



LAW CORNER

von
Ingo Wegerich,
 Rechtsanwalt und Partner,
René Krümpelmann, LL.M. (Sydney),
 Rechtsanwalt,
 Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH

Unternehmensfinanzierung: Schuldscheindarlehen versus Anleihe

Unternehmen stehen unterschiedliche Finanzierungsinstrumente zur Verfügung. Insbesondere bei der Fremdkapitalfinanzierung muss ein Unternehmen entscheiden, welche Finanzierungsform für seine Bedürfnisse die meisten Vorteile bietet. Dabei kommen neben der reinen Bankfinanzierung insbesondere die Ausgabe von **Schuldschein-**

darlehen oder **Unternehmensanleihen** in Betracht. Die folgende Aufstellung soll einen Überblick über diese beiden Finanzierungsinstrumente inklusive ihrer Vor- und Nachteile geben, wobei die Angaben zu den Anleihen sich auf Anleiheemissionen mittelständischer Unternehmen beziehen:

	Schuldscheindarlehen	Anleihe
Rechtliche Grundlage:	- Darlehen im Sinne von §§ 488 ff. BGB - Übertragung der Schuldscheine erfolgt durch Abtretung (sog. Zession)	- Schuldverschreibungen im Sinne von §§ 793 ff. BGB - fungibles Wertpapier, i.d.R. börsennotiert bzw. im Freiverkehr
Prospektpflicht:	- keine - Dokumentation der Finanzierung erforderlich - Dokumentation umfasst dabei u.a. die wichtigsten Vertragsbestandteile (Gesamtbetrag, Zinssatz, Kupontage, Abtretungsbestimmungen usw.) - als Anhänge häufig auch Musterabtretungs- und Zahlstellenvereinbarungen	- ja, bei öffentlichen Angeboten Prospektpflicht - auch die AGBs beispielsweise der Deutsche Börse AG für die Einbeziehung von Anleihen in den Entry Standard verlangen gebilligten Wertpapierprospekt - Inhalt des Prospekts ist in der EU-Prospekt-Verordnung detailliert geregelt
Emissionsvolumen:	5 Mio. (auch geringere Volumina möglich) bis 250 Mio. EUR (im Einzelfall auch wesentlich höhere Beträge möglich; z.B. ZF Friedrichshafen mit 2,2 Mrd. EUR im Jahr 2015)	Üblicherweise 10 Mio. bis 150 Mio. EUR, zumindest als Zielvolumen
Stückelung:	- groß, 50.000, oft 100.000 oder 500.000 EUR	- i.d.R. 1.000 EUR
Laufzeit:	- kann in Tranchen mit unterschiedlichen Laufzeiten begeben werden - in der Regel Laufzeiten von 3, 5, 7 und 10 Jahren, aber auch bis zu 30 Jahre möglich	- feste Laufzeit - bei Mittelstandsanleihen überwiegend 5 Jahre, Ausnahmefälle reichen von 3 bis 7 Jahren
Verzinsung:	- variabel (z.B. basierend auf dem Euribor zzgl. Marge) oder per Festzins - teilweise auch beide Zinsarten - Zinskupon ca. 0,25 bis 0,50 Prozentpunkte über dem Zinssatz einer Anleihe (basierend auf der fehlenden Liquidität)	- in der Regel per Festzins - aber auch variable Verzinsung möglich - hängt von Bonität und Rating ab und liegt bei Anleihen mittelständischer Unternehmen im Durchschnitt bei ca. 6,75% - Kupons bei Wiederholungsemitenten zuletzt mit deutlich fallender Tendenz
Besicherung:	möglich, jedoch unpraktikabel	verstärkte Marktpraxis
Covenants:	- nicht unüblich, insbesondere Negativverpflichtung (Negative Pledge) und vereinzelte Financial Covenants - denkbar alle Covenants, die auch bei Anleihen vorkommen	- üblich, insbesondere Negativverpflichtung, Gleichrangklausel (Pari Passu) und Drittverzugsklausel (Cross Default) - ggf. zusätzliche Covenants zur Wertsicherung der Gläubigeransprüche, als Krisenindikatoren und in Bezug auf Existenz, Betrieb und Eigentümerstruktur
Rating:	in der Regel nicht erforderlich	- in der Regel für ein Börsenlisting erforderlich - weniger üblich im allgemeinen Freiverkehr - nicht erforderlich bei aktiennotierten Unternehmen
Zeitlicher Rahmen:	Analyse, Strukturierung und Platzierung ca. 10 bis 13 Wochen	Vorbereitung, Dokumentenerstellung und Platzierung ca. 4 bis 6 Monate
Transaktionskosten:	ca. 2–3% des Volumens	ca. 4–5% des Volumens
Investoren:	Banken, Sparkassen und sonstige institutionelle Investoren	Institutionelle Investoren (Banken, Versicherungen, Investmentfonds) und Privatinvestoren
Vorteile:	- keine formalen Offenlegungspflichten - hohe Flexibilität - Tranchen mit unterschiedlichen Laufzeiten und Zinssätzen möglich - einfache Dokumentation und niedrige Emissionskosten	- Bekanntheitsgrad des Unternehmens wird erhöht - Fungibilität der Anleihe - Mehrheitsbeschlüsse nach dem SchVG in Krisensituationen des Unternehmens möglich, sofern in den Anleihebedingungen vorgesehen - breit gestreuter Investorenkreis (auch Privatinvestoren)
Nachteile:	- kein fungibles Wertpapier - in Krisensituationen deutlich schwieriger tragfähige Lösungen für das Unternehmen zu finden, da mit jedem Investor einzeln verhandelt werden müsste - höhere Finanzierungskosten - in der Regel keine vorzeitige Tilgung bzw. Kündigung möglich - hohes Bonitätserfordernis - Konditionen sind Verhandlungssache	- Mark-to-market Bilanzierung - Investor Relations, intensive Kapitalmarktcommunication - Erhöhte Publizitätspflichten (Ad-hoc-Publizität, Directors' Dealings, Führen von Insiderlisten) - höhere Dokumentationspflicht (wg. Prospektpflicht und Börsenbestimmungen (z.B. Erstellung von Unternehmenskennzahlen) und erhöhte Emissionskosten (u.a. für Erstellung / Billigung des Prospekts, Listing, Rating und Transaktion im Allgemeinen)

Fazit

Wie dargestellt bieten beide Finanzinstrumente sowohl Vor- als auch Nachteile. Sowohl ein potenzieller Emittent als auch ein potenzieller Investor sollte sich über das jeweilige

Finanzierungsinstrument genau informieren. Insbesondere der Emittent sollte genau einschätzen, welches der Finanzinstrumente für seine (wirtschaftliche) Situation das Richtige ist.