

Saarbrücker Studien zum Privat- und Wirtschaftsrecht

Herausgegeben von Johann Paul Bauer, Michael Martinek
und Helmut Rößmann

Band 63

Daniel Marc Protz

Das zivilrechtliche Anforderungsprofil mezzaniner Strukturen der Unternehmensfinanzierung



PETER LANG

Internationaler Verlag der Wissenschaften

Einleitung

Die Unternehmensfinanzierung steckt in der Krise. Betroffen ist vor allem der deutsche Mittelstand, namentlich kleine und mittlere Unternehmen.¹ Ein stetig wachsender Finanzierungsbedarf kann aus ganz unterschiedlichen Gründen immer häufiger nicht mehr durch das Eigenkapital der Unternehmer oder durch Bankkredite abgedeckt werden. Während das Eigenkapitaldefizit ein Problem des Mittelstandes mit langer Tradition ist, haben sich die Schwierigkeiten bei der Fremdkapitalfinanzierung gerade in der jüngeren Vergangenheit nochmals verschärft. Basel II sowie aktuell die Subprime- und Bankenkrise² sind in diesem Kontext vielzitierte Begrifflichkeiten. Wiederum ist hiervon insbesondere die Fremdkapitalfinanzierung mittelständischer Unternehmen betroffen, da diese nur in begrenztem Umfang Sicherheiten für Fremdkapital stellen können und das Eigenkapitalvolumen, nicht zuletzt wegen der oftmals vorhandenen familiären Strukturen in mittelständischen Unternehmen, ohnehin eher gering ist. Gerade Jungunternehmen, deren Erfolgsaussichten bei der Realisierung neuer und innovativer Ideen und Produkte zu Beginn des Wachstums schwer abzuschätzen sind, haben oftmals erhebliche Schwierigkeiten bei der Suche nach Eigenkapitalgebern. Denn eigenes Kapital oder Sicherheiten für klassische Darlehen sind bei den Jungunternehmern regelmäßig kaum oder nicht vorhanden.

Zur Deckung dieses Defizits in der Kapitalstruktur vieler Unternehmen – man kann in diesem Zusammenhang auch von einer Investitionslücke sprechen - wird zunehmend mit alternativen Formen der Kapitalbeschaffung gearbeitet. Zu nennen sind insbesondere *Leasing*- und *Factoring*-Verträge, aber auch Vertragsgestaltungen mit sogenannte *Asset-Backed-Securities*. Auch das *Outsourcing* wird vor dem Hintergrund als Alternative zur klassischen Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung verstanden. Wesensmerkmal dieser Finanzierungsformen ist, dass vorhandene, regelmäßig aber gebundene Unternehmenswerte in liquide Mittel umgewandelt werden. Anders als bei

¹ Nach der Mittelstandsdefinition des Instituts für Mittelstandsforschung (IfM) sind kleine Unternehmen solche mit bis zu 9 Mitarbeitern und einem Jahresumsatz unter 1 Million Euro, mittlere Unternehmen solche mit 10-499 Mitarbeitern und einem Jahresumsatz von 1-50 Millionen Euro, vgl. *Günterberg/Kayser*, SMEs S. 3; Diese Definition deckt sich nicht gänzlich mit der Empfehlung der EU-Kommission 2003/361/EG vom 6. Mai 2003 (Amtsblatt L 124/36 vom 20.5.2003) betreffend die Definition der Kleinstunternehmen sowie der kleinen und mittleren Unternehmen, wonach zwar der Schwellenwert für den Jahresumsatz ebenfalls auf 2, 10 bzw. 50 Millionen Euro, die Beschäftigtenzahl jedoch auf "weniger als 10, 50 bzw. 250 Personen" festgesetzt ist.

² Unter *Subprime* ist ein Teil des Hypothekendarlehenmarkts zu verstehen, der überwiegend aus Kreditnehmern mit geringer Bonität besteht. In diesem Zusammenhang bezeichnet der Begriff *Subprime*-Krise eine Reihe von erheblichen Verlusten und Insolvenzen bei institutionellen Kapitalgebern, die dadurch ausgelöst wurden, dass die zuvor steigenden Immobilienpreise in den USA stagnierten und gebietsweise sogar fielen, während gleichzeitig immer mehr Kreditnehmer mit geringer Bonität die Zins- und Tilgungsleistungen für ihre Hypothekendarlehen nicht mehr aufbringen konnten. Da *Subprime*-Kredite von erheblichem Umfang zum Zwecke der Refinanzierung – teils über komplizierte und intransparente Strukturen - in Wertpapieren verbriefte wurden und weltweit Banken in diese Wertpapiere investiert haben, setzten sich die Verluste und Insolvenzen auch bei solchen Investoren fort, die nicht unmittelbar im US-Hypothekenmarkt involviert waren. Die teilweise existenzbedrohenden Verluste renommierter Investoren und der Umstand, aber auch die fehlende Bereitschaft zur Investition in Wertpapiere und die damit verbundenen Liquiditätsengpässe sind Ursache einer Bankenkrise ungeahnten Ausmaßes.

der klassischen Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung wird den Unternehmen kein Kapital zugeführt, die bilanziellen Unternehmenswerte bleiben gleich. Durch die Erschließung bislang gebundener Unternehmenswerte und ihre Umwandlung in liquide Mittel³ kann in vielen Fällen eine Schließung oder Verkleinerung der angesprochenen Investitionslücke gelingen.⁴ Hinzu kommt die Möglichkeit einer flexiblen rechtlichen Ausgestaltung dieser alternativen Formen der Kapitalbeschaffung durch Kapitalumwandlung, so dass die besonderen Umstände, namentlich die gegenläufigen Interessen der Vertragspartner, im Einzelfall berücksichtigt werden können.

Seit einigen Jahren wird zur Schließung von Investitionslücken im Rahmen der Unternehmensfinanzierung verstärkt auf die in der Projekt- und Akquisitionsfinanzierung entwickelten mezzaninen Finanzierungsstrukturen zurückgegriffen. Diese sind Gegenstand der vorliegenden Arbeit. Im Gegensatz zur Kapitalbeschaffung durch Kapitalumwandlung orientieren sich mezzanine Finanzierungsstrukturen an der klassischen Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung. D.h. es werden nicht gebundene Unternehmenswerte in liquide Mittel umgewandelt, sondern dem Unternehmen wird frisches Kapital zugeführt. Die aufgezeigte Investitionslücke bei klassischer Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung soll durch innovative rechtliche Ausgestaltung überwunden werden. Dabei ist eine – häufig verkannte – doppelte Wirkweise von entscheidender Bedeutung: Die rechtliche Ausgestaltung einer mezzaninen Finanzierung soll dergestalt sein, dass nicht nur frisches Kapital zufließt, sondern dieses Kapital die Finanzstruktur des finanzierten Unternehmens über einen Hebeleffekt so modifiziert, dass eine Finanzierung mit klassischem Fremdkapital wieder möglich ist. Über den Zufluss von frischem Kapital, das eine solche Hebelwirkung entfaltet, sollen bestehende Investitionslücken besonders effektiv und unter Rücksichtnahme auf die Umstände des Finanzierungseinzelfalles geschlossen werden können. Diese doppelte Wirkweise kann als wesensprägend für mezzanine Strukturen verstanden werden, so dass entsprechende innovative rechtliche Ausgestaltungen als eigenständige neue Finanzierungsform und das auf dieser Grundlage zufließende Kapital als eigenständige neue Kapitalart neben Eigen- und Fremdkapital einzuordnen sein könnte.

Nicht selten werden mezzanine Finanzierungsstrukturen im Hinblick auf ihre praktische Relevanz als Innovationsmotor für die mittelständische Unternehmensfinanzierung bezeichnet. Was aber sind mezzanine Finanzierungsstrukturen, was ist Mezzanine-Kapital aus rechtlicher Sicht? In der Fachliteratur finden sich durchgehend zwei Sätze zur Beantwortung dieser Frage: Mezzanine-Finanzierungen seien eine Vielzahl von Finanzierungsinstrumenten zwischen Eigen- und Fremdkapital, unter einer mezzaninen Finanzierungsstruktur sei die rechtlich zulässige Kombination eigen-

³ Ergänzt um den Effekt der Variabilisierung der Kosten und eine Risikoreduzierung, *Rilling*, *IndustrieMagazin* 2002, 52 (53).

⁴ Die geschaffene Liquidität kann anstelle von neuen Krediten für Investitionen genutzt werden. Wird die freie Liquidität zum Schuldenabbau verwendet, verkürzt sich die Bilanz, die Eigenkapitalquote steigt, das Rating verbessert sich und der Zugang zu Fremdkapital wird erleichtert, vgl. *Rilling*, *IndustrieMagazin* 2002, 52 (53).

und fremdkapitaltypischer Komponenten zu verstehen. Rechtliche Ausgestaltungen solcher Kombinationen eigen- und fremdkapitaltypischer Komponenten seien etwa Nachrangdarlehen und stille Beteiligungen, Genussrechte und kapitalmarktfähige Wandel- und Optionsanleihen.

Der erste Satz verwundert. Die Innovation der Mezzanine-Finanzierung liegt in dem beschriebenen Hebel, nicht aber in einem hybriden⁵ Charakter der rechtlichen Ausgestaltung. Zwar werden mezzaninäre Finanzierungsinstrumente zur Erzielung des beschriebenen Hebeleffektes in aller Regel einen hybriden Charakter aufweisen.⁶ Jedoch folgt umgekehrt aus einem hybriden Charakter keineswegs zwingend eine Realisierung des angestrebten Hebels. Insofern ist die Erfassung mezzaniner Strukturen über ihren hybriden Charakter zumindest zweifelhaft.

Auch der zweite Satz überrascht. Mezzanine-Finanzierungen sollen – löst man sich von werbewirksamen Begrifflichkeiten – nichts anderes als Nachrangdarlehen, stille Beteiligungen, Genussrechte und Wandel- und Optionsanleihen sein. Wo aber liegt dann die vielzitierte Innovation bei mezzaninen Finanzierungsstrukturen? Die genannten Rechtstypen sind „alte Bekannte“, die seit vielen Jahren als Finanzierungsinstrumente eingesetzt werden und auch die mit ihnen auftretenden Rechtsfragen sind – jedenfalls zu weiten Teilen – von Literatur und Rechtsprechung beantwortet worden.

Zwar mögen die beiden vorstehenden Sätze zur Umschreibung mezzaniner Finanzierungsstrukturen bei einer oberflächlichen Betrachtung insoweit zutreffend sein, als sich mezzaninäre Finanzierungsstrukturen tatsächlich über Modifikationen der genannten Rechtstypen gestalten lassen und regelmäßig einen hybriden Charakter aufweisen.⁷ Die Gleichstellung mezzaniner Finanzierungsinstrumente mit hybriden Rechtstypen wie Nachrangdarlehen oder stille Beteiligungen geht jedoch zu weit. Denn Hintergrund mezzaniner Finanzierungsstrukturen ist eine besondere, durch die Unterkapitalisierung des Mezzaninegebers geprägte, Finanzierungskonstellation, der typische Rahmenbedingungen wesenseigen sind. Diese typischen Rahmenbedingungen und somit mezzaninäre Finanzierungsstrukturen gilt es zunächst zu erfassen. Erst im Anschluss ist dann zu untersuchen, welche – über einen bloßen hybriden Charakter hinausgehende - rechtliche Ausgestaltung eine Finanzierung aufweisen muss, um mezzaninen Finanzierungsstrukturen gerecht zu werden. In nahezu allen Fällen wird die Ausgestaltung einer solchen Finanzierung nicht lediglich ein bekannter Rechtstypus wie ein Nachrangdarlehen oder eine stille Beteiligung sein, sondern allenfalls auf seiner Struktur aufbauen. Neben der Frage nach der optimalen rechtlichen Ausgestaltung stellt sich gerade im Hinblick auf die typischen Rahmenbedingungen mezzaniner Finanzierungsstrukturen eine Reihe von Rechtsfragen aus einer neuen Perspektive.

⁵ Hybrid bedeutet „von zweierlei Herkunft“. Finanzierungsinstrumente werden als hybride bezeichnet, wenn sie typische Charakteristika von Eigen- und Fremdkapital miteinander kombinieren und damit wirtschaftlich zwischen klassischem Eigen- und Fremdkapital stehen, *Herzig*, IStR 2000, 482 (482).

⁶ Dazu ausführlich I. Teil 3. Kapitel II. B. 1.

⁷ Auf die möglichen Ausgestaltungen mezzaniner Strukturen wird im 3. Teil der Arbeit eingegangen. Zum hybriden Charakter mezzaniner Finanzierungsinstrumente vgl. I. Teil 3. Kapitel II. B. 1.

Ausgehend von diesen Überlegungen, die in der Folge vertieft werden, soll mit der vorliegenden Arbeit die in der Literatur dominierende Anknüpfung von mezzaninen Finanzierungsstrukturen an bestimmte Rechtstypen bzw. an den hybriden Charakter überwunden werden. Gegenstand der Untersuchung sind mithin primär nicht einzelne Ausgestaltungen von Mezzanine-Finanzierungen wie etwa Nachrangdarlehen oder Genussrechte, sondern das auf einem Finanzierungsmodell basierende Anforderungsprofil mezzaniner Strukturen und die damit verbundenen Rechtsfragen. Auf dieser Grundlage soll ein präziseres Verständnis mezzaniner Strukturen erarbeitet werden und eine Einordnung des Mezzanine-Kapitals im Verhältnis zu klassischem Eigen- und Fremdkapital erfolgen. Die theoretische Analyse mezzaniner Finanzierungsstrukturen soll schließlich die Suche nach der idealtypischen rechtlichen Ausgestaltung einer Mezzanine-Finanzierung erleichtern.

Ein abstraktes Anforderungsprofil mezzaniner Strukturen wurde in der Fachliteratur bislang allenfalls skizziert. Eine umfassende Aufarbeitung dieses Anforderungsprofils und eine möglichst weitreichende Behandlung der mit ihm verbundenen Rechtsfragen ist das Kernanliegen dieser Arbeit und soll zu einem verbesserten Verständnis mezzaniner Finanzierungsstrukturen beitragen.

Ausgangspunkt der Arbeit

I. Der aktuelle Mezzanine-Markt

„Der Mezzanine-Markt brummt“
(Handelsblatt, 30. November 2005)

Mezzanine-Finanzierungen haben in den letzten Jahren eine rasante Entwicklung erfahren, sie sind nicht länger Nischenprodukt, sondern Massengeschäft. Im Fokus von Anbietern und Presse steht allerdings mehr die wohlklingende und werbewirksame Begrifflichkeit als die dahinterstehenden Finanzierungsstrukturen. Längst nicht jedes Produkt, das als Mezzanine angepriesen wird, hat auch eine mezzanine Struktur. Hinzu kommt, wohl als Konsequenz der rasanten Marktentwicklung, dass sich sehr unterschiedlich ausgestaltete Mezzanine-Finanzierungen auf dem Markt befinden und sich ein Standard noch immer nicht herausgebildet hat.

Die Vielzahl der rechtlichen Ausgestaltungen von Mezzanine-Finanzierungen hat zu einer mangelnden Markttransparenz geführt. Dies ist für potenzielle Mezzaninenehmer misslich, fallen für sie doch aus diesem Grund hohe Such- und Informationskosten an, um das richtige Angebot zu finden. Hinzu kommt, dass eine verlässliche Beurteilung der Eignung der zufließenden Mittel zur Erreichung des besonderen mezzaninen Finanzierungszweckes nur eingeschränkt möglich ist. Im Fall einer Mezzanine-Finanzierung über die Kapitalmärkte stellt sich zudem das Problem, dass das unübersichtliche und nicht standardisierte Angebot auch das Interesse potenzieller Investoren dämpfen dürfte.

Für Mezzaninegeber hat die fehlende Standardisierung zur Folge, dass selbst dann, wenn ein hausinterner Mezzanine-Standard entwickelt wurde, individuelle Lösungen nachgefragt werden, für diese die Dokumentationserstellung aber mit erheblichem Aufwand verbunden ist. Eine Mandatierung größerer Anwaltskanzleien kommt gerade bei Mittelstandsfinanzierungen auf Grund geringer Volumina und geringer Bereitschaft potenzieller Mezzaninenehmer zur Kostenübernahme oftmals nicht in Betracht. Kleineren Kanzleien fehlt hingegen die entsprechende Expertise, den hausinternen Rechtsabteilungen die notwendigen Ressourcen.

Entscheidend für die weitere Entwicklung mezzaniner Finanzierungsformen und damit für die weitere Entwicklung des Mezzanine-Marktes in Deutschland wird sein, dass die Finanzierungspraxis einen einheitlichen Standard bei der rechtlichen Ausgestaltung von Mezzanine-Kapital, der sich zur Schließung bestehender Investitionslücken sicher eignet, erarbeitet.⁸ Im Hinblick auf den zunehmend stärker werdenden Wettbewerb – noch immer befindet sich der Mezzanine-Markt in einer Phase der Markterschließung – werden sich nur solche Produkte am Markt behaupten können, die durch entsprechende rechtliche Gestaltung die optimale oder eine annähernd optimale Unternehmensfinanzierung gewährleisten und dabei den besonderen mezzaninen Finanzierungszweck im Sinne einer wirtschaftlichen Rahmenbedingung, aber auch den teils gegenläufigen Interessen von Mezzaninegeber und Mezzaninenehmer Rechnung

⁸ So auch DVFA-Finanzschrift S. 10.

tragen. Im Detail der optimalen rechtlichen Ausgestaltung der angebotenen Mezzanine-Produkte wird sich letztlich entscheiden, welche Anbieter sich zukünftig am Mezzanine-Markt behaupten können. Zielsetzung muss sein, einen Standard für Mezzanine-Kapital zu entwickeln, welcher durch entsprechende rechtliche Gestaltung die optimale Unternehmensfinanzierung bei bestehender Investitionslücke gewährleistet. Auch wenn ein Vorteil von Mezzanine-Finanzierungen nach verbreiteter Ansicht in einem hohen Maß an Individualisierung besteht, kann die Individualisierung immer nur im Rahmen bzw. auf Grundlage eines zwingend erforderlichen Standards erfolgen, den es zu erarbeiten gilt.

Im Fokus der Finanzierungspraxis standen zuletzt weniger die Mezzanine-Finanzierungen als solche, sondern vielmehr deren Heranziehen als *Assets* im Rahmen von *Asset Backed Securities*-Strukturen (*ABS*), die zum Zwecke der Refinanzierung eingesetzt werden.⁹ Obgleich schon zunehmend standardisierte und damit kostengünstige wie risikoadäquate Mezzanine-Finanzierungen ein lukratives Geschäftsfeld darstellen, sehen die großen Marktteilnehmer das eigentliche Gewinnpotenzial mezzaniner Strukturen im *Pooling* und der anschließenden Verbriefung von Mezzanine-Forderungen zur Emission an den Kapitalmärkten.¹⁰ Entsprechende Mezzanine-Programme¹¹ haben in den letzten drei Jahren eine rasante Marktentwicklung erlebt¹², gegenwärtig befinden sie sich jedoch in einer Krise, weil sich Portfolios von Mezzanine-Forderungen – wie andere Portfolios von Forderungen auch - infolge der aktuellen Banken- und Kapitalmarktsituation nur sehr eingeschränkt an den Kapitalmärkten weiterreichen lassen.¹³ Teilweise wird gar verlautbart, derzeit seien Mezzanine-Portfolios absolut nicht verbriefbar.¹⁴ Das Volumen der emittierten Verbriefungen von standardisiertem Mezzanine sank von 1,4 Mrd. Euro im Jahr 2006 auf knapp 580 Mio. Euro im Jahr 2007.¹⁵ Als Ursache dieser Krise werden neben den

⁹ Dazu *Fragos*, FB 2006, 65 (65 f.), der Mezzanine-Kapital als neue „high-yield Asset-Klasse“ bezeichnet.

¹⁰ So ist etwa auch die Zahl der aufgelegten Mezzanine-Fonds erheblich gestiegen, vgl. dazu *Bärenz/Steinmüller*, FR 2005, 919 (919).

¹¹ Dieser Begriff hat sich für das *Pooling* und die anschließende Verbriefung von Mezzanine-Forderungen in der Praxis durchgesetzt, obwohl es nicht um Mezzanine-Finanzierungen als solche geht, sondern lediglich um ihre Verwendung als *Assets* in einer klassischen *ABS*-Transaktion zum Zwecke der Refinanzierung.

¹² Die erste Verbriefung von Mezzanine-Forderungen und deren Refinanzierung wurde im Jahr 2004 von der Hypo Vereinsbank und der Capital Efficiency Group im Rahmen einer sogenannten PREPS-Transaktion durchgeführt. In der Folgezeit haben eine ganze Reihe von Banken ähnliche Programme aufgelegt, etwa die Deutsche Bank/IKB („equiNotes“), die SachsenLB („M Cap Finance“), die WestLB („S-Mezzanine“), die BayernLB („STEM“), die NordLB („Mittelstands-Mezzanine“), die HSH Nordbank/LBBW/Haspa („SmartMezzanine“), die Commerzbank („MezzCap“), die HSBC Trinkaus & Burkhardt („H.E.A.T.“). Das Gesamtvolumen der Transaktionen betrug im Jahr 2006 mehr als 10 Milliarden Euro, vgl. *Fehr*, FAZ vom 05.08.2006 S. 11. Aktuell sind infolge der Banken- und Kapitalmarktkrise die Marktführer Hypo Vereinsbank und HSBC als einzige Anbieter von Mezzanine-Programmen verblieben, vgl. *Bastian*, HB vom 09.01.2008 S. 27.

¹³ *Von Finckenstein*, HB vom 11.06.2008 S. 34; *Bastian/Nagl*, HB vom 25.09.2007 S. 28; vgl. auch *Bastian*, HB vom 09.01.2008 S. 27.

¹⁴ *Hofmann*, Sparkasse September 2007, 20 (21).

¹⁵ *Bastian*, HB vom 09.01.2008 S. 27.

gegenwärtig schlechten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen verbreitet die zu geringe Risikostreuung innerhalb der Programme und deren zu geringe Gesamtvolumina ausgemacht. Es wird daher vorgeschlagen, Mezzanine-Programme zusammenzuschließen bzw. angestrebt, Mezzanine-Finanzierungen auch Mittelständlern im benachbarten Ausland anzubieten.¹⁶ Zwar mögen dies grundsätzlich sinnvolle Bemühungen zur Überwindung der Krise von Mezzanine-Programmen sein, diese hat jedoch eine andere - häufig verkannte - strukturelle Ursache. Denn gerade in der mittelständisch geprägten Bundesrepublik besteht genügend Bedarf an neuen Mezzanine-Finanzierungen, die als *Assets* für Refinanzierungen über Mezzanine-Programme eingesetzt werden können. Um jedoch als *Assets* für Refinanzierungen über Mezzanine-Programme zu taugen, müssen Mezzanine-Forderungen generell oder jedenfalls wesentliche Teile eines entsprechenden Portfoliobestandes schlicht eine bessere Risikostruktur aufweisen, als dies bislang der Fall war. Abgesehen von der Vermeidung von handwerklichen Fehlern bei der Zusammensetzung des Portfolios an Mezzanine-Forderungen muss es vor allem darum gehen, eine – eben weitgehend standardisierte¹⁷ - rechtliche Ausgestaltung für Mezzanine-Finanzierungen zu entwickeln, welche dem Mezzaninegeber eine hinreichend starke Position einräumt, rechtliche Unsicherheiten vermeidet und das Ausfallrisiko weiter reduziert, ohne jedoch den besonderen mezzaninen Finanzierungszweck und die mit ihm verbundenen Interessen des Mezzaninenehmers zu beeinträchtigen.

Auch unter dem Gesichtspunkt der Refinanzierung ist es mithin erklärtes Ziel, einen Standard für Mezzanine-Finanzierungen zu entwickeln. Sicherlich darf in diesem Zusammenhang nicht verkannt werden, dass gerade in Krisenzeiten – genannt seien die aktuelle Subprime-, Banken- und Kapitalmarktkrise – standardisierte Mezzanine-Finanzierungen nur eingeschränkt zum Einsatz kommen. Einerseits sind gerade in Krisenzeiten maßgeschneiderte Finanzierungslösungen gefragt, andererseits besteht keine Notwendigkeit zur Ausgabe standardisierter Produkte, weil die Möglichkeit zur Refinanzierung über Verbriefungen fehlt und bei Engpässen in der Liquiditätsversorgung Kostengesichtspunkte zurücktreten. Vor diesem Hintergrund geht die jüngere Entwicklung zu einem verstärkten Einsatz von individuell ausgestaltetem Mezzanine.¹⁸ Denn die Nachfrage nach Mezzanine-Finanzierungen ist auch in Krisenzeiten ungebrochen: Gerade infolge der Subprime-Krise stieg die Nachfrage nach nachrangigen Mezzanine-Finanzierungen wegen der reduzierten Kreditvergabe der Banken.¹⁹ Gleichwohl wird damit das soeben definierte Ziel dieser Arbeit nicht obsolet. Denn mit Ende der Subprime-, Banken- und Kapitalmarktkrise werden unter Kostengesichtspunkten wieder standardisierte Mezzanine-Produkte, die für weite Teile

¹⁶ Bastian/Nagl, HB vom 25.09.2007 S. 28.

¹⁷ Vgl. H. Werner, Mezzanine Kapital 2007, S. 167; Zwar sind im Rahmen von Mezzanine-Programmen die einzelnen Mezzanine-Forderungen durchaus standardisiert, dies hilft jedoch nur dann, wenn eine Bank beabsichtigt, ausschließlich eigene Mezzanine-Forderungen als *Assets* einzusetzen, vgl. Föcking in Bösl/Sommer, S. 23. Ein Marktstandard, der ein problemloses *Pooling* von Forderungen verschiedener Mezzaninegeber erlaubt, existiert hingegen nicht.

¹⁸ Vgl. Nagl, HB vom 12.12.2007 S. 26.

¹⁹ Von Finckenstein, HB vom 11.06.2008 S. 34.

des Mittelstandes in Betracht kommen und sich in besonderer Weise für die Refinanzierung über Verbriefungen eignen, in den Mittelpunkt des Interesses rücken.

Die Entwicklung eines rechtlichen Ausgestaltungsstandards für Mezzanine-Kapital, dies unter Berücksichtigung der Bedürfnisse der praxisrelevanten Mezzanine-Programme, ist das ehrgeizige Ziel dieser Arbeit. Dieser Ausgestaltungsstandard soll bei abstrakter Betrachtung ohne Bezugnahme auf ein spezifisches Anwendungsfeld die optimale Umsetzung mezzaniner Strukturen widerspiegeln und dabei idealerweise genügend Spielraum belassen, um eine Individualisierung mit Blick auf die konkreten Finanzierungsbedingungen vornehmen zu können. Um dies leisten zu können, bedarf es zunächst einer umfassenden Aufarbeitung der Grundlagen von Mezzanine-Finanzierungen und deren rechtliche Einordnung. Dabei geht es um die Frage, was hinter der so werbeträchtigen und zuletzt inflationär gebrauchten Begrifflichkeit der Mezzanine-Finanzierung steckt. Hiervon ausgehend soll ein Anforderungsprofil mezzaniner Strukturen entwickelt werden, das einen Standard vorgibt, der von einer Mezzanine-Finanzierung zwingend zu erfüllen ist. Es stellt sich dann die Frage, wie dieses Anforderungsprofil aus rechtlicher Sicht optimal umgesetzt werden kann, wobei idealerweise ein möglichst weitgehender Individualisierungsspielraum für den Einzelfall bestehen sollte.

II. Literatur zu Mezzanine-Kapital²⁰

A. Ausländische Literatur

Im Hinblick auf die Entwicklung alternativer Finanzierungsmöglichkeiten an den Märkten in den USA und Großbritannien widmeten sich erste Beiträge²¹ ab dem Jahr 1987 dem Themenkreis „Mezzanine Finance“. Bedeutsame englischsprachige Grundlagen-Werke²² waren der nächste Schritt zur rechtlichen und wirtschaftlichen Einordnung einer aus der Praxis heraus entwickelten Finanzierungsform. In der Folge wurde eine Vielzahl von Publikationen veröffentlicht, die das „Mezzanine Finance“ aus gänzlich unterschiedlichen Perspektiven heraus untersuchen.²³

Bedeutsam für die (deutsch-) rechtliche Einordnung von Mezzanine-Kapital ist die genannte ausländische Literatur in zweierlei Hinsicht: Aus ihr erschließt sich das Finanzierungsmodell, welches den mannigfaltigen in der Finanzierungspraxis anzutreffenden rechtlichen Ausgestaltungen mezzaniner Finanzierungsformen zugrunde liegt, in seiner originären Form. Die Grundlagen-Werke setzen auf diese

²⁰ Die Sichtung der ausländischen Literatur und der deutschsprachigen Literatur bis zum Jahr 2002 erfolgte auf Grundlage der Ausführungen von Müller, *Mezzanine Finance*, S. 14 ff.

²¹ Genannt seien *Torpey/Viscione*, *Mezzanine Money* und *Cornell/Shapiro*, *Financing Corporate Growth*.

²² In erster Linie das Standardwerk *Sturgess/Leen*, *Mezzanine Finance*; ferner *Willis/Clark*, *mezzanine finance*.

²³ Die besondere Eignung von Mezzanine-Kapital für die Finanzierung kleiner und mittelständischer Betriebe untersuchen vor dem Hintergrund einer zunehmend restriktiven Kreditpolitik der Banken etwa *Perille*, *Mezzanine* und *Thornbill*, *mezzanine financing*; die generelle Eignung von Mezzanine-Kapital als Finanzierungsinstrument im Hinblick auf die positiven und negativen Wesensmerkmale untersuchen in knapper Form *Pratt/Crowe*, *Mezzanine finance* und *Coyle*, *Venture Capital & Buyouts*.

Weise wichtige Eckpfeiler für das Verständnis des verfolgten Finanzierungszweckes und der maßgeblichen Interessen der Beteiligten. Hinzu kommt die Darstellung interessanter Ansätze bei der praktischen Umsetzung des mezzaninen Finanzierungsmodells in ausländischen Rechtsordnungen, die Ausgangs- und Anhaltspunkt für die wissenschaftliche Erfassung von Mezzanine-Finanzierungen und ihrer praktischen Umsetzung auf Grundlage des Rechts und der marktspezifischen Rahmenbedingungen der Bundesrepublik Deutschland sein können.

B. Deutschsprachige Literatur

Den – soweit ersichtlich – ersten umfassenderen Beitrag über „Mezzanine Finanzierungen“ veröffentlichten *Gereth/Schulte*²⁴ im Jahr 1992. Untersucht werden die Entwicklungschancen eines potenziellen deutschen Marktes für den Einsatz von mezzaninen Finanzierungsstrukturen auf Grundlage US-amerikanischer und englischer Erfahrungswerte. Eine weitergehende und umfassende wissenschaftliche Aufarbeitung folgte zunächst nicht. Einzelne Autoren thematisierten in kürzeren Beiträgen lediglich die Eignung von *Mezzanine Finance* für die Finanzierung kleiner und mittelständischer Unternehmen vor dem Hintergrund einer schon seit Mitte der 1990er Jahre einsetzenden zunehmend restriktiven Kreditpolitik der Banken²⁵ oder beschränkten sich in einer Deskription von Mezzanine-Finanzierungen durch knappe Auflistungen der wesentypischen Eigenschaften.²⁶

Die deutschsprachige Literatur beschäftigt sich kontinuierlich erst seit dem Jahr 2002 – allerdings mit stetig zunehmender Intensität – mit Mezzanine-Finanzierungen und ist erkennbar um eine wissenschaftliche Strukturierung bemüht. Neben einer Vielzahl von kurzen Beiträgen²⁷ – meist von Exponenten aus der Praxis – in Fachzeitschriften zum Bank- und Finanzwesen, die sich jedoch auf eine knappe Darstellung der Begrifflichkeiten, der Grundstrukturen und der wesentlichen Anwendungsfelder beschränken oder lediglich rechtliche Einzelfragen aufgreifen, finden sich auch umfassende Publikationen. Zu nennen ist das Werk von *Müller*²⁸, der den Themenkreis *Mezzanine Finance* aus betriebswirtschaftlicher Sicht behandelt, rechtliche Aspekte aber allenfalls tangiert. Von einem interdisziplinären ökonomischen und juristischen Ansatz geht hingegen die Dissertation von *Smerdka*²⁹ aus dem Jahr 2003 aus, die m.E. von einem zu weiten und unpräzisen Verständnis von Mezzanine-Finanzierungen ausgeht und vor diesem Hintergrund weder Grundlagen noch Problemkreise

²⁴ *Gereth/Schulte*, Mezzanine-Finanzierung.

²⁵ *Behr/Wirth*, Der Schweizer Treuhänder 3/1999 S. 161 ff.; *Barthold*, NZZ vom 18.08.2000 S.29; *Bernet/Denk*, Finanzierungsmodelle; *Golland*, FB 2000, 34 ff.

²⁶ *Fanselow/Stedler*, Bank 1992, S. 395 ff.; ausführlicher in Anlehnung an *Gereth/Schulte*, Mezzanine Finanzierung und unter Hinweis auf die Einsatzmöglichkeiten von Mezzanine Finance bei Akquisitions- und Projektfinanzierungen *Betsch/Groh/Lohmann*, Corporate Finance.

²⁷ Exemplarisch genannt seien die umfangreicheren Aufsätze von *Golland/u.a.*, BB-Special 4/2005 und *Arends/Hofert*, GmbHR 2005, 1381-1386. Im Übrigen wird auf das Literaturverzeichnis verwiesen.

²⁸ *Müller*, Mezzanine Finance.

²⁹ *Smerdka*, Haftkapital.

hinreichend aufgearbeitet werden. Die Veröffentlichungen von *C. Werner*³⁰ und *H. Werner/Gündel*³¹ verstehen sich als Ratgeberbroschüre oder Mandanteninformationen, eine wissenschaftliche Aufarbeitung ist nicht bezweckt. Anders ist dies bei der Monographie „Mezzanine Finanzierungsinstrumente“ von *Häger/Elkemann-Reusch*³² aus dem Jahr 2004 bzw. in zweiter Auflage aus dem Jahr 2007, wo eine wissenschaftliche Untersuchung des Einsatzes von Mezzanine-Kapital in mittelständischen Unternehmen in Form einer Beteiligung als stiller Gesellschafter, eines Nachrangdarlehens und eines Genussrechts unternommen wird. Im Mittelpunkt der Monographie steht weniger eine dogmatische Aufbereitung der rechtlichen Problemfelder von Mezzanine Kapital im Allgemeinen und seinen rechtlichen Ausprägungen, vielmehr werden einzelne rechtliche Ausgestaltungen des „Mezzanine Finance“ im Hinblick auf gesellschafts-, steuer- und bilanzrechtliche Fragestellungen dargestellt und ihre praktischen Erscheinungsformen und Anwendungsfelder werden herausgearbeitet. Die praktischen Gesichtspunkte mezzaniner Finanzierungsinstrumente stehen auch im Fokus der Publikation von *H. Werner*³³ aus dem Jahr 2004 und 2007. Das Fachbuch informiert ausführlich über mezzanine Finanzierungsformen und ihre Bedeutung für den Mittelstand, erläutert verschiedene mezzanine Finanzierungsinstrumente in rechtlicher, bilanzieller und steuerlicher Hinsicht und beschreibt individuelle Ausgestaltungsmöglichkeiten. Das in der Reihe „Handelsblatt Bücher“ veröffentlichte Werk „Mezzanine-Kapital für den Mittelstand“ von *Brezski/u.a.*³⁴ aus dem Jahr 2006 versteht sich als ein aus der Praxis für die Praxis entstandenes Werk, das sowohl den Firmenkundenbetreuern in Kreditinstituten als auch den mittelständischen Unternehmen und ihren Beratern professionelle Hilfestellung geben möchte. Neben den Grundlagen und Rahmenbedingungen mezzaniner Strukturen stellen die Autoren verschiedene rechtliche Ausgestaltungen von Mezzanine-Finanzierungen – sie sprechen (abschließend) von den einzelnen Mezzanine-Finanzierungsinstrumenten - dar und beurteilen diese jeweils in rechtlicher, steuerlicher und bilanzieller Hinsicht.

III. Stellungnahme zur Literatur

Obwohl sich seit dem Jahr 2002 eine ganze Reihe von wirtschafts- und rechtswissenschaftlichen Publikationen mit dem Themenkreis „Mezzanine-Kapital“ befasst haben, lassen auch und gerade die umfassenden Werke von *Häger/Elkemann-Reusch*, *Brezski/u.a.*, *Bösl/Sommer* und *H. Werner*, deren Focus (auch) auf eine juristische Aufarbeitung des Mezzanine-Kapitals gerichtet ist, grundlegende und entscheidende Fragen im Zusammenhang mit Mezzanine-Finanzierungen unbeantwortet. Im Wesentlichen sind vier Kritikpunkte zu nennen:

³⁰ *C. Werner*, Die steuerliche Behandlung von Mezzaninekapital.

³¹ *H. Werner/Gündel*, Mezzanine-Kapital für den Mittelstand.

³² *Häger/Elkemann-Reusch*, Mezzanine Finanzierungsinstrumente 2004 und *Häger/Elkemann-Reusch*, Mezzanine Finanzierungsinstrumente 2007.

³³ *H. Werner*, Mezzanine Kapital 2004 und *H. Werner*, Mezzanine Kapital 2007.

³⁴ *Brezski/Böge u.a.*, Mezzanine-Kapital.

A. Kritikpunkt I: Grundlagen

Auch wenn die genannten Publikationen Mezzanine-Kapital eingehend behandeln und die zutreffende rechtliche Einordnung mezzaniner Strukturen zunehmend besser und ausdifferenzierter gelingt³⁵, bleiben Verständnisschwierigkeiten. So finden sich allgemeine Ausführungen zu hybriden Finanzinstrumenten, bestimmte rechtliche Ausgestaltungen wie partiarische Darlehen, stille Beteiligungen oder Genussrechte werden als typische Mezzanine-Instrumente verstanden³⁶ und in aller Breite – mangels Innovation freilich ohne große neue Erkenntnis³⁷ - durchleuchtet, andere Stimmen wollen „Mezzanine-Darlehen“ gerade von diesen rechtlichen Ausgestaltungen abgrenzen.³⁸ Klassische Darlehen sollen als mezzanines Instrument ausgestaltet werden können bzw. es soll sich bei Mezzanine um innovative, der Transaktion individuell angepasste Finanzierungsinstrumente handeln.³⁹ Brauchbare Definitionsansätze sind kaum zu finden, sie erfassen den Zweck und die Funktionsweise mezzaniner Strukturen bislang nur unzureichend bzw. stellen eine Definierbarkeit schlicht in Abrede. Nicht selten schließen sich ebenso unscharfe Begrifflichkeiten im Laufe der weiteren Untersuchung an. Dies betrifft zunächst im Finanzierungskontext in Literatur und Finanzierungspraxis nicht einheitlich verwendete Begrifflichkeiten wie *Debt Mezzanine*, *Equity Mezzanine*, *Junior Debt*, *Senior Debt* sowie (wirtschaftliches) Eigen- und Fremdkapital. Insbesondere aber wird das wesensprägende und letztlich erst existenzbegründende Anwendungsfeld mezzaniner Strukturen, die eingangs bereits skizzierte Schließung von Investitionslücken über einen sogenannten Mezzanine-Hebels, nicht hinreichend herausgearbeitet. Auch ist eine präzise Einordnung des Mezzanine-Kapitals in die Kapitalstruktur des zu finanzierenden Unternehmens offen. Damit verbunden ist die Frage nach der Anerkennung von Mezzanine-Kapital als eigenständige Kapitalart neben Eigen- und Fremdkapital. Auch die Anwendungsfelder und Voraussetzungen für mezzanine Strukturen werden vielfach allenfalls skizziert und unterschiedlich bewertet. Schon die aufgezeigten Defizite der bislang erschienenen Fachliteratur machen deutlich, dass eine Aufarbeitung der Grundlagen erforderlich ist, d.h. das bislang vorherrschende Verständnis von mezzaninen Strukturen muss präzisiert und teils gravierenden Fehlvorstellungen muss entgegengetreten werden.

B. Kritikpunkt II: Das mezzanine Finanzierungsmodell

Im Zentrum der Ausführungen steht stets das fertige Finanzierungsprodukt für ein bestimmtes Anwendungsfeld – überwiegend die Mittelstandsfinanzierung - in seiner jeweiligen rechtlichen Ausgestaltung als Genussschein, stille Beteiligung,

³⁵ Vgl. nur die umfangreiche Überarbeitungen bei H. Werner, *Mezzanine Kapital*, 2007 im Vergleich zur Erstauflage H. Werner, *Mezzanine Kapital* 2004.

³⁶ Vgl. nur Häger/Elkemann-Reusch, *Mezzanine Finanzierungsinstrumente* 2007 und Breuninger, JbFfSt 2006/2007, 425.

³⁷ Dies kritisieren zutreffend auch Hofert/Arends, ZIP 2005, 1297 (1298); vgl. auch Klingberg, FS Westermann S. 1086 (1091).

³⁸ So Bock, DStR 2005, 1067 (1067).

³⁹ Schrell/Kirchner, BKR 2003, 13 (19).

Wandelanleihe oder Nachrangdarlehen, die teilweise sogar abschließend als Mezzanine-Finanzierungsinstrumente verstanden werden⁴⁰ und sodann in rechtlicher, bilanzieller und steuerlicher Hinsicht erläutert werden. In diesem Zusammenhang bleibt unklar, was nun diese seit langer Zeit bekannten und gebräuchlichen Gestaltungsformen, die im deutschen Rechtssystem vollständig etabliert und verwurzelt sind⁴¹, zu mezzaninen Finanzierungsinstrumenten macht. Es ist zwar zutreffend, dass sich mezzanine Finanzierungsstrukturen in vielen Fällen tatsächlich auf Grundlage der häufig genannten Rechtstypen ausgestalten lassen, dabei wird jedoch vielfach nicht hinreichend deutlich, dass erhebliche Modifikationen am Grundtypus der jeweiligen Ausgestaltung zur Erzielung einer mezzaninen Struktur erforderlich sind.⁴² Die notwendigen Modifikationen werden dabei bestenfalls vage angedeutet. Auch werden teilweise schon die Grundtypen einzelner Ausgestaltungen als mezzanine Finanzinstrumente qualifiziert.⁴³

Mezzanine ist aber nicht nur eine werbewirksame Bezeichnung für bekannte rechtliche Gestaltungsformen. Mezzanine Strukturen verfolgen einen eigenen Finanzierungszweck, sie weisen einen besonderen Funktionsmechanismus auf. Dahinter steht ein Finanzierungsmodell, das einerseits den Funktionsmechanismus mezzaniner Strukturen beschreibt und andererseits zugleich ein Anforderungsprofil definiert, welches eine Mezzanine-Finanzierung erfüllen muss, um den angestrebten Funktionsmechanismus zu entfalten. Drei eng miteinander verflochtene Aspekte prägen das Finanzierungsmodell: Ausgangspunkt ist eine durch wirtschaftliche Rahmenbedingungen geschaffene Konstellation, die eine Unternehmensfinanzierung durch klassische Innen- oder Außenfinanzierung generell – und in einigen besonderen Fällen der Finanzierung im Speziellen – schwierig macht. Die Überwindung dieser Konstellation erfolgt über einen sogenannten Mezzanine-Hebel, den man als Funktionsmechanismus mezzaniner Strukturen im engeren Sinne begreifen kann. Geprägt wird dieser Funktionsmechanismus durch besondere Interessenlagen sowohl auf Seiten des Mezzaninegebers als auch auf Seiten des Mezzaninenehmers. Nur bei einer Gesamtbetrachtung dieser drei Aspekte lässt sich ein Finanzierungsmodell entwickeln, das den Funktionsmechanismus mezzaniner Strukturen abstrakt beschreibt. Bei entsprechender Lesart stellt ein solches Modell über eine abstrakte Beschreibung des Funktionsmechanismus hinaus ein Anforderungsprofil für mezzanine Strukturen auf. Müller hat zutreffend darauf hingewiesen, dass bei Mezzanine-Finanzierungen der Erscheinungsform oft mehr Bedeutung beigemessen wird als dem Funktionsmechanismus.⁴⁴ Nur wer den Funktionsmechanismus

⁴⁰ Vgl. etwa *Brezski/Böge u.a.*, Mezzanine-Kapital, S. 25 ff.: „die einzelnen Finanzierungsinstrumente“, welche abschließend dargestellt werden.

⁴¹ *Hofert/Arends*, ZIP 2005, 1297 (1298).

⁴² *Müller*, Mezzanine Finance, S. 24 spricht hingegen von einer anwendungsspezifischen Kombination verfügbarer Instrumente. M.E. kann man von einer Kombination rechtlicher Grundtypen nur bei Vereinbarung eines sog. echten *Equity Kicker* sprechen, weil hier ein Wandel- oder Optionsrecht und ein Kapitalüberlassungsverhältnis miteinander verknüpft werden. Fehlt eine solche Vergütungskomponente, liegt nur ein modifiziertes Kapitalüberlassungsverhältnis vor.

⁴³ So etwa *Schrell/Kirchner*, BKR 2003, 13 (17); *Hofert/Arends*, ZIP 2005, 1297 (1298).

⁴⁴ *Müller*, Mezzanine Finance S. 15.

mezzaniner Strukturen und das aus ihm folgende Anforderungsprofil mezzaniner Strukturen erfasst hat, kann rechtliche Ausgestaltungen auf ihre Eignung zur Umsetzung dieses Funktionsmechanismus untersuchen, sie optimieren und neue Ausgestaltungen entwickeln. Daher greift ein Ansetzen beim fertigen Finanzierungsprodukt bzw. bei einzelnen rechtlichen Ausgestaltungen schon grundsätzlich zu weit vor. Dementsprechend kann die wissenschaftliche Analyse mezzaniner Strukturen nicht bei einzelnen Ausgestaltungen wie Nachrangdarlehen oder stillen Beteiligungen ansetzen. Erst dann, wenn ein allgemeingültiges Anforderungsprofil für mezzanine Strukturen herausgearbeitet wurde und die mit ihm verbundenen rechtlichen, bilanziellen und steuerlichen Problemfelder erkannt sind, stellt sich die Frage nach der optimalen rechtlichen Umsetzung.

Diesem Umstand tragen die einschlägigen Publikationen nicht hinreichend Rechnung. Weder werden die grundsätzlichen Interessenlagen der an einer Mezzanine-Finanzierung Beteiligten unter Berücksichtigung der ökonomischen Rahmenbedingungen und des besonderen Finanzierungszwecks in Form einer Hebelwirkung hinreichend herausgearbeitet und aus den einzelnen Aspekten ein Finanzierungsmodell bzw. Anforderungsprofil mezzaniner Strukturen entwickelt, noch werden die mit ihm verbundenen rechtlichen Problemfelder, welche sich stets bei mezzaninen Strukturen und unabhängig von der konkreten rechtlichen Ausgestaltung einer Mezzanine-Finanzierung stellen, umfassend behandelt.⁴⁵

C. Kritikpunkt III: Offene Problemfelder

Hinzu kommt, dass die Ausführungen in den Veröffentlichungen zu den einzelnen rechtlichen, bilanziellen und steuerlichen Problemfeldern – nicht zuletzt im Hinblick auf die rasante Entwicklung bei Mezzanine-Finanzierungen in der jüngeren Vergangenheit – keineswegs abschließend sind und zudem einer erforderlichen juristisch-dogmatischen Einordnung einzelner Problemfelder mezzaniner Strukturen nicht hinreichend Rechnung getragen wird. Die Liste der Fragen zu mezzaninen Finanzinstrumenten ist noch lang⁴⁶, auch weil eine gesetzliche Regelung fehlt und es bislang keine einschlägige Rechtsprechung gibt.⁴⁷

Zudem ist festzustellen, dass eine ganze Reihe von rechtlichen Problemfeldern in der Literatur dem Grunde nach wohl aufgearbeitet, bislang jedoch nicht oder nicht im richtigen Zusammenhang im Rahmen von Mezzanine-Finanzierungen dargestellt wurden. Neben dem Bemühen um eine zusammenhängende Aufarbeitung der

⁴⁵ Erste Versuche einer abstrakten Erfassung mezzaniner Strukturen gibt es freilich, vgl. etwa *Häger/Elkemann-Reusch*, Mezzanine Finanzierungsinstrumente 2004, Rn. 545, die ein „magisches Fünfeck“ ausmachen, gleichwohl aber eine Untersuchung rechtsformspezifischer Grundtypen vornehmen. Ähnlich auch *Hofert/Arends*, ZIP 2005, 1297 (1297 ff.), die ebenfalls das „magische Fünfeck“ als Anforderungsprofil mezzaniner Strukturen begreifen. Die sich anschließende Untersuchung bezieht sich allerdings wieder auf die Grundtypen hybrider Finanzierungsinstrumente.

⁴⁶ *Hagenkord*, HB vom 27. Juni 2007 S. 38; Zum defizitären Stand der Wissenschaft bei der Untersuchung der Problemfelder im Rahmen von Mezzanine-Finanzierungen *Hinz* in Bösl/Sommer, Mezzanine Finanzierung, S. 37.

⁴⁷ *Früh/Müller-Arends* in Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, 3/368c.

wesentlichen rechtlichen Problemfelder im Rahmen der Entwicklung eines allgemeingültigen Anforderungsprofils mezzaniner Strukturen geht es dem Verfasser auch darum, Verknüpfungen zu rechtlichen Fragestellungen aufzuzeigen, die bei Mezzanine-Finanzierungen eine Rolle spielen können, dies aber stets unter dem Blickwinkel einer Relevanz für die Finanzierungspraxis.

D. Kritikpunkt IV: Die Erfassung der rechtlichen Ausgestaltung mezzaniner Strukturen

Erst auf Grundlage des entwickelten allgemeinen Anforderungsprofils mezzaniner Strukturen kann schließlich untersucht werden, mit welchen rechtlichen Gestaltungsmöglichkeiten eine Mezzanine-Finanzierung umgesetzt werden kann. Weil aber bislang rechtswissenschaftliche Beiträge nicht von einem Finanzierungsmodell bzw. einem auf diesem Finanzierungsmodell basierenden allgemeinen Anforderungsprofil mezzaniner Strukturen ausgehen (vgl. Kritikpunkt II), sind auch die bereits angedeuteten Unzulänglichkeiten bei der Untersuchung von rechtlichen Gestaltungsmöglichkeiten mezzaniner Strukturen letztlich vorprogrammiert.⁴⁸ Üblicherweise werden verschiedene rechtliche Ausgestaltungen wie Nachrangdarlehen oder stille Gesellschaften schlicht als Mezzanine-Finanzierungen deklariert⁴⁹ und anschließend die jeweiligen ausgestaltungsspezifischen Fragestellungen erörtert, welche sich auch losgelöst von einer Mezzanine-Finanzierung stellen. Mezzanine Strukturen sind jedoch nicht Folge einer bestimmten rechtlichen Ausgestaltung einer Finanzierung, sondern die rechtliche Ausgestaltung muss mezzaninen Strukturen, namentlich dem mezzaninen Finanzierungszweck, Rechnung tragen und sie umsetzen.

Dass bei der Suche nach solchen geeigneten Gestaltungsmöglichkeiten auf die im Gesetz vorhandenen und allgemein anerkannten Instrumentarien bzw. Vertragstypen zurückgegriffen werden muss, ist keine Überraschung. Erfüllt wird das Anforderungsprofil mezzaniner Strukturen jedoch regelmäßig erst nach umfangreichen Modifikationen dieser Instrumentarien bzw. Vertragstypen. Rechtliche Ausgestaltungen wie Genussrechte oder stille Gesellschaften sind und bleiben - trotz ihres hybriden Charakters, an dem nach verbreiteter Ansicht eine Mezzanine-Finanzierung festzumachen sein soll - Genussrechte oder stille Gesellschaften. Erst dann, wenn sie durch entsprechende Vertragsgestaltung das Anforderungsprofil mezzaniner Strukturen erfüllen, können sie als mezzanine Finanzierungsinstrumente eingeordnet werden.⁵⁰ Regelmäßig sind die Modifikationen so weitgehend, dass kaum mehr von „dem“ Genussrecht“ oder „der“ stillen Gesellschaft gesprochen werden kann. Die Literatur⁵¹ beschränkt sich gleichwohl ganz überwiegend auf die Darstellung der gesetzlichen oder allgemein anerkannten Grundtypen hybrider Finanzierungs-

⁴⁸ Kritikpunkt IV ist letztlich die zwangsläufige Konsequenz aus Kritikpunkt II. Die hier vorgenommene Darstellung der Kritikpunkte erfolgt mit Blick auf den weiteren Aufbau dieser Arbeit.

⁴⁹ Vgl. nur *Früh/Müller-Arends* in *Hellner/Steuer*, Bankrecht und Bankpraxis, 3/368b.

⁵⁰ In Ansätzen erkennt dies auch *Klingberg*, FS Westermann S. 1086 (1091).

⁵¹ Vgl. nur die Ausführungen von *Rauch/Schimpfky/Schneider* in Bösl/Sommer, Mezzanine Finanzierung, S. 119 ff. zur stillen Gesellschaft.

instrumente, die zwingend notwendigen Modifikationen werden bestenfalls vage skizziert.

IV. Gegenstand dieser Arbeit

Den aufgezeigten Kritikpunkten soll mit der vorliegenden Arbeit Rechnung getragen werden. Die Darstellung berücksichtigt grundsätzlich sowohl die Sicht eines Mezzanine-Kapitalgebers, mithin die Sicht der Kreditinstitute bzw. eines Investors, als auch die Perspektive des zu finanzierenden Unternehmens.

Im ersten Teil sollen die Grundlagen der Arbeit dargestellt werden, insbesondere soll das einem jeden mezzaninen Finanzierungsinstrument zugrundeliegende Finanzierungsmodell herausgearbeitet und erklärt werden. In diesem Kontext müssen auch die Begrifflichkeiten „Mezzanine-Kapital“ und „Mezzanine-Finanzierung“ auf Grundlage in der Literatur vorhandener Definitionsansätze erörtert und kritisch hinterfragt werden. Dazu ist es erforderlich, eine Einordnung von Mezzanine-Kapital in die wissenschaftlichen Kapitalbegriffe vorzunehmen. Untersucht werden soll insbesondere, ob Mezzanine-Kapital als eigenständige dritte Kapitalart neben klassischem Eigen- und Fremdkapital eingeordnet werden kann.

Gegenstand eines ersten Unterabschnitts des zweiten Teils dieser Arbeit ist eine präzise Analyse des skizzierten Finanzierungsmodells mezzaniner Strukturen. Auf Grundlage der ökonomischen Rahmenbedingungen, des besonderen Finanzierungszwecks in Form einer Hebelwirkung und der Interessenlage der Beteiligten soll ein allgemeingültiges, zunächst freilich idealtypisches Anforderungsprofil für mezzanine Strukturen erarbeitet werden. Dieses Anforderungsprofil erfüllt einen doppelten Zweck: Es gibt einerseits bereits klare Strukturen vor, die die rechtliche Ausgestaltung einer Finanzierung erfüllen muss oder jedenfalls sollte, um als Mezzanine-Finanzierung eingesetzt werden zu können. Insoweit ist dieses Anforderungsprofil ein wichtiges Hilfsmittel für die Entwicklung neuer Mezzanine-Produkte. Andererseits erlaubt ein allgemeingültiges Anforderungsprofil die Aufarbeitung der rechtlichen Problemfelder, die sich im Rahmen mezzaniner Strukturen unabhängig von der rechtlichen Ausgestaltung der Mezzanine-Finanzierung stellen. Diese rechtlichen Problemfelder gilt es in einem zweiten Unterabschnitt aufzuarbeiten. Auf diese Weise erfährt das Anforderungsprofil freilich eine weitere Konkretisierung und ist somit ein geeignetes Werkzeug für die Suche nach (besonders) geeigneten rechtlichen Ausgestaltungen für Mezzanine-Finanzierungen. Diese Vorgehensweise findet sich nicht in anderen Publikationen.

In einem dritten Teil wird untersucht, welche rechtlichen Ausgestaltungen des deutschen Rechts geeignet sind, um Mezzanine-Finanzierungen nach Maßgabe des im zweiten Teil erarbeiteten Anforderungsprofils umzusetzen. Im Fokus steht dabei die Suche nach dem optimalen Finanzierungsinstrument. Zu diesem Zweck sollen die einzelnen – grundsätzlich als Mezzanine-Kapital geeigneten - rechtlichen Ausgestaltungen auf ihre Eignung und Gestaltbarkeit als optimales mezzanines Finanzierungsinstrument im Hinblick auf das vorgenannte Anforderungsprofil untersucht und miteinander verglichen werden. Bei der Untersuchung sollen neben den

rechtlichen Problemfeldern der einzelnen Gestaltungsformen auch wirtschaftliche Aspekte wie die steuerrechtliche Behandlung und die Praktikabilität einer Umsetzung bei den Kreditinstituten im Mittelpunkt stehen.

Zielsetzung ist eine vergleichende Untersuchung der rechtlichen Ausgestaltungsmöglichkeiten mezzaniner Strukturen und die Erarbeitung einer aus allgemeingültigen Gesichtspunkten optimalen und interessengerechten rechtlichen Ausgestaltung für Mezzanine-Finanzierungen. Dass die rechtlichen Besonderheiten des Einzelfalles und auch wirtschaftliche Erwägungen zu einem abweichenden Ergebnis führen können, liegt in der Natur der Sache. Durch die vergleichende Untersuchung als solche wird jedoch ein Werkzeug entwickelt, welches für die einzelfallgerechte Ausgestaltung einer Mezzanine-Finanzierung Hilfestellung gibt. Die aus allgemeingültigen Gesichtspunkten optimale und interessengerechte rechtliche Ausgestaltung einer Mezzanine-Finanzierung soll auf diese Weise ermittelt werden.