise auf die Einschätzung von »Unternehmensinsidern« zu geben.¹⁴⁹

146 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (2020): What ARUG II means for companies and BaFin.

147 Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2018b): Die Informationspflichten für Emittenten im deutschen Raum veröffentlicht die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

148 Vgl. hierzu Art. 17 Abs. 1 MAR.

149 Vgl. hierzu Art. 19 Abs. 1 MAR.

- **Stimmrechtsanteile in Unternehmen:** Die Informationen zu Ein- und Ausstiegen größerer Investoren sind ebenfalls relevant für Anlageentscheidungen, insb. da sie Hinweise auf die weitere Unternehmensentwicklung und die Vorbereitung einer möglichen Unternehmensübernahme geben können. Entsprechend werden bedeutende Stimmrechtsanteile offengelegt sowie das Erreichen, Über- und Unterschreiten von bestimmten Stimmrechtsschwellen (gestaffelt von 3 % bis 75 %) zeitnah publiziert.¹⁵⁰
- **Informations- und Veröffentlichungspflichten:** Um Inhabern von Wertpapieren die Wahrnehmung ihrer Rechte zu ermöglichen oder zu erleichtern, haben Emittenten weitere Informations- und Veröffentlichungspflichten, bspw. in Form von Informationen zur Einberufung und Tagesordnung einer Hauptversammlung sowie zu wesentlichen Änderungen bei den mit den Wertpapieren verbundenen Rechten.¹⁵¹ Ebenso müssen börsennotierte Unternehmen ihre Jahres- und Halbjahresfinanzberichte veröffentlichen und damit über die Geschäftsentwicklung informieren.¹⁵²

Eine Nichteinhaltung dieser Vorgaben wird entsprechend sanktioniert.

5 Die Rolle des Aufsichtsrates bzw. Prüfungsausschusses

a Aufgaben des Aufsichtsrates und Aufsichtsratsbesetzung

Tätigkeiten

Die Entscheidung über einen Börsengang eines Unternehmens hat für die Gesellschaft und die Gesellschafter weitreichende Bedeutung und bedarf einer sorgfältigen Abwägung aller damit verbundenen Vor- und Nachteile. Ein Börsengang ist ein komplexer und dynamischer Prozess, dessen Umsetzung in allen Phasen von der Mitwirkung der beteiligten Gesellschafter bzw. Altaktionäre abhängt, da sich ein Börsengang an der Schnittstelle von Gesellschafts-, Kapitalmarkt- und Zivilrecht bewegt. Die Interessen der Gesellschafter bzw. Altaktionäre werden regelmäßig in einem existierenden oder neu einzurichtenden Aufsichtsrat gebündelt oder in der Frühphase des Projektes »Börsengang« in Gesellschafterausschüssen organisiert, solange ein Aufsichtsrat noch nicht besteht.

Die Gesellschafter bzw. der Aufsichtsrat werden in beratender bzw. überwachender Tätigkeit die folgenden Themenbereiche intensiv begleiten:

- Überwachung der Auswahl geeigneter Konsortialbanken sowie leistungsfähiger Berater (siehe hierzu Kap. F.IX.2.a »Prozess zur IPO- und Kapitalmarktreife«)

¹⁵⁰ Vgl. §§ 33 ff. WpHG.

¹⁵¹ Vgl. §§ 48 ff. WpHG.

¹⁵² Vgl. §§ 114 ff. WpHG.

- Auswahl eines Abschlussprüfers, der für das Projekt »Börsengang« und die neue Phase als börsennotiertes Unternehmen über die entsprechenden Kompetenzen, Ressourcen und Erfahrungen verfügt¹⁵³
- Überwachung der Schritte und Maßnahmen, um die »Börsenreife« im entsprechenden Zeitrahmen zu erreichen (siehe hierzu Kap. F.IX.2.b »Fokusthemen im Rahmen der IPO- und Kapitalmarktreife« und Kap. F.IX.2.c »Vertiefung: Umstellung der Rechnungslegung«)
- Laufende Überwachung der IPO-Projektorganisation und des IPO-Projektverlaufes (siehe hierzu Kap. F.IX.2.d »Vertiefung: IPO-Programm-Management/Projektorganisation«).

Gremienstruktur

Parallel zu dieser funktionalen Überwachungstätigkeit beschäftigen sich die Gesellschafter bzw. der Aufsichtsrat mit strukturellen Themen, insb. solchen, die aus dem Gesellschaftsrecht resultieren. Ein zentrales Thema ist u. a., ob der bestehende oder ggf. zu bildende Aufsichtsrat »börsenreif« ist. Aufsichtsräte börsennotierter Unternehmen müssen insb. den folgenden Anforderungen entsprechen:

- **Geschlechterquote:** Bei börsennotierten Gesellschaften, für die das Mitbestimmungsgesetz, das Montan-Mitbestimmungsgesetz oder das Mitbestimmungsergänzungsgesetz gilt, setzt sich der Aufsichtsrat zu jeweils mindestens 30 % aus Frauen und Männern zusammen (§ 96 Abs. 2 AktG).
- **Zwei Finanzexperten:** Bei Gesellschaften, die Unternehmen von öffentlichem Interesse nach § 316a Satz 2 HGB sind, muss mindestens ein Mitglied des Aufsichtsrates über Sachverstand auf dem Gebiet Rechnungslegung und mindestens ein weiteres Mitglied des Aufsichtsrates über Sachverstand auf dem Gebiet Abschlussprüfung verfügen (§ 100 Abs. 5 AktG).
- **Branchenkenntnis:** Die Mitglieder des Aufsichtsrates müssen in ihrer Gesamtheit mit dem Sektor, in dem die Gesellschaft tätig ist, vertraut sein (§ 100 Abs. 5 AktG).
- **Kompetenzprofil für den Aufsichtsrat:** Der Deutsche Corporate Governance Kodex fordert in der Empf. C.1., dass der Aufsichtsrat für seine Zusammensetzung konkrete Ziele benennt und ein Kompetenzprofil für das Gesamtgremium erarbeitet. Vorschläge des Aufsichtsrates an die Hauptversammlung sollen diese Ziele berücksichtigen und gleichzeitig die Ausfüllung des Kompetenzprofils für das Gesamtgremium anstreben. Der Stand der Umsetzung soll in der Erklärung zur Unternehmensführung veröffentlicht werden.

Im Wertpapierprospekt sind die Kompetenzen der einzelnen Aufsichtsräte zu beschreiben, um potenziellen Investoren die Beurteilung zu ermöglichen, ob obige formale und inhaltliche Anforderungen an die einzelnen Aufsichtsräte sowie den Aufsichtsrat als Gesamtgremium erfüllt sind.

153 Bei einer in den USA angestrebten Börsennotierung ist es notwendig, dass der Abschlussprüfer nach den von der Securities and Exchange Commission (SEC) geforderten Prüfungsstandards des Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) prüfen kann und vom PCAOB entsprechend für Abschlussprüfungen zugelassen ist. Zu den Anforderungen an Prüfungsausschüsse von in den USA börsennotierte Unternehmen siehe Kap. K.III »Audit Committees in the United States of America«.

Gesellschaftsrechtliche Maßnahmen

Die Gesellschafter bzw. die Aufsichtsräte sind i. d. R. auch in weitere gesellschaftsrechtliche Maßnahmen eingebunden, um die Gesellschaft »kapitalmarktfähig« zu machen, insb. Satzungsänderungen und Kapitalmaßnahmen:

- **Satzungsänderungen** können der Rechtsformwechsel von einer GmbH in eine börsenfähige AG, KGaA oder SE sein oder die Abschaffung von historisch vereinbarten Vorzügen, um bestehende und künftige Aktionäre gleich zu behandeln.
- **Kapitalmaßnahmen** sind typischerweise Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln oder durch Altgesellschafter, möglicher Aktiensplit oder für börsennotierte Gesellschaften marktübliche Ermächtigungen, wie z. B. zur Schaffung von genehmigtem und bedingtem Kapital sowie zum Erwerb eigener Aktien.

Für diese gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen sind i. d. R. entsprechende Aufsichtsratsbeschlüsse sowie außerordentliche Hauptversammlungen notwendig, für die die entsprechende Mitwirkung der jeweiligen Aufsichtsräte notwendig ist. Insbesondere bei Gründungen einer AG, SE oder KGaA oder bei Formwechseln in eine AG, SE oder KGaA haben Aufsichtsräte nach § 33 AktG den Hergang der Gründung eigenständig zu prüfen.

Notwendige Gesamtschau, Identifikation von Änderungsbedarf und Überwachung von Verbesserungsmaßnahmen

Die Unternehmensleitung, der Aufsichtsrat und die internen bzw. externen Berater sollten die bestehenden Corporate-Governance-Praktiken des Unternehmens anhand der gesetzlichen Anforderungen und anerkannter Best Practices überprüfen und feststellen, wo Änderungen vorgenommen werden müssen. Dieser Prozess ist Teil eines umfangreichen »IPO Readiness Assessment«. In einigen Bereichen kann es einfach darum gehen, bestehende Prozesse und Strukturen zu formalisieren, während in anderen die Messlatte möglicherweise höher gelegt werden muss. Daneben kann es Bereiche geben, in denen das Unternehmen zunächst nicht in der Lage ist, die Anforderungen vollständig zu erfüllen. Hier sollte ein Plan entwickelt werden, um das Unternehmen so schnell wie möglich und rechtzeitig auf das für eine Börsennotierung notwendige Niveau zu bringen.

Es ist nicht Aufgabe des Aufsichtsrates, dieses »IPO Readiness Assessment« selbst durchzuführen. Er sollte aber darauf dringen, dass eine derartige Gesamtschau durchgeführt und der Aufsichtsrat über die Ergebnisse informiert wird. Notwendig ist, dass der Aufsichtsrat den Änderungsbedarf kennt und fortlaufend überwacht, wie die notwendigen Änderungen in Art und Umfang termingerecht umgesetzt werden. In der Regel führen Unternehmen ein »IPO Readiness Assessment« 12 bis 18 Monate vor einem möglichen IPO durch.

Fragen der Vergütung von Vorstand, Aufsichtsrat und Führungskräften

Im Rahmen der Vorbereitung des Börsenganges sind die künftige Vergütung des Vorstandes, des Aufsichtsrates und der Führungskräfte weitere wichtige Themen, die die Aufmerksamkeit des Aufsichtsrates erfordern. Grund dafür sind die Anforderungen des § 87 AktG, wonach

der Aufsichtsrat die Vorstandsvergütung im angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben und Leistungen des Vorstandsmitglieds sowie zur Lage der Gesellschaft festzusetzen hat und bei börsennotierten Gesellschaften die Vergütungsstruktur auf eine nachhaltige und langfristige Entwicklung der Gesellschaft auszurichten ist. § 87a AktG enthält detaillierte Anforderungen an das Vergütungssystem börsennotierter Gesellschaften, insb. die Festlegung einer Maximalvergütung, den Beitrag der Vergütung zur Förderung der Geschäftsstrategie und zur langfristigen Entwicklung der Gesellschaft sowie die Festlegung von finanziellen und nichtfinanziellen Leistungskriterien für die Gewährung variabler Vergütungsbestandteile. Die besondere Herausforderung der Festlegung der Vorstandsvergütung besteht für Aufsichtsräte darin, dass sie den »Mehrklang« aus leistungsgerechter Vergütung, regulatorischen Anforderungen, Verknüpfung mit der Strategieumsetzung sowie Investorenerwartungen berücksichtigen.

Für die Vergütung des Aufsichtsrates empfiehlt der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) in Grundsatz 25, dass diese in einem angemessenen Verhältnis zu ihren Aufgaben und der Lage der Gesellschaft stehen soll.

Im Zusammenhang mit dem Börsengang ist auch die Vergütungssystematik unterhalb von Vorstand und Aufsichtsrat zu hinterfragen. Für eine einheitliche Unternehmenssteuerung ist es hilfreich, wenn die Vergütungsstruktur und Incentivierung der oberen Führungskräfte, insb. die variable Entlohnung, konsistent zur Vorstandsvergütung gestaltet ist, wenn insb. durchgängige Zielgrößen verwendet werden, die in die gleiche Richtung gehen.

Weitere Aufgaben

Weitere Aufgaben eines neu gebildeten Aufsichtsrates sind

- die Prüfung des Jahresabschlusses, des Lageberichts und des Vorschlags für die Verwendung des Bilanzgewinns, bei Mutterunternehmen auch des Konzernabschlusses und des Konzernlageberichtes, ferner die Prüfung des gesonderten nichtfinanziellen Berichts (§ 289b HGB) und des gesonderten nichtfinanziellen Konzernberichts (§ 315b HGB, § 171 Abs. 1 AktG),
- die Feststellung des Jahresabschlusses bzw. die Billigung der Abschlüsse, soweit diese Aufgaben nicht der Hauptversammlung übertragen wurden,
- die Mitwirkung und Überwachung der nach § 161 AktG erstmals notwendigen Erklärung, ob den Empfehlungen des DCGK entsprochen wurde und wird oder welche Empfehlungen nicht angewendet wurden oder werden und warum dies nicht geschieht,
- schriftlicher Bericht an die Hauptversammlung, in dem der Aufsichtsrat über das Ergebnis seiner o. g. Prüfungen berichtet. In dem Bericht hat der Aufsichtsrat auch mitzuteilen, in welcher Art und in welchem Umfang er die Geschäftsführung der Gesellschaft während des Geschäftsjahrs geprüft hat; bei börsennotierten Gesellschaften hat er insb. anzugeben, welche Ausschüsse gebildet worden sind, sowie die Zahl seiner Sitzungen und die der Ausschüsse mitzuteilen (§ 171 Abs. 2 AktG). Dieser Bericht ist durch den Aufsichtsrat in seiner Gesamtheit zu beschließen.

b Aufgaben des Prüfungsausschusses

Die Aufgaben des Prüfungsausschusses bei einem Unternehmen von öffentlichem Interesse wurden schon an anderer Stelle ausführlich beschrieben, sodass hier auf die Besonderheiten bei Börsengang und Kapitalmarkttransaktionen eingegangen wird.

Im Zentrum der vom Gesetz nach § 107 Abs. 3 AktG geforderten Überwachungstätigkeit des Prüfungsausschusses wird anfangs die »Bestandsaufnahme« stehen:

- Funktionsfähigkeit des Rechnungslegungsprozesses
- Wirksamkeit der internen Überwachungssysteme, d. h.
 - des internen Kontrollsystems
 - des Risikomanagementsystems
 - des internen Revisionsystems
- Abschlussprüfung, hier insb. die Auswahl und die Unabhängigkeit des Abschlussprüfers, die Qualität der Abschlussprüfung und die vom Abschlussprüfer zusätzlich erbrachten Leistungen.¹⁵⁴

Im Rahmen dieser »Bestandsaufnahme« wird sich der Prüfungsausschuss informieren, ob es in der Vergangenheit Mängel im Rechnungslegungsprozess oder Schwächen im internen Kontrollsystem gegeben hat und wie diese für die Zukunft abgestellt werden sollen. Ausgangspunkt hierbei wird regelmäßig die Berichterstattung der Geschäftsleitung sowie die des Abschlussprüfers über die vergangenen Abschlussprüfungen sein. Der Prüfungsausschuss wird bei dieser Bestandsaufnahme auch berücksichtigen, ob das Unternehmen ein junges Start-up-Unternehmen, ein etabliertes familiengeführtes Unternehmen aus dem Mittelstand oder eine bei einem Carve-out bzw. Spin-off aus einem Konzern entstandene Einheit ist, die sich rechtlich, organisatorisch und von den Kompetenzen verselbstständigend muss.

Neben dieser vergangenheitsbezogenen »Bestandsaufnahme« wird der Prüfungsausschuss hinterfragen, wie das Unternehmen zukunftsbezogen den zusätzlichen Anforderungen an ein börsennotiertes Unternehmen in Umfang und notwendiger Qualität entsprechen kann. Beispiele:

- Umfangreichere Berichtsanforderungen für die IFRS-Rechnungslegung sowie Zusatzanforderungen an den HGB-Jahresabschluss; beide Abschlüsse müssen einer möglichen anlassbezogenen Prüfung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) nach § 106 WpHG standhalten können.
- Angemessenheit und Wirksamkeit der im Hinblick auf den Umfang der Geschäftstätigkeit und die Risikolage des Unternehmens notwendigen internen Kontroll- und Risikomanage-

¹⁵⁴ Der Prüfungsausschuss bzw. der Aufsichtsrat wird das Augenmerk darauf legen, dass der Abschlussprüfer für das Projekt »Börsengang« und die neue Phase als börsennotiertes Unternehmen über die entsprechenden Kompetenzen, Ressourcen und Erfahrungen verfügt, die anzuwendenden Regeln zur Unabhängigkeit des Abschlussprüfers einhalten kann und, wenn notwendig, bei einem Börsengang in den USA über die notwendige PCAOB-Zulassung verfügt. In der Praxis wird der Abschlussprüfer, der den Börsengang begleitet, auch das Unternehmen in den ersten Jahren der Börsennotierung weiter prüfen.

mentssysteme (§ 91 Abs. 3 AktG) einschließlich eines wirksamen Risikofrüherkennungssystems (§ 91 Abs. 2 AktG)

- Aufstellung und Veröffentlichung der nichtfinanziellen Erklärung (§ 289b HGB sowie § 315b HGB)
- Aufstellung und Veröffentlichung der Erklärung zur Unternehmensführung (§ 289f HGB sowie § 315d HGB)
- Aufstellung und Veröffentlichung des Vergütungsberichtes (§ 162 AktG).

Bei diesen Überwachungsgegenständen wird sich der Prüfungsausschuss gemeinsam mit dem Aufsichtsrat eine Meinung bilden müssen, wie er mit der »Lücke« zwischen den Überwachungspflichten des Prüfungsausschusses bzw. des Aufsichtsrates sowie des Umfangs der gesetzlichen Abschlussprüfung umgehen will (siehe hierzu Kap. B.III »Abgrenzung der Aufgaben und Verantwortlichkeiten von Aufsichtsrat, Prüfungsausschuss und Abschlussprüfer«). Der Prüfungsausschuss muss sich eigenverantwortlich eine Meinung bilden, ob er diese »Prüfungslücken« durch eigene Prüfungshandlungen am »grünen Tisch« schließen kann oder ob er der Unterstützung bei seinen Überwachungsaufgaben, z. B. durch den Abschlussprüfer, bedarf.

Neben diesen eher formalen Herausforderungen wird sich der Prüfungsausschuss auch damit beschäftigen, wie das Unternehmen mit den »vorausschauenden« Fragen der Finanzberichterstattung umgeht. Investoren erwarten von börsennotierten Unternehmen, dass sie Ergebnisprognosen für die Zukunft abgeben und diese möglichst in der Zukunft auch erfüllen. Es stellt sich für den Prüfungsausschuss daher die Frage, ob das Unternehmen die Systeme und Erfahrungen hat, um derartige Prognosen zeitnah und präzise abzuleiten (sog. Forecasting Quality oder auch Planungs- bzw. Budgettreue).

Ein weiteres Thema für die künftige externe Finanzberichterstattung und Investorenkommunikation ist die Auswahl wesentlicher Kennzahlen, sog. Key Performance Indicators (KPI). Nach der Börsennotierung erwarten Investoren, dass die Unternehmensleitung an den Kapitalmarkt ähnliche Kennzahlen berichtet wie vergleichbare Unternehmen. Analysten und Investoren werden immer diejenigen Unternehmen kritisch hinterfragen, die von der Branche oder vergleichbaren Unternehmen abweichende Kennzahlen oder alternative Leistungskennzahlen, sog. Alternative Performance Indicators oder »Non GAAP Measures«, in der Finanzberichterstattung und Kapitalmarktkommunikation verwenden. Diese Kennzahlen sollten vom Beginn der »Going Public«-Phase an konsistent an den Kapitalmarkt kommuniziert werden. Der Prüfungsausschuss und der Aufsichtsrat werden daher hinsichtlich der Unternehmensleitung hinterfragen, ob die wesentlichen Kennzahlen der Finanzberichterstattung, den Erwartungen des Kapitalmarktes nachkommend, entsprechend den regulatorischen Anforderungen zuverlässig von Quartal zu Quartal abgeleitet und bei Bedarf vorhergesagt werden können. Der Prüfungsausschuss wird dabei auch hinterfragen, ob diese Kennzahlen konsistent zur Unternehmensstrategie sowie zum System der Vorstandsvergütung sind und den Anforderungen der Abschlussprüfung oder einer möglichen BaFin-Prüfung standhalten.

c Weitere Themen für Vorstand, Aufsichtsrat und Prüfungsausschuss

Wenn der Börsengang erfolgt ist, muss der Vorstand intensiv daran arbeiten und sicherstellen, dass die während des Börsengangs im Prospekt und auf Roadshows präsentierte »Equity Story« auch erfüllt werden kann. Der Aufsichtsrat und der Prüfungsausschuss werden den Vorstand bei der Umsetzung dieser Herausforderungen überwachen und begleiten. Während dieser Anfangszeit der Börsennotierung werden das Unternehmen, die Unternehmensleitung und die Unternehmensentwicklung im besonderen Fokus der Investoren und Aktionäre stehen. Mit jedem Quartalsabschluss muss das Unternehmen Rechenschaft ablegen:

- **Effektive Verwendung der Erlöse aus dem Börsengang:** Einer der ersten Indikatoren für eine gute Unternehmensführung ist die effektive Verwendung der Erlöse aus dem Börsengang.
- **Operativer Erfolg:** Konkrete Messgrößen für den operativen Erfolg zeigen die Unternehmensentwicklung und -profitabilität und können das Vertrauen der Investoren stärken.
- **Steigerung des Shareholder Value:** Ein steigender Börsenkurs zeigt den höheren Wert für die Aktionäre und die Umsetzung der kommunizierten »Equity Story«, soweit die Erwartungen nicht angepasst werden müssen.
- **Fähigkeit, Prognosen zu erfüllen oder zu übertreffen:** Die regelmäßige Erfüllung oder Übererfüllung von Prognosen zeigt, dass der Vorstand das Geschäft »im Griff hat«; die Nichterfüllung von Prognosen nach der Veröffentlichung von Unternehmenszahlen kann der Aktienkursentwicklung schaden.

Die Aufsichtsräte und der Prüfungsausschuss haben die Aufgabe, den Vorstand bei diesen herausfordernden Aufgaben kritisch, aber auch konstruktiv zu begleiten. Neben einer positiven Geschäftsentwicklung ist eine solide »Corporate Governance« und eine qualitativ hochwertige Finanzberichterstattung – erstellt vom Vorstand, geprüft vom Abschlussprüfer und hinterfragt vom Aufsichtsrat und Prüfungsausschuss – eine notwendige Grundlage für eine erfolgreiche Unternehmens- und Börsenentwicklung in der Zukunft.

Fragen für die Praxis bei einem Börsengang

- Wurden die Vorteile und Nachteile eines Börsenganges objektiv abgewogen? Ist der Börsengang bzw. die Kapitalmaßnahme im Interesse des Unternehmens? Wurde überlegt, an welchem Börsenplatz das »Listing« erfolgen soll und wie dies zur Unternehmensstrategie passt? Welche Alternativen gibt es zum Börsengang?
- Hat das Unternehmen eine »Equity Story«, die vor dem Börsengang für Investoren attraktiv und nach dem Börsengang anspruchsvoll und erfüllbar ist? Kann die Unternehmensleitung dies externen Investoren glaubhaft vermitteln?
- Wurde ein geeignetes externes IPO-Team aus Banken, Anwälten, Wirtschaftsprüfern und anderen Beratern gebildet, das den Börsengang mit der notwendigen Expertise und Erfahrung begleitet?

- Besteht Klarheit über den Umfang der für einen Börsenprospekt notwendigen Informationen, wo und wie schnell diese Informationen beschafft werden können sowie über Haftungsfragen, die mit einem Börsenprospekt im Zusammenhang stehen?
- Ist das Unternehmen »reif« genug, um dauerhaft an den Kapitalmärkten bestehen zu können, oder wird der Gang an die Börse als einmaliger Vorgang bzw. Kraftakt betrachtet?
- Entsprechen die rechtliche Struktur und die »Corporate Governance« den Anforderungen an ein börsennotiertes Unternehmen, und ist die Struktur für potenzielle Investoren transparent und nachvollziehbar?
- Verfügt der Vorstand über die Fähigkeiten und Erfahrungen, um den IPO-Prozess zu leiten und künftig ein börsennotiertes Unternehmen führen zu können? Wie lange sind die Führungspersonen im Unternehmen, um eine glaubhafte Equity Story zu vermitteln?
- Verfügt der Aufsichtsrat über die Fähigkeiten und Eignungen, um ein börsennotiertes Unternehmen und dessen Vorstand zu überwachen und zu beraten?
- Ist der Aufsichtsrat entsprechend den gesetzlichen Anforderungen besetzt und ist die notwendige Anzahl von »Finanzexperten« im Aufsichtsrat vorhanden? Sind die Aufsichtsräte in ihrer Gesamtheit mit dem Sektor, in dem die Gesellschaft tätig ist, vertraut?
- Sind die notwendigen Abschlüsse (IFRS/HGB) in einer Qualität, dass sie wertpapierprospekttauglich sind und den Anforderungen von intensiverer Abschlussprüfung, Comfort Letter sowie einer möglichen, dem IPO nachgelagerten Prüfung durch die BaFin standhalten?
- Verfügt das Unternehmen über die Fähigkeiten, Ergebnisausblicke in einer Qualität abzugeben, die den Anforderungen des Kapitalmarktes entspricht (sog. Forecasting Quality)?
- Entsprechen für die künftige externe Finanzberichterstattung die »wesentlichen Kennzahlen« (sog. KPIs) den Erwartungen des Kapitalmarktes sowie den regulatorischen Anforderungen, und werden diese intern geplant und überwacht?
- Existieren ein Rechnungslegungsprozess und das zugehörige interne Kontrollsystem, um die höheren Berichtsanforderungen für Jahresabschlüsse, Halbjahres- und ggf. Quartalsberichterstattung sowie Ad-hoc-Reportingpflichten in der für ein börsennotiertes Unternehmen notwendigen Qualität und Geschwindigkeit erfüllen zu können? Wo besteht möglicherweise Nachholbedarf und bis wann werden mögliche Defizite abgestellt?
- Ist das Unternehmen für die Funktionen Finanzberichterstattung und Rechnungslegung, Investor Relations, Steuern, interne Kontrollen und Risikomanagement sowie Compliance mit Prozessen, Systemen und fachkundigen Mitarbeitern für die steigenden Herausforderungen eines börsennotierten Unternehmens vorbereitet, oder besteht Nachholbedarf?
- Ist die steuerliche Struktur für einen Börsengang angemessen oder besteht Optimierungsbedarf?

Überzeugt? Dann bestellen Sie jetzt!

- ✓ **Versandkostenfrei bestellen**
- ✓ **Zahlung auch per Rechnung**
- ✓ **Schnelle Lieferung**



**Sicher einkaufen –
Trusted Shops Käuferschutz**

Das komplette Programm von Schäffer-Poeschel
finden Sie unter:

www.schaeffer-poeschel.de/shop 

SCHÄFFER
POESCHEL