

KAPITALMARKTFINANZIERUNG MIT DER GMBH

Möglichkeiten der Kapitalmarktfinanzierung sowie deren Vor- und Nachteile

Schon kurzzeitige Liquiditätsengpässe können einer Gesellschaft schwere Reputationsschäden zufügen. Eine der Aufgaben von Geschäftsführern ist daher, dafür Sorge zu tragen, dass notwendige finanzielle Mittel in jedem Fall ausreichend zur Verfügung stehen. Hierbei müssen sie insbesondere die Refinanzierung bestehender Verbindlichkeiten frühzeitig angehen, um Nachteile für die Gesellschaft zu vermeiden. Daneben ist die Geschäftsführung auch verpflichtet, die Gesellschaft möglichst so aufzustellen, dass keine Abhängigkeiten von einzelnen Finanzierungsarten oder -partnern entstehen. Dies erfordert, sich auch mit Alternativen zu bestehenden Finanzierungsstrukturen zu beschäftigen. Während früher eine Konzentration auf die klassische Bankenfinanzierung in der Regel ausreichte, ist es heutzutage empfehlenswert, wenn nicht je nach Konstellation sogar notwendig, sich auch mit alternativen Finanzierungsformen wie insbesondere der Kapitalmarktfinanzierung zu beschäftigen. Aufgrund der Folgen der Bankenkrise, die sich etwa in einer zunehmenden Verschärfung der Bankenregulierung und einer stark gesunkenen Anzahl an Banken niederschlägt, ist die Finanzierung über die Hausbank heute, anders als in der Vergangenheit, keine „sichere Bank“ mehr.

Denkt man an eine Finanzierung über den Kapitalmarkt, so kommt wohl zumeist die Eigenkapitalfinanzierung von Aktiengesellschaften durch einen Börsengang un-

Dr. Thorsten Kuthe,
Rechtsanwalt,



Madeleine Zipperle,
Rechtsanwältin,
Heuking Kühn
Lüer Wojtek, Köln



ter Ausgabe von Aktien in den Sinn. Der Kapitalmarkt bietet aber weitere Finanzierungsmöglichkeiten, die auch der GmbH offenstehen.

Unternehmensanleihen

Die Ausgabe von Anleihen ist die klassische Form der Aufnahme von Fremdkapital über den Kapitalmarkt. War in der Vergangenheit dieser Weg zum Kapitalmarkt jedoch aufgrund der geforderten hohen Volumina der Kapitalanfragen hauptsächlich den großen Gesellschaften vorbehalten, hat sich dies in der jüngeren Vergangenheit gewandelt. Emissionen ab EUR 20 Mio. lassen sich gut platzieren.

Unternehmensanleihen weisen im Verhältnis zur klassischen Darlehensfinanzierung einige Vorteile auf. Generell lässt sich sagen, dass Unternehmensanleihen typischerweise im Vergleich zur Bankenfinanzierung ein geringeres Maß an Covenants aufweisen und der Um-

fang der Besicherung weniger ausgeprägt ist. Das bedeutet nicht, dass es überhaupt keine Covenants oder Sicherheiten gibt. Durch die stärkere Standardisierung ist deren Inhalt jedoch häufig vereinfacht und gibt den Unternehmen daher größere Flexibilität. Ganz wesentlich ist, dass durch die Finanzierung über den Kapitalmarkt ein größerer Investorenkreis angesprochen werden kann. Ein positiver Nebeneffekt kann zudem ein steigender Reputationsgewinn durch zunehmende Bekanntheit der Gesellschaft sein.

Der „Preis“ hierfür sind erhöhte Transparenzanforderungen, denen es zu genügen gilt. Bei Börsennotierung ist etwa die Offenlegungspflicht hinsichtlich wesentlicher, für die Anleihegläubiger kursrelevanter Informationen zu beachten. Je nach gewähltem Börsensegment gelten weitere Transparenzvorschriften, zum Beispiel die Pflicht zur Veröffentlichung von Halbjahresabschlüssen. Hält man sich allerdings vor Augen, dass bei einem Konsortialkredit ebenfalls ein umfangreiches Reporting erforderlich ist, relativiert sich das Ganze. Der Aufwand dürfte nicht selten vergleichbar sein. Der Unterschied ist dann lediglich, dass die Informationen einmal an die breite Öffentlichkeit gehen, während sie im anderen Fall nur der Kreis der Bankenpartner erfährt.

Auch hinsichtlich der Kosten ist in vielen Punkten Vergleichbarkeit zur Bankenfinanzierung gegeben. Ein größerer Kostenfaktor bei der Unternehmensanleihe kann die Erstellung eines Wertpapierprospekts sein. Dieser ist dann erforderlich, wenn ein öffentliches Angebot erfolgt. Emittenten, die den Kapitalmarkt immer wieder in Anspruch nehmen, entwickeln hier jedoch schnell Routine und der Aufwand hält sich in Grenzen. Bedient man sich hingegen einer Privatplatzierung, entfällt diese Position. Doch auch wenn die Erstellung eines Prospekts nicht notwendig ist, so muss trotzdem eine Unterlage für die Investoren erstellt werden. Demgegenüber kann es aber auch ein zeit- und kostenintensiver Prozess sein, mit Banken einen umfangreichen Konsortialkredit zu verhandeln.

In den Fällen, in denen keine Prospektpflicht besteht, bestehen allgemeine Aufklärungspflichten der Unternehmen gegenüber Finanzierern. Potenzielle Investoren sind auf diejenigen Umstände hinzuweisen, von denen das Unternehmen vernünftigerweise annehmen muss, dass die Finanzierer hieran ein Interesse haben. Dies ist jedoch gleichermaßen sowohl im Rahmen



Auch hinsichtlich der Kosten ist in vielen Punkten Vergleichbarkeit zur Bankenfinanzierung gegeben. Ein größerer Kostenfaktor bei der Unternehmensanleihe kann die Erstellung eines Wertpapierprospekts sein.

der Kapitalmarktplatzierung als auch bei einer Bankenfinanzierung zu beachten.

Aus Verletzungen dieser Informationspflichten können Haftungsrisiken für Geschäftsführer entstehen. Sofern es einen Prospekt gibt, ist hier zunächst an die Prospekthaftung zu denken. Dies ist allerdings kein Thema, vor dem sich ein gut organisiertes Unternehmen fürchten muss, sofern die Maßnahme mit erfahrenen Partnern gut vorbereitet wird. Die Prospekthaftung greift nur, wenn bei Erstellung des Prospekts grob fahrlässig gehandelt wurde. Entsprechend haftet nicht, wem dieser Vorwurf nicht gemacht werden kann. In der Praxis gibt es wenige Prospekthaftungsfälle bei Anleihen. Wird die allgemeine Aufklärungspflicht durch ein fallangepasstes Investment Memorandum oder ähnliches erfüllt, gilt hier das zur Prospekthaftung Gesagte.

Schuldscheindarlehen

Eine in der Praxis sehr relevante Alternative zur Anleihe ist die Aufnahme von Fremdkapital durch Schuldscheindarlehen. Es handelt sich dabei um ein verzinstes Darlehen, welches durch die Ausstellung einer beweiserheblichen Urkunde in gewisser Weise verbrieft und somit fungibel wird. Dadurch kann es vom Darlehensgeber weiterveräußert werden. Es ist aber kein am Kapitalmarkt im Sinne einer Börse gehandeltes Instrument.

Durch die besondere rechtliche Einordnung als „Mischung“ aus Anleihe und Darlehen weist das Schuldscheindarlehen einige Vorzüge beider Instrumente auf.

Einerseits ist es durch den bilateralen Abschluss vertraulich und nur den Parteien bekannt. Es gibt keine öffentlichen Transparenzpflichten. Die allgemeinen Aufklärungspflichten bleiben zwar bestehen. Jedoch ist kein Prospekt zu erstellen. Trotzdem kann ein breiterer Investorenkreis angesprochen werden als beim klassischen Darlehen, wodurch sich die Chance, Geldgeber zu finden, erhöht. Dieser Kreis ist aber kleiner als der Kreis potenzieller Anleiheinvestoren. Auch steht der Schuldscheinmarkt klassischerweise nur Emittenten mit einem Investment Grade Rating offen, wovon es in letzter Zeit jedoch Ausnahmen gegeben hat.

Genussrechte

Eine weitere Finanzierungsmöglichkeit für die GmbH ist die Ausgabe von Genussrechten. Genussrechte finden sich sowohl in der Mezzanine-Finanzierung durch einzelne Investoren als auch am Kapitalmarkt, wo sie in verbriefter Form (als Genussscheine) eine alther-

gebrachte Finanzierungsform darstellen. Der Charme von Genussrechten liegt darin, dass sie ein Zwitter zwischen Eigen- und Fremdkapital sind und sehr flexibel auf die individuelle Situation zugeschnitten werden können. Übliche Kriterien sind eine zumindest teilweise variable Verzinsung, die sich am Gewinn orientiert, Nachrangigkeit und (bis zur Aufzehrung des Genusskapitals) eine Verlustbeteiligung. Die jeweilige Ausgestaltung im Einzelfall kann sehr frei gewählt werden. Es sind auch Gestaltungen möglich und in der Praxis üblich, die zu einer Einordnung als wirtschaftliches Eigenkapital im Bankenrating und / oder der Handelsbilanz führen. Genussrechtinhabern werden jedoch niemals direkte Mitspracherechte gewährt wie sie Gesellschaftern zustehen.

Die Dokumentations- und Transparenzanforderungen bei börsennotierten Genussrechten entsprechen denjenigen bei Anleihen. Folglich gelten auch die Ausführungen zu den Haftungsrisiken gleichermaßen.

Fazit

Die Unternehmensfinanzierung mit Hilfe der Ausgabe von Unternehmensanleihen oder auf andere kapitalmarktnahe oder -ähnliche Art ist für mittelständische Unternehmen und damit speziell für die GmbH zu einer ernstzunehmenden Alternative zum herkömmlichen Bankdarlehen geworden. Geschäftsführer können verpflichtet sein, diese Möglichkeiten zu nutzen und sollten die Finanzierung ihres Unternehmens entsprechend auf mehrere Beine stellen. Die Haftungsrisiken bei der Nutzung des Kapitalmarkts sind durch gute Vorbereitung beherrschbar. ■