

Innovative Finanzierungs- instrumente für den deutschen Mittelstand

Zeit für Veränderungen

Die Finanzierungsmöglichkeiten deutscher Mittelstandsunternehmen durch Eigen- oder Fremdkapital als Alternative zum klassischen Bankkredit erweisen sich trotz bisheriger Bemühungen weiterhin als schwierig.

Öffentlich-rechtliche Förderprogramme oder KfW-Darlehen sind im Kontingent limitiert sowie an Bedingungen und Formalien gebunden. Die seit etwa 2010 von einigen deutschen Börsen ins Leben gerufenen Marktsegmente für Mittelstandsanleihen sind infolge einer hohen Anzahl von Unternehmensinsolvenzen quasi ausgetrocknet bzw. „zusammengebrochen“. Die Finanzierungsmöglichkeit durch Schuldscheindarlehen bei institutionellen Investoren, wozu insbesondere Versicherungen, Pensionskassen und Versorgungseinrichtungen gehören, scheiterte in der Vergangenheit häufig aufgrund der zu geringen „Losgröße“ des damit verbundenen Emissionsvolumens. Außerdem erfüllen viele Mittelständler die materiellen Anforderungen der Anlageverordnung (AnIV) sowie die internen Anlagegrundsätze von Versicherungen für das gebundene Vermögen der kapitalgedeckten Lebens- und Rentenversicherung, die Anforderungen des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) insbesondere für Pensionskassen sowie tragende Schlüsselkriterien (z. B. eine häufig bevorzugte, zusätzliche grundpfandrechtl. Besicherung und die Einhaltung bonitätsrelevanter Bilanzstrukturkennziffern) der „Grundsätze für die Vergabe von Unternehmenskrediten durch Versicherungsgesellschaften – Schuldscheindarlehen –“ des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V. nicht oder nur bedingt.

Auf der Eigenkapitalseite ist eine börsliche Notierung der Aktien von Mittelstandsunternehmen oder jungen, innovativen Wachstumsunternehmen trotz Etablierung erster börslicher Mittelstandsmarktsegmente in Deutschland kaum gelungen, da die damit verbundenen Kosten, Publizitäts- und Transparenzanforderungen diese Unternehmen kostenmäßig sehr stark belasten. Wagniskapital- und Beteiligungsgesellschaften agieren zumeist weiterhin in Form von Direktinvestments. Zudem firmieren viele Mittelständler weiterhin in der Rechtsform der Personengesellschaft mit und/oder ohne Vollhafter.

Dies gibt Anlass, nach innovativen Finanzierungsalternativen für den deutschen Mittelstand zu suchen. Als ein möglicher Ansatz dazu wird hier eine innovative Konzeption für „hybride“ handelbare Beteiligungs- und Finanzierungsinstrumente erörtert, die als solche einer „Mischung“ aus Eigen- und Fremdkapital gleichkommen und grundsätzlich auch auf Personengesellschaften wie die Kommanditgesellschaft

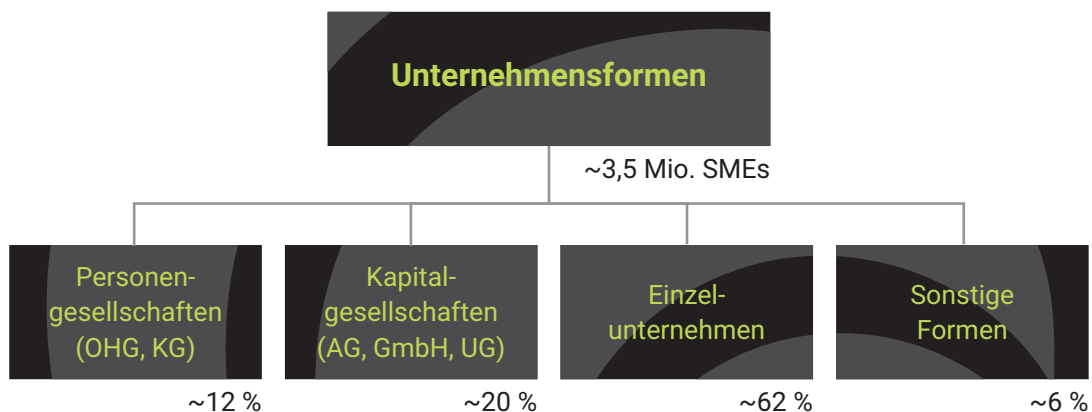
oder die personenbezogene GmbH anwendbar sind. Mittels einer erweiterten, aber dennoch limitierten Haftungsbegrenzung erwirbt der Investor dabei einerseits sowohl eine Beteiligung an der Gewinn- und Performanceentwicklung des Unternehmens, kann sich aber andererseits über „integrierte Verkaufsoptionen“ langfristig ein flexibles und fungibles Exit-Recht aus dem Investment verschaffen. Hierzu werden börsliche und außerbörsliche Marktmodelle und Handelsplattformen erörtert, die zu einer verbesserten Fungibilität und Markttransparenz der Beteiligungs- und Finanzierungsanteile beitragen sollen. Des Weiteren wird ein kurzer Überblick über Crowdfunding-Modelle gegeben. Diese innovativen Ansätze subsumieren die Autoren unter dem Begriff „Innovative Corporate Finance Structures for Small and Medium Enterprises (SMEs)“.

1. Mittelstandsunternehmen in Deutschland

3,5
Millionen
SMEs

In der deutschen Gesetzgebung und Literatur gibt es keine Legaldefinition von Mittelstandsunternehmen, die als SMEs bezeichnet werden. Sie firmieren in der Regel nicht in der Rechtsform der Aktiengesellschaft (AG), sondern als Personengesellschaft in der Rechtsform der Kommanditgesellschaft (KG) mit oder ohne persönliche Vollhafter, der Offenen Handelsgesellschaft (OHG) oder als kleine oder mittelgroße Kapitalgesellschaft in der Rechtsform der GmbH bzw. UG Unternehmergesellschaft (haftungsbeschränkt). In vielen Fällen sind sie partnerschaftlich oder durch Familien geführt, regional fokussiert und als Monoliner im Sinne eines fokussierten Einproduktgruppenunternehmens organisiert. Häufig besetzen sie Marktnischen, sind Traditionsunternehmen oder haben sich als Start-ups innovativ spezialisiert.

Deutsche Unternehmen nach Rechtsform



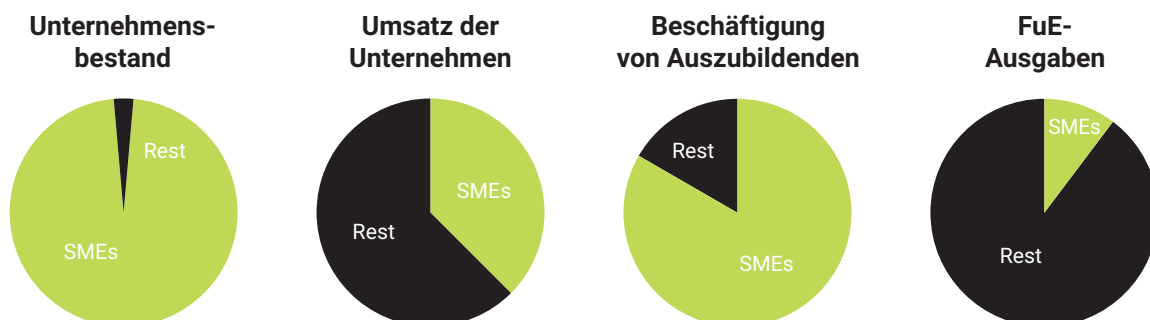
Quelle: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/237346/umfrage/unternehmen-in-deutschland-nach-rechtsform-und-anzahl-der-beschaeftigten/>

Nach einer Studie des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie (BMWi) aus dem Jahre 2016 erwirtschaften die deutschen Mittelstandsunternehmen mehr als die Hälfte der jährlichen Wertschöpfung und stellen circa 60 % aller Arbeitsplätze und circa 82 % aller Ausbildungsplätze zur Verfügung. Andererseits machen sie auch den wesentlichen Anteil der im Jahre 2017 in Deutschland angemeldeten gut 16.000 Unternehmensinsolvenzen aus. Im Rahmen dieses Artikels werden Gewerbetreibende und eingetragene Kaufleute (e. K.) als sog. Kleinunternehmer von der Zielgruppe des vornehmlich industriellen Mittelstandes abgegrenzt.



Mittelstand schafft Arbeitsplätze, FuE-Ausgaben sind ausbaufähig

Volkswirtschaftliche Bedeutung von SMEs



Quelle: IfM Bonn, Stand 2016

2. Cashflow-orientierte Innenfinanzierung aus betrieblichen Umsatzerlösen

Traditionell erfolgt die Innenfinanzierung des Mittelstandes durch Gewinnthesaurierung, Abschreibungen und die Dotierung langfristiger Rückstellungen wie z. B. Pensionsrückstellungen – die Bundesbank berichtet allein für Abschreibungen einen Anteil am gesamten Mittel-aufkommen der Unternehmen von 52 % für das Jahr 2016.

Häufig belasten jedoch unbezahlte, offene Rechnungen und somit hohe Bestände an Forderungen aus Lieferungen und Leistungen gegenüber Kunden die Liquidität der Unternehmen. Darüber hinaus haben sich Pensionsrückstellungen für die betriebliche Altersvorsorge der Beschäftigten in den Bilanzen der Unternehmen als „tickende Zeitbombe“ erwiesen, da sich die damit verbundenen Belastungen durch ein deut-



lich auf etwa 0 % gesunkenes Zinsniveau und eine zunehmende Lebenserwartung der Arbeitnehmer als existenzbedrohende Belastung für die Unternehmen gezeigt haben. Da viele Mittelständler dafür keine separate, finanzielle Vorsorge, z. B. durch Rückdeckung bei einer Pensionskasse, getroffen haben, ist bilanziell oftmals eine mittlerweile hohe Deckungs- sowie Liquiditätslücke entstanden, die nicht selten zur Insol-

venz der Unternehmen führte, so dass der Pensions-Sicherungs-Verein VVaG für die betrieblichen Pensionslasten eintreten musste. Das im Unternehmen noch verfügbare Working-Capital reichte dafür häufig nicht aus und langfristiges betriebsnotwendiges Anlagevermögen war entweder nicht veräußerbar oder auch nicht zusätzlich beleihbar.



3. Außenfinanzierung durch Fremdkapital

Mittelstandsanleihen und Schuldscheindarlehen als Alternative zum klassischen Bankkredit

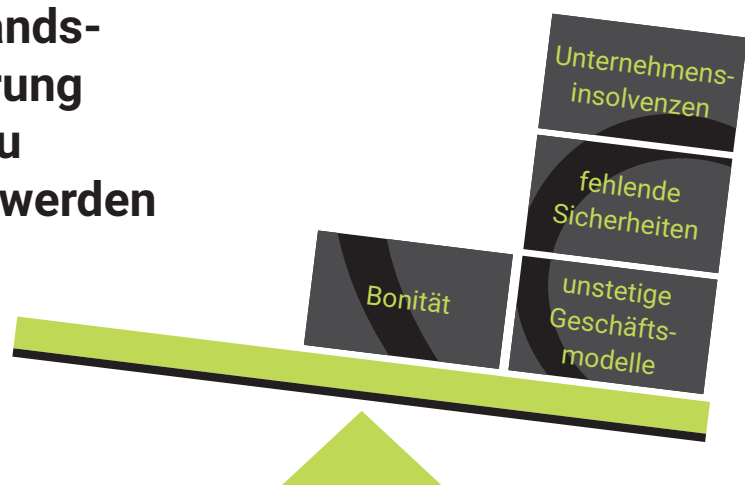
Der Markt für Mittelstandsanleihen wurde in Deutschland 2010 durch die Börse Stuttgart ins Leben gerufen, der die Börsen Düsseldorf und Frankfurt am Main (mit dem Prime- und dem Entry-Standard) kurze Zeit später folgten.


Es sind unbesicherte Inhaberschuldverschreibungen mit einer durchschnittlichen Laufzeit von 5 bis 7 Jahren und einem Emissionsvolumen im Durchschnitt zwischen 25 und 250 Mio. €. Seit 2010 wurden über 125 Mittelstandsanleihen mit einem kumulierten Volumen von über 7 Mrd. € emittiert. Sie verfügen in der Regel über ein Rating von BBB oder schlechter und haben somit nur im Ausnahmefall ein Investment-Grade-Rating. Infolge zahlreicher Insolvenzen ab dem Jahr 2013 von zum Teil renommierten Unternehmen wie z. B. Zamek, MS Deutschland, Solar Millenium AG oder SAG Solarstrom AG brach der Markt für Mittelstandsanleihen in

Deutschland zusammen und hat sich bis heute auch nicht wieder regeneriert. Die Gründe hierfür sind insbesondere in einer ungenügenden Bonitätsbeurteilung, fehlenden Sicherheiten, unstetigen Geschäftsmodellen, Missmanagement und einer mangelnden Validität des Mittelstandsratings zu sehen, die auch durch die gesetzlichen Anforderungen an die erforderlichen Wertpapierverkaufsprospekte und das Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuldverschreibungsgesetz - SchVG) nicht hinreichend substantiiert werden konnten.

Seit 2010 wurden über **125 Mittelstandsanleihen mit kumuliertem Volumen von über 7 Mrd. € emittiert.**

Mittelstandsfinanzierung muss neu gedacht werden





geringe
Transaktionskosten
und geringer Aufwand

Vorteile

Verbreiterung der
Finanzierungsbasis

Konditionen
flexibel
gestaltbar

keine
Kapitalmarktfähigkeit
erforderlich

Schuldschein- darlehen aus Sicht der SMEs

Nachteile

begrenzte
Fungibilität

begrenzter Kreis
an institutionellen
Investoren

hohe Losgrößen
im institutionellen
Bereich

hoher
Bonitätsstandard

Im Gegensatz zu Mittelstandsanleihen sind Schuldscheindarlehen nach § 488 Abs. 1 BGB Darlehensverträge und keine Wertpapiere, die durch einen Schuldschein dokumentiert werden. In der Regel sind sie zusätzlich besichert über Grundpfandrechte an Immobilienvermögen, Negativverklärungen, Change of Control, Pari-passu-Klauseln und sog. Covenants, die bei Bonitätsverschlechterungen, abgeleitet aus aktuellen Bilanzrelationen zu Verschuldungsgrad, Liquidität und Anlagendeckungsgrad Sonderkündigungsrechte und/oder zumindest höhere Zinssätze eröffnen. Daher erlangen Schuldscheindarlehen in der Regel Investment-Grade-Status und sind damit für Kapitalanlagen der Versicherer und Pensionsfonds im sog. Sicherungsvermögen (= Anlagestock, dem früheren Deckungsstock) grundsätzlich geeignet. Die durchschnittliche Laufzeit von Schuldscheindarlehen, die an institutionelle Investoren platziert werden, beträgt circa 10 bis 15 Jahre, ihr Emissionsvolumen bewegt sich zwischen 50 und bis zu 500 Mio. €. Sie sind daher für Daueranleger wie Versicherungen, Pensionsfonds, öffentlich-rechtliche Sozialversicherungsträger und Treuhandvermögen zur Kapitalanlage geeignet. Geringere Losgrößen mit einer kürzeren Laufzeit zwischen 5 bis 7 Jahren werden im Wesentli-

chen von Sparkassen, Raiffeisenbanken, Regional- und Landebanken erworben. Schuldscheindarlehen sind grundsätzlich an Dritte übertragbar im Sinne von §§ 398 ff. BGB. Ihre Insolvenzquote ist verschwindend gering. Aufgrund ihrer relativ hohen Losgröße und hoher Bonitätsstandards eignen sie sich für klassische Mittelständler aber nur bedingt. Große und erfolgreiche Emissionen wurden beispielsweise von Fraport AG, Rheinmetall AG und ZF Friedrichshafen AG begeben, die aber nicht als Mittelständler klassifiziert werden können. Das jährliche kumulierte Emissionsvolumen von Schuldscheindarlehen in Deutschland bewegt sich im Durchschnitt oberhalb von 13 Mrd. €, das Gesamtvolumen beläuft sich derzeit auf über 80 Mrd. €. Da Schuldscheindarlehen Kreditcharakter haben, erfordern sie die Kaufmannseigenschaft des Kreditgebers = Investors und stehen daher dem klassischen privaten Investor im Sinne eines „Schuldscheindarlehens light“ auch bei theoretisch kleiner Stückelung nicht als Anlageform offen.

4. Crowdfunding als Finanzierungsinstrument



Neben den bekannten Adressaten für die Bereitstellung von Finanzmitteln treten zunehmend neue Anbieter auf, die im Internet auf ihren Plattformen den Finanzierungsbedarf für ein Projekt vorstellen und damit potenzielle Kreditnehmer und -geber zusammenbringen wollen: Crowdfunding. Es bedeutet Finanzierung durch eine Vielzahl von Personen mit kleineren Beträgen.

Hinsichtlich Risiko und Ertrag werden im wirtschaftlichen Bereich zwei verschiedene Crowdfunding-Modelle unterschieden:

- **Crowdinvesting: Equity-based Crowdfunding**
Die Investoren beteiligen sich durch Vermittlung einer Online-Plattform am Unternehmen (Eigenkapital- und Mezzaninfinanzierungen) und nehmen so am wirtschaftlichen Erfolg der finanzierten Projekte teil. Je nach Vertrag erhalten sie einen festen Zins und/oder einen Anteil am Gewinn.
- **Crowdlending: Lending-based Crowdfunding, Crowdkredit, P2P-(peer-to-peer-)Kredit**
Die Geldgeber geben einen (zu tilgenden) Kredit über eine feste Laufzeit zu einem vereinbarten Zinssatz an eine Privatperson oder ein Unternehmen.

Crowdfunding (i. w. S.) ist noch eine Nische. 2017 flossen in Deutschland rund 200 Mio. € in 632 Projekte, 63,2 Mio. € davon an Unternehmen. Von diesem Betrag entfielen 33,9 Mio. € auf Crowdinvesting und 29,3 Mio. € auf Crowdlending. Zum Vergleich: Banken und Sparkassen vergeben an Unternehmen und Selbstständige

jährlich rund 1,3 Mrd. € an Krediten. Der Marktanteil Deutschlands am weltweiten Crowdfunding-Markt liegt bei weit unter 5 %. Zwar ist das Marktvolumen in Deutschland noch relativ klein, allerdings werden für die nächsten Jahre jährliche Wachstumsraten von 20 % prognostiziert.

2017 boten in Deutschland 17 Plattformen die Vermittlung von Unternehmensfinanzierungen an. Der Marktanteil der vier größten Anbieter lag bei rund 83 %. Das sind im Marktsegment Crowdinvesting (Eigenkapital- und Mezzaninfinanzierungen): Companisto, Kapilendo und Seedmatch. Im Segment Crowdlending (Fremdkapitalfinanzierungen): Funding Circle und Kapilendo.

Für eine Kreditanfrage auf einer Crowdlending-Plattform ist eine Anmeldung erforderlich und es sind die geforderten Informationen in ein Formular auf der Website einzutragen. Danach – also vor der Veröffentlichung auf der Plattform – findet eine Prüfung des zu finanzierenden Vorhabens statt. Über den Träger der Plattform wird im Rahmen eines standardisierten Ratingverfahrens die Ausfallwahrscheinlichkeit des Kreditsuchenden ermittelt und dieser ergebnisabhängig anschließend einer Bonitätsklasse zugewiesen, die die Höhe bzw. Bandbreite des Kreditzinssatzes bestimmt. Auf dieser Basis wird über die Zulassung auf der Plattform und die Höhe der (ratingbasierten) Konditionen entschieden. Erst danach wird – sofern keine Ablehnung des Antrags erfolgt – das zu finanzierende Projekt mit Beschreibung und Konditionen auf der Plattform veröffentlicht und Investoren können Finanzmittel anbieten. In der Regel ist das Funding in kurzer Zeit abgeschlossen.

Für die Leistungen der Plattform werden Einmalgebühren (Prozentsatz von der Kreditsumme) für Kreditvermittlung, Bonitätsprüfung und ggf. Inanspruchnahme weiterer Dienstleistungen erhoben. Zusätzlich fallen bei Crowdinvesting und Crowdlending Zinsen und Gewinnanteile an.

Trotz des höheren Automatisierungs-/Digitalisierungsgrades und der fehlenden persönlichen Beratung können im Vergleich zur klassischen Kreditfinanzierung Kostennachteile entstehen. Deshalb ist ein genauer Vergleich der Kosten-

modelle von Crowdfunding-Plattformen erforderlich. Das liegt im Wesentlichen an den für Crowdfunding zu zahlenden Gebühren an die Plattformbetreiber und Servicer, während die Zinssätze für die eingeworbenen Finanzmittel sich durchaus nahe den Zinssätzen der Banken bewegen; sie können aber bei höherem Kreditrisiko auch bedeutend höher liegen. Insbesondere bei der Schnelligkeit der Kreditentscheidung kann Crowdfunding erheblich punkten.

Vergleicht man die Finanzierung durch die Bank mit Crowdfunding, lassen sich folgende Unterschiede herausstellen:

Klassische Bankfinanzierung vs. Crowdfunding

Bankfinanzierung

- Fremdkapital
- Vorlage von Jahresabschlüssen, Planungsunterlagen, Kalkulationen, Beschreibung des Investitionsvorhabens, Angebot von Kreditsicherheiten, Businessplänen
- Kreditwürdigkeitsprüfung
- Gespräche, Gremienentscheidung (Markt und Marktfolge)
- Verhandlung
- Kreditvertrag von der Bank, Bestellung der Kreditsicherheiten

Crowdfunding

- häufig wirtschaftliches Eigenkapital
- Veröffentlichung auf der Website mit Beschreibung des zu finanzierenden Projektes
- Pitch
- Videopräsentation
- Standardbeteiligung
- standardisierte Finanzverträge zwischen Investor und Unternehmen

Mit Crowdfunding i. w. S. stehen Alternativen zur Verbreiterung der Finanzierungsbasis und zur Aktivierung von neuen Investorengruppen (Retail, Semiprofessional, Professional, Institutional) zur Verfügung. Es eröffnet insbesondere bei ausgeschöpften Kreditspielräumen oder bei üblicherweise bankseitig nicht oder nur sehr restriktiv kreditierbaren Vorhaben, Branchen oder Unternehmen mit Crowdlending und Crowdinvesting neue Optionen, die neben der Beschaffung von Fremdkapital auch die Akquisition verschiedener Arten von Eigenkapital und Mezzaninekapital ermöglichen.

Die wesentlichen Vor- und Nachteile von Crowdfunding i. w. S. gegenüber einer Bankenfinanzierung stellt folgende Tabelle gegenüber:

Vor- und Nachteile von Crowdfunding gegenüber klassischer Bankenfinanzierung

Vorteile

- Finanzierung auch niedrigerer Kapitalbedarfe
- kurzfristige Umsetzung
- höheres Interesse seitens der Medien
- Supporter, Stakeholder, Markenbotschafter, Kundengewinnung und Kundenbindung
- besondere Eignung für innovative Projekte
- Matching von innovativen Unternehmen mit Investoren (Marketingeffekt)
- Ergänzung zum klassischen Kredit, insbesondere im Nachrangbereich

Nachteile

- gegebenenfalls höhere Finanzierungskosten (Provision)
- standardisierte Bonitätsprüfung anhand von festgelegten Scoring-Kriterien
- erhöhter Marketing- und Kommunikationsaufwand
- keine Eignung für alle Geschäftsbereiche (z. B. komplexe oder vertrauliche Geschäftsmodelle)
- standardisierter Vollstreckungsprozess und damit Erschwerung einer Sanierung
- kein Gestaltungsspielraum durch Standardverträge

Die Attraktivität von Crowdfunding aus Investorensicht liegt bei den niedrigen Anlageträgern und der damit möglichen Risikodifferenzierung.



Finanzierungsart

Crowd-lending

instrument

klassische Bankenfinanzier

←

Crowd-investing

↑

→

5. Innovative Finanzierungs- und Beteiligungskonzepte

Finanzierungs- und Beteiligungskonzepte für Kommanditgesellschaften (KG) und Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH)



Die externe Finanzierung mittelständischer Unternehmen mit Eigen- oder Fremdkapital hat sich in den letzten Jahren aufgrund der Niedrigzinsphase sowie der Rückkehr von Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften an den Markt verbessert. Die Eigenkapitalfinanzierung erfolgt bei einer branchenübergreifenden durchschnittlichen Umsatzrendite von derzeit rund 7 % brutto vor Ertragsteuern zumeist nur aus einbehaltenen Gewinnen der Unternehmen, während die Fremdfinanzierung weitestgehend von Bankkrediten abhängig ist, die durch die bankaufsichtsrechtliche Regulierung sowie standardisierte Risikovorgaben der Banken z. B. beim Underwriting im Bereich der Konsortialfinanzierung erschwert werden. Der Markt für zumeist unbesicherte Mittelstandsanleihen in Deutschland ist weitgehend gescheitert und der Markt für Schuldscheindarlehen infolge der Losgrößen und Ratinganforderungen der institutionellen, am gebundenen Sicherungsvermögen orientierten Investoren, bleibt dem Mittelstand zumindest im Langfristbereich weitestgehend verschlossen. Wagnisbeteiligungsgesellschaften tätigen in erster Linie Direktinvestitionen und verlangen häufig einen beherrschenden Einfluss auf das Unternehmen. Kapitalmarktorientierte Börsengänge sind zumeist für den mittelständischen Emittenten mit zu hohen Kosten, Transparenz- und Publizitätsanforderungen verbunden. Dies gilt auch für die mittlerweile von mehreren deutschen Regionalbörsen ins Leben gerufenen Mittelstandsmarktsegmente für Aktienemissionen, wie z. B. dem Marktsegment „Scale“ der Gruppe Deutsche Börse AG, an dem derzeit ungefähr 50 Unternehmen gelistet sind; beispielsweise RCM und Nürnberger Beteiligungs AG, MPC Münchmeyer Petersen Capital AG oder

FinTech Group AG. Hierbei handelt es sich ausschließlich um Unternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft, nicht jedoch um GmbHs oder Personengesellschaften. Zudem erfordert Scale eine Mindestmarktkapitalisierung von 30 Mio. €, ein Wertpapierverkaufsprospekt, die Girosammelfähigkeit im Rahmen des börslichen Clearings, einen Research-Report, einen jährlichen Mindestumsatz des Unternehmens von 10 Mio. € sowie Halbjahresabschlüsse. Ein sogenanntes Private-Placement der Anteile ist eher die Ausnahme. Die so insgesamt für ein Listing entstehenden Kosten sind damit für SMEs in der Regel als zu hoch zu bewerten. Denn einer Aufweichung von Börsenzulassungsbedingungen, Börsenordnungen und/oder des Wertpapierverkaufsprospektgesetzes sind durch die Bestimmungen des Wertpapierhandelsgesetzes und des Börsengesetzes regulatorische wie rechtliche Grenzen gesetzt.

Für viele Investoren erscheint daher das damit verbundene Rendite/Risiko-Verhältnis bei Investitionen in den Mittelstand zumindest zurzeit als noch zu unattraktiv. Zudem belasten Befürchtungen über mangelnde Exitmöglichkeiten und eine unzureichende Fungibilität bzw. Liquidität der Investments mangels funktionsfähiger Sekundärmärkte und lediglich unverbindlicher Kursstellungen durch Betreuer oder Market-Maker die Investitionsbereitschaft der Investoren. Die täglichen Handelsvolumina sind verschwindend gering und die dabei gestellten Geld/Brief-Spreads zu hoch. Zumeist bleibt es nur bei indikativen Kurstaxen. Insbesondere bei jungen wachstumsorientierten oder innovativen mittelständischen Unternehmen muss man zudem mit Anlaufverlusten, Prognoseunsicherheiten,



höherer Volatilität der Ergebnisse und einer überproportional hohen Insolvenzquote mit entsprechendem Cash-Burn in den ersten 5 Geschäftsjahren rechnen. Die klassischen Verfahren der Equity- oder Entity-basierten Unternehmensbewertungen durch Discounted Cashflow-Modelle finden daher hier nur bedingt Anwendung. Valide Ratingmodelle für den Mittelstand stehen weiterhin nur partiell zur Verfügung.

Eine mögliche Lösung dafür ist, Kreditvergabe und Eigenkapitalbeteiligungen in den Mittelstand durch höhere Risikoprämien und flexible Exitmöglichkeiten für die Investoren attraktiver zu machen und ggf. durch Schaffung eines gesetzlich normierten, organisierten und überwachten Sekundärmarktes zu fördern. Dies wird nachfolgend am Beispiel einer Kommanditgesellschaft (KG) erläutert. Wertorientierte Unternehmensführung und das Capital-Asset-Pricing-Model betonen die Erforderlichkeit einer angemessenen Risikoprämie für das eingesetzte Eigenkapital bei risikobehafteten Investitionen wie z. B. Kredite oder Kapitalbeteiligungen an SMEs. Sind die Komplementäre natürliche Personen, so haften diese mit ihren Privatvermögen gesamtschuldnerisch für die Verbindlichkeiten bis zu 5 Jahre nach deren Austreten aus dem Unternehmen, so dass eine Separierung von Sicherheiten hier nicht notwendig ist. Der Regelfall ist allerdings die GmbH & Co. KG, bei der eine GmbH die persönliche Komplementärhaftung übernimmt. Da jedoch die Haftung der GmbH wiederum beschränkt ist und diese häufig lediglich mit dem Mindestkapital für die Gründung ei-

ner GmbH ausgestattet ist, ist bei der GmbH & Co. KG der wirtschaftliche Wert einer solchen Komplementärhaftung gering. Um jedoch die Übernahme eines derartigen Kreditrisikos für den Investor attraktiver zu machen, könnte die Risikoprämie „Kreditzins“ durch einen gewinnabhängigen Performanceaufschlag erhöht werden, der dem Gewinnverteilungsanspruch von Komplementären und Kommanditisten vorausgeht. Zusätzlich könnte dem Kreditgeber eine Beteiligung an den in der Zwischenzeit erwirtschafteten stillen Reserven der KG durch die Vereinbarung von Kaufoptionen oder Wandlungsrechten auf die Kommanditanteile bestehender Kommanditisten anbieten. Bereits derzeit werden stille Reserven in Form von sogenannten Ergänzungsbilanzen fortgeführt, um deren Besteuerung im Falle eines zukünftigen Gesellschafterwechsels vornehmen zu können. Im Falle der GmbH & Co. KG oder der KGaA können diese „Bezugsrechte“ der Kreditgeber auf die entsprechenden GmbH-Anteile oder Aktien gezogen werden. Beteiligt sich ein Investor direkt als Kommanditist und stellt dem Unternehmen somit Haftungskapital zur Verfügung, so könnte man den Gesellschaftsvertrag derart ändern, dass auch Kommanditisten neben den Komplementären ein paritätisches Stimmrecht bei der Unternehmensführung zusteht und die Vorabverzinsung ihrer geleisteten Kommanditeinlage von 4 % (§ 168 HGB) deutlich erhöht wird, so z. B. auf 8 % bis 12 %. Zudem könnte den Investoren für deren Kommanditanteile ein Verkaufsrecht (Put-Option) als Exitmöglichkeit eingeräumt werden, die es ihnen erlaubt, ihre Kommanditanteile zu einem vorab definierten Mindestpreis an die persönlich haftenden Komplementäre zu späterem Zeitpunkt anzudienen. Bei Beteiligungen an einer GmbH besteht analog die Möglichkeit, geleistete GmbH-Einlagen an die Gründungs- und/oder Familiengeschafter zu vorab definierten Konditionen zurück zu verkaufen oder aber einen Rückkauf eigener GmbH-Anteile, soweit gesetzlich zulässig, durch die Gesellschaft selbst vorzunehmen (vgl. § 33 GmbHG). Im Falle der Kreditvergabe an eine GmbH besteht die Möglichkeit, den Kreditgebern eine Kaufoption bzw. ein Vorkaufsrecht auf

neue GmbH-Anteile einzuräumen, um so im Erfolgsfalle an der Performance der Gesellschaft mit zu partizipieren. Den Investoren steht eventuell auch die Möglichkeit offen, derartige Options- und Wandlungsrechte von ihrem originären Investment zu trennen und außerbörslich (OTC = Over the Counter) an Dritte weiter zu veräußern.

Die hier erörterten Instrumente bedingen möglicherweise eine Änderung der Satzung der Kapitalgesellschaften und die Schaffung bzw. Genehmigung eines bedingten Gesellschaftskapitals. Hierzu wäre die Umsetzung der Europäischen Privatgesellschaft (SPE) in europäisches und nationales Recht sehr hilfreich, da analog der Situation bei der Europäischen Aktiengesellschaft (SE) die Satzung des Unternehmens dem nationalen Handels- und Gesellschaftsrecht vorausgeht.

Ein weiterer wesentlicher Aspekt der Bereitschaft zur Finanzierung des Mittelstandes ist die Liquidität und Fungibilität entsprechender Beteiligungsinstrumente, die einen funktionsfähigen und organisierten Sekundärmarkt erforderlich macht. Als Ausgangsüberlegung kann hierzu zunächst die Fondsbörse Deutschland/Zweitmarkt.de in Hamburg aufgeführt werden, über die der Handel von KG-Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds angeboten wird.

Damit ein solches Sekundärmarktmodell auch außerhalb des Fondsbereiches für mittelständische Unternehmen eingesetzt werden kann und vom Markt angenommen wird, ist ein neues gesetzlich überwachtes, organisiertes und reguliertes Marktsegment zu implementieren. Im Rahmen dieser Implementierung kann auf die bestehenden Börsengesetze und Börsenordnungen zurückgegriffen werden. Im Rahmen dieses neuen Marktsegmentes sind von Market-Makern fortlaufend verbindliche Kurse für GmbH- und KG-Kommanditanteile zu stellen und deren Wert zusätzlich vergleichbar mit Exchange-Traded-Funds (ETFs) oder Fondsanteilen zeitnah und kontinuierlich im Sinne eines Net-Asset-Value (NAV) zu berechnen, der sich

am bilanziellen Liquidationswert inklusive stiller Reserven und Lasten aus einer parallel dazu geführten Ergänzungsbilanz orientiert. Eine derartige Berechnung könnte z. B. durch die DPR Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung e. V., die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA), einen renommierten Fondsanbieter, einen Börsenbetreiber oder einen Informationsprovider, beispielsweise Reuters oder Bloomberg, erfolgen.

Ein so berechneter Net-Asset-Value könnte so dann im Sinne einer „Poollösung“ auf die unterschiedlichen Investoren in ein SME nach vorab definierten Umsatz-, Risiko- oder Performance-schlüsseln verteilt werden oder in Form von zusätzlichen GmbH- oder Kommanditanteilen an diesen Gesellschaften im Sinne einer zuvor genehmigten und somit bedingten Kapitalerhöhung vergütet werden. Alternativ könnte diese Anteile auch von den bisherigen mittelständischen Inhabern (Altgesellschaftern) zur Verfügung gestellt bzw. abgegeben werden. Eine Beteiligung von Wagniskapitalgesellschaften, Investmentbanken oder Fondsgesellschaften wäre bei einem derartigen Geschäftsmodell ebenso denkbar. Der rechtliche Rahmen dazu könnte über eine Erweiterung der Anlageverordnung, eine Änderung der risikoorientierten Anlagengrundsätze von Versicherungen und Erweiterung des Kapitalanlagegesetzbuches gelegt werden. Zu bedenken ist allerdings, dass Kapitalgesellschaften im Falle einer Börsennotierung nach § 264d HGB immer als kapitalmarkt-orientiert und somit als große Kapitalgesellschaften gelten würden. Folglich wären die für diese Unternehmen geltenden wesentlich höheren Anforderungen an die Rechnungslegung und Publikation zu erfüllen, was zu zusätzlichen Kosten führen würde, auch wenn sie bei



den anderen Kriterien weiterhin lediglich als mittelständische GmbH klassifiziert bliebe. Eine gesetzliche Ausnahmeregelung, wonach für dieses neue Marktsegment die o. g. Anforderungen nicht gelten, würde die Wahl der zuvor skizzierten Handlungsoption also erheblich erleichtern. Ergänzend müsste für GmbHs und KGs ein außerbörsliches Marktmodell geschaffen werden, das einer vertraglich vereinbarten, zivilrechtlichen Ordnung und Überwachung unterläge. Dazu könnte z. B. auch auf standardisierte Regelungen im Rahmen von ISDA-Master-Agreements zurückgegriffen werden. Um eine Handelbarkeit und Bewertung entsprechender Beteiligungsinstrumente und einen damit verbundenen möglichen zeitnahen fairen und verhältnismäßig liquiden Exitpreis aus diesen Positionen zu gewährleisten, ist eine Standardisierung dieser Instrumente geboten. Das könnte z. B. durch die Deutsche Prüfungsstelle für Rechnungslegung DPR e. V. oder die DFVA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Assetmanagement e. V. in Verbindung mit mittelständischen Ratingagenturen erfolgen, die zudem aufsichtsrechtliche Normen in Anlehnung an Vorschläge des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht,

standardisierte HGB-Bilanzgliederungsschemata oder standardisierte Kreditüberwachungsprotokolle einbeziehen.

Entsprechende Beteiligungsmöglichkeiten an SMEs könnten darüber hinaus auch im Rahmen der betrieblichen Wertschöpfungskette insbesondere den Mitarbeitern, Lieferanten und Kunden mittelständischer Unternehmen angeboten werden im Sinne von laufzeitbezogenen Bonus- und Rabattsystemen. Dadurch könnten mittelbar auch Vertragstreue, Loyalität und Kundenbindung gefördert werden. Vor allem bei Mitarbeitern und Management kann über die Beteiligung am Eigenkapital eine variable, leistungsorientierte Vergütung im Sinne eines performanceorientierten Bonus, als Alternative zur Zahlung einer jährlichen Tantieme, erfolgen.

Möglichkeiten zur Erhöhung der Attraktivität für Investoren



6. Fazit

Der Markt für Risiko- und Beteiligungskapital im deutschen Mittelstand muss weiter geöffnet und innovativer werden, um die Übernahme der damit verbundenen Risiken für Kreditgeber und Investoren attraktiver zu machen. Hierzu wären ggf. Änderungen in den Gesellschaftsverträgen von GmbH- und Kommanditgesellschaften erforderlich, die durch eine Anpassung gesetzlicher Rahmenbedingungen zu unterstützen sind.

Börsliche Marktsegmente für mittelständische Aktienemissionen in Deutschland sind immer noch durch hohe Kosten, Publizitätsanforderungen und fehlende verbindliche Market Maker-Modelle belastet, die einen börslichen Exit aus einem Eigenkapital-Investment weiterhin erschweren.

Einer neuer Weg könnte eine Art von Mischung aus Fondsanteil und Investment Aktiengesellschaft mit standardisierten Eigen- und Fremdkapitalinstrumenten jeweils nur eines mittelständischen Unternehmens (Master Product), das durch beaufsichtigte Market Maker (Skontrofführer) Kurse im Sinne eines aktuellen, bilanziell orientierten Net Asset Value mindestens einmal täglich berechnet und somit liquide handelbar wird. Als Vergleich könnten erste Projekte zu

Handelsplattformen im Rahmen von Crowdfunding herangezogen werden.

Die Familien- und Gründungsgesellschafter mittelständischer Unternehmen müssen ihre Bereitschaft deutlich erhöhen, Kreditgebern und Investoren höhere Risikoprämien durch erweiterte Mitspracherechte, optionale Andienungsrechte und überproportionale Performancebeteiligungen einzuräumen. Mitarbeiter, Zulieferer und Lieferanten können im Rahmen der betrieblichen Wertschöpfungskette als Investoren mit eingebunden werden. Dann wird auch die externe Mittelstandsfinanzierung deutlich verbessert werden, denn es gilt auch hier: „Wenn der Preis stimmt“, dann werden (semi-)professionelle Investoren auch bereit sein, vermehrt derartige Risiken zu zeichnen. Das haben nicht zuletzt auch die Beispiele Facebook, Google, Apple, Netflix oder Amazon in den USA gezeigt.



7. Autoren

AUDIT & ADVISORY TAX LEGAL CONSULTING



Heinrich Thiele, Rechtsanwalt, Steuerberater ist Partner bei Baker Tilly in München im Bereich Financing/Regulation. Sowohl als Berater als auch Leiter der Rechtsabteilung einer Bank sowie Prokurist einer Beteiligungsgesellschaft verfügt er über langjährige Erfahrung auf dem Gebiet der Mittelstandsfinanzierung. heinrich.thiele@bakertilly.de



Dr. Michael Pietrzak, Diplom-Kaufmann, ist Berater für die Rating & Risk Consulting GmbH Berlin sowie Hochschuldozent für BWL an zahlreichen Hochschulen in NRW.



Prof. Dr. Martin Pätzold verantwortet als Head of den Bereich Innovation & Research bei Baker Tilly. Er war von 2013 bis 2017 Mitglied des Deutschen Bundestages. Die Berufung an der Hochschule Mittweida hat Prof. Dr. Martin Pätzold für das Themengebiet „Wettbewerb in der digitalen Wirtschaft“ erhalten. Wissenschaftlich setzt er sich mit den Folgen der Digitalisierung für die Geschäftsmodelle von Unternehmen auseinander. martin.paetzold@bakertilly.de



Karl-Heinz Bächstädt ist Diplom-Kaufmann, Certified Rating Advisor, Certified Lean & Six Sigma Black Belt, Certified IT-Tester und arbeitet als Unternehmensberater und Geschäftsführer bei der Rating & Risk Consulting GmbH, Berlin. kh.baechstaedt@ratingrisk.de

Now, for tomorrow

Follow us:      

AUDIT & ADVISORY • TAX • LEGAL • CONSULTING

Baker Tilly bietet mit 35.000 Mitarbeitern in 145 Ländern ein breites Spektrum individueller und innovativer Beratungsdienstleistungen in den Bereichen Audit & Advisory, Tax, Legal und Consulting an. Weltweit entwickeln Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwälte, Steuerberater und Unternehmensberater gemeinsam Lösungen, die exakt auf jeden einzelnen Mandanten ausgerichtet sind und setzen diese mit höchsten Ansprüchen an Effizienz und Qualität um.

© bakertilly | 2019



Baker Tilly
Tel.: +49 800 8481111
kontakt@bakertilly.de

www.bakertilly.de