Urs Schenker / Julien Binder*

WeWork – Ein «Super Unicorn» strauchelt beim IPO

Inhaltsübersicht

I. Der missglückte IPO von WeWork
1. Geschäftstätigkeit von WeWork
2. WeWork, das «Super Unicorn»
3. Der IPO Versuch
II. Probleme von IPOs von Unternehmen in Verlustsituationen
III. Schweizerische Perspektive
1. IPO von Unternehmen mit Verlusten
2. Gestaltung des Prospektes
3. Non-standard Kennzahlen

I. Der missglückte IPO von WeWork

1. Geschäftstätigkeit von WeWork

WeWork ist ein Immobilienunternehmen, das sich auf Untervermietung spezialisiert hat. Das Geschäftsmodell des Unternehmens ist dabei einfach gestaltet: Es mietet Geschäftsliegenschaften und vermietet diese an Unternehmen und Personen weiter, welche die betreffenden Flächen geschäftlich nutzen. Zum Teil schliesst WeWork in diesem Rahmen konventionelle Mietverträge mit grösseren und kleineren Unternehmen ab, denen sie mittel- bis langfristig Büroflächen zur Verfügung stellt. Bekannt geworden ist WeWork aber vor allem durch Co-Working Spaces: In diesem Rahmen vermietet WeWork einzelne Arbeitsplätze in ihren Grossraumbüros an Einzelpersonen und Kleinunternehmen, wobei diese Arbeitsplätze flexibel vermietet werden und nicht fix einzelnen Mietern zugeteilt sind. Der Mieter kann dabei je nach Ausgestaltung des Vertrags auch Co-Working Spaces in unterschiedlichen Regionen und Ländern benutzen. Diese Co-Working Spaces sind vor allem für selbständig erwerbende Personen, Free-Lancer und kleine Start-up Unternehmen attraktiv. Sie sind aber auch für grössere Unternehmen interessant, deren Vertreter oder Service-Techniker selbständig an unterschiedlichen Orten tätig sind und flexible Arbeitsplätze brauchen. Interessant für die Mieter ist vor allem, dass sie neben den eigenen Arbeitsplätzen auch allgemein zugängliche Lounges, Teeküchen und Sitzungszimmer nutzen können. WeWork bietet den Mietern einen vollständigen Service an: Die Kunden von WeWork müssen sich überhaupt nicht mehr mit der Infrastruktur auseinandersetzen; es wird alles erledigt – bis hin zur originellen Inneneinrichtung. Zusätzlich bietet WeWork auf einem Internetkiosk bzw. einer App Zusatzdienstleistungen für die Mieter an. Dabei werden nicht nur klassische Bürodienstleistungen wie Druck und Kopie von Dokumenten oder Video-Konferenzen angeboten, sondern, zum Teil in Zusammenarbeit mit Dritten, auch weitere Dienstleistungen, die Kleinunternehmen und selbständig erwerbende Personen im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit nützlich sind.

WeWork versucht, im Rahmen seiner Co-Working Spaces einen «WeWork Community-Spirit» zu entwickeln. Die Untermieter werden alle zu «WeWork Members» und bilden eine Community, die sich durch den Gedankenaustausch und die geschäftliche Zusammenarbeit gegenseitig stärkt und von den Dienstleistungen von WeWork getragen wird. Dieser Community-Spirit wird in der Werbung von WeWork als entscheidender Vorteil für die Nutzer dargestellt und spielte auch in der Darstellung des Unternehmens im Pre-Marketing des IPO eine grosse Rolle. Der Community Appeal wird dabei auch durch die künstlerische Gestaltung der Räume verstärkt, welche die Originalität der Räume und ihrer Nutzer betont – letztlich wird suggeriert, dass die WeWork Members produktiver sind als Personen, die in einem anderen Umfeld tätig sind.

---

* Prof. Dr. iur. Urs Schenker, LL.M. / BSc ZFH in Wirtschaftsrecht
Julien Binder
Die Autoren haben nicht an diesem Fall mitgewirkt und auch keine der Beteiligten beraten. Dieser Artikel basiert ausschliesslich auf öffentlich zugänglichen Unterlagen. Insbesondere: SEC Form S-1, Registration Statement vom 14. August 2019, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1533523/000119312519220499/d781982ds1.htm>; Mary Meisenzahl, WeWork's had a terrible 2 months, and now SoftBank is reportedly taking control of the company in a bailout deal – here's everything that has happened since the embattled company tried to go public, Business Insider vom 22. Oktober 2019, <https://www.businessinsider.com/wework-ipo-timeline-delayed-ceo-adam-neumann-scandals-explained-2019-9?r=US&IR=T> (zuletzt abgerufen am 11. November 2019); Sophia Kunthara, From Hot To Not: A Timeline Of WeWork's IPO Implosion, Crunchbase News vom 1. Oktober 2019, <https://news.crunchbase.com/news/from-hot-to-not-a-timeline-of-weworks-ipo-implosion/> (zuletzt abgerufen am 11. November 2019); Vijay Givindarajan/Anup Srivastava, No, WeWork Isn't a Tech Company. Here's Why That Matters, Harvard Business Review vom 21. August 2019 <https://hbr.org/2019/08/no-wework-isnt-a-tech-company-heres-why-that-matters> (zuletzt abgerufen am 11. November 2019).

WeWork ist allerdings in einem Markt tätig, der sehr kompetitiv ist – eine grosse Anzahl von Firmen bietet Unternehmen und Einzelpersonen Arbeitsflächen an, wobei die Konzepte von der konventionellen Vermietung, über die kurzfristige Vermietung verbunden mit Dienstleistungen, bis zu Co-Working Spaces mit unterschiedlicher Gestaltung reichen. Für die Mieter sind aber, unabhängig von der Ausgestaltung des Vermietungskonzepts, am Ende immer die Kosten, die sie zahlen müssen, entscheidend, da diese ihre eigene Erfolgsrechnung beeinflussen und die Mietkosten gerade bei Dienstleistungsunternehmen einen sehr wichtigen Fixkostenblock darstellen. In einem derartig kompetitiven Umfeld, in dem die Mieter versuchen, ihre Kosten kontinuierlich zu senken, ist es für einen professionellen Untervermieter relativ schwierig, eine hohe Marge zu erarbeiten, da er in direkter Konkurrenz mit gewöhnlichen Vermietern steht. Vermieter, die eigene Liegenschaften vermieten, haben gegenüber Geschäftsmodellen, die auf Untervermietung basieren, natürlich den Vorteil, dass sie bei der Kalkulation der Mietzinsen keine Untervermietungsmarge berücksichtigen müssen. Natürlich kann ein professioneller Untervermieter höhere Mieten als ein traditioneller Vermieter verlangen, wenn er kurzfristige und flexible Lösungen anbietet. Der Untervermieter trägt in diesen Situationen allerdings das Risiko, dass er die Miete, die er selber zahlt, nicht durch die Weitervermietung decken kann, wenn es ihm nicht gelingt, die gesamte angemietete Fläche weiterzuvermieten. Die Untervermietung mit kurzfristigen und flexiblen Untermietverträgen kann so zur Fixkosten-Falle werden, denn die Miete muss immer bezahlt werden, während der Gewinn und Verlust davon abhängen, ob es gelingt, diese Fixkosten mit Weitervermietung zu decken. Zur Deckung der Fixkosten kann ein Dienstleistungsangebot beitragen. Allerdings sind auch die Dienstleistungen des Untervermieters mit Kosten verbunden, weshalb auch in diesem Bereich die Gewinnmöglichkeiten begrenzt sind. Anbieter von Co-Working Spaces versuchen stets, das Fixkostenproblem dadurch zu reduzieren, dass sie den Vermietern eine vom Untervermietungsumsatz abhängige Miete anbieten. Derartige Vereinbarungen sind aber bei Liegenschaften in guter Lage, die für Co-Working Spaces unabdingbar sind, schwierig, da der Vermieter ohnehin keine Probleme haben dürfte, die Liegenschaften zu den marktüblichen festen Mietzinsen zu vermieten.

2. WeWork, das «Super Unicorn»

WeWork wurde im Jahr 2010 von Adam Neumann gegründet, der das Unternehmen seit seiner Gründung geführt hat. Bei der Gründung eröffnete WeWork in New York den ersten Co-Working Space. Nachdem dieses erste Projekt sehr erfolgreich war, expandierte das Unternehmen sehr rasch und hatte bereits im Sommer 2019 über 500 Standorte in mehr als 100 Städten. Die Expansion des Unternehmens wurde durch Venture Capital finanziert. Das Kapital wurde in mehreren Finanzierungsrunden durch Aktienemissionen aufgenommen, wobei sich in den späteren Finanzierungsrunden SoftBank, bzw. der zu SoftBank gehörende SoftBank Vision Fund, eine grosse Beteiligung sicherten. Die Bewertung der Gesellschaft stieg wegen der schnellen Expansion während dieser Zeit dauernd an, obwohl das Unternehmen seit der Gründung stets Verluste machte. Während der Unternehmenswert im Jahr 2014 auf USD 5 Mrd. geschätzt wurde, stieg die Bewertung im Jahr 2017 auf USD 20 Mrd. Die letzte Finanzierungsrunde fand am 9. Januar 2019 statt, wobei das Unternehmen USD 2 Mrd. aufnahm. Zu diesem Zeitpunkt lag die Unternehmensbewertung von WeWork bei USD 47 Mrd., was damals rund 10 % über der Börsenkapitalisierung der UBS lag. Das starke Wachstum hielt auch im Jahr 2019 an: Im ersten Halbjahr 2019 verdoppelte sich der Umsatz auf USD 1.5 Mrd., wobei das Unternehmen in diesem Zeitraum allerdings einen Verlust von rund USD 689 Mio. erzielte.

Neben Eigenkapital nahm das Unternehmen auch Fremdkapital auf: Am 1. April 2018 emittierte WeWork Obligationen mit einem Volumen von USD 702 Mio. Bei einer Laufzeit von sieben Jahren belief sich der Zins auf 7,875 % – dies charakterisierte die Obligationen als Junk Bonds. Der Obligationenmarkt beurteilte WeWork aufgrund der laufenden Verluste offenbar wesentlich zurückhaltender als die Eigenkapitalinvestoren, die dem Unternehmen wegen des hohen Umsatzwachstums eine sehr hohe Bewertung zugestanden.

3. Der IPO Versuch

Am 14. August 2019 reichte WeWork bei der SEC die notwendigen Unterlagen für den IPO ein. Ziel der Investoren und von Adam Neumann war es, einen IPO im Bereich von USD 50 Mrd. zu realisieren – Benchmark war dabei die letzte Finanzierungsrunde, bei der das Unternehmen mit USD 47 Mrd. bewertet worden war. In der Pre-Marketing Phase wurde das Potential und der «WeWork Community-Spirit» in den Mittelpunkt gestellt, während die Verluste als «Anlaufinvestitionen» dargestellt wurden. Die «Risk Section» des Prospektentwurfes enthielt aufgrund der Verlustsituation des Unternehmens den folgenden Satz: *«We have a history of losses and, especially if we continue to grow at an accelerated rate, we may be unable to achieve profitability at a company level [...] for the foreseeable future.»*

Trotz starken Marketingbemühungen war es schwierig, Investoren davon zu überzeugen, dass eine Bewertung in Höhe des fünfzehnfachen Umsatzes bei einem derart grossen Verlust wirklich gerechtfertigt war. Es entstanden auch Zweifel, ob das Business Modell von WeWork tatsächlich gewinnbringend ist oder ob das Unternehmen die hohen Umsatzsteigerungen mit tiefen Preisen erkauft

hatte. Vermehrt wurden Vergleiche mit der Bewertung anderer Unternehmen aufgestellt, die im Bereich der flexiblen Untervermietung tätig waren und an der Börse wesentlich tiefer bewertet wurden.[1] Das Misstrauen des Marktes verschärfte sich weiter, als aus dem Prospektentwurf bekannt wurde, dass Adam Neumann von WeWork einen Betrag von USD 5.9 Mio. für die Nutzung der Marke «We» erhalten hatte und offenbar auch Liegenschaften mit hohem Gewinn an WeWork vermietete. Auch der Umstand, dass er Stimmrechtsaktien mit zwanzigfachem Stimmrecht hielt, wurde von Investoren stark kritisiert, da er auf diese Weise die Gesellschaft mit einem Kapitalanteil von nur 5 % beherrschen konnte. Ebenso problematisch erschien den Investoren, dass das Unternehmen Adam Neumann und anderen Managern hohe Darlehen gewährt hatte. Das Vertrauen in WeWork und seinen Gründer wurde aber noch weiter erschüttert, als durch den Prospekt bekannt wurde, dass Adam Neumann vor dem geplanten Börsengang mit UBS, Credit Suisse und J.P. Morgan einen Kredit von USD 500 Mio. vereinbart hatte, wofür er als Sicherheit einen Teil seiner Anteile hinterlegt hatte. Dabei wollte er den Kredit nach dem Börsengang mit Aktien zurückzahlen – Verkäufe von Aktien durch Gründer im Vorfeld eines IPO sind kein positives Zeichen für die Anleger.

Auch die US-Börsenaufsichtsbehörde SEC meldete Probleme bei der Prüfung des Prospektes: Da Gewinn, EBIT und EBITDA negativ waren, hatte das Unternehmen eigene Kennzahlen entwickelt, die seinen Erfolg belegen sollten. Diese Kennzahlen entsprachen aber nicht dem US GAAP-Standard Reporting und wurden nach Ansicht der SEC im Prospekt ungenügend erklärt.

All dies führte zu einem starken Rückgang der geschätzten IPO-Bewertung – im Markt zirkulierten Zahlen von «nur» noch USD 15–20 Mrd. Im September 2019 gelangte daher SoftBank an den Verwaltungsrat von WeWork und schlug eine Verschiebung des IPO vor, da ein IPO bei der gegebenen IPO-Bewertung für SoftBank bzw. den SoftBank Vision Fund wohl zu einem grossen Verlust geführt hätte. Am 16. September 2019 teilte WeWork die Verschiebung des Börsenganges dem Publikum mit, hielt aber fest, dass es beabsichtige, das IPO bis Ende 2019 abzuschliessen. Kurz danach trat Adam Neumann als CEO von WeWork zurück und wurde durch zwei Co-CEO mit stark betriebswirtschaftlichem Hintergrund ersetzt.

Anfangs Oktober 2019 kam es zu Gerüchten, dass WeWork das für die Betriebsführung notwendige Geld bereits im November ausgehen könnte. In diesem Zeitraum sank der Kurs der Anleihe auf 80 %, was einen Zins in Höhe von rund 13 % ergab. WeWork bemühte sich in diesem Zeitpunkt dem Vernehmen nach um Kredite in Höhe von USD 5 Mrd. – die Bewertung des Bonds zeigte aber, dass es extrem schwierig war, Fremdkapital in irgendeiner Form aufzunehmen.

Am 22. Oktober 2019 gab SoftBank bekannt, dass sie eine Mehrheitsbeteiligung an WeWork erwerben würde. SoftBank sollte nach der Transaktion eine Beteiligung von rund 80 % an WeWork halten. In dieser Transaktion wurde WeWork mit rund USD 8 Mrd. bewertet – ein Bruchteil der beim IPO erhofften Bewertung. Die Transaktion beinhaltete die Gewährung eines Kredites von USD 5 Mrd. und die Zuführung von neuem Eigenkapital in Höhe von USD 1.5 Mrd. Vor dieser Transaktion wurde das Stimmrechtsprivileg von Adam Neumann aufgehoben. Ausserdem verpflichtete er sich zur Rückzahlung der USD 5.9 Mio., die er für die Marke «We» von WeWork erhalten hatte und zur Herausgabe von Gewinnen, die er aus der Vermietung von Liegenschaften an WeWork eingenommen hatte. Im Zuge des Übernahmeangebotes von SoftBank konnte er aber rund einen Drittel seiner Anteile verkaufen. Ausserdem gewährte ihm SoftBank einen Kredit, um das Darlehen von USD 500 Mio. zurückzahlen, das er im Hinblick auf den IPO aufgenommen hatte, und bezahlte ihm zusätzlich noch eine Beratungsgebühr von USD 185 Mio. Kurz nach Übernahme der Aktienmehrheit durch SoftBank, setzte das neue Management von WeWork auch ein scharfes Sparprogramm um, wobei eine grosse Anzahl von Mitarbeitern entlassen wurde, um auf diese Weise die Verluste zu reduzieren.

II. Probleme von IPOs von Unternehmen in Verlustsituationen

In der Vergangenheit ist es immer wieder zu IPOs von Unternehmen gekommen, die Verluste machten, aber von denen Anleger in der Zukunft hohe Gewinne erwarteten. Häufig handelte es sich dabei um Internetunternehmen, die eine hohe Anzahl von Kundenkontakten bzw. Klicks hatten, diese aber noch nicht in Werbeeinnahmen umsetzen konnten oder um Biotech- und Pharmaunternehmen, die ihre Produkte noch nicht zur Marktreife gebracht hatten.

Wenn ein Unternehmen, das Verluste erzielt, einen IPO beabsichtigt, gestaltet sich die Bewertung des Unternehmens schwierig, da die üblichen Bewertungsmethoden auf dem Gewinn aufbauen – die Price/Earning Ratio, die auf der Basis historischer Gewinne oder geschätzter laufenden Gewinne berechnet wird, ist in der Praxis immer noch der wichtigste Massstab zur Bewertung kotierter Aktien. Damit die Aktien eines Unternehmens, das Verluste erzielt, erfolgreich platziert werden können,

[1] Im Vordergrund stand der Vergleich mit IWG International Workplace Group PLC, die über Regus und Spaces, HQ und Signature sehr ähnliche Konzepte anbietet wie WeWork, aber wesentlich mehr Umsatz erreicht als WeWork, einen Gewinn erarbeitet und eine Börsenkapitalisierung von rund USD 4.5 Mrd. aufweist.

müssen die Investoren davon überzeugt werden, dass in Zukunft Gewinne erwirtschaftet werden, die diskontiert einen Wert ergeben, der über dem Emissionspreis liegt.

Beim Pre-IPO Marketing von Unternehmen, die Verluste erzielen, zeigte sich allerdings, dass die Schätzung zukünftiger Gewinne stark von subjektiven Elementen geprägt wird. Die Bewertungen der Analysten bei IPOs von verlustbringenden Unternehmen liegen daher oft extrem weit auseinander. Wenn die Analysten nicht an die zukünftigen Gewinne glauben, so sinkt der Preis, der in einem IPO verlangt werden kann. Wenn eine Mehrheit der Analysten von den zukünftigen Gewinnen nicht überzeugt werden können, so wird ein IPO sogar unmöglich. Besonders problematisch wird die Platzierung, wenn, wie im Fall von WeWork, auch noch Zweifel an der Corporate Governance des Unternehmens und an der Integrität des Top-Management aufkommen oder sogar klar wird, dass die Gründer versuchen, noch vor dem IPO, einen Teil ihrer Gewinne zu realisieren. Gerade bei Unternehmen in Verlustsituationen interpretieren Analysten die Verkäufe der Gründer als Signal dafür, dass diese nicht an eine positive Entwicklung glauben, sondern versuchen, einen Teil ihrer Gewinne ins Trockene zu bringen.

Wird ein IPO bei einem verlustbringenden Unternehmen nicht durchgeführt, so führt dies für das Unternehmen zu grossen Finanzproblemen, wenn es keinen «Plan B» hat, um sich die für die Betriebsführung bzw. zur Finanzierung von weiteren Verlusten notwendige Liquidität in anderer Weise zu beschaffen. Derartige Unternehmen sind deshalb gut beraten, einen solchen Plan B zur Finanzierung zu entwickeln, sollte der IPO unmöglich werden. Dies ist insbesondere schon deshalb notwendig, weil IPOs manchmal auch ohne jedes Verschulden der Gesellschaft und ihrer Gründer selbst unmöglich werden; z.B. wenn es am Markt zu einem allgemeinen Kursrückgang kommt oder ein Konkurrenzunternehmen Probleme hat und dies auf die gesamte Branche abfärbt. Ohne Plan B zur Refinanzierung wird das Unternehmen dann plötzlich vom IPO-Kandidaten zum Sanierungsfall. In dieser Hinsicht unterscheiden sich IPOs von verlustbringenden Unternehmen von derartigen Transaktionen bei gewinnbringenden Gesellschaften. Wird ein IPO bei einer gewinnbringenden Gesellschaft verschoben oder wird er aufgrund einer unglücklichen Marktkonstellation sogar während längerer Zeit unmöglich, so führt dies im Allgemeinen für das Unternehmen selbst nicht zu Liquiditätsproblemen, da keine Verluste finanziert werden müssen. Derartige Unternehmen haben meistens auch einen genügend hohen Cashflow, um die notwendigen Investitionen selbst zu finanzieren.

Im vorliegenden Fall fehlte es aber offensichtlich gerade an einem «Plan B» zur Finanzierung. Das Unternehmen hatte Glück, dass es am Ende von SoftBank übernommen wurde. Ob SoftBank diesen Schritt machte, weil sie vom Business Modell und den Aussichten des Unternehmens überzeugt war oder ob SoftBank sich bzw. dem SoftBank Vision Fund einen Totalabschreiber ersparen wollte, ist unklar; beide Motive sind denkbar.

III. Schweizerische Perspektive

1. IPO von Unternehmen mit Verlusten

In der Schweiz ist es ohne weiteres möglich, verlustbringende Unternehmen an die Börse zu bringen. Tatsächlich haben in der Vergangenheit verschiedene Biotech- und Pharma-Unternehmen, deren Produkte sich in der Entwicklungsphase befanden, trotz Verlustsituation einen IPO durchgeführt, um die weitere Entwicklung ihrer Produkte durch die Emission von Aktien zu finanzieren. Die Kursentwicklung dieser Unternehmen zeigt aber deutlich die Probleme auf, die in derartigen Fällen entstehen können. Wenn ein Unternehmen sein Produkt nicht bis zur Marktreife bringen kann oder wenn auf dem Weg zur Marktreife wesentlich mehr Kosten anfallen als zu Beginn angenommen, so können die Kurse massiv zurückgehen.

Das Kotierungsreglement der SIX verlangt von kotierten Unternehmen keine Mindestprofitabilität und die SIX überprüft auch nicht, ob Business Modelle, die von neuen Unternehmen verfolgt werden, tatsächlich erfolgreich sein können.[2] Die Kotierung an der Börse ist daher kein «Gütesiegel» für den Erfolg eines Unternehmens bzw. eines bestimmten Geschäftsmodelles. Ziel der börsenrechtlichen Regelung ist gemäss Art. 1 Abs. 2 FinfraG aber, für die Anleger Transparenz zu schaffen, sodass diese bei einer Emission in vollständiger Kenntnis aller relevanten Informationen darüber entscheiden können, ob sie die Aktien erwerben und welchen Preis sie dafür zahlen wollen. Der mündige Investor muss letztlich selber abwägen, ob das Risiko, das mit Unternehmen, die Verluste erarbeiten, verbunden ist, für ihn tragbar ist und ob dieses Risiko tatsächlich durch die Aussicht auf zukünftige Gewinne aufgewogen wird. Dem Investor bleibt damit, wie es in den USA treffend ausgedrückt wird, «the sacred right to make a fool of oneself», d.h. er entscheidet in eigener Verantwortung und auf eigenes Risiko.

Um sicherzustellen, dass der Entscheid der Anleger tatsächlich auf Grundlage vollständiger Informationen erfolgt, verlangt Art. 27 des Kotierungsreglementes der SIX, dass der Kotierungsprospekt die Angaben enthält, die notwendig sind, um dem sachkundigen Anleger ein begründetes Urteil über die Vermögens-, Finanz- und

[2] Dieter Zobl/Stefan Kramer, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich/Basel/Genf 2004, § 3, Rz. 247.

Ertragslage und die Entwicklungsaussichten des Unternehmens zu ermöglichen.[3] In diesem Sinne muss der Prospekt einer Verlust-Gesellschaft die Verluste und die Gründe, die sie zu Verlusten führen, klar offenlegen.

2. Gestaltung des Prospektes

Das Kotierungsreglement der SIX und Schema A[4], das die einzelnen Informationen aufführt, die bei der Kotierung von Beteiligungsrechten in den Prospekt aufgenommen werden müssen, stellen sicher, dass die Tatsache, dass ein Unternehmen Verluste erzielt, sowie die Gründe für die Verluste transparent dargestellt werden:

- **Finanzteil des Prospektes**
  Gemäss Ziff. 2.7.1 von Schema A zum Kotierungsreglement müssen im Prospekt drei geprüfte Jahresrechnungen offengelegt werden, die nach einem der vom Regulatory Board zugelassenen Standards, d.h. nach IFRS, US GAAP oder Swiss GAAP FER, erstellt worden sind.[5] Damit werden Verluste, die im Betrieb entstanden sind, offengelegt. Soweit Verluste dadurch verringert oder eliminiert worden sind, dass Entwicklungsaufwand aktiviert worden ist, wird dies bei der Verwendung dieser Rechnungslegungsstandards ebenfalls sichtbar, sodass dies in die Bewertung von Investoren und Analysten einfliessen kann. Die anerkannten Rechnungslegungsstandards stellen auch sicher, dass die Kennzahlen, die verwendet werden, wie z.B. Gewinn, EBIT und EBITDA oder Cash Flow tatsächlich mit den Zahlen anderer Unternehmen vergleichbar sind, sodass die Anleger auch Quervergleiche machen können.
- **Geschäftsbeschreibung und MD&A**
  Gemäss Ziff. 2.3 des Schema A zum Kotierungsreglement muss die Geschäftstätigkeit des Emittenten detailliert beschrieben werden. Im Rahmen dieser Beschreibung muss etwa auch dargestellt werden, weshalb Verluste entstehen bzw. auf welche Faktoren diese zurückzuführen sind. Im Rahmen der Management Discussion and Analysis (MD&A), welche bei heutigen Prospekten üblich ist, werden die Höhe des Verlustes, die Gründe des Verlustes und vor allem die Ausgaben, die zum Verlust führen, meist noch einmal im Detail erklärt.[6] Gerade in diesem Rahmen zeigt sich, dass Transparenz zum Vorteil werden kann, weil die vollständige Offenlegung dieser Punkte dem potentiellen Anleger zeigen kann, dass die Mittel der Gesellschaft zielgerichtet im Hinblick auf das zukünftige Erfolgspotential verwendet werden, indem beispielsweise bei einer Pharma-Gesellschaft vor allem Aufwand für Forschung und Entwicklung anfällt.[7]
- **Risikohinweise**
  Im Rahmen der Risikohinweise nach Art. 27 Abs. 2 KR-SIX muss auf den Verlust hingewiesen werden und, wie in der oben erwähnten Risk Section im Prospekt von WeWork, auch die Möglichkeit, dass das Unternehmen allenfalls gar nie Gewinn macht, aufgezeigt werden.[8] Dabei kann beispielsweise folgende Formulierung verwendet werden, die sich auf eine Gesellschaft bezieht, die beabsichtigt, Medizinalprodukte herzustellen, sich aber noch in der Entwicklungsphase befindet:

  > *«We have incurred net losses in all fiscal periods from the year ended December 31, [...] For the year ended December 31, [...] the Group's loss before taxes was [...] for the year ended December 31, [...]and for the year ended December 31, 2016 [...] We do not know whether or when we will become profitable. To date, we have not yet commercialized any products or generated revenue from the sale of products.»*

  In einem weiteren Risikohinweis muss auch festgehalten werden, dass die Gesellschaft ein Liquiditätsrisiko hat, wenn sie nach dem IPO keine zusätzlichen Mittel mehr aufnehmen kann, um die weitere Entwicklung ihrer Produkte und Dienstleistungen zu fi-

---

3 Daniel Daeniker/Stefan Waller, Kapitalmarktbezogene Informationspflichten und Haftung, in: Weber, Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht, Zürich 2003, 59; Thomas Jutzi, Unternehmenspublizität, Grundlinien einer rechtlichen Dogmatik zur Offenlegung von unternehmensbezogenen Informationen, Habil., Bern 2017, Rz. 573.

4 Schema A der SIX Swiss Exchange – Beteiligungsrechte, zu finden unter: <https://www.six-exchange-regulation.com/dam/downloads/regulation/admission-manual/schemes/04_03-SCHA_de.pdf> (zuletzt besucht am 25. November 2019)(zit.: Schema A der SIX).

5 Vgl. Art. 6 ff. Richtlinie betr. Rechnungslegung der SIX Swiss Exchange AG (RLR).

6 Mirjam Eggen, Die schweizerische Prospektpflicht für Effekten – eine rechtsvergleichende Untersuchung der bestehenden Rechtslage, SZW 2010, 203 ff., 208 f.; Volker Wiegel, Die Prospektrichtlinie und Prospektverordnung: Eine dogmatische, ökonomische und rechtsvergleichende Analyse, Berlin 2008, 299; Mit Einführung von Art. 40 Abs. 1 lit. a FIDLEG wird die Verpflichtung zur Aufführung solcher Angaben im Prospekt auf Gesetzesstufe verankert, vgl. dazu Till Spillmann/Richard Meyer, FIDLEG – Prospektregelung, in: Reutter/Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen X, Zürich 2016, 7 ff., 22 f.

7 Vgl. Till Spillmann/Andrea Giger, Ein modernes Prospektrecht für die Schweiz, GesKR 2/2019, 182 ff., 195.

8 Daeniker/Waller (FN 3), 60; Jutzi (FN 3), Rz. 575; Vito Roberto/Thomas Wegmann, Prospekthaftung in der Schweiz, SZW 2001, 161 ff.,163; Gemäss Ziff. 1 Schema A der SIX müssen Risikofaktoren, welche von wesentlicher Bedeutung sind, um das Marktrisiko zu bewerten, prominent dargestellt werden. Art. 9 Ziff. 4 der Richtlinie Track Record der SIX Exchange Regulation AG listet eine nicht abschliessende Aufzählung von möglichen Risiken auf. Zwar bezieht sich die Bestimmung auf «junge Unternehmen», jedoch können die dargestellten Risikohinweise grundsätzlich als Anhaltspunkte für alle Unternehmen dienen. Insbesondere sind u.E. Angaben über einen Verlust bzw. das langfristige Ausbleiben eines Gewinnes erforderlich, um ein Marktrisiko korrekt einschätzen zu können.

nanzieren.[9] Bei einer Gesellschaft, die Medizinalprodukte entwickelt, kann in der Praxis z.B. die folgende Formulierung verwendet werden:

> *«Although the present financing round is intended to secure the Group's ability to proceed with its product development to market launch our required funding may be higher than we anticipated and we may not be able to secure the additional funding. If the Company experiences difficulties raising funds, then the development of the Group, its business and products will be delayed or impeded, which may have a material adverse effect on our business, financial condition, results of operations and prospects.»*

Bei Unternehmen, die Verlust machen, muss im Rahmen der Risk Section zwingend auch auf das Risiko eines Totalverlustes hingewiesen werden.[10]

Bei der Beschreibung der Produkte bzw. der Dienstleistungen des Unternehmens und seiner Strategie, kann das Unternehmen im Rahmen des Prospekts natürlich auch die Grundlagen zukünftiger Gewinne erläutern. Dem gleichen Zweck dient auch die Beschreibung der Märkte, auf denen das Unternehmen seine Produkte absetzt und der Bedürfnisse, die es mit seinen Produkten befriedigt.[11] Investoren und Analysten soll damit aufgezeigt werden, dass das Marktpotenzial sehr gross ist und die zukünftigen Gewinne entsprechend hoch sind.

Grundsätzlich wäre es auch möglich, eine Schätzung zukünftiger Erträge in den Prospekt aufzunehmen. Bisher hat aber noch keine Gesellschaft gewagt, eine langfristige Ertragsschätzung abgegeben, da das Haftungsrisiko bei späteren starken Abweichungen erheblich ist. Investoren könnten diesbezüglich insbesondere geltend machen, dass der Schätzung eine vernünftige Grundlage fehlte und sie deshalb irreführend war.[12]

3. Non-standard Kennzahlen

Bei einem IPO an der SIX ist es ohne weiteres möglich, Non-standard Kennzahlen und Leistungsdaten zu publizieren, um die Leistung des Unternehmens trotz Verlusten besser darzustellen.[13] In diesem Sinne können bei Pharma- und Internetunternehmen auch die in Forschung und Entwicklung investierten Ressourcen extensiv beschrieben werden. Auch weit fantasievollere Leistungskennzahlen, die sich am spezifischen Business Modell orientieren, sind grundsätzlich möglich, wie z.B. «clicks per hour». Grundlage und Berechnung derartiger Leistungsdaten und Kennzahlen müssen aber klar dargestellt werden und sie müssen auch deutlich von den Standardkennzahlen abgegrenzt werden, so dass Anleger sie nicht mit EBIT, EBITDA oder ähnlichen Kennzahlen verwechseln können. In diesem Sinne sind die oben erwähnten «clicks per hour» unproblematisch, während die Berechnung eines «research adjusted EBITDA», in der die Aktivierung von Forschungsaufwendungen berücksichtigt wird, die nach dem anwendbaren Rechnungslegungsstandard nicht aktiviert werden können, problematisch ist. Wenn ein Unternehmen tatsächlich eine derartige Kennzahl angeben will, muss im Prospekt sehr deutlich erklärt werden, wie dieser EBITDA berechnet wurde. Ferne muss festgehalten werden, dass es sich nicht um den tatsächlichen historischen EBITDA im Sinne des anwendbaren Rechnungslegungsstandard handelt.[14]

---

9 Daeniker/Waller (FN 3), 77; Felix M. Huber/Peter Hodel/Christopher Staub Gierow, Praxiskommentar zum Kotierungsrecht der SWX Swiss Exchange, Zürich/Basel/Genf 2004, Rz. 25 und 31 ff. zu Art. 32.

10 Vgl. FN 9.

11 Eggen (FN 6), 208 f.; Wiegel (FN 6), 299.

12 Daeniker/Waller (FN 3), 69 ff.; Zobl/Kramer (FN 2), § 19, Rz. 1131.

13 Andreas Bohrer/Christian Rehm/Eric Huggenberger/Jean-Baptiste Emery/Patrick Moser, Finanzmarktrecht – Entwicklungen 2017, Bern 2018, S. 56 f.; Gemäss Art. 4 der Richtlinie betr. Verwendung von alternativen Performancekennzahlen der SIX Exchange Regulation AG findet diese keine Anwendung auf Kotierungsprospekte, zu finden unter: <https://www.six-exchange-regulation.com/dam/downloads/regulation/admission-manual/directives/DAPM_de.pdf> (zuletzt abgerufen am 25. November 2019).

14 Vgl. zum Fall WeWork Jean Eaglesham/Eliot Brown, WeWork Was Wrestling With SEC Over Key Financial Metric Just Before It Scrapped IPO, The Wall Street Journal vom 10. November 2019, <https://www.wsj.com/articles/wework-was-wrestling-with-sec-over-key-financial-metric-just-before-it-scrapped-ipo-11573381800> (zuletzt abgerufen am 25. November 2019).