



Karsten Markert

Mezzanine-Fonds im Aufsichtsrecht



PETER LANG

1. Teil: Einleitung und Gang der Darstellung

A. Einleitung

„Gäbe es keine Mezzanine, müsste Deutschland vielleicht auf eine Köstlichkeit verzichten – die Mozartkugel. Der Hersteller der weltbekannten Marzipanpralinen, die in Bad Reichenhall ansässige *Paul Reber GmbH & Co. KG*, deckt ihren Finanzbedarf seit 1972 mit Mezzanine-Kapital der *Bayerischen Beteiligungsgesellschaft (BayBG)* und fährt so gut damit, dass die Finanzierung bereits mehrmals verlängert wurde.“¹

Spätestens aufgrund der Wahl des finanzierten Produktes in diesem einleitenden Beispiel sollte das Interesse an mezzaninen Finanzierungen geweckt sein. Zwar werden im Fall der *Paul Reber GmbH & Co. KG* die mezzaninen Finanzierungsmittel von einer Beteiligungsgesellschaft und nicht von einem Mezzanine-Fonds im hier interessierenden Sinne bereitgestellt, jedoch sind auch Mezzanine-Fonds in der Finanzierung mittelständischer Unternehmen aktiv und übernehmen dabei eine vergleichbare Funktion. Interessanterweise gibt es viele Untersuchungen, die sich mit Private Equity-Fonds auseinandersetzen. Seit der sog. „Heuschreckendebatte“ kennt fast jeder diese Finanzintermediäre. Hingegen fristen in diesem Zusammenhang speziell die Mezzanine-Fonds noch ein Schattendasein. Die Diskussion, die seit der Titulierung von Private Equity-Fonds als räuberisches Insekt entfacht wurde, bezog allenfalls noch Hedge-Fonds als ebenso vermeintliche Übeltäter ein. Insgesamt ist zum Thema der mezzaninen Finanzierungsmittel auffällig, dass die ausgehende Seite in der wissenschaftlichen Literatur kaum beleuchtet wird und schon aus diesem Grund einer Untersuchung würdig ist.

Wesentlich umfassender ist die Literatur zu Mezzanine im Allgemeinen. Dabei bestehen Unterschiede zwischen von Banken ausgegebenen mezzaninen Finanzierungsmitteln und solchen, die ein hierauf spezialisierter Fonds bereitstellt. Wie sich bereits aus dieser Aussage ergibt, kommt es zu einer Konkurrenzsituation zwischen klassischen Kreditinstituten und Mezzanine-Fonds. Zudem bedingt das komplexe Finanzierungsinstrument Mezzanine, dass der Finanzierungsprozess selbst nicht losgelöst vom Gesamtprozess begutachtet werden kann, sondern vielmehr das gesamte Konzept im Auge behalten werden muss. Das Zusammenspiel der Mezzanine-Fonds mit den anderen Akteuren des Finanzmarktes, die ebenfalls im Mezzanine-Segment tätig sind, wirft Fragestellungen auf, die mangels eingehender Untersuchungen zu Mezzanine-Fonds logischerweise ebenfalls nur wenig untersucht wurden.

Die Problematik spitzt sich weiter zu, wenn das Aufsichtsrecht in die Überlegungen einbezogen wird. Mangelt es bereits an Auseinandersetzungen mit dem Konstrukt des Mezzanine-Fonds an sich, so findet eine Einordnung dieser Fonds in das Aufsichtsrecht überhaupt nicht statt. Gerade das Aufsichtsrecht gewann

¹ Hägele, ProFirma Februar 2005, 34.

nicht zuletzt unter dem Eindruck der Finanzkrise erheblich an Bedeutung. Die Krise erschüttert seit 2008 die globalen Finanzmärkte und beinahe täglich werden neue Hiobsbotschaften in Bezug auf die prekäre Weltwirtschaftslage verkündet. Insbesondere die Bundesrepublik - als traditionell starke Wirtschafts- und Exportnation - ist von der weltweiten Rezession besonders stark betroffen. Sicherlich sorgte der Umstand, dass die Wirtschaftskrise auf die ein oder andere Weise letztendlich jeden betrifft, dafür, dass die Beaufsichtigung der Banken vermehrt in den Fokus auch von Menschen rückte, die sich mit diesen Fragestellungen zuvor wahrscheinlich noch nicht auseinandergesetzt hatten. Als Folge rückten im Zuge dieses Bewusstseins auch Fonds und deren Überwachung durch staatliche Stellen in den Mittelpunkt des öffentlichen Interesses. Da bislang weder vor dem „Einschlag“ der Wirtschaftskrise noch danach eine nicht nur periphere Behandlung von Mezzanine-Fonds im Aufsichtsrecht stattfand und die dabei aufgeworfenen Fragen nunmehr höchst aktuell sind, wird mit dieser Arbeit der Versuch unternommen, eine Lücke zu schließen.

B. Gang der Darstellung

Nach der Einleitung setzt sich die Arbeit im zweiten Teil mit den typischen Parametern eines Mezzanine-Fonds auseinander. Dabei wird der Begriff des Fonds untersucht und die (in der Praxis) wesentlichen Strukturmerkmale eines solchen Finanzierungskonstrukts werden dargestellt. Weiter werden verschiedene in der Praxis vorkommende Konstruktionen aufgezeigt. Im Anschluss werden auch die Beweggründe für die Aufnahme von Mezzanine-Kapital eine Rolle spielen, um verstehen zu können, was die Finanzbranche zur „Schaffung“ dieser Finanzierungsinstrumente veranlasste.

Als nächstes soll die für einen Fonds naturgemäß wichtige Vergütungsstruktur dargestellt werden. Damit die Investitionen und die Finanzierung überhaupt zum Tragen kommen, muss eine angemessene Rendite erwirtschaftet werden. Insofern wird geprüft, wie das Ziel der Rentabilität unter Berücksichtigung der verschiedenen Interessen optimal erreicht werden kann. Dabei werden an dieser Stelle auch Besonderheiten gegenüber anderen Fonds, die nicht im Mezzanine-Geschäft tätig sind, sichtbar.

In einem weiteren Schritt wird das maßgebliche Charakteristikum eines Mezzanine-Fonds dargestellt, nämlich die Ausgabe mezzaniner Finanzierungsinstrumente. Dabei muss jedes einzelne mezzanine Finanzierungsinstrument auf seine Relevanz für einen Mezzanine-Fonds überprüft werden. Zugleich wird untersucht, wie das jeweilige Finanzierungsinstrument konkret beschaffen ist und ob bzw. inwieweit es als Eigenkapital dargestellt werden kann. In diesem Kontext wird gezeigt, dass zwischen dem bilanziellen und wirtschaftlichen Eigenkapitalbegriff zu unterscheiden ist und wie sich die jeweilige Qualifizierung auf das Geschäftsmodell eines Mezzanine-Fonds auswirkt.

Besonders hervorgehoben wird das Konstrukt des „Kicker“, der eine Besonderheit des Mezzanine-Geschäfts darstellt und häufig bei Mezzanine-Fonds an-

zutreffen ist. Dabei wird beleuchtet, welche Bedeutung dieser Teil der Vergütung für den Fonds, den Kapitalnehmer und den Investor hat.

Anschließend werden die verschiedenen (in der Praxis häufig vorkommenden) Einsatzgebiete für einen Mezzanine-Fonds aufgezeigt. Es wird ausgeführt, dass der Fonds die Mezzanine-Nehmer und damit die Kunden im Auge behalten muss, um ein erfolgreiches Geschäftsmodell zu betreiben. Ferner sind die Beweggründe für die Aufnahme von mezzaninen Finanzierungsmitteln vor dem Hintergrund der Einsatzgebiete des Fonds zu untersuchen.

In einem weiteren Schritt wird der Ablauf einer (typischen) Finanzierung durch einen Mezzanine-Fonds analysiert. Aufgrund der flexiblen Ausgestaltung des Finanzierungsinstruments Mezzanine kann nur ein genereller Überblick gegeben werden. Im konkreten Einzelfall kann es zu erheblichen Unterschieden im Rahmen der jeweiligen Finanzierung kommen. Generelle Aussagen sind nur eingeschränkt möglich. Dabei wird herausgearbeitet, dass diese Flexibilität aber oft den besonderen Reiz einer Mezzanine-Finanzierung durch einen Fonds ausmacht.

Am Ende des ersten Teils wird der Mezzanine-Fonds noch gegen andere, verwandte Fondskategorien (Private Equity-Fonds, Venture Capital-Fonds, Hedge-Fonds, Genussschein-Fonds und Private Debt-Fonds) abgegrenzt und es werden die Gemeinsamkeiten sowie die wesentlichen Unterschiede dargestellt. Insbesondere wird dargestellt, inwieweit möglicherweise die Einordnung des Mezzanine-Fonds unter die Kategorie Private Equity gerechtfertigt ist. Diese Abgrenzung wird für das Aufsichtsrecht erhebliche Bedeutung haben und muss dementsprechend problemfokussiert angegangen werden.

Letztendlich schließt dieser Teil der Bearbeitung mit der Zusammenfassung der Ergebnisse. Es wird ein kurzer Ausblick auf die weitere Entwicklung gegeben. Hier müssen auch die jüngsten Ereignisse auf den Kapitalmärkten zumindest kurz angesprochen und in einen Kontext zum Mezzanine-Fonds gesetzt werden.

Im dritten Teil werden die Ergebnisse des ersten Teils in Bezug auf die mit Mezzanine-Fonds auftretenden Fragestellungen des Aufsichtsrechts verwertet. Es wird gezeigt, dass die zuvor erarbeiteten Ergebnisse nicht nur im Einzelfall besondere Relevanz für das Aufsichtsrecht haben. Das gilt einerseits für die konkrete Einordnung der Mezzanine-Fonds in den Bereich des Investmentrechts und andererseits für die konkrete Einordnung der jeweiligen mezzaninen Finanzierungsform in die verschiedenen Aufsichtsgesetze.

Im Einzelnen werden die in aufsichtsrechtlicher Hinsicht für Mezzanine-Fonds in Betracht kommenden Gesetze auf Ihre Anwendbarkeit überprüft. Dies beinhaltet auch das Aufzeigen der Relevanz der verschiedenen Prospektgesetze für Mezzanine-Fonds. Außerdem wird die Relevanz des Aufsichtsrechts aus verschiedenen Perspektiven untersucht, denn das Aufsichtsrecht spielt einmal in Bezug auf den Fonds an sich eine Rolle, also bezüglich der von ihm ausgegebenen Anteile, aber auch in Bezug auf die von dem Fonds ausgegebenen Finanzierungsinstrumente, was eine Besonderheit des Mezzanine-Fonds ist. Insoweit spielt zunächst der Wertpapierbegriff im Hinblick auf die rechtliche Einordnung der Anteile an einem Mezzanine-Fonds eine maßgebliche Rolle. Dies-

bezüglich, ist auf die jüngsten gesetzgeberischen Neuerungen, die auf europarechtlichen Vorgaben basieren, einzugehen. Nach Abschluss dieser Untersuchung sind die vom Mezzanine-Fonds selbst ausgegebenen, aber auch die von ihm im Rahmen der Finanzierung ggf. erworbenen Finanzierungsinstrumente in Bezug zu einer unter Umständen daraus resultierende Erlaubnispflicht nach den verschiedenen in Betracht kommenden Aufsichtsgesetzen zu setzen. Dabei wird auf die Ausgestaltungen der Finanzierung und des Fondskonstrukts in der Praxis geachtet, um möglichst praxisnah verwertbare Ergebnisse erzielen zu können.

Im vierten Teil werden die möglichen Sanktionen eines Verstoßes gegen die aufsichtsrechtlichen Vorschriften untersucht. Insbesondere die Reaktionsmöglichkeiten und Instrumentarien der Verwaltung werden dargestellt. Zusätzlich werden in Betracht kommende straf- und zivilrechtliche Konsequenzen angesprochen. Nicht nur für die Praxis werden die (haftungsrechtlichen) Folgen, die z. B. an einen Verstoß gegen aufsichtsrechtliche Vorschriften anknüpfen, von gesteigertem Interesse sein.

Am Ende der Bearbeitung werden die Ergebnisse zusammengefasst. Dies geschieht in Form von Kernaussagen. Letztlich wird ein kurzer Ausblick gewagt. Es wird skizziert, dass im Hinblick auf die zukünftige Regulierung von Mezzanine-Fonds vor allem auf europäischer Ebene offensichtlich einiges zu erwarten ist. Die gesetzgeberischen Vorhaben werden kurz dargestellt.