



Sebastian Weber

Standard-Mezzanine-Programme – ein Finanzierungsinstrument mit Zukunft?

Analyse der Vertragsbedingungen und Überlegungen
zur Neugestaltung der Transaktionsstruktur

Einleitung

A. Gegenstand der Untersuchung

Einem Unternehmer stehen verschiedene Formen der Finanzierung zur Verfügung. Er kann beispielsweise einen Kredit aufnehmen (Fremdkapital) oder Dritte an seinem Unternehmen beteiligen (Eigenkapital). Es gibt jedoch Situationen, in denen Kreditgeber kein weiteres Fremdkapital zur Verfügung stellen und auch eine Aufnahme zusätzlicher Gesellschafter nicht erwünscht ist. Dem Unternehmen entsteht dann eine Finanzierungslücke, die mit Mezzanine-Kapital geschlossen werden kann.¹

Mezzanine-Finanzierungsinstrumente zielen darauf ab, die bilanziellen und steuerlichen Vorteile beider Kapitalarten zu vereinen.² Ein entsprechend strukturiertes Produkt bildet bilanzielles oder zumindest wirtschaftliches Eigenkapital ab, wird aus steuerlicher Sicht jedoch dem Fremdkapital zugeordnet.³ Zinszahlungen an den Kapitalgeber können daher bei entsprechender Ausgestaltung, anders als Gewinnausschüttungen an den Gesellschafter, steuerlich als Betriebsausgaben abzugsfähig sein.⁴ Intelligent strukturiertes Mezzanine-Kapital erhöht mithin die Eigenkapitalquote von Unternehmen und schafft damit die Basis für ein positives Bonitätsrating.⁵ Ein solches ist von ausschlaggebender Bedeutung für den Zugang zu günstigem Fremdkapital. Die Kreditvergabepaxis ist seit der Umsetzung des „neuen Baseler Akkords“ (Basel II)⁶ deutlich restriktiver geworden.⁷ Dies ist darauf zurückzuführen, dass sich die verpflichtende Mindesteigenmittelunterlegung von Kreditinstituten seither an den konkret eingegangenen

-
- 1 Berger, ZBB 2008, S. 92, 94; Häger/Elkemann-Reusch, Mezzanine Finanzierungsinstrumente, S. 7; Protz, Unternehmensfinanzierung, S. 32; Kiethe, DStR 2006, S. 1763.
 - 2 Schrell/Kirchner, BKR 2003, S. 13, 14; DStR-KR 2002, 28.
 - 3 Breuninger/Prinz, DStR 2006, S. 1345; Gleske/Laudenklos, in: Eilers, Unternehmensfinanzierung, S. 467; Golland/Gelhaar/Grossmann/Eickhoff-Kley/Jänisch, BB-Spezial 4/2005, S. 2.
 - 4 Häger/Elkemann-Reusch, Mezzanine Finanzierungsinstrumente, S. 58; Brokamp/Ernst/Lehmann/Weigel, Mezzanine-Finanzierungen, S. 24; Golland, in: Bösl/Sommer, S. 74.
 - 5 Mayer-Friedrich/Müller, BB 2013, S. 171, 172; Vater, FB 2006, S. 44, 48 ff.; Hampl/Sarges/Niethammer, Die Bank 2006, S. 16, 17.
 - 6 Basel Committee on Banking Supervision, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, Juni 2004.
 - 7 Lachmann, in: Nerlich/Kreplin, Münchener Anwaltshandbuch Sanierung und Insolvenz, § 8 Rn. 5., vgl. auch: Kapitel 2 C. I 2 c.

Kreditrisiken orientiert.⁸ Unternehmen mit einem negativen Bonitätsrating müssen sich daher mit schlechteren Konditionen zufrieden geben oder erhalten überhaupt keinen Kredit mehr. Diese Situation könnte sich mit der Einführung von „Basel III“⁹ in nationales Recht nochmals verschärfen.

Mezzanine-Kapital hat zwei Erscheinungsformen: individuelles oder standardisiertes Mezzanine-Kapital¹⁰. Bei individuellem Mezzanine-Kapital handelt es sich um auf die konkreten Bedürfnisse eines Unternehmens zugeschnittene Finanzierungsinstrumente. Dies erfordert eine umfassende rechtliche und betriebswirtschaftliche Überprüfung des Unternehmens (eine sog. *Due-Diligence*), da ein Kapitalgeber aufgrund der Nachrangregelung in Bezug auf Zins- und Tilgung ein erhöhtes Ausfallrisiko eingeht. Dadurch entstehen hohe Transaktionskosten und Zinskonditionen, die für mittelständische Unternehmen häufig wirtschaftlich uninteressant sind.

Standard-Mezzanine-Kapital¹¹ wird in Form von standardisierten Genussrechtsverträgen oder Nachrangdarlehen an eine Vielzahl von kapitalsuchenden Unternehmen, die bestimmte Faktoren erfüllen, vergeben. Zu den Auswahlkriterien zählen regelmäßig u.a. das Bonitätsrating, die (Umsatz-) Größe und die Branchenzugehörigkeit eines Unternehmens.¹² Die Standardisierung von Verträgen und Bedingungen für die Kapitalaufnahme führt zu einer signifikanten Absenkung der Transaktionskosten.¹³ Zins- und Rückzahlungsansprüche werden in einer nur zu diesem Zweck gegründeten, kapitalausgebenden Ein Zweckgesellschaft (sog. *Special-Purpose-Vehicle*) gebündelt. Diese refinanziert sich am Kapitalmarkt durch die Emission von Schuldverschreibungen. Erst nach erfolgreicher Platzierung leitet sie den Unternehmen das vertraglich vereinbarte Kapital zu. Bei dem zugrundeliegenden Rechtskonstrukt handelt es sich um *Asset Backed*

8 Wilhelm, WM 2008, 861, 867; Müller, DStR 2009, S. 64, 65, Markert, Mezzanine-Fonds im Aufsichtsrecht, S. 26; siehe ferner unten 2. Kapitel C I 2 c.

9 Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Basel III: Ein Globaler Regulierungsrahmen für widerstandsfähige Banken- und Bankensysteme, online abrufbar unter: http://www.bis.org/publ/bcbs189_de.pdf.

10 Föcking in: Bösl/Sommer, S. 23; Fleischhauer/Olkowski, Höhenflug bei Individual-Mezzanine – Keine Neuauflage bei Standard-Mezzanine, Unternehmeredition 5/2010; vgl. ferner unten, Kapitel 1 A III.

11 In Form von sog. Standard-Mezzanine-Programmen mit den Bezeichnungen PREPS, PULS, S-Mezzanine, CB MezzCap, equiNotes, SmartMezzanine; vgl. auch Brokamp/Hollasch/Lehmann/Weigel, Mezzanine-Finanzierungen, S. 51.

12 Vgl. Hommel, Programm-Mezzanine – Quo Vadis?, S. 1 ff.

13 Häger/Elkemann-Reusch, Mezzanine Finanzierungsinstrumente, S. 45.

Securities (forderungsbesicherte Wertpapiere) in der Form von *Collateralized Debt Obligations*.¹⁴

Ab dem Jahre 2004 wurde im Rahmen von 16 „Standard-Mezzanine-Programmen“ mehr als 4,6 Milliarden Euro an über 530 Unternehmen ausgegeben.¹⁵ Die rechtlichen Bedingungen der Programme unterscheiden sich nur im Detail.¹⁶ Bei einem großen Anteil der Regelungen handelt es sich um Standardklauseln, die für die Anleger im Wertpapierprospekt des jeweiligen Programms zusammengefasst und einsehbar sind.

Mit Ausbruch der Finanzkrise gelang es trotz mehrerer Anläufe im Frühjahr und Frühsommer des Jahres 2007 nicht mehr, Standard-Mezzanine-Programme am Kapitalmarkt zu platzieren.¹⁷ Die mangelnde Investitionsbereitschaft potentieller Anleger legt nahe, dass die Programme in ihrer damaligen Fassung nicht interessengerecht ausgestaltet waren. Erhoffte Renditen wurden nicht erzielt und vermeintlich sichere Anlagen entpuppten sich als höchst risikoreich.¹⁸ Standard-Mezzanine-Programme konnten daher in bisheriger Form nicht fortbestehen. Dennoch haben sie den kapitalaufnehmenden Unternehmen in vielfältiger Weise Nutzen geboten.¹⁹ Die äußerst positive Resonanz auf Unternehmensseite zeigt, dass ein Bedarf an derartigen Finanzierungsangeboten besteht.²⁰ Dieser Bedarf kann hingegen nur befriedigt werden, wenn erneut Investoren für eine Neuauflage von Standard-Mezzanine-Programm gewonnen werden können.

Das Dissertationsvorhaben verfolgt daher drei Absichten: Erstens soll der Nutzen von Standard-Mezzanine-Programmen vorgestellt und erläutert werden, welche Chancen und Risiken sich bei der Durchführung derartiger Transaktionen für die beteiligten Parteien ergeben. Zweitens soll der rechtliche Status quo der Vertragsbedingungen bisheriger Standard-Mezzanine-Programme erfasst und typische Genussrechtsklauseln auf ihre AGB-rechtliche Wirksamkeit untersucht werden. Problematisch ist hingegen nicht nur die konkrete rechtliche Aus-

14 Protz, Unternehmensfinanzierung, S. 132; Brezki, Mezzanine-Kapital, S. 215, 216; Brokamp/Ernst/Hollasch/Lehmann/Weigel, Mezzanine-Finanzierungen, S. 19; für nähere Ausführungen siehe unten 2. Kapitel A.

15 Vgl. für eine Übersicht über die einzelnen Programme und deren Volumina die Studie des Strategic Finance Institute der European Business School: Hommel, Programm-Mezzanine – Quo Vadis?, S. 16; vgl. ferner Papenstein/Rams/Lüke, Fälligkeit Standard-Mezzanin, S. 15.

16 Brokamp/Hollasch/Lehmann/Weigel, Mezzanine-Finanzierungen, S. 51; Hommel, Programm-Mezzanine – Quo Vadis?, S. 16.

17 Emmrich, Volkhard, vdi-Nachrichten Nr. 11 2011, S. 19.

18 Pauli, Standard- versus Individual-Mezzanine, S. 1.

19 Siehe unten 2. Kapitel C, 4. Kapitel A I.

20 Hommel, Programm-Mezzanine – Quo Vadis?, S. 2.

gestaltung der Vertragsbedingungen, sondern auch die Transaktionsstruktur bisheriger Standard-Mezzanine-Programme. Daher soll drittens der Frage nachgegangen werden, wie derartige Standard-Mezzanine-Programme strukturiert sein müssten, um den Parteiinteressen besser gerecht zu werden, ohne den Anreiz zur Teilnahme für die Portfoliounternehmen zu verlieren. Ohne eine strukturelle Anpassung ist eine erneute Platzierung am Kapitalmarkt unter derzeitigen Marktbedingungen wohl unrealistisch.²¹ Daher versucht die vorliegende Arbeit Vorschläge für eine Transaktionsstruktur zu entwickeln, die gerade diesem Ziel gerecht wird.

B. Stand der Forschung

Die Mezzanine-Finanzierung ist seit langer Zeit fest verankert im Finanzierungsangebot deutscher Unternehmen.²² Daher wurden die gängigsten Mezzaninen-Finanzierungsinstrumente in der rechtswissenschaftlichen Literatur schon einer umfassenden Untersuchung unterzogen.²³ Selbst Finanzinnovationen, die erst in den vergangenen Jahren Einzug in die Finanzierungspraxis gehalten haben, wurden teilweise bereits wissenschaftlich beleuchtet.²⁴

Dabei fällt auf, dass die Untersuchungen primär das Rechtsverhältnis zwischen dem kapitalaufnehmenden Unternehmen und dem Kapitalgeber betreffen und sich die wissenschaftliche Auseinandersetzung daher häufig auf Rechtsfragen des individuellen Mezzanine-Kapitals beschränkt. Bei Standard-Mezzanine-Programmen wird hingegen auch die Problematik der Refinanzierung der kapitalgebenden Einzeckgesellschaft virulent – also die Frage danach, woher das Mezzanine-Kapital stammt und allen damit verbunden rechtlichen und tatsächlichen Problemstellungen.

In der rechts- und betriebswirtschaftlichen Literatur finden Standard-Mezzanine-Programme durchaus Erwähnung.²⁵ Meist erschöpfen sich die Bei-

-
- 21 Priesing, Betriebswirtschaftliche Blätter 2008, S. 689; Altenburg, ZfgK 2010, S. 506 ff.; Bankmagazin, Heft 2010/06, S. 24.
 - 22 Bertram, IRZ 2007, S. 395; Görtz, Hybrid-Anleihen, S. 33.
 - 23 Vgl. für eine überblicksartige Darstellung der einzelnen Mezzanine-Finanzinstrumente: Mittermair/Thewanger/Schäffer, in: Guserl/Pernsteiner, Handbuch Finanzmanagement in der Praxis, S. 828 f.; Link, Anreizkompatible Finanzierung durch Mezzanine-Kapital; Görtz, Hybrid-Anleihen, S. 30; Berger, ZBB 2008, S. 92, 95.
 - 24 Dies gilt z.B. für sog. Hybridanleihen, vgl. Görtz, Hybrid-Anleihen.
 - 25 Vgl. Mayer-Friedrich/Müller, BB 2013, S. 171, 172; Altenburg, ZfgK 2010, S. 506; Emmrich, Volkhard, vdi-Nachrichten Nr. 11 2011, S. 19; Bankmagazin, Heft 2010/06, S. 24; Berger, ZBB 2008, S. 92, 97; Heinke, in: Bösl/Sommer, Mezzanine

träge jedoch in knappen Ausführungen zur Funktionsweise dieser Finanzierungsart.²⁶ Eine rechtliche Analyse der typischen Vertragsbedingungen ist im Schrifttum nicht ersichtlich. Vertiefte Untersuchungen im Zusammenhang mit Standard-Mezzanine-Programmen liegen bis dato lediglich für die auftretende Refinanzierungsproblematik unter den teilnehmenden Unternehmen vor.²⁷ Das abrupte Ende der Programme führte dazu, dass einige Unternehmen die endfälligen Verbindlichkeiten zum Laufzeitende nicht wie geplant durch erneute Programmteilnahme refinanzieren konnten. Die Ausführungen dazu betreffen jedoch nur peripher die rechtliche und strukturelle Ausgestaltung der Programme. Überwiegend handelt es sich dabei um empirische Untersuchungen von Umfang und Schärfe der unternehmensseitigen Refinanzierungsproblematik und den zur Verfügung stehenden Finanzierungsalternativen.

Wesentlich weniger tiefgehend ist die wissenschaftliche Diskussion konkreter Vorschläge zur Verbesserung und Neugestaltung von Standard-Mezzanine-Programmen. Von einigen Teilen der Literatur wurden derartige Finanzierungs-konzepte u.a. aufgrund der aktuellen Lage an den Kapitalmärkten bereits abge-schrieben.²⁸ Die äußerst positive Resonanz auf Unternehmensseite und die gene-relle Finanzierungsproblematik im Mittelstand sprechen jedoch dafür, dass sich eine vertiefte Auseinandersetzung mit dieser Thematik lohnt. Dem versucht die vorliegende Arbeit gerecht zu werden.

Finanzierung, S. 103 ff.; Häger/Elkemann-Reusch, Mezzanine Finanzierungsinstrumente, S. 35; Markert, Mezzanine-Fonds im Aufsichtsrecht, S. 110; Protz, Unternehmensfinanzierung, S. 132; Brokamp/Ernst/Hollasch/Lehmann/Weigel, Mezzanine-Finanzierungen, S. 19; Hommel, Programm-Mezzanine – Quo vadis?, S. 1 ff.; Papenstein/Rams/Lüke, Fälligkeit Standard-Mezzanin; Ruby/Fuchs/Golland/Dentz, Die Ablösung von Standard-Mezzanine.

26 Vgl. Heinke, in: Bösl/Sommer, Mezzanine Finanzierung, S. 103 ff., Protz, Unternehmensfinanzierung, S. 132; Markert, Mezzanine-Fonds im Aufsichtsrecht, S. 110; Häger/Elkemann-Reusch, Mezzanine Finanzierungsinstrumente, S. 35.

27 Vgl. z.B. Hommel, Programm-Mezzanine – Quo vadis?; Papenstein/Rams/Lüke, Fälligkeit Standard-Mezzanin; Ruby/Fuchs/Golland/Dentz, Die Ablösung von Standard-Mezzanine, vgl. ferner die wirtschaftswissenschaftliche Dissertation zu kapitalstrukturtheoretischen Fragestellungen und Untersuchungen zur Anschlussfinanzierungsproblematik von Nohtse, in: Nohtse, Programm-Mezzanine-Finanzierungen deutscher Unternehmen.

28 Vgl. nur Priesing, Betriebswirtschaftliche Blätter 2008, S. 689.

C. Gang der Darstellung

Die Thematik soll in vier Kapiteln aufbereitet werden. Ein erstes Kapitel gibt in der gebotenen Kürze eine allgemeine Einführung in die Materie. Begonnen wird mit einer rechtlichen Einordnung von Mezzanine-Kapital. In diesem Zusammenhang ist zunächst aufzuzeigen, dass es sich bei Mezzanine-Kapital nicht um eine eigenständige Kapitalart handelt. Mezzanine-Finanzierungsinstrumente können in vielfältiger Weise ausgestaltet werden, denn sie unterliegen praktisch keinen gesetzlichen Beschränkungen. Obwohl die Ausgestaltung im Einzelfall stark von einander abweicht, lassen sich übergreifende Eigenschaften feststellen, die diesen Finanzierungsinstrumenten ihren mezzaninen Charakter verleihen. Derartige Gemeinsamkeiten, zu denen insbesondere die Nachrangigkeit zählt, werden herausgearbeitet.

Einer Abgrenzung des Individual- vom Standard-Mezzanine-Kapital folgt sodann die Vorstellung der am Markt gängigsten mezzaninen Finanzierungsinstrumente wie z.B. Genussrechte und Nachrangdarlehen. Außerdem werden die typischen Verwendungsfälle dargelegt. Abschließend soll ein kurzer Überblick über den deutschen Markt für Mezzanine-Kapital dessen volkswirtschaftliche Relevanz verdeutlichen.

Das zweite Kapitel widmet sich dem den Standard-Mezzanine-Programmen zugrundeliegenden Rechtskonstrukt. Dabei handelt es sich um sog. *Collateralized Debt Obligations*, die als Unterfall den *Asset-Backed Securities* zuzuordnen und insoweit von anderen Unterfällen abzugrenzen sind.²⁹ Ferner soll an dieser Stelle der typische Ablauf eines Standard-Mezzanine-Programms detailliert dargestellt werden. Begleitend wird erörtert, welche Parteien mit welcher Funktion an einer solchen Transaktion teilnehmen. Im Fortgang werden insbesondere deren Motive für die Teilnahme an derartigen Transaktionen untersucht.

Das dritte Kapitel konzentriert sich auf die beiden wesentlichen Rechtsverhältnisse in einem Standard-Mezzanine-Programm, nämlich auf das Rechtsverhältnis der Einzeckgesellschaft und des kapitalaufnehmenden Unternehmens sowie auf das Rechtsverhältnis zwischen der Einzeckgesellschaft und dem Kapitalmarkt.

Im ersten Teil wird zunächst die Wahl des mezzaninen Finanzierungsinstruments hinterfragt und begründet, warum sich Genussrechte für derartige Transaktionen besonders eignen. An dieser Stelle erfolgt auch eine bilanzielle und steuerliche Einordnung der Genussrechte bisheriger Standard-Mezzanine-

29 Brezki, Mezzanine-Kapital, S. 215; Brokamp/Ernst/Hollasch/Lehmann/Weigel, Mezzanine-Finanzierungen, S. 19; Heinke, in: Bösl/Sommer, Mezzanine Finanzierung, S. 108.

Programme. Dabei wird insbesondere untersucht, ob die von den kapitalaufnehmenden Unternehmen angestrebte Einordnung des Mezzanine-Kapitals als (wirtschaftliches) Eigenkapital sowie die steuerliche Abzugsfähigkeit der Zinszahlungen umgesetzt werden konnten.

Anschließend werden die typischen Bedingungen des Vertrags zwischen Einzeckgesellschaft und kapitalaufnehmendem Unternehmen dargestellt und analysiert. Dabei handelt es sich vornehmlich um standardisierte Genussrechtsverträge, die als Allgemeine Geschäftsbedingung i.S.d. §§ 305 ff. BGB zu qualifizieren sind. Eine AGB-Kontrolle wesentlicher Klauseln der Vereinbarung schafft Klarheit über die Rechtskonformität dieser Standardverträge und die Frage, ob die verwendeten Klauseln in künftigen Programmen erneut zum Einsatz kommen können. Die Einzelanalyse wird anhand der Genussrechtsbedingungen des *Listing Prospectus* von PREPS 2005-1 durchgeführt. Diese Bedingungen stehen exemplarisch für die Vereinbarungen zwischen Genussrechtsemittenten, Einzeckgesellschaft und Investoren. Daher eignen sie sich hervorragend zur Erfassung des rechtlichen Status quo.

Im zweiten Teil des dritten Kapitels ist das Verhältnis der Einzeckgesellschaft zum Kapitalmarkt in den Blick zu nehmen. Nach einer rechtlichen Qualifizierung des Emissionsinstruments als Anleihe sind einige Besonderheiten von Standard-Mezzanine-Programmen aufzuzeigen. Darunter fällt einerseits die Platzierung an der irischen oder luxemburgischen Börse, andererseits die Wahl der Rechtsform der Einzeckgesellschaft. In beiden Fällen sind die zugrundeliegenden rechtlichen Motive zu untersuchen. Ferner ist in gebotener Kürze auf rechtliche Implikationen einzugehen, die sich für die Einzeckgesellschaft aus dem Aufsichtsrecht ergeben. Spiegelbildlich zu Teil 1 werden sodann typische Anleihebedingungen erörtert. Eine AGB-rechtliche Untersuchung unterbleibt an dieser Stelle jedoch, da insoweit keine offensichtlichen Anhaltspunkte für einen Verstoß vorliegen.

Das vierte Kapitel geht der Frage nach, welche Veränderungen erforderlich oder sinnvoll wären, um ein Standard-Mezzanine-Programm erneut am Kapitalmarkt platzieren zu können. Einer Analyse der Erfolgs- und Scheiternsfaktoren bisheriger Programme folgen eigene Veränderungsvorschläge, die sich an den identifizierten Schwachstellen orientieren. Da dies insbesondere die strukturelle Ausgestaltung betrifft, sind die dortigen Ausführungen teilweise auf die generelle Problematik von Verbriefungen zu übertragen. Überwiegend beziehen sie sich jedoch auf die besonderen Anforderungen der Standard-Mezzanine-Programme als Vehikel zur Mittelstandsfinanzierung.