

INNOVATIVES
FINANZ
MANAGEMENT

Jürgen Brokamp / Dietmar Ernst
Karsten Hollasch / Georg Lehmann
Klaus Weigel

Mezzanine- Finanzierungen

VAHLEN

Zum Inhalt:

Dieses Buch informiert Sie umfassend über das Spektrum von individuellen und standardisierten Mezzanine-Finanzierungen. Es behandelt die Anlässe der Mezzanine-Aufnahme, den Finanzierungsprozess und potenzielle Mezzanine-Kapitalgeber, rechtliche Strukturen sowie bilanzielle und die steuerliche Behandlung von mezzaninem Kapital. Dabei werden bereits die steuerlichen Änderungen der Unternehmenssteuerreform 2008 berücksichtigt.

Ihnen werden Antworten auf die Fragen aus der Praxis detailliert präsentiert, die immer wieder gestellt werden:

- Wie unterscheidet sich Mezzanine-Kapital von Eigenkapital und Fremdkapital?
- Welche Mezzanine-Finanzierungsinstrumente gibt es?
- Worin unterscheiden sich individuelle und standardisierte Produkte?
- Was kostet Mezzanine-Kapital?
- Welche Vor- und Nachteile hat Mezzanine-Kapital für mittelständische Unternehmen?
- Welche rechtlichen Strukturen und Besonderheiten sind bei Mezzanine-Finanzierungen zu beachten?
- Wie wird Mezzanine-Kapital nach HGB und IFRS bilanziell behandelt?
- Wie kann durch Mezzanine-Kapital eine steuerliche Optimierung erfolgen?

Zu den Autoren:

Jürgen Brokamp (LL. M.) ist seit 1998 bei Deloitte in der Steuerabteilung im Bereich des internationalen Steuerrechts tätig.

Prof. Dr. Dr. Dietmar Ernst ist Professor an der Hochschule für Wirtschaft und Umwelt (HfWU) Nürtingen-Geislingen und Direktor des Deutschen Instituts für Corporate Finance.

Karsten Hollasch ist Partner bei Deloitte im Bereich M&A Transaction Services und qualifizierter Wirtschaftsprüfer und Steuerberater.

RA Georg Lehmann ist geschäftsführender Partner der Raupach & Wollert-Elmendorff Rechtsanwaltsgesellschaft mbH und langjähriges Mitglied der Service Line Corporate/Mergers & Acquisitions.

Dr. Klaus Weigel ist seit Herbst 2006 Managing Partner der WP Board & Finance GmbH. In den vergangenen Jahren hat er sowohl Standard-Mezzanine- als auch Individual-Mezzanine-Finanzierungen für mittelständische Unternehmen arrangiert und einen Mezzanine-Fonds für institutionelle Investoren strukturiert und beraten.

Mezzanine- Finanzierungen

von

Jürgen Brokamp, Dietmar Ernst, Karsten Hollasch,
Georg Lehmann, Klaus Weigel

unter Mitarbeit von
Andreas Barckow, Susanne Kolb,
Sebastian Lemm, Frank Schubert

Verlag Franz Vahlen München

VERLAG
VAHLEN
MÜNCHEN

www.vahlen.de

ISBN 978-3-8006-4399-8

© 2011 Franz Vahlen GmbH

Wilhelmstraße 9, 80801 München

Satz: ottomedien, Darmstadt

eBook-Produktion: hgv publishing services

Dieser Titel ist auch als Printausgabe beim
Verlag und im Buchhandel erhältlich.

Geleitwort

In manchen Medien und auf Veranstaltungen, die sich an den Mittelstand wenden, ist seit einer Reihe von Jahren zu lesen und zu hören, dass dieser Kreis von Unternehmen in einer Kreditklemme stecken würde. Kreditinstitute würden angefeuert von Basel II und dem daraus resultierenden Rating das Geld verknappen und verteuern, lautet die Diagnose. In keiner anderen entwickelten Volkswirtschaft haben die Diskussionen um Basel II ein derartiges Bedrohungspotential für den Mittelstand identifiziert wie in Deutschland. Beim Blick auf die Finanzierungsstruktur dieser Unternehmen war festzustellen, dass die Fremdfinanzierungsquote im Vergleich mit Unternehmen in anderen Ländern dramatisch höher war. Während in deutschen Jahresabschlüssen nicht selten 50–60 % Fremdkapital in Form von Bankdarlehen ausgewiesen wurden, entfielen beispielsweise in den Vereinigten Staaten von Amerika 20–30 % auf diesen Finanzierungsanteil.

Versteht man unter Mittelstand sinnvollerweise nun jene Unternehmen, die vom Eigentümer oder unter direktem Eigentümerinfluss geführt werden und eine Mindestgröße von etwa 50 Millionen Euro Umsatz erreicht haben, dann kann man für „den Mittelstand“ feststellen, dass er Alternativen zum klassischen Bankdarlehen sucht. In Gesprächen mit diesen Mittelständlern stellen wir unverändert fest, dass Hinweise auf Mezzanine-Kapital auf ein etwas zögerliches Interesse stoßen, obwohl jede große Bank auf den Mittelstand ausgerichtete Mezzanine-Produkte im Angebot hat.

Mezzanine-Finanzierungen kommen der Heterogenität des Mittelstands entgegen, denn sie sind sehr flexibel gestaltbar und können deshalb besonders gut an die individuellen Bedürfnisse der Kapital-suchenden angepasst werden. Je nach der vorliegenden Finanzierungssituation und den mit der Mezzanine-Finanzierung verfolgten Zielen kann eine eher eigenkapitalnahe oder fremdkapitalnahe Strukturierung erfolgen. Das „magische Fünfeck“ der Mezzanine-Finanzierung erlaubt eine Steigerung der Eigenkapitalquote bei Nachrangigkeit in der Haftung und steuerliche Abzugsfähigkeit bei ergebnisabhängiger Verzinsung, während keine oder nur eine eingeschränkte unternehmerische Mitsprache der Kapitalgeber besteht. Die Mezzanine-Finanzierung ist ein ideales Element in der Finanzierungsstruktur mittelständischer Unternehmen!

Woran mag die relative Zurückhaltung liegen? Die Ursache scheint vor allem in einem Informationsdefizit zu liegen. Die Vielfalt innovativer

Finanzierungsprodukte, zu denen auch die hybriden Finanzierungsinstrumente und damit die Mezzanine-Finanzierungen zählen, überfordert all jene, für die Finanzierungsstrukturen nicht zum täglichen Geschäft gehören. Hinzu kommt, dass das „Fachchinesisch“ mancher Banker eher Mauern errichtet, als dass das Gespräch dabei hilft, die Hemmnisse zu überwinden.

Das vorliegende Buch informiert über die Natur des Mezzanine-Kapitals, Anwendungsgebiete, den Finanzierungsprozess, rechtliche Strukturen, Mezzanine-Kapitalgeber, bilanzielle Behandlung und steuerliche Fragen. Erfreut stellt der Leser fest, dass gängige Begriffe unmittelbar im Text erklärt werden, auch dadurch ist es ganz besonders praxistauglich. Ein Ratgeber für Eigentümer, Geschäftsführer und Finanzierungsverantwortliche in mittelständischen Unternehmen sowie deren Wirtschaftsprüfer und Steuerberater, aber auch ein Buch für die Studierenden an Hochschulen und Akademien.

Herbert Reiß
Geschäftsführender Partner
Deloitte Mittelstandsprogramm

Vorwort

Mezzanine-Kapital hat sich jüngst auch in Deutschland zu einem Kernelement der Unternehmensfinanzierung herausgebildet. Mittlerweile haben sich innerhalb des Mezzanine zwei Produktgruppen entwickelt: das individuelle und das standardisierte Mezzanine-Kapital. Beide Mezzanine-Arten sind unterschiedlich strukturiert, werden zu unterschiedlichen Anlässen eingesetzt und sind auch wegen der andersartigen Refinanzierung unterschiedlich bepreist.

Mezzanine-Finanzierungen sind auf Grund ihrer unterschiedlichen Erscheinungsformen sehr flexibel gestaltbar und können deshalb sehr gut an die individuellen Bedürfnisse der Kapitalsuchenden angepasst werden. Mit den unterschiedlichen Formen von Mezzanine-Kapital ist aber auch für Kapitalsuchende eine gewisse Unübersichtlichkeit und Unsicherheit über die Wahl des richtigen Mezzanine-Instruments verbunden.

Folgende Fragen werden in der Praxis häufig gestellt:

- Wie unterscheidet sich Mezzanine-Kapital von Eigenkapital und Fremdkapital?
- Welche Mezzanine-Finanzierungsinstrumente gibt es?
- Worin unterscheiden sich individuelle und standardisierte Produkte?
- Was kostet Mezzanine-Kapital?
- Welche Vor- und Nachteile hat Mezzanine-Kapital für mittelständische Unternehmen?
- Welches sind die typischen Anwendungsgebiete für Mezzanine-Kapital?
- Wie läuft der Prozess der Mezzanine-Bereitstellung ab?
- Welches sind die Investitionskriterien von Mezzanine-Gebern?
- Wer stellt Mezzanine-Kapital zur Verfügung?
- Welche rechtlichen Strukturen und Besonderheiten sind bei Mezzanine-Finanzierungen zu beachten?
- Wie wird Mezzanine-Kapital nach HGB und IFRS bilanziell behandelt?
- Welche steuerlichen Implikationen hat Mezzanine-Kapital?
- Wie kann durch Mezzanine-Kapital eine steuerliche Optimierung erfolgen?

Ziel dieses Buches ist es, die aufgeführten Fragen ausführlich zu beantworten und alle Aspekte von Mezzanine-Finanzierungen aus finanzieller, rechtlicher, bilanzieller und steuerlicher Sicht detailliert zu beleuchten.

Das Buch informiert umfassend über das Spektrum von individuellen und standardisierten Mezzanine. Es behandelt Anlässe der Mezzanine-Aufnahme und den Finanzierungsprozess ebenso wie Rekapitalisierungsmöglichkeiten und die rechtliche und bilanzielle Strukturierung und Behandlung individueller und standardisierter Mezzanine-Produkte. Des Weiteren werden bereits die steuerlichen Änderungen der Unternehmenssteuerreform 2008 berücksichtigt.

Das Buch ist so konzipiert, dass es sowohl in der Praxis als auch in der Lehre eingesetzt werden kann. Es richtet sich somit an Unternehmen, Finanzberater, Private Equity Manager, Banken, Wirtschaftsprüfer und Steuerberater, Rechtsanwälte sowie Studierende.

Düsseldorf, Frankfurt am Main und Nürtingen, Juli 2008

Jürgen Brokamp, Dietmar Ernst, Karsten Hollasch,
Georg Lehmann, Klaus Weigel

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	V
Vorwort	VII
Abkürzungsverzeichnis	XV
Abbildungsverzeichnis	XVII
Tabellenverzeichnis	XIX
1. Definition und Klassifizierung von Mezzanine-Kapital	1
1.1 Was bedeutet Mezzanine-Kapital?	1
1.2 Wie unterscheidet sich Mezzanine-Kapital von Eigenkapital und Fremdkapital?	2
1.3 Was kostet Mezzanine-Kapital?	5
1.4 Wie ist eine Mezzanine-Finanzierung strukturiert?	7
1.5 Welche Formen der erfolgsabhängigen Vergütung gibt es bei Mezzanine-Kapital?	9
1.6 Welche Mezzanine-Finanzierungsinstrumente gibt es? . .	12
1.7 Wie können Mezzanine-Finanzierungsinstrumente klassifiziert werden?	15
1.8 Worin unterscheiden sich individuelle und standardisierte Produkte?	18
1.8.1 Wie ist standardisiertes Mezzanine-Kapital aufgebaut?	19
1.8.2 Wie ist individuelles Mezzanine-Kapital aufgebaut?	20
1.9 Welches sind die Investitionskriterien von Mezzanine- Gebern?	22
1.10 Welche Vor- und Nachteile hat Mezzanine-Kapital für mittelständische Unternehmen?	22
1.11 Welche Bedeutung hat Mezzanine-Kapital für mittel- ständische Unternehmen?	28
1.11.1 Die Finanzierungssituation für mittelständische Unternehmen in Deutschland	28
1.11.2 Der Markt für Mezzanine-Kapital in Deutschland	30
1.11.3 Mezzanine-Kapital: Ausweg aus der Finanzierungskrise?	31
2. Anwendungsgebiete	35
2.1 Akquisitionsfinanzierung – Buy-outs	35
2.2 Brückenfinanzierung	41
2.3 Projektfinanzierung	42
2.4 Gesellschafterwechsel/Unternehmensnachfolge	44

2.5 Wachstumsfinanzierungen	45
2.6 Unternehmensübernahmen	46
2.7 Bilanzoptimierung/Finanzierungsstrategie – BASEL II . . .	47
3. Prozess der Mezzanine-Finanzierung	51
3.1 Der Finanzierungsprozess bei Standardprodukten	52
3.1.1 Der ge mit-Fonds (Genussscheinfonds Mittelstand)	53
3.1.2 Die Umsetzung der Genussscheinemission	54
3.1.2.1 Die Vorprüfungs-Phase	55
3.1.2.2 Die Due Diligence-Phase	62
3.2 Der Finanzierungsprozess bei maßgeschneiderten Lösungen	66
3.2.1 Die Vorprüfungs-Phase	68
3.2.2 Die Due Diligence-Phase	70
3.2.3 Die Mezzanine-Verhandlungen	71
4. Refinanzierung: Wer stellt Mezzanine-Kapital zur Verfügung?	73
4.1 Formen der Institutionellen Strukturierung	73
4.1.1 Überblick	73
4.1.2 CDO-Strukturen	73
4.1.2.1 Einführung in Asset Backed Securities	73
4.1.2.2 ABS Strukturen	74
4.1.2.3 Differenzierung von ABS Transaktionen	76
4.1.2.4 Verbriefungsprozess	78
4.1.2.5 Kritische Würdigung	84
4.1.3 Fonds-Konstruktionen	86
4.1.3.1 Einführung/Historie	86
4.1.3.2 Prozess	87
4.1.3.3 Vor- und Nachteile aus Investorensicht	91
4.1.3.4 Vor- und/Nachteile aus Unternehmenssicht	93
4.1.3.5 Produktüberblick	94
5. Rechtliche Strukturen der Mezzanine-Finanzierung	97
5.1 Wesentliche Qualifikationsmerkmale	97
5.1.1 Nachrangigkeit durch Rangrücktritt	98
5.1.2 Kapitalbelassungsverpflichtung	98
5.1.3 Zinsen	98
5.1.4 Kicker (Equity/Non-Equity)	98
5.1.5 Befristung	99
5.1.6 Informations- und Kontrollrechte	99
5.2 Rechtliche Gestaltungsalternativen mezzaniner Finanzierungsinstrumente	100
5.2.1 Nachrangdarlehen	100
5.2.1.1 Darlehensvertrag und Intercreditor Agreement	100

5.2.1.2	Rangrücktritt: Inhalt, Rechtsfolgen, Vergütung	101
5.2.1.3	Außerordentliches Kündigungsrecht des Mezzanine-Gebers.	104
5.2.1.4	Eigenkapitalerhaltung, Eigenkapitalersatzrecht	105
5.2.2	Verkäuferdarlehen (Seller's Note)	107
5.2.3	Stille Gesellschaft.	107
5.2.3.1	Begriffsmerkmale	107
5.2.3.2	Parteien und Abschluss des Beteiligungs- vertrages, Rechtsform-Besonderheiten	108
5.2.3.3	Vermögenseinlage und Beteiligung am Ergebnis	109
5.2.3.4	Informations- und Kontrollrechte des stillen Gesellschafters	111
5.2.3.5	Typische/atypische stille Gesellschaft	111
5.2.4	Partiarisches Darlehen.	111
5.2.5	Genussrechte	112
5.2.5.1	Rechtliche Qualifikation und Gestaltung. . .	112
5.2.5.2	Genussscheinsbedingungen, gesellschafter- gleiche Rechte, Ergebnisbeteiligung	112
5.2.5.3	Rechtsform-Besonderheiten bei AG und GmbH	114
5.2.5.4	Genussscheine	115
5.2.6	Wandelschuldverschreibungen	115
5.2.6.1	Rechtsnatur und Ausgestaltung	115
5.2.6.2	Ausgabe nur durch Aktiengesellschaften . .	116
5.2.6.3	Formelle und materielle Voraussetzungen . .	116
5.2.6.4	Bezugsrecht der Aktionäre und Bezugs- rechtsausschluss	118
5.2.6.5	Schutz des Anleihegläubigers	118
5.2.6.6	Erwerb und Ausübung des Bezugs- bzw. Umtauschrechts	119
5.2.7	Kapitalmarktprodukte am Beispiel PREPS	120
5.2.7.1	Struktur der Genussrechtsplattform PREPS .	120
5.2.7.2	Standardisierte Genussrechtsverträge am Beispiel von PREPS 2004-2 LP	120

6. Bilanzielle Behandlung von Mezzanine-Kapital nach HGB und IFRS

6.1	Behandlung nach HGB.	124
6.1.1	Allgemeiner Überblick der Bilanzierung und Bewertung von Finanzinstrumenten nach HGB . . .	124
6.1.2	Vorzugsaktien	125
6.1.3	Gesellschafterdarlehen	126
6.1.4	Typisch und atypisch stille Beteiligung	126

6.1.5	Wandel- und Optionsanleihen	128
6.1.6	Genussrechte/-scheine	130
6.1.7	Partiarisches Darlehen	133
6.1.8	Verkäuferdarlehen	133
6.1.9	Nachrangdarlehen	133
6.1.10	Hochzinsanleihe	134
6.1.11	Schuldscheindarlehen	134
6.2	Behandlung nach IFRS	134
6.2.1	Rahmenvoraussetzungen und Ziele von IFRS und mögliche Bedeutungen für den Mittelstand	134
6.2.2	Allgemeiner Überblick der Bilanzierung und Bewertung von Finanzinstrumenten nach IFRS . .	137
6.3	Besonderheiten bei der Bilanzierung von Mezzanine- Kapital nach IFRS	143
6.4	Vorzugsaktien	145
6.5	Gesellschafterdarlehen	146
6.6	Typisch und atypisch stille Beteiligung	146
6.7	Wandel- und Optionsanleihen	147
6.8	Genussrechte	148
6.9	Partiarisches Darlehen.	149
6.10	Verkäuferdarlehen	149
6.11	Nachrangdarlehen	150
6.12	Hochzinsanleihe	150
6.13	Schuldscheindarlehen	150
6.14	Besonderheiten von Hybridanleihen	150
7.	Steuern	153
7.1	Einleitung/Vorbemerkung	153
7.2	Grundlagen der steuerlichen Behandlung von Eigen- und Fremdkapital	154
7.2.1	Einordnung des Mezzanine-Instrumentes als Eigenkapital	154
7.2.2	Einordnung des Mezzanine-Instrumentes als Fremdkapital	156
7.3	Gesellschafterfremdfinanzierung bei Mezzanine- Instrumenten	157
7.4	Steuerliche Behandlung eines „Equity Kickers“ im Zusammenhang mit der Gesellschafterfremdfinanzierung	161
7.5	Änderungen durch Unternehmenssteuerreform 2008:	
	Zinsschranke und Mezzanine	162
7.5.1	Vorbemerkung	162
7.5.2	Fallbeispiel zur Zinsschrankenregelung	165
7.5.3	Ausnahmen von der Zinsschrankenregelung	167
7.5.3.1	Zinsaufwand beträgt weniger als eine Million Euro	167

7.5.3.2	Konzernklausel	167
7.5.3.3	„Escape-Klausel“ (Eigenkapitalquoten- vergleich)	167
7.5.4	Zweckmäßige Prüfungsreihenfolge für die Zins- schränkenregelung	168
7.5.5	Verhältnis von gewerbesteuerlicher Hinzurechnung und Zinsschranke	171
7.5.6	Mezzanine-Instrumente als Eigenkapital	171
7.5.7	Mezzanine-Instrumente als Fremdkapital	172
7.5.8	Maßnahmen zur Vermeidung der Zinsschranke	172
7.6	Steuerliche Behandlung einzelner Mezzanine-Instrumente	177
7.6.1	Nachrangdarlehen	177
7.6.1.1	Einordnung für steuerliche Zwecke	177
7.6.1.2	Steuerliche Behandlung	178
7.6.2	Stille Gesellschaft	183
7.6.2.1	Einordnung für steuerliche Zwecke	183
7.6.2.2	Steuerliche Behandlung der typisch stillen Gesellschaft	185
7.6.2.3	Steuerliche Behandlung der atypisch stillen Gesellschaft	188
7.6.3	Partiarisches Darlehen	191
7.6.3.1	Einordnung für steuerliche Zwecke	191
7.6.3.2	Steuerliche Behandlung	192
7.6.4	Verkäuferdarlehen (Seller's Note)	194
7.6.4.1	Einordnung für steuerliche Zwecke	194
7.6.4.2	Steuerliche Behandlung	195
7.6.5	Genussrechte	195
7.6.5.1	Einordnung für steuerliche Zwecke	195
7.6.5.2	Steuerliche Behandlung des Genussrechts bei Qualifikation als Eigenkapital	197
7.6.5.3	Steuerliche Behandlung des Genussrechts bei Qualifikation als Fremdkapital	199
7.6.6	Wandelanleihen	202
7.6.6.1	Einordnung für steuerliche Zwecke	202
7.6.6.2	Steuerliche Behandlung	203
7.6.7	Optionsanleihen	206
7.6.7.1	Einordnung für steuerliche Zwecke	206
7.6.7.2	Steuerliche Behandlung	206
7.6.8	Hochzinsanleihen (High Yield Bonds)	212
7.6.8.1	Einordnung für steuerliche Zwecke	212
7.6.8.2	Steuerliche Behandlung	213
	Literaturverzeichnis	215
	Die Autoren	221
	Firmenprofile	225
	Stichwortverzeichnis	227

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
ABS	Asset Backed Securities
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BayernLB . .	Bayerische Landesbank
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
bspw.	beispielsweise
bzgl.	bezüglich
CDO	Collateralized Debt Obligations
d.h.	das heißt
EDF	EDF = expected default frequency (Grundlage: Moody's KMV Risk Calc)
ETF	Exchange traded fund
FHLMC . . .	Federal Home Loan Mortgage Corporation
FNMA	Federal National Mortgage Association
geg.	gegebene(r/s)
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG . . .	GmbH-Gesetz
GNMA	Government National Mortgage Association
HGB	Handelsgesetzbuch
i.d.R.	in der Regel
IKB	Deutsche Industriebank
insb.	insbesondere
InsO	Insolvenzordnung
IT	Informations- und Kommunikationstechnologie
KG	Kommanditgesellschaft
LBBW	Landesbank Baden-Württemberg
LBO	Leveraged buy-out
LOI	Letter Of Intent
NordLB . . .	Norddeutsche Landesbank
o.g.	oben genannte(s/r)
OHG	Offene Handelsgesellschaft
PE	Private Equity
sog.	So genannte(r/s)
SPV	Special Purpose Vehicle
UmwG	Umwandlungsgesetz
u. U.	unter Umständen
v.a.	vor allem/n

VAG	Versicherungsanlagegesetz
WestLB	Westdeutsche Landesbank
z. B.	zum Beispiel
z. T.	zum Teil

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1-1:	Bilanzielle Einordnung von Mezzanine Kapital	1
Abbildung 1-2:	Bilanzielle Einordnung von Equity Mezzanine und Debt Mezzanine	2
Abbildung 1-3:	Unterscheidungsmerkmale von Eigen-, Mezzanine- und Fremdkapital	4
Abbildung 1-4:	Kosten von Mezzanine-Kapital im Verhältnis zum Risiko (EK- bzw. FK-nähe)	5
Abbildung 1-5:	Kosten von Standard-Mezzanine-Produkten und maßgeschneiderten Mezzanine-Produkten im Verhältnis zu Eigen- und Fremdkapital . . .	6
Abbildung 1-6:	Typische Vergütungsstruktur einer Mezzanine-Finanzierung.	9
Abbildung 1-7:	Varianten des Kickers	10
Abbildung 1-8:	Unterscheidung nach Eigen- und Fremdkapital-nähe	16
Abbildung 1-9:	Unterscheidung nach der Platzierbarkeit	16
Abbildung 1-10:	KMU-Schwellenwerte der EU seit 1.1.2005 . . .	17
Abbildung 1-11:	Quantitative Größenunterscheidung des IfM Bonn seit Einführung des Euro (1.1.2002)	17
Abbildung 1-12:	Unterscheidung nach Mittelstandsfähigkeit . . .	18
Abbildung 1-13:	Standardisiertes und individuelles Mezzanine-Kapital	19
Abbildung 1-14:	Aufbau einer Fonds-Struktur	20
Abbildung 1-15:	Unterschiede zwischen individuellem und standardisiertem Mezzanine-Kapital	21
Abbildung 1-16:	EK Quoten im deutschen Mittelstand	29
Abbildung 1-17:	Nutzung von Programm Mezzanine nach Umsatzklassen	30
Abbildung 1-18:	Entwicklung von Mezzanine Volumen in Deutschland	31
Abbildung 2-1:	Typische Transaktionsstruktur eines Leveraged Buy-outs	37
Abbildung 2-2:	Gesamtvolumen von Mezzanine-Kapital in Buy-Out-Situationen und Anzahl der Transaktionen	39
Abbildung 4-1:	Grundstruktur einer ABS Transaktion (in Anlehnung an Gruber/Gruber/Braun 2005)	74
Abbildung 4-2:	Übersicht ABS Unterformen	77
Abbildung 4-3:	Refinanzierung einer Mezzanine Transaktion via CDO	78

Abbildung 4-4:	Prozessablauf Mezzanine Transaktion via CDO	79
Abbildung 4-5:	Credit Enhancement durch Subordination . . .	84
Abbildung 4-6:	Grundsätzliche Struktur eines fondsbasierten Mezzanine Programmes	91
Abbildung 6-1:	Wahlrechte nach dem BilReG	136
Abbildung 6-2:	Prüfschema zur Abgrenzung von Eigen- und Fremdkapital	142
Abbildung 6-3:	Vorgehensweise für die Bilanzierung struktu- rierter Produkte mit eingebettetem Derivat . . .	143
Abbildung 6-4:	Prüfungsprozess für strukturierte Produkte mit eingebettetem Derivat	144

Tabellenverzeichnis

Tabelle 2-1: Beispiel einer Term Loan Facility-Struktur	38
Tabelle 3-1: Eckdaten des Genussscheinfonds ge mit	54
Tabelle 3-2: Beispielhafter Ablauf Genussscheinemission ge mit	55
Tabelle 3-3: Kapitalflussrechnungen nach DRS 2	58
Tabelle 6-1: Finanzinstrumente	138

1. Definition und Klassifizierung von Mezzanine-Kapital

1.1 Was bedeutet Mezzanine-Kapital?

Der Begriff Mezzanine (italienisch: mezzanino) stammt ursprünglich aus der Architektur und bezeichnet ein Zwischengeschoss zwischen zwei Hauptgeschossen. Auf die Bilanz eines Unternehmens übertragen, nimmt Mezzanine-Kapital aus „architektonischer“ Sicht eine Position ein, die sich zwischen Eigen- und Fremdkapital befindet. Abbildung 1-1 zeigt die bilanzielle Einordnung von Mezzanine-Kapital.

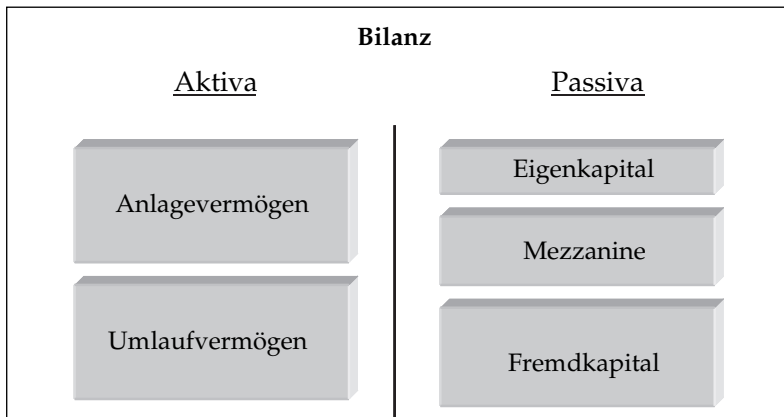


Abbildung 1-1: Bilanzielle Einordnung von Mezzanine-Kapital

In der betriebswirtschaftlichen Finanzierungstheorie findet sich keine einheitliche Definition für Mezzanine-Kapital. Dies liegt daran, dass Mezzanine selbst kein eigenständiges Finanzierungsinstrument ist. Es handelt sich vielmehr um einen Oberbegriff für eine Reihe hybrider (= von zweierlei Herkunft) Finanzierungsinstrumente, die zwischen dem reinen Eigenkapital und dem reinen Fremdkapital einzuordnen sind. Zielsetzung von Mezzanine-Finanzierungen ist es, die Lücke zwischen Eigen- und Fremdkapital zu schließen und von den jeweiligen Vorteilen beider Finanzierungsarten zu profitieren.

Mezzanine-Finanzierungen sind auf Grund ihrer unterschiedlichen Erscheinungsformen sehr flexibel gestaltbar und können deshalb sehr gut an die individuellen Bedürfnisse der Kapitalsuchenden angepasst

werden. Je nach der vorliegenden Finanzierungssituation und den mit der Mezzanine-Finanzierung verfolgten Zielen kann eine eher eigenkapitalnahe (Equity Mezzanine) oder fremdkapitalnahe (Debt Mezzanine) Strukturierung erfolgen. Abbildung 1-2 zeigt die bilanzielle Einordnung von Equity Mezzanine und Debt Mezzanine.

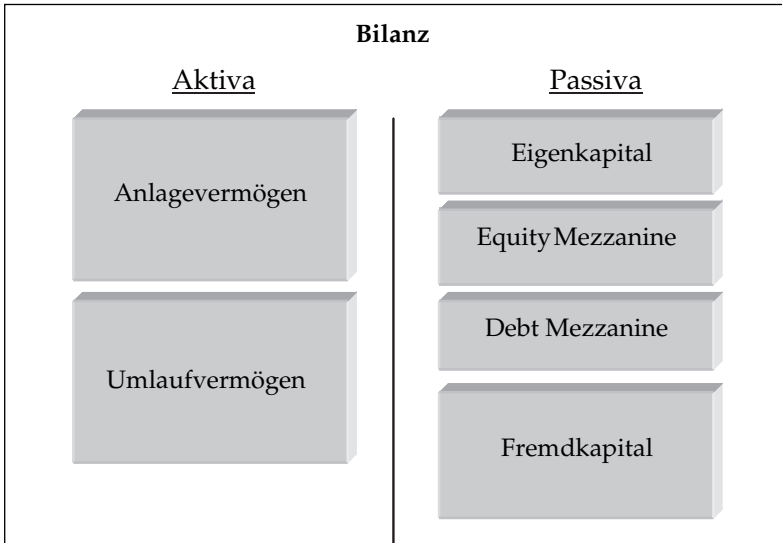


Abbildung 1-2: Bilanzielle Einordnung von Equity Mezzanine und Debt Mezzanine

Die Flexibilität von Mezzanine-Kapital kommt dadurch zum Ausdruck, dass durch entsprechende vertragliche Gestaltung Elemente einer Eigenkapital- und Fremdfinanzierung kombiniert werden können.

- Es kann *Eigenkapital* geschaffen werden, das wirtschaftliche Elemente besitzt, die für Fremdkapital typisch sind, wie z. B. feste Zinsen, ein fester Rückzahlungsbetrag oder eine Laufzeitbegrenzung.
- Es kann *Fremdkapital* mit typischen Merkmalen von Eigenkapital versehen werden, wie z. B. Kontroll- und Entscheidungsbefugnisse eines Gesellschafters oder gewinnabhängige Auszahlungen.

1.2 Wie unterscheidet sich Mezzanine-Kapital von Eigenkapital und Fremdkapital?

Mezzanine-Finanzierungen sind hybride Finanzierungsinstrumente, d. h. interessante Mischformen mit Eigenschaften sowohl von Eigenkapital als auch von Fremdkapital. Bevor auf die Besonderheiten des Mezzanine-Kapitals eingegangen wird, sollen die wesentlichen Merkmale der reinen Finanzierungsformen dargestellt werden:

1.2 Wie unterscheidet sich Mezzanine-Kapital von Eigenkapital und Fremdkapital? 3

Folgende Merkmale sind charakteristisch für *Kreditfinanzierungen*, bei denen der Kapitalgeber einem Unternehmen Fremdkapital zuführt und somit die Rolle eines Gläubigers einnimmt:

- Die Kreditgeber erwerben durch die Überlassung von Fremdkapital kein Eigentum.
- Die Kreditgeber haften nicht für Verluste und andere Verbindlichkeiten des Unternehmens.
- Den Kreditgebern stehen keine unternehmerischen Verwaltungsrechte, wie z. B. Stimmrechte, zu.
- Die Kreditgeber haben Anspruch auf vereinbarte Zinszahlungen, nicht aber auf die Gewinnbeteiligung.
- Die Kreditlaufzeit ist befristet. Bis zum Ende der Laufzeit muss der Nominalbetrag getilgt werden.
- Die Ansprüche der Gläubiger werden vor denen der Eigenkapitalgeber befriedigt.

Eigenkapitalfinanzierungen haben folgende Merkmale gemeinsam:

- Eigenkapitalgeber haben Anspruch auf eine Beteiligung am Gewinn und bei Verkauf oder Liquidation Anspruch auf eine Beteiligung am Unternehmenswert.
- Eigenkapitalgeber haben Einfluss auf die Geschäftsleitung.
- Eigenkapitalgeber haften für die Verbindlichkeiten des Unternehmens.
- Eigenkapitalgeber stellen ihr Kapital unbefristet zur Verfügung.

Trotz der vielfältigen Ausgestaltungsmöglichkeiten von *Mezzanine-Kapital* weisen nahezu alle mezzaninen Finanzierungsformen die folgenden wesentlichen Charakteristika auf. Diese zeigen die Positionierung zwischen Eigen- und Fremdkapital und Überschneidungen mit den einzelnen Finanzierungsarten:

- Mezzanine-Kapital ist nachrangig gegenüber „klassischem“ Fremdkapital und vorrangig gegenüber „echtem“ Eigenkapital.
- Mezzanine-Kapitalgeber besitzen kein ausdrückliches Mitspracherecht.
- Mezzanine-Kapital wird nur für eine befristete Zeit zur Verfügung gestellt (i. d. R. fünf bis zehn Jahre).
- Es wird eine steuerliche Abzugsfähigkeit der Zinszahlungen als Betriebsausgaben angestrebt.
- Die Cashflows des Unternehmens werden während der Laufzeit der Mezzanine-Finanzierung geschont, da i. d. R. Tilgungen und Ertragskomponenten größtenteils am Ende der Laufzeit oder sogar außerhalb des Unternehmens abgegolten werden.
- Mezzanine-Kapital wird höher vergütet als Fremdkapital, ist jedoch günstiger als Eigenkapital.

Aus den Merkmalen von Mezzanine-Kapital hat sich das so genannte „magische Fünfeck“ entwickelt, das die Kriterien einer idealtypischen

Mezzanine-Finanzierung beschreibt. Das *ideale Mezzanine-Kapital* erlaubt demnach

- eine Pufferfunktion als Haftkapital auf Grund der Nachrangigkeit,
- eine Steigerung der handelsbilanziellen Eigenkapitalquote,
- eine ergebnisabhängige Verzinsung und
- die steuerliche Abzugsfähigkeit der Ausschüttung als Betriebsausgabe,
- während keine oder nur eingeschränkte unternehmerische Mitsprache der Kapitalgeber besteht.

Welche der genannten Kriterien von den Kapitalnehmern und Kapitalgebern bei der Auswahl des jeweiligen Finanzierungsinstrumentes in den Vordergrund gestellt wird, hängt vom Finanzierungszweck ab.

Abbildung 1-3 gibt zusammenfassend einen Überblick über die Unterscheidungsmerkmale von Eigen-, Mezzanine- und Fremdkapital.

	Eigenkapital	Mezzanine-Kapital	Fremdkapital
Haftung	Haftung zumindest in Höhe der Einlage; Mitunternehmerschaft	Nur im Ausmaß des gewandelten Anspruchs (Wandelanleihen)	Keine Haftung; Gläubigerstellung
Erfolgsbeteiligung	Aliquot an Gewinn und Verlust	Erfolgsabhängige Verzinsungsanteile	Nein; fixer Zinsanspruch; erfolgsunabhängig
Vermögensbeteiligung	Aliquot	Ja; Equity Kicker (Optionen auf Anteile)	Nein; Nominalanspruch in Höhe der Gläubigerforderung
Geschäftsführung	Im Regelfall dazu berechtigt (Mitsprache-, Stimm- und Kontrollrechte)	Stimm- und Kontrollrechte möglich	Nein; ausgeschlossen
Zeitliche Verfügbarkeit	Unbefristet	Befristetes Eigenkapital	In der Regel befristet (Tilgungsplan)
Besicherung	Keine	Keine	Kreditsicherung
Liquiditätsbelastung	Nicht fix; nur bei Gewinnausschüttung	fix sowie gewinnabhängige Verzinsung i. d. R. mit endfälliger Tilgung	Fix (Zinsen- und Kapitaldienst)
Steuerbelastung	Gewinnbesteuerung	Zinsen steuerlich absetzbar	Zinsen steuerlich absetzbar

Abbildung 1-3: Unterscheidungsmerkmale von Eigen-, Mezzanine- und Fremdkapital

1.3 Was kostet Mezzanine-Kapital?

Die Mezzanine-Kapitalgeber übernehmen durch die Nachrangigkeit ein höheres Risiko als klassische Fremdkapitalgeber, aber ein geringeres Risiko als Eigenkapitalgeber. Dies schlägt sich auch in den Kosten für Mezzanine-Kapital nieder. Die Kosten der unterschiedlichen Mezzanine-Formen unterscheiden sich aufgrund der Eigenkapitalnähe bzw. Fremdkapitalnähe. Je mehr die Mezzanine-Finanzierung Eigenschaften von Eigenkapital aufweist, desto höher sind die Kosten und umgekehrt. Abbildung 1-4 stellt das Verhältnis zwischen den Kosten und der Eigenkapitalnähe bzw. Fremdkapitalnähe dar.

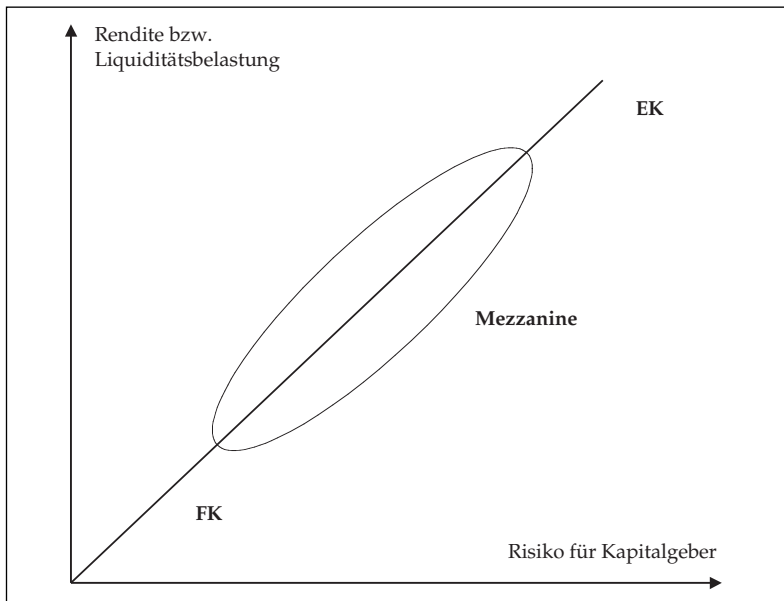


Abbildung 1-4: Kosten von Mezzanine-Kapital im Verhältnis zum Risiko (EK- bzw. FK-nähe)

Wie hoch die tatsächlichen Kosten von Mezzanine-Kapital für ein Unternehmen sind, hängt neben der Unterscheidung von Eigen- und Fremdkapitalnähe davon ab, ob es sich bei der Mezzanine-Finanzierung um ein Standardprodukt oder ein maßgeschneidertes Produkt handelt. Der Markt für Mezzanine-Kapital bietet sowohl Standard- als auch maßgeschneiderte Mezzanine-Finanzierungen, auf die im Rahmen dieses Buches ausführlich eingegangen wird. Grundsätzlich sind Standardprodukte günstiger als maßgeschneiderte Lösungen. Es kann folgende grobe Aussage getroffen werden:

- *Kosten für Standardprodukte:* Die Kosten für Standardprodukte belaufen sich auf 7,5–10 % p. a.
- *Kosten für individuelle Produkte:* Die Kosten für individuelle Produkte belaufen sich in Abhängigkeit von der Eigen- bzw. Fremdkapitalnähe auf 10–25 % p. a.

Der Kostenunterschied zwischen den beiden Produktarten erklärt sich dadurch, dass Standardprodukte deutlich höhere Investitionskriterien (z. B. Mindest-Rating, Mindest-Größe, Mindest-Rentabilität usw.) als individuelle bzw. maßgeschneiderte Lösungen aufweisen. Durch das geringere Risiko können Standardprodukte entsprechend günstiger angeboten werden. Maßgeschneiderte Lösungen sind höchst flexibel und können auch Unternehmen finanzieren, die die Investitionskriterien von Standardprodukten nicht erfüllen. Ein höheres Risiko der Finanzierung wird dann über höhere Renditeanforderungen abgegolten. Ferner haben Standardprodukte eine vereinheitlichte Vergabemethode, wohingegen der Strukturierungsaufwand bei maßgeschneiderten Produkten deutlich höher ausfällt.

Abbildung 1-5 ordnet die Kosten von Standard-Mezzanine-Produkten und maßgeschneiderten Mezzanine-Produkten im Verhältnis zu Eigen- und Fremdkapital ein.

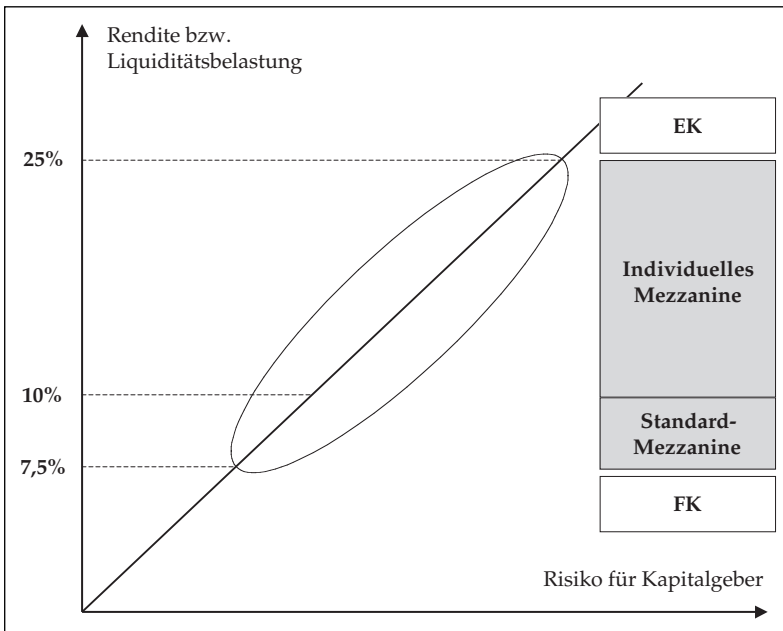


Abbildung 1-5: Kosten von Standard-Mezzanine-Produkten und maßgeschneiderten Mezzanine-Produkten im Verhältnis zu Eigen- und Fremdkapital