

Offen gesprochen

Genussrecht:
Finanzierungsinstrument ohne Zukunft?

Durch die mögliche Insolvenz der Prokon Unternehmensgruppe, die Genussrechte bei Tausenden Retailinvestoren platzierte, hat dieses Finanzierungsinstrument in den letzten Wochen massiv an Reputation verloren. Dabei gehört das Genussrecht zu den klassischen, insbesondere in Deutschland etablierten Finanzierungsinstrumenten, das allerdings im so genannten Retailbereich eine eher geringe Bedeutung hatte. Hat das Genussrecht eine Zukunft oder sollte es als hochriskantes Spekulationsobjekt verboten werden?

Geschichtlich betrachtet reichen die Ursprünge des Genussrechts bis in die Mitte des 19. Jahrhunderts nach Frankreich zurück, als die Erbauer des Suezkanals die ersten stimmrechts- und nennwertlosen Gründeranteile („parts de fondateur“) mit einem Recht auf 10% des zukünftigen Reingewinns der Gesellschaft emittierten. Das Genussrecht diente ursprünglich als Gründervorteil und Ausgleich gegenüber anderen Aktionären und entwickelte sich erst nach dem Ersten Weltkrieg zu einem Finanzierungsinstrument. In den zwanziger Jahren erlebte es eine Blütezeit als Instrument, mit dem sich Unternehmen in Zeiten der Inflation Kapital beschaffen konnten, ohne Stimmrechte abgeben zu müssen. Mit Einführung der Vorzugsaktie im Jahr 1937 wurde ein standardisiertes, stimmrechtsloses Finanzierungsinstrument vom Gesetzgeber geschaffen, so dass das Genussrecht für börsennotierte Unternehmen seine Bedeutung verlor und nach Ende des Zweiten Weltkriegs praktisch nicht mehr existierte. Börsennotierte Unternehmen, wie z.B. BMW, Dräger und Bertelsmann entdeckten das Instrument in den 60er Jahren vor allem für Mitarbeiterbeteiligungsprogramme und für Zwecke der Kapitalbeschaffung wieder und

nutzten es umfangreich. Mit Einführung der International Financial Reporting Standards (IFRS) hat das Genussrecht für börsennotierte Unternehmen wieder an Bedeutung verloren.

Bilanzielles und wirtschaftliches Eigenkapital

Mit der Emission von Genussrechten nimmt ein Unternehmen wirtschaftliches und ggf. auch bilanzielles Eigenkapital auf. Genussrechte sind mit einem Rangrücktritt ausgestattet, so dass sie aus Sicht der klassischen Fremdkapitalgeber als wirtschaftliches Eigenkapital angesehen werden und damit die Verschuldungskapazität des Unternehmens erhöhen.

Darüber hinaus lassen sich Genussrechte so gestalten, dass sie sogar dem bilanziellen Eigenkapital nach dem Handelsgesetzbuch (HGB) zugeordnet werden. Dafür müssen sie nach der Stellungnahme des IDW (HFA 1/1994, Ergänzung 1998) alle der folgenden vier Gestaltungsmerkmale kumulativ erfüllen: i) eine erfolgsabhängige Vergütung aufweisen, ii) eine Verlustbeteiligung bis zum Nennwert vorsehen, iii) eine langfristige Laufzeit (mindestens fünf oder sieben Jahre) haben und iv) im Insolvenz- oder Liquidationsfall nachrangig gegenüber allen vorrangigen Gläubigern sein. Für den konkreten Eigenkapitalausweis des Genussrechts kann eine separate Position „Genusskapital“ innerhalb des Eigenkapitals geschaffen werden. Diese sollte zwischen dem gezeichneten Kapital und vor den Kapitalrücklagen liegen.

Wenn Unternehmen für eine begrenzte Zeit eine externe Eigenkapitalstärkung benötigen, z.B. bei Akquisitionen, Investitionen, dem Rückkauf von

Minderheitsanteilen und Expansion, können Genussrechte eine attraktive Finanzierungsmöglichkeit darstellen. Im Gegensatz zur Aufnahme eines zusätzlichen Eigenkapitalinvestors werden Genussrechte nach einer definierten Laufzeit zum Nennwert zurückgezahlt, ohne dass eine Bewertungsdiskussion geführt werden muss. Insbesondere für den großen deutschen Mittelstand und kommunale Unternehmen wie Stadtwerke und Versorgungsbetriebe sollten Genussrechte als zusätzlicher Finanzierungsbaustein in Betracht gezogen werden.

Qualifizierte Investoren

Nicht börsennotierte Unternehmen gewinnen durch die Emission von Genussrechten zusätzliche Investorengruppen und diversifizieren ihre Finanzierungspartner weiter, die ansonsten durch Eigenkapitalgeber und Hausbanken geprägt sind. Da Genussrechte ein typisch deutsches Finanzierungsinstrument sind, kommen die Investoren in der Regel aus dem deutschsprachigen Raum. Der Investorenkreis kann grundsätzlich Privatinvestoren, vom Kleinsparer bis zum High Net Worth Individual, kleinere institutionelle Investoren wie Family Offices und Mezzanine-Fonds, aber auch große Kapitalsammelstellen wie Pensionskassen, Versorgungswerke und Finanzinstitute umfassen. Genussrechte sollten sich aber vorrangig an qualifizierte Investoren richten, die das erhöhte Risiko-Rendite-Profil dieses Finanzierungsinstruments richtig einschätzen können. Für Retailinvestoren sind Genussrechte auf Grund des erhöhten Risikos, der sehr eingeschränkten Handelbarkeit selbst bei börsennotierten Genussrechten, den so genannten Genussscheinen, und der Freiheit der Vertragsbedingungen in der Regel nicht geeignet.

Für qualifizierte Investoren öffnet sich aber eine weitere Anlageklasse, nämlich die der unternehmerischen Beteiligung, mit dem Vorzug, dass eine klare Exit-Möglichkeit nach Laufzeitende und kein echtes Unternehmertum besteht.

Eine Emission von Genussrechten kann bei einem Single-Investor, der die gesamte Emission zeichnet, über eine Privatplatzierung bei einer begrenzten Anzahl von Investoren oder im Rahmen eines öffentlichen Angebots bei einer Vielzahl von Investoren platziert werden.

Zielinvestoren bei einer Platzierung an einen Single-Investor sind spezielle Mezzanine-Fonds und Family Offices. Diese übernehmen eigenständig die wirtschaftliche und rechtliche Prüfung der Investitionsoportunität und verhandeln die Genussrechtsbedingungen direkt mit dem emittierenden Unternehmen. Der Berater des emittierenden Unternehmens bereitet die Transaktion vor, steuert den Transaktionsprozess und begleitet die Verhandlungen.

Eine Privatplatzierung richtet sich an einen ausgewählten und begrenzten Kreis von institutionellen Investoren und vermögenden Privatinvestoren. Dem Berater fällt in diesem Fall eine besonders große Verantwortung zu. Er übernimmt eine Mittlerposition zwischen Emittent und Investor. Der Berater analysiert mit Hilfe einer Due Diligence das Unternehmen, erstellt ein Verkaufsmemorandum und strukturiert individuell unter Abwägung der Interessen des Emittenten und der Investoren die Genussrechtsbedingungen.

Obwohl Genussrechte rechtlich nicht definiert sind, fallen sie explizit als Vermögensanlage unter das Vermögensanlagegesetz (VermAnlG). Die Emission an einen Single-Investor und eine Privatplatzierung lassen sich gem. §2 Abs. 3 VermAnlG aber so gestalten, dass für diese Emissionen kein von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zu billigender Verkaufsprospekt erstellt werden muss. Dafür dürfen u. a. entweder nicht mehr als 20 Anteile angeboten werden (begrenzte Zahl von Investoren) oder der Preis jedes angebotenen Anteils muss mindestens EUR 200.000 je Anleger betragen. Denn ab einem Volumen von EUR 200.000

je Anleger ist davon auszugehen, dass es sich um Investoren handelt, die über ausreichend Kenntnisse verfügen, um das Risiko einer solchen Investition einschätzen zu können. Wenn kleinere Volumina pro Anleger angeboten werden und damit auch Retailinvestoren als Anleger in Betracht kommen, ist, wie bei Aktienemissionen auch, ein von der BaFin gebilligter Prospekt zu veröffentlichen, in dem alle für die Beurteilung des Investments relevanten Informationen einschließlich der Risiken dargelegt werden, so dass jeder Investor diese in seine Investitionsentscheidung einbeziehen kann.

Rendite

Wie bei jedem Finanzinstrument lässt sich auch für die Rendite von Genussrechten keine pauschale Aussage hinsichtlich der Höhe treffen. Strukturell bedingt liegt die Rendite zwischen der von Eigen- und jener von Fremdkapital. Beeinflusst wird diese u. a. von der Branche, der allgemeinen Situation, der Ertragsstärke und der Eigenkapitalausstattung des Unternehmens sowie der Risikogestaltung der Genussrechtsbedingungen. Die Genussrechte partizipieren in der Regel über den vermögensrechtlichen Anspruch sowohl am Gewinn als auch am Verlust des Unternehmens, so dass eine stabile Ertrags-erwartung als Voraussetzung für eine Investition gelten sollte.

Unternehmen sollten die Kosten für das Genussrecht nicht isoliert betrachten, sondern stets im Zusammenhang mit den Rahmenbedingungen und Konditionen aller Finanzierungsbausteine. Durch Genussrechte schaffen sich Unternehmen entweder zusätzliches Verschuldungspotential und können Fremdkapital günstiger aufnehmen oder ersetzen zusätzliches, „teures“ Eigenkapital.

Auf der anderen Seite dürfen sich Investoren nicht durch den „hohen“ Kupon verlocken lassen. Denn es ist nicht nur die Rendite, sondern immer das Risiko-Rendite-Profil, das zu bewerten ist.

Genussrechte können hohe einstellige bis niedrige zweistellige Kupons erzielen. In dem aktuell vorherrschenden Niedrigzinsniveau sind vergleichbare Renditen regelmäßig nur in Projektentwicklungen oder in Aktien zu erzielen.

Dabei ist jeder Investor, egal ob Single-Investor, qualifizierter Investor oder Retailinvestor, in der Pflicht, die Risiken der Investition genau zu prüfen und eine profunde, eigenverantwortliche Investitionsentscheidung zu treffen. Denn es handelt sich nicht um ein risikoloses Finanzierungsinstrument sondern dem Risikoprofil nach um eine unternehmerische Beteiligung.

Aktuelle Diskussion

„Hochriskante Finanzprodukte“ und „gefährlicher grauer Kapitalmarkt“ sind Schlagworte, die dieser Tage häufig in der Presse im Zusammenhang mit Genussrechten zu lesen sind. Die öffentliche Diskussion hat sich insbesondere durch den Antrag auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens seitens der Prokon GmbH entfacht, bei der eine große Anzahl von Privatpersonen in Genussrechte investiert hatten.

Sofort wird nach einer stärkeren Regulierung und größerem Verbraucherschutz gerufen, notfalls sollen, so zieht es wohl die Regierung in Betracht, Genussrechte verboten werden. Dieses würde leider in den schon seit längerem zu beobachtenden Trend zur politisch motivierten Überregulierung des Finanzierungssektors und Bevormundung der Verbraucher passen. Aber wer schützt den Verbraucher davor, ein Auto zu kaufen, das schon mit Auslieferung einen Wertverlust von über 20% verzeichnet?

Das Genussrecht kann für Unternehmen in bestimmten Situationen sehr attraktiv sein, da es die Möglichkeit bietet, eigenkapitalähnliches Kapital zeitlich begrenzt aufzunehmen, ohne Mitbestimmungsrechte abgeben zu müssen. Für Investoren können Genussrechte als quasi-unternehmerische

Beteiligung ein interessantes Risiko-Rendite-Profil mit einer definierten Laufzeit bieten, ohne aktiv ins Unternehmertum einsteigen zu müssen.

Wir können nur hoffen, dass auf der einen Seite der Gesetzgeber keine vorschnellen Reaktionen zeigt und auf der anderen Seite sich alle Investoren

auf ihre Eigenverantwortung bei Anlageentscheidungen zurückbesinnen. Dann steht dem Genussrecht insbesondere in der derzeitigen Niedrigzinsphase auch zukünftig eine wichtige Rolle zu.

Nicolas Parey, Corporate Finance
Februar 2014

Unsere Referenzen finden Sie auf unserer Homepage:
www.mmwarburg.com/de/firmenkunden

Kontakt:

Dr. Jens Kruse

Leiter Corporate Finance
Ferdinandstraße 75 · 20095 Hamburg
jkruse@mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO

1798