

# Genießen Sie doch mal die Kapitalmarkt-Genüsse!

Text: Dr. Thorsten Kuthe, Madeleine Zipperle, HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK

Bei der bankenunabhängigen Finanzierung mittelständischer Unternehmen gilt es, stets das passende Tool zu wählen. Eine Alternative neben der (Mittelstands-) Anleihe ist das Genussrecht. Nachfolgend geben wir einen kleinen Überblick über Unterschiede und Gemeinsamkeiten von Genussrechts- und Anleiheemissionen.

Ein Genussrecht – was ist das eigentlich? Diese simpel erscheinende Frage ist schon so schwierig, dass sich nicht einmal der Gesetzgeber getraut hat, sie zu beantworten. Versuchen wir es trotzdem: Über ein Genussrecht wird den jeweiligen Emittenten vorübergehend Geld zur Verfügung gestellt, insoweit also noch genauso wie bei einer Anleihe. Aber das Genussrecht ist eben nicht einfach nur eine Standard-Anleihe, sondern „irgendwie anders“. Das Hauptmerkmal ist dabei (schon wegen der fehlenden gesetzlichen Definition) die hohe Flexibilität und damit auch die große Vielfalt bei der Gestaltung. „Das“ Genussrecht gibt es nicht – die Palette ist breit. Und damit ist auch schon ein ganz wesentlicher Vorteil des Genussrechts aus Sicht der Emittenten genannt.

## Wie sieht ein Genussrecht aus?

Typische Ausgestaltungselemente lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Ein Genussrecht gewährt keine Mitbestimmungsrechte, wie etwa Aktien.
- Ein Genussrecht hat typischerweise eine feste Verzinsung und daneben eine zusätzliche gewinnorientierte Vergütung.
- Ein Genussrecht nimmt häufig am Verlust teil. Das betrifft zum einen die Zinsen, die in Verlustjahren nicht gezahlt werden. Daneben kann jedoch auch das Genussrechtskapital durch Verluste der Emittenten aufgezehrt wer-



Dr. Thorsten Kuthe ist Rechtsanwalt und Partner bei HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK in Köln.



Madeleine Zipperle ist Rechtsanwältin und Salaried Partnerin bei HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK in Köln.

den. Wenn in der Folgezeit wieder Gewinne erwirtschaftet werden, müssen die Emittenten meist die ausgefallenen Zinsen nachzahlen und das Kapital wieder auffüllen.

- Die meisten Genussrechte sind nachrangig gegenüber sonstigen Verbindlichkeiten.
- Ein Genussrecht kann als wirtschaftliches Eigenkapital ausgestaltet werden, und zwar sowohl nach HGB und IFRS als auch für Zwecke externer Ratings oder bankinterner Bewertungen. Steuerlich ist die Abzugsfähigkeit der Zinsen oft parallel trotzdem möglich.
- Ein Genussrecht kann unabhängig von der Rechtsform der Emittenten begeben werden. Der Zugang zum Kapitalmarkt steht hierdurch also nicht nur Aktiengesellschaften, sondern etwa auch einer GmbH oder GmbH & Co. KG offen.

Die Praxis macht von den zahlreichen „Stellschrauben“ rege Gebrauch: Von Angeboten, die neben der Festverzinsung lediglich eine zusätz-

liche, am Gewinn orientierte Verzinsung ausweisen, bis hin zu Genussrechten, die weitgehend an die Aktie angenähert sind, finden sich viele unterschiedliche Ausgestaltungen im Markt, individuell ausgerichtet an den Bedürfnissen der jeweiligen Emittenten.

### Risikopapier?

Aus Sicht des Anlegers ist das Investitionsrisiko bei Genussrechten erhöht. Genussrechte stehen etwa aufgrund der variablen Verzinsung, der Verlustteilnahme sowie des Nachrangs konzeptionell zwischen dem Eigenkapital und dem Fremdkapital. Nachrangig sind (unbesicherte) Anleihen aber häufig faktisch auch, weil sie in Konkurrenz zu Bankverbindlichkeiten treten, die üblicherweise besichert sind. Somit unterliegen die Anleihen zwar nicht rechtlich, aber doch strukturell ebenfalls einem Nachrang. In der Insolvenz ist der Unterschied zwischen

einer Anleihe und einem Genussrecht daher in der Praxis meist nicht groß – auf eine Anleihe wird die überwiegend unter 10% liegende Insolvenzquote gezahlt, auf ein Genussrecht nicht. Damit verbleiben als wesentlicher Unterschied die Verlustteilnahme und damit auch das Ausbleiben der Verzinsung in wirtschaftlich schlechten Zeiten, die nicht in der Insolvenz enden. Das haben im Falle von Genussrechten von Banken viele Anleger im Zuge der Finanzkrise schmerzlich erfahren. Hier wird heute teilweise gerichtlich über die Frage gestritten, wie sich Verlustteilnahmen berechnen.

### Vertrieb über Börsen möglich?

Bei jeder kapitalmarktorientierten Finanzierung stellt sich die zentrale Frage, wie dieses Produkt an Investoren vertrieben werden kann. Hier gibt es bei Genussrechten unterschiedliche Wege.



Mittelstandsanleihen sind auch deswegen so erfolgreich geworden, weil diese über die Börsen öffentlich vertrieben werden und hierdurch auch der Privatkundenbereich sowie Vermögensverwalter und kleinere institutionelle Investoren angesprochen werden. Genussrechte von kleinen und mittelgroßen Emittenten werden in der Praxis häufig an ähnliche Investoren vertrieben. Ein erheblicher Teil der Genussrechte wird dabei über Finanzvertriebe platziert, die diese ebenso wie Fondsprodukte in ihr „Portfolio“ aufnehmen. Gerade bei bekannten Unternehmen, etwa aus dem Einzelhandel, spielt auch der Direktvertrieb eine wesentliche Rolle. Tendenziell dürfte bei solchen Genussrechtsemissionen von Emittenten außerhalb des Bankenbereichs der Anteil der Privatanleger höher sein als bei aktuellen Mittelstandsanleiheemissionen. Anders als die Mittelstandsanleihen werden diese Genussrechte aktuell meistens nicht verbrieft und damit auch nicht börsenhandelsfähig angeboten.

### Genussrechte und Börse?

Genussrechte und Börse sind aber keine sich fremde Wesen. Bereits in der Vergangenheit wurden viele Genussrechtsemissionen an der Börse gehandelt, etwa von zahlreichen Banken. Mit der Erweiterung des Kapitalmarkts im Bereich der Anleihen für Emissionen zwischen 10 Mio. Euro und 100 Mio. Euro ist aus unserer Sicht eine ähnliche Entwicklung bei Genussrechten zu erwarten. Aktuell werden die meisten Genussrechtsemissionen von kleinen und mittelgroßen Emittenten noch außerhalb des Kapitalmarkts platziert. Schaut man in die Bedingungen, stellt man in einigen Fällen die Möglichkeit fest, nachträglich eine Handelbarkeit der Genussrechte herzustellen. Das kann durchaus eine interessante Option sein. Zu beachten ist, dass dies aber erst nach einer Beendigung der Platzierung möglich ist, da an-

sonsten neben dem Prospekt nach dem Vermögensanlagengesetz ein weiterer Prospekt nach dem Wertpapierprospektgesetz notwendig wäre. Denkbar ist aber, zunächst eine kleinere Platzierung außerhalb der Börse durchzuführen, die Genussrechte dann zu notieren und später als notierte Genussrechte weiter aufzustocken. Auf diese Weise kann der Emittent sich dem Kapitalmarkt langsam nähern und bei Investoren nach und nach Vertrauen aufbauen.

### Fazit

Ebenso wie bei Mittelstandsanleihen gilt auch bei Genussrechten: Die richtigen Investoren müssen gefunden und über die Risiken und Chancen der Investition sachgerecht aufgeklärt werden. Stabile Cashflows sind letztlich bei jeder Art der Aufnahme „fremden“ Kapitals Voraussetzung. Durch den eigenkapitalähnlichen Charakter sind Genussrechte für Emittenten häufig interessant und können eine attraktive Beimischung in der Finanzierungsstruktur sein. Umgekehrt sind entsprechend seriöse Angebote, die sich durch eine ausgewogene Ausgestaltung und eine professionelle Dokumentation auszeichnen, eine lohnenswerte Bereicherung der Anlagoptionen für Investoren.