

# Inhaltsübersicht

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

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

# Inhaltsverzeichnis

<b>Einleitung .....</b>	<b>1</b>
<i>A. Gegenstand der Untersuchung .....</i>	<i>1</i>
<i>B. Stand der Forschung .....</i>	<i>4</i>
<i>C. Gang der Darstellung .....</i>	<i>6</i>
<b>1. Kapitel: Mezzanine-Kapital – Finanzierungsmittel, Verwendung und Marktsituation .....</b>	<b>9</b>
<i>A. Begriffsklärung und rechtliche Qualifizierung .....</i>	<i>9</i>
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
<i>B. Überblick über Mezzanine-Finanzierungsinstrumente .....</i>	<i>16</i>
I. Eigenkapitalähnlich („equity mezzanine“).....	17
1. Genussrechte .....	17
2. Atypische stille Gesellschaft.....	19
3. Wandel- und Optionsanleihen .....	21
4. Hybrid-Anleihen .....	22
II. Fremdkapitalähnlich („debt mezzanine“).....	24
1. Nachrangdarlehen .....	24
2. Partiarisches Darlehen .....	26
3. Typische stille Gesellschaft .....	26
4. High-Yield-Bonds.....	28
<i>C. Typische Verwendungsfälle von Mezzanine-Kapital .....</i>	<i>29</i>
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
<b>2. Kapitel: Einführung in die Problematik von Standard-Mezzanine .....</b>	<b>40</b>
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 Securites .....	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-</i> <i>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
<b>3. Kapitel: Die rechtliche Ausgestaltung von Standard-Mezzanine-Programmen</b> .....	79
<i>A. Rechtsverhältnis zwischen dem Unternehmen und der Einzweckgesellschaft</i> .....	79
I. Die Auswahl des mezzaninen Finanzierungsinstruments .....	79
1. Anforderungen an das Mezzanine-Finanzierungsinstrument .....	79
2. Abgrenzung Genussrecht - Nachrangdarlehen .....	81
II. Genussrechte als Finanzierungsinstrument .....	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> <i>and 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
<i>B. Rechtsverhältnis zwischen der Einzweckgesellschaft und dem Kapitalmarkt</i> .....	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
<b>4. Kapitel: Vorschläge zur Neugestaltung .....</b>	<b>183</b>
<i>A. Zusammenfassung des Status Quo .....</i>	<i>183</i>
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
<i>B. Neugestaltung</i> .....	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
<b>Anhang 1: Übersicht über das Rating der Unternehmen nach Moody's RiscCalc bei Programmstart .....</b>	<b>221</b>
<b>Anhang 2: Literaturverzeichnis.....</b>	<b>225</b>