

Inhaltsübersicht

Einleitung	1
A. <i>Gegenstand der Untersuchung</i>	1
B. <i>Stand der Forschung</i>	4
C. <i>Gang der Darstellung</i>	6
1. Kapitel: Mezzanine-Kapital - Finanzierungsmittel, Verwendung und Marktsituation	9
A. <i>Begriffsklärung und rechtliche Qualifizierung</i>	9
B. <i>Überblick über Mezzanine-Finanzierungsinstrumente</i>	16
C. <i>Typische Verwendungsfälle von Mezzanine-Kapital</i>	29
D. <i>Deutscher Markt für Mezzanine-Kapital</i>	33
E. <i>Zusammenfassung</i>	38
2. Kapitel: Einführung in die Problematik von Standard-Mezzanine	40
A. <i>Rechtliche Qualifizierung</i>	40
B. <i>Abgrenzung von anderen Refinanzierungsmethoden</i>	59
C. <i>Gründe für die Teilnahme an einer Standard-Mezzanine-Transaktion</i>	63
D. <i>Zusammenfassung</i>	76

3. Kapitel: Die rechtliche Ausgestaltung von Standard-Mezzanine-Programmen	79
<i>A. Rechtsverhältnis zwischen dem Unternehmen und der Einzweckgesellschaft</i>	<i>79</i>
<i>B. Rechtsverhältnis zwischen der Einzweckgesellschaft und dem Kapitalmarkt</i>	<i>163</i>
4. Kapitel: Vorschläge zur Neugestaltung.....	183
<i>A. Zusammenfassung des Status Quo</i>	<i>183</i>
<i>B. Neugestaltung.....</i>	<i>198</i>
Schlussbetrachtung	219
Anhang 1: Rating der Unternehmen nach Moody's RiskCalc bei Programmstart	221
Anhang 2: Literaturverzeichnis	225

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	1
A. <i>Gegenstand der Untersuchung</i>	1
B. <i>Stand der Forschung</i>	4
C. <i>Gang der Darstellung</i>	6
1. Kapitel: Mezzanine-Kapital – Finanzierungsmittel, Verwendung und Marktsituation	9
A. <i>Begriffsklärung und rechtliche Qualifizierung</i>	9
I. Mezzanine- und Hybridkapital	9
II. Übergreifende Merkmale aller mezzaninen Finanzierungsinstrumente ..	11
III. Individual-Mezzanine und Standard-Mezzanine	12
IV. Verhältnis zu Private Equity und Venture Capital	15
B. <i>Überblick über Mezzanine-Finanzierungsinstrumente</i>	16
I. Eigenkapitalähnlich („ <i>equity mezzanine</i> “)	17
1. Genussrechte	17
2. Atypische stille Gesellschaft	19
3. Wandel- und Optionsanleihen	21
4. Hybrid-Anleihen	22
II. Fremdkapitalähnlich („ <i>debt mezzanine</i> “)	24
1. Nachrangdarlehen	24
2. Partiarisches Darlehen	26
3. Typische stille Gesellschaft	26
4. High-Yield-Bonds	28
C. <i>Typische Verwendungsfälle von Mezzanine-Kapital</i>	29
I. Wachstumsfinanzierungen	30
II. Akquisitionsfinanzierung	30

III. Projektfinanzierung	31
IV. Sonstige	32
D. Deutscher Markt für Mezzanine-Kapital	33
I. Individual-Mezzanine	33
II. Standard-Mezzanine	34
1. Programme am Markt	34
2. Zielgruppe und Rezeption der Programme	36
a. Unternehmen	36
aa. Rechtsform	37
bb. Größe und Branche	37
b. Investoren	38
E. Zusammenfassung	38
2. Kapitel: Einführung in die Problematik von Standard-Mezzanine	40
A. Rechtliche Qualifizierung	40
I. Standard-Mezzanine als <i>Collateralized Debt Obligation</i>	40
1. Asset-Backed Securities	40
a. Herkunft und Entwicklung	41
b. Grundlagen	42
c. Echte und synthetische Asset-Backed Securities	44
d. Kurz- und längerfristige Asset-Backed Securities	45
aa. Asset-Backed Commercial Papers	45
bb. Collateralized Debt Obligations	46
cc. Die rechtliche Qualifizierung der Refinanzierungsstruktur von Standard-Mezzanine-Programmen	46
2. Kreditsicherung bei Asset-Backed Securities	47
II. Der Ablauf eines Standard-Mezzanine-Programms	49
1. Gründung der Einzweckgesellschaft und Akquisition der Portfoliounternehmen	50

2. Der Refinanzierungsprozess	54
3. Durchführung und Überwachung der Transaktion	57
<i>B. Abgrenzung von anderen Refinanzierungsmethoden</i>	59
I. Mezzanine-Fonds	60
II. <i>Promise</i> und <i>Provide</i>	62
<i>C. Gründe für die Teilnahme an einer Standard-Mezzanine-Transaktion</i>	63
I. Aus Sicht der Unternehmen	63
1. Schließung einer Finanzierungslücke	63
2. Verbesserung des Ratings	64
a. Funktionsweise und Ziel des Ratings	65
b. Rolle des Ratings für Unternehmensfinanzierung	66
c. Das Baseler Regelungswerk	66
aa. Entwicklung, Funktion und rechtliche Qualifizierung	66
bb. Basel I	67
cc. Basel II	68
(1) Inhaltliche Schwerpunkte	68
(2) Ratingansätze	68
(3) Rechtliche Umsetzung	71
dd. Basel III	71
(1) Inhalt und Umsetzung	71
(2) Auswirkungen für kreditsuchende Unternehmen	72
3. Erhalt der Eigentümerstruktur	73
4. Steuervorteil	74
5. Freie Mittelverwendung und geringere Kosten als individuelles Mezzanine-Kapital	74
II. Aus Sicht der Initiatoren	75
III. Aus Sicht der Investoren	76

<i>D. Zusammenfassung</i>	76
3. Kapitel: Die rechtliche Ausgestaltung von Standard-Mezzanine-Programmen	79
<i>A. Rechtsverhältnis zwischen dem Unternehmen und der Einzweckgesellschaft</i>	79
<i>I. Die Auswahl des mezzaninen Finanzierungsinstruments</i>	79
1. Anforderungen an das Mezzanine-Finanzierungsinstrument	79
2. Abgrenzung Genussrecht - Nachrangdarlehen	81
<i>II. Genussrechte als Finanzierungsinstrument</i>	83
1. Zulässigkeit und Begründung von Genussrechten	83
a. Kapitalgesellschaften	83
aa. AG	83
bb. GmbH	86
b. Personengesellschaften	87
2. Bilanzielle Beurteilung von Genussrechten	87
a. Bilanzierung nach HGB	87
aa. Nachrangigkeit	88
bb. Erfolgsabhängige Vergütung	89
cc. Verlustteilnahme	91
dd. Langfristige Überlassung des Kapitals	91
ee. Zwischenergebnis	92
b. Bilanzierung nach IAS/IFRS	93
aa. Hintergrund	93
bb. Genussrechte als Finanzierungsinstrumente	94
cc. Abgrenzungskriterien für Eigen- und Fremdkapital	95
dd. Sonderregelung des IAS 32.16 A	96
ee. Zwischenergebnis	97

c. Einordnung der Genussrechtsvereinbarungen als wirtschaftliches Eigenkapital?	97
aa. Hintergrund.....	97
bb. Normativer Anknüpfungspunkt	98
cc. Ansätze der Praxis	99
(1) Richtlinien der IFD	100
(2) Ansatz der DVFA	102
(3) Vergleich.....	103
dd. Genussrechte bisheriger Standard-Mezzanine-Programme.....	103
3. Steuerliche Beurteilung von Genussrechten	104
a. Beim Genussrechtsemittenten	104
aa. Kapitalgesellschaften.....	104
(1) Beteiligung am Gewinn	105
(2) Beteiligung am Liquidationserlös	106
(3) Ausschüttung.....	107
(4) Genussrechte bisheriger Standard-Mezzanine-Programme....	107
bb. Personengesellschaften	108
b. Beim Genussrechtsinhaber	108
III. Die Genussrechtsvereinbarung als standardisiertes Regelungswerk ...	109
1. Sinn und Zweck einer standardisierten Regelung	109
2. Genussrechtsvereinbarung als AGB	109
a. Anwendbarkeit des AGB-Rechts.....	110
aa. Ausschluss des AGB-Rechts gemäß § 310 Abs. 4 BGB	110
bb. AGB-Recht im unternehmerischen Geschäftsverkehr.....	111
(1) Einfluss der §§ 308 und 309 BGB auf die Inhaltskontrolle ...	112
(2) Die im Handelsverkehr geltenden Gewohnheiten und Bräuche	113
(3) Modifizierung des Transparenzgebotes	115

(4) Zwischenergebnis	116
cc. Generelle Kontrollfähigkeit von Genussrechtsvereinbarungen .	116
dd. Genussrechte als Finanzprodukte eigener Art	116
b. Qualifizierung als AGB	118
aa. Für eine Vielzahl von Verträgen vorformulierte Vertragsbedingungen	118
bb. Durch den Verwender gestellt	118
3. Aufbau und Inhalt der Genussrechtsvereinbarung	121
a. Der Inhalt im Überblick.....	121
b. Rating der Unternehmen.....	123
aa. Externes Rating	123
bb. Internes Rating	124
4. Wesentliche Regelungsunterschiede der Genussrechtsvereinba- rungen verschiedener Standard-Mezzanine-Programme	125
IV. Die AGB-Kontrolle der Vertragsklauseln einer Genussrechtsvereinbarung in Standard-Mezzanine-Programmen	126
1. Einräumung eines Genussrechts – <i>Granting of Profit Participation Right</i>	127
a. Inhalt	127
b. Funktion.....	127
aa. Annahmefrist	127
bb. kein Gesellschaftsverhältnis.....	128
cc. Zusicherungen	128
c. Inhaltskontrolle	129
aa. Annahmefrist	130
(1) Kontrollfähigkeit der Klausel 1.2 gemäß § 307 Abs. 3 S. 1 BGB	130
(2) Verstoß gegen § 307 Abs. 2 Nr. 1 BGB	131

(a) Abweichen von einer gesetzlichen Regelung.....	132
(b) Unvereinbarkeit mit wesentlichen Grundgedanken der Regelung.....	133
(aa) Anwendbarkeit der Wertungen des § 308 Nr. 1 BGB ...	134
(bb) Interessenabwägung	135
(3) Verstoß gegen § 307 Abs. 2 Nr. 2 BGB	136
(4) Verstoß gegen § 307 Abs. 1 S. 1 BGB	137
(a) Benachteiligung	137
(b) Unangemessenheit	137
bb. kein Gesellschaftsverhältnis, Zusicherungen.....	138
cc. Zwischenergebnis	138
2. Gewinnbeteiligung und Garantiegewinn – <i>Profit Participation</i> and <i>Fixed Profit</i>	138
a. Inhalt	138
b. Funktion	139
c. Inhaltskontrolle	140
aa. Regelung des Nominalzinssatzes, Klausel 2.7	140
(1) Kontrollfähigkeit gemäß § 307 Abs. 3 S. 1 BGB	140
(2) Verstoß gegen § 307 Abs. 1 S. 2 BGB	140
bb. Regelung der Zinserhöhung bei Nichtleistung trotz Fälligkeit, Klausel 2.9	142
cc. Zwischenergebnis	143
3. Laufzeit der Genussrechte, Rückzahlung; <i>Term of the</i> <i>Participation Rights, Repayment</i>	143
a. Inhalt	143
b. Funktion	144
c. Inhaltskontrolle	144
aa. Klausel 3.3	144

(1) Kontrollfähigkeit gemäß § 307 Abs. 3 S. 1 BGB	144
(2) Verstoß gegen § 307 Abs. 2 Nr. 1 BGB	145
(3) Verstoß gegen § 307 Abs. 2 Nr. 2 BGB	145
(4) Verstoß gegen § 307 Abs. 1 S. 1 BGB	145
(a) Benachteiligung	145
(b) Unangemessenheit	146
(aa) Einschlägigkeit von § 309 Nr. 5 a BGB	147
(bb) Interessenabwägung	147
bb. Klausel 3.4.....	148
(1) Kontrollfähigkeit gemäß § 307 Abs. 3 S. 1 BGB	149
(2) Verstoß gegen § 307 Abs. 2 Nr. 1 BGB	149
(3) Verstoß gegen § 307 Abs. 1 S. 1 BGB	150
(a) Benachteiligung	150
(b) Unangemessenheit	151
(aa) Einschlägigkeit von § 309 Nr. 5 a BGB	151
(bb) Übertragung der Wertungen des § 309 Nr. 5 a BGB	152
(cc) Interessenabwägung	153
cc. Zwischenergebnis	154
4. Abtretung von Rechten aus dieser Vereinbarung – <i>Assignments of Rights from this Agreement</i>	154
a. Inhalt	154
b. Funktion.....	155
c. Inhaltskontrolle	155
aa. Kontrollfähigkeit gemäß § 307 Abs. 3 S. 1 BGB.....	156
bb. Verstoß gegen § 307 Abs. 1 S. 1.....	156
(1) Benachteiligung	156
(2) Unangemessenheit	157
cc. Zwischenergebnis	158

IV. Zusammenfassung Kapitel 3 A	158
B. Rechtsverhältnis zwischen der Einzweckgesellschaft und dem Kapitalmarkt	163
I. Rechtsverhältnis zwischen Emittent, Emissionsbank und Investoren....	163
1. Selbst- und Fremdemission.....	163
2. Rechtsverhältnis zwischen Emittentin und Emissionsbank.....	164
3. Rechtsverhältnis zwischen Emittentin und Anleihegläubigern	165
II. Platzierung der Schuldverschreibung an einer ausländischen Börse	165
III. Rechtsform und Sitz der Einzweckgesellschaft	166
1. Die verschiedenen Rechtsformen	167
a. Limited Partnership nach dem Recht von Jersey und Irland.....	167
b. Société en commandite simple und Société anonyme nach dem Recht von Luxemburg	168
c. PLC und Limited nach dem Recht von Irland.....	168
2. Motivation für die Wahl eines Sitzes im Ausland	168
a. Gründe steuerlicher Natur.....	169
b. Sonstige Gründe	171
IV. Die Einzweckgesellschaft im Aufsichtsrecht.....	171
1. Investmentgesetz.....	171
a. Einschlägigkeit von § 1 S. 1 Nr. 3 Hs. 1 InvG?	171
b. Einschlägigkeit von § 1 S. 1 Nr. 3 Hs. 2 InvG?	172
2. Kreditwesengesetz	173
a. Anwendbarkeit des KWG	173
b. Die Einzweckgesellschaft als Kreditinstitut i.S.d. KWG?	174
aa. Einlagengeschäft.....	174
bb. Kreditgeschäft	174
V. Typische Anleihebedingungen	176
1. Verkaufsbeschränkungen – <i>Selling Restrictions</i>	176

a. EU und Schweiz.....	176
b. USA	177
2. Beschränkte Zahlungsansprüche aus den <i>Notes</i>	177
3. Rating der <i>Notes</i>	178
a. Ratingagenturen	178
b. Rating.....	179
4. Vergütung der <i>Notes</i>	179
5. Die <i>No Gross Up</i> -Klausel	180
6. Kündigungsrechte der Investoren	180
VI. Zusammenfassung Kapitel 3 B	181
4. Kapitel: Vorschläge zur Neugestaltung	183
A. Zusammenfassung des <i>Status Quo</i>	183
I. Erfolgsfaktoren bisheriger Standard-Mezzanine-Programme	183
1. Unternehmensseitig.....	183
a. Mezzanine-Kapital zum Discountpreis	183
b. Endfälligkeit	184
c. Diversifizierung der Finanzierungsstruktur.....	184
d. Weitere Erfolgsfaktoren	185
2. Kapitalmarktseitig	185
a. Zugang zu einer neuen, diversifizierten Anlage-Klasse.....	185
b. Steueroptimierte Ausgestaltung	186
3. Zwischenergebnis	186
II. Scheiternsfaktoren bisheriger Standard-Mezzanine-Programme	187
1. Interne Faktoren	187
a. Unzureichend qualifizierte Auswahlkriterien für Portfoliounternehmen	187
b. <i>Moral Hazard</i> -Problematik	190
c. Ungenügende Granularität der Portfolios.....	190

d. Unzureichende Tranchengrößen der Refinanzierungsanleihe	191
e. Unzureichende Informations- und Verwertungsrechte	192
f. Endfälligkeit	193
2. Externe Faktoren	194
a. Weltwirtschaftskrise	194
b. Keine einheitlichen Standards zur Anerkennung von wirtschaftlichem Eigenkapital	194
c. Fehlen eines funktionierenden Refinanzierungsmarktes für Standard-Mezzanine	195
d. Programmseitiges Überangebot	196
3. Zwischenergebnis	197
B. Neugestaltung	198
I. Veränderte regulatorische Rahmenbedingungen	198
1. Investitionen durch Banken	199
2. Investitionen durch Versicherungen	201
3. Investitionen durch unregulierte Fonds	202
4. Zusammenfassung.....	202
II. Eigener Vorschlag zur Neugestaltung	202
1. Vorüberlegungen.....	203
2. Neugestaltung.....	204
a. Strukturelle Neugestaltung	205
aa. Annäherung der Interessen von Investoren und Initiatoren	205
bb. Zentralisierung der Transaktion.....	208
cc. Mögliche Kriterien für die Auswahl tauglicher Unternehmen ..	208
dd. Steigerung der Granularität.....	210
ee. Qualitative Verbesserung des Portfolios durch Konsolidierung.....	211

ff: Einheitliche Voraussetzungen für die Anerkennung von wirtschaftlichem Eigenkapital.....	211
gg. Entschärfung der Endfälligkeit	212
b. Rechtliche Neugestaltung der Genussrechtsbedingungen	213
3. Zusammenfassung.....	214
a. Problemstellungen und Lösungsvorschläge	214
b. Anreiz für die Programmbeteiligten.....	216
aa. Unternehmen	216
bb. Strukturierende Banken.....	216
cc. Investoren	217
Schlussbetrachtung	219
Anhang 1: Übersicht über das Rating der Unternehmen nach Moody's RiscCalc bei Programmstart	221
Anhang 2: Literaturverzeichnis.....	225