

# Inhaltsverzeichnis

1. Kapitel: Einführung	17
A. Einleitung	17
I. Problemstellung	17
II. Themenbegrenzung	19
III. Gang der Darstellung	19
B. Einordnung der Mezzanine-Finanzierung in die unternehmerische Finanzierungsstruktur	20
I. Eigenkapitalbegriffe	20
1. Eigenkapital i.S.d. Handelsrechts	21
a. Teilnahme am Verlust	23
b. Erfolgsabhängigkeit der Vergütung	24
c. Längerfristigkeit der Kapitalüberlassung	25
d. Nachrangigkeit in der Insolvenz	26
2. Eigenkapital i.S.d. Steuerrechts	26
3. Eigenkapital i.S.d. Gesellschaftsrechts	29
4. Eigenkapital i.S.d. IFRS-Rechnungslegung	31
5. Eigenkapital i.S.d. Ratings	33
6. Eigenkapital i.S.d. § 10 KWG	35
7. Eigenkapitalverständnis des § 53c VAG	38
8. Zwischenergebnis	39
II. Wirkungsweise der Mezzanine-Finanzierung	39
1. Notwendige Vertragsgestaltung der Mezzanine-Finanzierung zur Nutzung der Divergenzen der Eigenkapitalbegriffe	40
a. Nachrangvereinbarung	41
aa. Ränge im Insolvenzverfahren	41
bb. Einordnung der Nachrangvereinbarung der Mezzanine-Finanzierung	42
b. Längerfristigkeit und Verlustbeteiligung	43
2. Vergütung der Mezzanine-Finanzierung	43
a. Basisvergütung	44
b. Kicker-Komponente	45
aa. Equity Kicker	46
bb. Non-Equity Kicker	47
3. Covenants	47
a. Informations- und Auskunftsrechte der Covenants	49

b. Mitwirkungs- und Zustimmungrechte	50
c. Sanktionen der Covenants	50
4. Zusammenfassung der Wirkungsweise: Die ideale Gestaltung der Mezzanine-Finanzierung	51
III. Motivlage und Anwendungsbereiche der Mezzanine-Finanzierung	51
1. Akquisitionsfinanzierung	53
2. Brückenfinanzierung	54
3. Rekapitalisierung des Kapitalnehmers	54
C. Gestaltungsformen der Mezzanine-Finanzierung	55
I. Stille Gesellschaft	56
II. Genussrechte	58
III. Nachrangdarlehen	59
IV. Partiarisches Darlehen	60
V. Mezzanine-Anleihe	60
1. Nachranganleihe/High Yield-Bond	61
2. Wandel- und Optionsanleihe	62
3. Ewige Anleihe	62
VI. Zwischenergebnis	63
D. Grundlinien der Kompetenzverteilung bei der Unternehmensfinanzierung der Kapitalgesellschaften	64
I. Wesen der Mitgliedschaft	66
II. Mitgliedschaftliche Rechte des Gesellschafters	66
III. Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses im Lichte der Dogmatik der mitgliedschaftlichen Rechte	68
IV. Bezugsrecht	69
V. Zwischenergebnis	71
VI. Folgerungen für die Kompetenzverteilung bei Abschluss der Mezzanine-Finanzierung	71
2. Kapitel: Kompetenz für die Begebung der Mezzanine-Finanzierung de lege lata	72
A. Normativer Rahmen der Begebung der Mezzanine-Finanzierung	72
I. § 221 AktG	72
1. Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses	73
2. Eintragungserfordernis	74
3. Bezugsrecht	75
4. Zwischenergebnis	76
II. §§ 291 ff. AktG (Teilgewinnabführungsvertrag)	76
1. Dogmatische Einordnung des Teilgewinnabführungsvertrags ins Konzernrecht	77

2.	Tatbestandsmerkmale des Teilgewinnabführungsvertrags gemäß § 292 Abs. 1 Nr. 2 AktG	78
a.	Teilgewinn im Verhältnis zum Gesamtgewinn	78
b.	Bagatellgrenze des abzuführenden Gewinns	79
c.	Gewinnbeteiligung an einzelnen Geschäften	81
d.	Entgeltlichkeit als zwingendes Kriterium?	82
e.	Gewinnabführung an einen anderen	83
3.	Normzweck des § 292 Abs. 1 Nr. 2 AktG	84
4.	Rechtsfolgen: Zustimmungserfordernis und Eintragungserfordernis	87
a.	Hauptversammlungsbeschluss gemäß § 293 Abs. 1 AktG	87
b.	Eintragungserfordernis gemäß § 294 Abs. 2 AktG	88
c.	Auszahlungsbeschränkung gemäß § 301 S. 1 AktG	89
aa.	Anwendung auf den Teilgewinnabführungsvertrag	89
bb.	Differenzierung zwischen unternehmensbezogener und betriebsbezogener Teilgewinnabführung	90
5.	Zwischenergebnis	91
III.	Vergleich des Schutzniveaus der § 221 AktG und § 292 Abs. 1 Nr. 2 AktG	92
B.	Friktionen im Regelungsregime der Mezzanine-Finanzierung	92
I.	Zuordnung der Schutzvorschriften zur Gestaltungsform der Mezzanine-Finanzierung	92
1.	Genussrechte als Finanzinstrument des § 221 Abs. 3 AktG	93
2.	Stille Gesellschaft als Teilgewinnabführungsvertrag i.S.d. § 292 Abs. 1 Nr. 2 AktG	93
a.	Diskussionslinien vor dem Aktiengesetz von 1965	93
b.	Diskussionslinien auf Grundlage des Aktiengesetzes von 1965	95
aa.	Vorliegen eines abzuführenden Gewinns	95
bb.	Stille Gesellschaft als Vertrag des laufenden Geschäftsverkehrs i.S.d. § 292 Abs. 2 AktG	97
c.	Folgerungen aus der Anwendbarkeit des § 292 Abs. 1 Nr. 2 AktG auf die stille Gesellschaft	98
3.	Partiarisches Darlehen/Nachrangdarlehen als Teilgewinnabführungsvertrag i.S.d. § 292 Abs. 1 Nr. 2 BGB?	98
4.	Mezzanine-Anleihen	99
II.	Verhältnis zwischen § 221 AktG zu § 292 Abs. 1 Nr. 2 AktG	99
III.	Abgrenzung der einzelnen Gestaltungsformen	100
1.	Abgrenzung typische stille Gesellschaft/atypische stille Gesellschaft	101

a.	Steuerrechtliche Abgrenzung	102
b.	Gesellschaftsrechtliche Abgrenzung	103
2.	Abgrenzung stille Gesellschaft zum partiarisches Darlehen	103
a.	Dogmatische Grundlagen der Abgrenzung	104
b.	Einzelne Anknüpfungspunkte für die Auslegung des Willens der Parteien	104
aa.	Gewinnabhängige Vergütung	105
bb.	Verwaltungsrechte im Umfang des § 233 HGB	106
cc.	Mitwirkungsrechte als Abgrenzungskriterium	106
dd.	Übertragbarkeit	107
ee.	Verlustbeteiligung	108
ff.	Förderpflichten	109
gg.	Bezeichnung	109
hh.	Zwischenergebnis	110
3.	Abgrenzung der stillen Gesellschaft zum Genussrecht	111
a.	Dogmatische Struktur des Genussrechts	111
b.	Verbriefung	111
c.	Gewinnabhängige Vergütung	112
aa.	Gewinnabhängigkeit	112
bb.	Koppelung der Vergütung an die Dividende	114
d.	Liquidationserlös und Verlustbeteiligung	114
e.	Abtretung	115
f.	Unentgeltlichkeit des Genussrechts	115
g.	Kontroll- und Mitwirkungsrechte des stillen Gesellschafters	115
aa.	Rechte des typischen stillen Gesellschafters gemäß § 233 HGB	116
bb.	Mitwirkungsrechte des atypischen stillen Gesellschafters	117
cc.	Zwischenergebnis	118
h.	Massenhafte Ausgabe als Abgrenzungskriterium	119
i.	Verbleibendes Abgrenzungskriterium: die Bezeichnung	119
j.	Zwischenergebnis	120
4.	Abgrenzung des Genussrechts zum partiarischen Darlehen und dem Nachrangdarlehen	121
5.	Abgrenzung des Genussrechts zur Wandel- und Optionsanleihe	121
6.	Sonderproblem Nachrangdarlehen	122
7.	Zusammenfassung der nicht-abgrenzbaren Gestaltungsformen	122
8.	Zwischenergebnis der Abgrenzungsfragen	123

IV. Bestehen die dogmatischen Unterschiede zwischen den Gestaltungsformen der Mezzanine-Finanzierung?	124
V. Zusammenfassung der Friktionen des Systems	125
1. Anwendungsbereich der Normen	125
2. Unterschiedliche Schutzvorschriften für identische Beeinträchtigung der Vermögensrechte der Aktionäre	126
3. Nicht erfasste Sonderformen der Mezzanine-Finanzierung	126
C. Kritische Würdigung der Friktionen im Regelungsregime der Mezzanine-Finanzierung	127
I. Analoge Anwendung des § 221 Abs. 3 AktG auf alle Gestaltungsformen der Mezzanine-Finanzierung	127
II. Parallele Anwendung des § 221 Abs. 3 und § 292 Abs. 1 Nr. 2 AktG	129
III. Analyse der h.M. aus dem Blickwinkel der Beeinträchtigung der Mitgliedschaftsrechte durch die Mezzanine-Finanzierung	129
1. Gewinnbegriff des § 221 Abs. 3 AktG und § 292 Abs. 1 Nr. 2 AktG	130
a. Begriff und Abgrenzung	130
b. Einordnung des partiarischen Darlehens ins Normgefüge des § 221 Abs. 3 und des § 292 Abs. 1 Nr. 2 AktG	130
2. Vereinbarung von Mitwirkungsrechten in Form der Covenants	132
a. Rechte des typischen stillen Gesellschafters als Grundfall	133
b. Weitergehende Rechte insbesondere Zustimmungsvorbehalte	134
aa. Verbandsautonomie als Grenze für das Genussrecht	136
bb. Atypische stille Gesellschaft als Prototyp des Eingriffs in die Verbandsautonomie	137
(1) Legitimation als Annex zu § 292 Abs. 1 Nr. 2 AktG	138
(2) Betriebsüberlassungsvertrag	138
(3) Kritik an der h.M.	139
(4) Teilbeherrschungsvertrag gemäß § 291 Abs. 1 AktG	140
(5) Delegation nach allgemeinen zivilrechtlichen und gesellschaftsrechtlichen Grundsätzen	140
(6) Analogie gemäß § 292 Abs. 1 Nr. 2 und 3 AktG	141
(7) Stellungnahme	142
(8) Folgerung: Keine Sonderstellung der atypischen stillen Gesellschaft	143

cc.	Eingriff in das Organisationsrecht in Abhängigkeit von der Sanktion der Mitwirkungsrechte	143
(1)	Kündigungsrechte	144
(2)	Schadensersatz/Vertragsstrafe	144
dd.	Rückschluss für die Abgrenzung der Gestaltungsformen	145
c.	Zwischenergebnis	146
3.	Kicker-Komponente	147
a.	Echter Equity Kicker	147
aa.	Bezug von Altaktien	148
bb.	Bezug von jungen Aktien	150
(1)	Numerus Clausus des § 221 AktG	150
(2)	Numerus clausus des § 192 Abs. 2 Nr. 1, Nr. 3 AktG	152
(3)	Zwischenergebnis	154
(4)	Verhältnis des Naked Warrants gemäß § 221 Abs. 3 AktG zur Fremdkapitalkomponente der Mezzanine-Finanzierung gemäß § 292 Abs. 1 Nr. 2 AktG	155
(5)	Reichweite des Bezugsrechts	155
(6)	Zwischenergebnis	157
b.	Non-Equity Kicker	157
aa.	Beteiligung am Liquidationsgewinn als Grundfall des Non-Equity Kickers	158
(1)	Liquidationsgewinn	158
(2)	Beteiligung am Liquidationserlös im Verhältnis zum Umsatz	159
bb.	Reichweite des Gewinnbegriffs	160
(1)	Umsatz- und Eigenkapitalrenditen	162
(2)	Cash-Flow	162
(3)	Virtueller Equity Kicker	163
(4)	Zwischenergebnis	165
4.	Größe des Kapitalgeberkreises	165
a.	Gefährdung der Rechte der Aktionäre	165
b.	Analyse aus der Perspektive des Genussrechts gemäß § 221 Abs. 3 AktG	166
aa.	Argumente der h.M.	166
(1)	Historisches Argument Eybers	167
(2)	Einwände gegen die herrschende historische Auslegung	168

(a)	Bedeutung der historischen Auslegung	168
(b)	Übergang des gesetzgeberischen Willens von 1937 auf 1965	168
(c)	Bestimmungsauftrag des Gesetzgebers	169
(3)	Kein einheitlicher Genussrechtsbegriff von Seiten des Gesetzgebers	170
(4)	Zwischenergebnis	171
(5)	Systematisches Argument Habersacks	171
(6)	Teleologisches Argument der h.M.	171
bb.	Schutzsystem als Wegweiser der Auslegung	172
c.	Analyse aus der Perspektive des § 292 Abs. 1 Nr. 2 AktG	174
d.	Bestimmung des Begriffs „massenhaft“	175
aa.	Ex-ante oder Ex-post-Perspektive?	175
bb.	Quantitative oder qualitative Abgrenzung	176
(1)	Entwicklung des VerkProspG	176
(2)	Das öffentliche Angebot i.S.d. § 8f VerkProspG und § 2 Nr. 4 WpPG	177
(a)	Begrenzter Personenkreis	178
(b)	Bestimmung des öffentlichen Angebots	178
(c)	Angebot i.S.d. VerkProspG und WpPG	179
(d)	Zeitpunkt des Vorliegens der Tatbestandsmerkmale	180
cc.	Übertragung der Analyse auf die massenhafte Ausgabe	180
(1)	Begrenzter Personenkreis i.S.d. § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 WpPG	181
(2)	Massenhaft als unbestimmt	181
(a)	Bekanntheit des Kapitalgebers beim Kapitalnehmer	181
(b)	Ansprechen nach Kriterien	182
(c)	Indizwirkung des § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 WpPG	182
(3)	Maßgeblicher Zeitpunkt	182
(4)	Sonderfall der Bezugsrechtsemission	183
dd.	Zwischenergebnis	183
IV.	Ergebnis der Analyse de lege lata	184
3. Kapitel:	Kompetenz für die Begebung der Mezzanine-Finanzierung de lege ferenda	187
A.	Gesetzliche Neuordnung	187
I.	Regelungsziel des Lösungsansatzes de lege ferenda	187

II.	Vertretene Lösungsansätze	188
1.	Beschränkung des § 292 Abs. 1 Nr. 2 AktG	188
2.	Beschränkung des § 221 Abs. 3 AktG	189
3.	Einführung des Merkmals der massenhaften Ausgabe in § 221 Abs. 3 AktG	190
B.	Schaffung einer einheitlichen Regelung für schuldrechtliches Beteiligungskapital	191
I.	Anlehnung an das Recht der Kapitalerhöhung	192
II.	Abgrenzung des Konzernrechts vom Recht der Unternehmensfinanzierung	193
III.	Übertragung der Elemente des § 292 Abs. 1 Nr. 2 AktG auf den § 221 AktG-E	194
1.	Erhaltung der gegenstandsbezogenen Ausnahme gemäß § 292 Abs. 2 AktG	194
2.	Erhaltung der personenbezogenen Ausnahme gemäß § 292 Abs. 2 AktG	195
IV.	Abgrenzung vom Gewinnabführungsvertrag	197
V.	Zwischenergebnis	198
C.	Neuordnung des § 221 Abs. 3 AktG	199
I.	Standort im Gesetz	199
II.	Tatbestand der umfassten Finanzierungsformen	199
1.	Eigenschaften der Mezzanine-Finanzierung als Tatbestandsmerkmal	200
2.	Tatbestand des § 221 AktG als Katalog der Gestaltungsformen	200
3.	Gestaltungsformübergreifender Ansatz	201
a.	Präzisierung des Tatbestandsmerkmals	202
b.	Gewinnabhängige Vergütung	203
c.	Kicker-Komponente	204
d.	Bagatellgrenze	204
e.	Gegenentwurf: Quantitativer Ansatz nach dem Volumen der Finanzierung	205
f.	Zwischenergebnis	207
4.	Delegation von Mitwirkungsrechten	208
III.	Schutzniveau auf Rechtsfolgende	208
1.	Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses	209
2.	Formerfordernis der Mezzanine-Finanzierung	211
3.	Bezugsrecht	214
a.	Bezugsfähigkeit	214
aa.	Bezugsrecht in Abhängigkeit von der Stückelung der Mezzanine-Finanzierung	215



bb. Kein Bezugsrecht bei der Mezzanine-Finanzierung?	215
cc. Pflicht zur Stückelung	216
b. Bezugsrechtsausschluss	216
aa. Vorliegen eines sachlichen Grundes als Voraussetzung für den Bezugsrechtsausschluss	217
(1) Equity Kicker	218
(2) Non-Equity Kicker	219
(3) Gewinnorientierte und gewinnabhängige Vergütung	219
(4) Verwaltungsrechte	220
bb. Anforderungen an die sachliche Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschluss	220
cc. „Vereinfachter“ Bezugsrechtsausschluss gemäß § 186 Abs. 3 S. 4 AktG	221
(1) Aktueller Streitstand	221
(a) Börsenpreis	222
(b) Kapitalgrenze	224
(2) Notwendigkeit der Anpassung des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG	224
c. Reichweite des Bezugsrechts bei Vereinbarung eines Equity Kickers/Parallele zur Wandelschuldverschreibung?	225
d. Anpassung der Regelungen des bedingten Kapitals	226
4. Beschränkung der Vertragsfreiheit der Mezzanine- Finanzierung	227
IV. Aufbau der Norm	227
V. Formulierungsvorschlag des § 221 AktG-E	228
VI. Ergebnis der Analyse de lege ferenda	228
4. Kapitel: Zusammenfassung in Thesen	230
Literaturverzeichnis	237