

Verwaltungs- und
Wirtschafts-Akademie e.V.
Dr. Andrea Eickemeyer

**Mezzanine Kapital als alternative Finanzierungsform
für mittelständische Unternehmen –
Grundlegende Darstellung und kritische Analyse
aus Unternehmensperspektive**

Thesis

Lars Bösecke
Lindenstr. 15
37441 Bad Sachsa

06.W.024

25. April 2009

Aufgabe der Arbeit:

Acht-Wochen-Arbeit im Rahmen der schriftlichen Prüfung für die Erteilung des Betriebswirt VWA an der Verwaltungs- und Wirtschafts- Akademie e. V. in Göttingen.

Das Thema wurde in Zusammenarbeit mit Frau Dr. Andrea Eickemeyer erarbeitet.

3.1.2.2	Typisch stille Beteiligung.....	23
3.2	Einsatzbereiche für den Mittelstand.....	25
3.2.1	Wachstumsfinanzierung.....	25
3.2.2	Management Buy-Out/Management Buy-In.....	26
3.2.3	Gesellschafterwechsel.....	27
4	Kritische Analyse von Mezzanine Kapital aus Sicht des Mittelstands.....	28
4.1	Vorteile von Mezzanine Kapital.....	28
4.1.1	Eigenkapitalcharakter durch Rangrücktritt hinter dritte Gläubiger.....	28
4.1.2	Stärkung der Eigenkapitalposition und somit Verbesserung der Bonität und des Ratings.....	29
4.1.3	Flexibilität bei der Vertrags- und Vergütungsgestaltung.....	31
4.1.4	Bereitstellung von Liquidität ohne Stellung von Sicherheiten.....	33
4.1.5	Steuerrechtliche Abzugsfähigkeit.....	33
4.1.6	Keine Veränderung der Stimmverhältnisse im Unternehmen.....	34
4.2	Nachteile von Mezzanine Kapital.....	35
4.2.1	Hohe Finanzierungskosten gegenüber klassischem Fremdkapital.....	35
4.2.2	Zeitlich befristete Kapitalüberlassung.....	36
4.2.3	Voraussetzungen und Anforderungen einer Mezzanine Finanzierung für den Mittelstand.....	37
5	Schlussbetrachtung.....	39
	Literaturverzeichnis.....	41

Abbildungsverzeichnis

	Seite
Abbildung 1: Mittelstandsdefinition nach IfM Bonn	5
Abbildung 2: Mittelstandsdefinition nach § 267 HGB	5
Abbildung 3: Mittelstandsdefinition nach der EU	5

Abkürzungsverzeichnis

Abschn.	Abschnitt
AG	Aktiengesellschaft
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
bzw.	beziehungsweise
ca.	cirka
e. K.	eingetragener Kaufmann
e. V.	eingetragener Verein
Entn.	entnommen
ff.	fortfolgende
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
http	Hypertext Transfer Protocol
i. d. R.	in der Regel
IRB	Internal Ratings Based Approach
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
Mio.	Million
oHG	offene Handelsgesellschaft
p. a.	per anno
S.	Seite
sog.	sogenannte
u. a.	unter anderem
usw.	und so weiter
Vgl.	vergleiche
www	World Wide Web
z. B.	zum Beispiel

1 Einleitung

Der Mittelstand ist das Rückgrat der deutschen Wirtschaft.¹ Unsere Wirtschaft besteht zu rund 99,7 % aus kleinen und mittelständischen Unternehmen. Aufgrund dessen stellen diese Unternehmen auch die meisten Arbeitsplätze (70,6 %) in Deutschland.² Für die deutsche Bevölkerung ist es daher wichtig, dass gerade diese Unternehmensschicht die vorhandenen Arbeitsplätze nicht reduziert und vor allem für die derzeitigen Arbeitslosen neue Arbeitsstellen schafft. Der Mittelstand kann dieses nur ermöglichen, wenn er weiterhin investiert, um gegenüber den internationalen Mitbewerbern konkurrenzfähig zu bleiben.

Aufgrund des in den letzten Jahren voranschreitenden Globalisierungstrends in der Finanzwelt stehen die mittelständischen Unternehmen vor immer mehr neuen Herausforderungen bei ihren Finanzierungsentscheidungen. Insbesondere durch die Einführung von Basel II, bei der die Banken in Abhängigkeit der Bonität des Kreditnehmers Eigenkapital hinterlegen müssen, ist es für die meisten mittelständischen Unternehmen aufgrund der niedrigen Eigenkapitalquote schwierig, Kredite zu angemessenen Konditionen bzw. überhaupt zu bekommen. Demzufolge muss sich der Mittelstand um alternative Finanzierungsformen Gedanken machen.

Mit dieser Arbeit soll daher zunächst für den Mittelstand mit der Mezzanine Finanzierung eine alternative Form als Lösungsansatz für die Verbesserung ihrer Bonität gegenüber den Banken grundlegend vorgestellt werden. Ebenso werden auch die vier geeigneten Mezzanine Instrumente für diese Unternehmen nach wirtschaftlichen, handels- und steuerrechtlichen Gesichtspunkten dargestellt und kritisch betrachtet.

Um einen ersten Einstieg in das Thema zu finden, werden im zweiten Kapitel zuerst die notwendigen Grundlagen über die Systematik der Finanzierungsformen, die Mittelstandfinanzierung sowie die Mezzanine Finanzierungsform dargestellt. Das dritte Kapitel befasst sich zunächst mit den für den Mittelstand in Frage

¹ Vgl. Scherer, Hans-Werner (Pleiten), S. 144.

² Vgl. IfM Bonn (KMU-Definition), S. 1.

kommenden Mezzanine Finanzierungsformen, dem Genussschein, der atypisch und typisch stillen Gesellschaft sowie dem Nachrangdarlehen. Ferner werden die möglichen Einsatzbereiche für den Mittelstand, bei dem die Mezzanine Finanzierung in Betracht kommt, erläutert. Im vierten Kapitel erfolgt im Bezug auf die vier oben genannten Instrumente eine kritische Betrachtung. Ziel dieses Kapitels ist es im Wesentlichen, die zentrale Frage, ob der Mittelstand seine Bonität gegenüber den Banken durch den Einsatz von Mezzanine Kapital verbessern kann, zu beantworten. Ferner werden die Ausprägungen der Vor- und Nachteile der einzelnen Instrumente gegeneinander abgewogen.

2 Theoretische Grundlagen

2.1 Systematik der Finanzierungsformen nach Mittelherkunft

Die Unternehmen können ihren Kapitalbedarf durch unterschiedliche Finanzierungsmöglichkeiten decken. Diese Formen können nach verschiedenen Kriterien eingruppiert werden. Im Folgenden sollen die wichtigsten Finanzierungsarten nach dem Kriterium der Mittelherkunft erläutert werden.³

2.1.1 Innenfinanzierung

Bei der Innenfinanzierung liegt die Finanzquelle innerhalb des Unternehmens. Zwar fließen die Finanzmittel über außen dem Unternehmen zu, doch entstehen diese durch die eigene Finanzkraft. Somit sorgt das Unternehmen durch den betrieblichen Leistungs- und Umsatzprozess selber für die Entstehung der Finanzmittel.⁴ Die Innenfinanzierung lässt sich in zwei Gruppen unterteilen. Bei der ersten Form, der Selbstfinanzierung, entsteht der Finanzmittelzuwachs durch die Nichtausschüttung von Gewinnen (offene Selbstfinanzierung) sowie die Gewinnerzeugung durch Bildung von stillen Reserven und Rückstellungen (stille Selbstfinanzierung).⁵

³ Vgl. Busse, Franz -Joseph (Finanzwirtschaft), S. 63.

⁴ Vgl. Busse, Franz -Joseph (Finanzwirtschaft), S. 658.

⁵ Vgl. Dürr, Ulrike L. (HGB), S. 16.

Bei der zweiten Form, der sonstigen Innenfinanzierung, erhält das Unternehmen Vermögenszuwachs durch Gegenwerte von Abschreibungen und Rückstellungen.⁶ Zur sonstigen Innenfinanzierung gehört noch die Finanzierung aus Vermögensumschichtung (Verkauf von nicht betriebsnotwendigem Anlagevermögen, Umlaufvermögen, Vermögensgegenständen) und aus Rationalisierung (Verkürzung der Kapitalbindungsdauer).⁷

Im folgenden Kapitel werden die verschiedenen Finanzierungsarten, bei denen die Finanzquelle außerhalb des Unternehmens liegt, erläutert.

2.1.2 Außenfinanzierung

Die Außenfinanzierung lässt sich nach der Rechtsstellung des Kapitalgebers in Eigenfinanzierung (Beteiligungsfinanzierung), in Fremdfinanzierung sowie in eine Mischform (sog. Hybride Finanzierung, Mezzanine Finanzierung) unterteilen.⁸

Bei der Eigenfinanzierung erhält das Unternehmen von bisherigen oder neuen Gesellschaftern zusätzliches, in der Regel langfristiges Eigenkapital. Die neuen Gesellschafter beteiligen sich somit am Unternehmen und erhalten Mitwirkungs- und Kontrollrechte. Weiterhin haben sie ein Recht auf Gewinnbeteiligung, kommen mindestens bis zur Höhe ihrer Einlage für die Verluste mit auf und werden im Falle einer Liquidation erst nach den Fremdkapitalgebern bedient.⁹ Diese Rechte werden auch Eigentümerrechte genannt. Die Gewinn- und Haftungshöhe hängt von der Rechtsform des Unternehmens ab. Die Unternehmensrechtsform spielt auch bei der Eigenkapitalbeschaffung im Wege der Außenfinanzierung eine bedeutende Rolle. Börsenfähige Unternehmen (AG, KGaA) haben es leichter sich über den Aktienmarkt Eigenkapital zu beschaffen. Während nicht börsenfähige Unternehmen (e.K., oHG, KG, GmbH) häufig Probleme haben, Eigenkapitalgeber zu finden, da die Suchkosten eines Kapitalgebers hoch sowie die Beteiligungstitel

⁶ Vgl. Busse, Franz -Joseph (Finanzwirtschaft), S. 659.

⁷ Vgl. Levin, Frank (Investition), S. 277-278.

⁸ Vgl. Zantow, Roger (Finanzwirtschaft 2007), S. 44.

⁹ Vgl. Sönke, Peters/Brühl Rolf/Stelling, Johannes N. (Betriebswirtschaftslehre 2005), S. 82; Drukarczyk, Jochen (Finanzierung), S. 263.

sehr eingeschränkt veräußerbar sind. Zusätzlich kommt noch die erschwerte Preisfindung der Beteiligung dazu.¹⁰

Die Fremdfinanzierung wird auch Kreditfinanzierung genannt. Bei dieser Finanzierungsform erhält das Unternehmen von Personen oder Institutionen in der Regel zeitlich befristetes Fremdkapital gegen ein Entgelt (Zinsen). Diese Kapitalgeber beteiligen sich im Gegensatz zur Eigenfinanzierung mit ihrer Einlage nicht am Unternehmen und erhalten ihr Kapital in nomineller Höhe am Ende der Finanzierung zurück. Diese Rechte werden auch Gläubigerrechte genannt. Die Kapitalkosten (Zinsen) für den Fremdkapitalnehmer können als Aufwendungen steuerlich geltend gemacht werden.¹¹ Die Kreditfinanzierung wird nach kurzfristigen und langfristigen Arten unterschieden. Zu den kurzfristigen Formen zählen der Lieferantenkredit, die Kundenanzahlung sowie kurzfristige Bankkredite. Unter die langfristigen Formen fallen die Schuldverschreibung, das Schuldscheindarlehen sowie langfristige Bankkredite.¹²

Die dritte Form der Außenfinanzierung ist die sog. Mezzanine Finanzierung. Diese ist Gegenstand von Kapitel 2.3 und wird dort ausführlich dargestellt.

Im Folgenden wird die Finanzierung von Mittelstandsunternehmen erläutert.

2.2 Finanzierung von Mittelstandsunternehmen

2.2.1 Definition und Eingrenzung vom Mittelstand

Um den Begriff Mittelstand zu definieren und ihn von dem Terminus Großunternehmen abzugrenzen, können quantitative (z. B. Beschäftigungsanzahl, Umsatz, Bilanzumsatz) und qualitative Merkmale (z. B. Rechtsform, Eigentumsverhältnisse) verwandt werden. Es ist aber festzustellen, dass in der Literatur keine allgemein anerkannte Definition existiert.¹³ Obwohl es keine allgemein gültige Begriffsbestimmung gibt, findet man beim Institut für Mittelstandsforschung Bonn

¹⁰ Vgl. Levin, Frank (Investition), S. 267, 282, 285.

¹¹ Vgl. Zantow, Roger (Finanzwirtschaft 2007), S. 44; Levin, Frank (Investition), S. 267.

¹² Vgl. Sönke, Peters/Brühl Rolf/Stelling, Johannes N. (Betriebswirtschaftslehre 2005), S. 84.

¹³ Vgl. Ahrweiler, Sonja/Börner Christoph J. (Finanzierungswege 2003), S. 6.

(IfM Bonn), bei der Europäischen Union (EU) und im HGB Definitionen, bei denen die Einteilungen von Unternehmen in Größenklassen nach quantitativen Merkmalen erfolgt. In den folgenden Tabellen sind die entsprechenden Klassen dargestellt:¹⁴

Unternehmensgröße	Zahl der Beschäftigten	Jahresumsatz (Mio. €)
klein	< 10	< 1
mittel	≥ 10 und < 500	≥ 1 und < 50
groß	≥ 500	≥ 50

Abbildung 1: Mittelstandsdefinition nach IfM Bonn¹⁵

Unternehmensgröße Kapitalgesellschaften	Zahl der Beschäftigten	Jahresbilanzsumme (Mio. €)	Jahresumsatz (Mio. €)
klein	≤ 50	$\leq 4,015$	$\leq 8,030$
mittel	> 50 und ≤ 250	> 4,015 und $\leq 16,006$	> 8,030 und $\leq 32,120$
groß	> 250	> 16,006	> 32,120

Abbildung 2: Mittelstandsdefinition nach § 267 HGB¹⁶

Unternehmensgröße	Zahl der Beschäftigten	Jahresbilanzsumme (Mio. €)	Jahresumsatz (Mio. €)
kleinst	< 10	≤ 2	≤ 2
klein	< 50	≤ 10	≤ 10
mittel	< 250	≤ 43	≤ 50

Abbildung 3: Mittelstandsdefinition nach der EU¹⁷

Bei der Einteilung nach dem HGB und nach der EU müssen 2 von 3 Merkmalen erfüllt sein.¹⁸

¹⁴ Vgl. Kayser, Gunter (Finanzierungswege), S. 38; Lück, Wolfgang/Unmuth, Anja/Henzelmann, Torsten (Krisenvorsorge), S. 707.

¹⁵ Entn. aus: IfM Bonn (KMU-Definition Bonn), S. 1.

¹⁶ Entn. aus: Lück, Wolfgang/Unmuth, Anja/Henzelmann, Torsten (Krisenvorsorge), S. 707.

¹⁷ Entn. aus: Die Europäische Kommission (KMU-Definition), S. 1-2.

¹⁸ Vgl. Lück, Wolfgang/Unmuth, Anja/Henzelmann, Torsten (Krisenvorsorge), S. 706; Die Europäische Kommission (KMU-Definition), S. 1.

Häufig wird der Terminus Mittelstand auch als Sammelbegriff für kleine und mittelgroße Unternehmen (KMU) verwandt.¹⁹ Nach der Definition der IfM Bonn zählen in Deutschland 99,7 % der Unternehmen zu KMU.²⁰ In dieser Arbeit kommt die Definition des IfM Bonn zur Anwendung und der Terminus Mittelstand wird als Sammelbegriff angesehen.

Im nächsten Kapitel wird die Finanzierungssituation des Mittelstands erörtert.

2.2.2 Finanzierungssituation des Mittelstands

Die Finanzierungssituation des Mittelstands ist von einer Reihe von Finanzierungsverhaltenseigenschaften mittelständischer Unternehmen und vom Finanzierungssystem geprägt. Der Mittelstand hat die Gewohnheit, sich eher am Geld- und Kreditmarkt zu orientieren, da diese Unternehmen oftmals feste Eigentümer- und Finanzierungsformen aufweisen. Aufgrund der Eigentümerstruktur ist die wichtigste Finanzierungsmöglichkeit, vor der Kredit- und Einlagenfinanzierung, die Selbstfinanzierung, insbesondere hier die Einbehaltung von Gewinnen.²¹

Dies verdeutlicht auch die MIND-Studie 2006 vom Deutschen Sparkassen- und Giroverband. Danach finanzieren rund 65 % der mittelständischen Unternehmen Investitionen aus eigenen Mitteln oder durch Gewinnthesaurierung. Kredite werden von ungefähr 26 % des Mittelstands vorrangig eingesetzt. Beteiligungs- sowie Mezzanine Kapital sind bisher nicht so bedeutungsvoll.²²

Ferner ist die Finanzierungssituation des Mittelstands durch eine im internationalen Vergleich geringere Eigenkapitalquote enorm geprägt. Das offenbart einen dünnen Risikopuffer. Diese niedrige Quote ist durch die hohe Wettbewerbsintensität auf dem deutschen Bankenmarkt, was zu geringen Bankenmargen führte, und durch steuerlicher Gründe bedingt. Die Banken konnten dem Mittelstand somit das Fremdkapital zu günstigen Konditionen anbieten. Ferner wurde das Eigen-

¹⁹ Vgl. Lück, Wolfgang/Unmuth, Anja/Henzelmann, Torsten (Krisenvorsorge), S. 707.

²⁰ Vgl. IfM Bonn (KMU-Definition Bonn), S. 1.

²¹ Vgl. Stark, Jürgen (Trends), S. 38.

²² Vgl. Gruner + Jahr AG & Co KG, Wirtschaftspresse Köln, Deutscher Sparkassen und Giroverband (DSGV) (MIND), S. 18.

kapital aufgrund intensiver Besteuerung durch Fremdkapital ersetzt.²³ Das Hausbankprinzip förderte zusätzlich die Eigenkapitallücke.²⁴

In den letzten Jahren haben sich die Rahmenbedingungen auf den Finanzmärkten, die sich insbesondere für den Mittelstand aufgrund ihres oben genannten Finanzierungsverhaltens enorm auswirken, geändert. In den beiden folgenden Kapiteln werden diese Bestimmungen und deren Auswirkungen auf die mittelständischen Unternehmen diskutiert.

2.2.3 Mittelstandsfinanzierung im Wandel

2.2.3.1 Basel II und Rating

Deutlich veränderte Rahmenbedingungen haben zu einem Wandel auf den Finanzmärkten Mitte der Neunziger geführt. Ausschlaggebend ist dafür der weltweite Globalisierungstrend, der sich auf den Märkten in Form von neuen Informations- und Kommunikationstechnologien, Deregulierung und Liberalisierung sowie Verhaltensänderung von Anlegern und Aktionären durchgesetzt hat.²⁵

Durch die neuen Informations- und Kommunikationstechnologien können die Banken große Informationsmengen speichern, zügig auswerten sowie schnell abrufen.²⁶ Somit ist es den Banken möglich, umfangreiche, objektive Risikoeinschätzungen von Krediten über intelligente Ratingsysteme durchzuführen.²⁷ Folglich können die Kreditinstitute damit individuelle Risikomargen in Abhängigkeit der Unternehmensbonität zur Deckung der Risikokosten errechnen.²⁸ Für eine Durchführung eines Ratingverfahrens zur Ermittlung der Ausfallwahrscheinlichkeit, die durch Ratingkennzahlen dargestellt wird, waren vom Kreditnehmer bisher nur historische Unterlagen (Jahresabschluss) zur Verfügung zu stellen.

²³ Vgl. Brezski, Eberhard u. a. (Mezzanine-Kapital 2006), S. 1.

²⁴ Vgl. Plattner, Dankwart/Skambracks, Daniel/Tchouvakhina, Margarita (Mittelstandsfinanzierung), S. 17.

²⁵ Vgl. Irsch, Norbert (Mittelstandsförderung), S. 316; Plattner, Dankwart/Skambracks, Daniel/Tchouvakhina, Margarita (Mittelstandsfinanzierung), S. 18.

²⁶ Vgl. Plattner, Dankwart/Skambracks, Daniel/Tchouvakhina, Margarita (Mittelstandsfinanzierung), S. 18.

²⁷ Vgl. Reich, Hans W. (Ratings), S. 5.

²⁸ Vgl. Irsch, Norbert (Mittelstandsförderung), S. 316.

Doch aufgrund der Richtlinien nach Basel II, auf die weiter unten näher eingegangen wird, wurde das Ratingverfahren umfangreicher und daher sind zusätzlich technisch betriebswirtschaftliche sowie zukunftsorientierte Informationen erforderlich, die dabei eine wesentlich größere Rolle spielen.²⁹ Der Beurteilung der Kreditwürdigkeit eines Unternehmens kann entweder extern durch eine Rating Agentur (z. B. die Agentur Moody`s) oder intern vom Kreditgeber durchgeführt werden.³⁰

Die Veränderungen auf den Finanzmärkten lassen sich auch an den internationalen einheitlichen Rahmenbedingungen auf dem Finanzsektor erkennen. Dies wird beispielsweise deutlich durch die Einführung einer gemeinsamen europäischen Währung, gleiche Rechnungsvorschriften sowie die Baseler Eigenkapitalrichtlinien für Kreditinstitute.³¹ Die Baseler Eigenkapitalrichtlinien II (sog. Basel II) enthalten neue Regelungen über die Eigenkapitalhöhe der Banken sowie die Risikoabschätzung von Krediten. Diese Richtlinien, die nicht für Kredite unter 250.000 Euro gelten, bauen auf 3 Säulen auf:

- Säule I: Eigenkapitalausstattung: Hinter dieser Regelung verbirgt sich, dass die Höhe der Eigenkapitalunterlegung der Banken abhängig von der Bonität des Kreditnehmers ist.³²
- Säule II: Kontrolle der Banken durch die Bankenaufsicht (z. B. Überprüfung der Risikostreuung und der in Säule I fixierten Mindesteigenkapitalhinterlegung)³³
- Säule III: Erweiterung der Offenlegung (z. B. Jahresabschluss, Quartals- und Lageberichte)³⁴

Die Höhe der Eigenkapitalausstattung richtet sich somit nach der Ausfallwahrscheinlichkeit des vergebenen Kredites, die durch das oben erwähnte Ratingverfahren über drei verschiedene Ansätze (Standard-, IRB-, erweiterter IRB-Ansatz) ermittelt wird. Diese Ausfallwahrscheinlichkeit kann beispielsweise in 5 Klassen

²⁹ Vgl. Koop, Michael J./Maurer, Klaus (Finanzierungskonzepte), S. 47; Gleißner, Werner/Füser, Karsten (Rating), S. 11.

³⁰ Vgl. Meyer, Jörn-Axel/Lorenzen, Kevin (Unternehmensbewertung), S. 4.

³¹ Vgl. Irsch, Norbert (Mittelstandsförderung), S. 316.

³² Vgl. Meyer, Jörn-Axel/Lorenzen, Kevin (Unternehmensbewertung), S. 4.

³³ Vgl. Kabuth, Andrea (Ratingberatung), S. 5.

³⁴ Vgl. Rolfes, Bernd/Emse, Cordula (Kreditpreise), S. 43.

(z. B. bestes Rating AAA bis AA- = 1,6 % vom Kreditbetrag als Eigenkapitalhinterlegung) unterteilt werden.³⁵ Durch ein schlechteres Rating eines Kreditnehmers entstehen für Kreditinstitute höhere Kapitalbindungskosten, die auf die Kreditkosten umgelegt werden.³⁶

Für den Mittelstand enthält Basel II zwei wichtige Ausnahmeregelungen. Die eine Regelung beinhaltet, dass die Kreditinstitute bei mittelständischen Unternehmen mit einem Jahresumsatz zwischen 5 und 50 Mio. Euro bei ansonsten gleichen Voraussetzungen weniger Eigenkapital hinterlegen müssen als bei Unternehmen, die nicht zum Mittelstand gehören. Die zweite Regelung besagt, dass Kredite bis zur einer Mio. Euro als Klein- oder Privatkredite (sog. Retailkredite) behandelt werden und somit reduziert sich dadurch auch die Höhe der Eigenkapitalhinterlegung der Banken.³⁷

Wie sich Basel II und das Rating auf den Mittelstand auswirkt, wird im nächsten Kapitel erörtert.

2.2.3.2 Auswirkungen von Basel II und Rating auf den Mittelstand

Von den Richtlinien nach Basel II ist insbesondere der Mittelstand stark betroffen. Aufgrund des Finanzierungsverhaltens und der Struktur des Mittelstands, wie in Kapitel 2.2.2 erläutert, ist bei vielen mittelständischen Unternehmen die Eigenkapitalausstattung gering und das benötigte Kapital wird im hohen Maße über Bankkredite beschafft. Somit erhalten diese Unternehmen eine schlechte Ratingeinstufung und folglich erhöhen sich auch trotz der oben genannten Ausnahmeregelung für den Mittelstand tendenziell die Kreditkonditionen.³⁸ Zusätzlich steigen die Anforderungen an das Controlling sowie an die Transparenz gegenüber den Kreditinstituten für den Mittelstand.³⁹ Die Banken benötigen, wie schon im Kapitel 2.2.3.1 angedeutet, für das Rating, um die zukünftige Geschäftsentwicklung zu bewerten, von den Unternehmen eine zeitnahe Erfassung sowie eine

³⁵ Vgl. Füser, Karsten/Heidusch, Mirjam (Positionierung), S. 37; Meyer, Jörn-Axel/Lorenzen, Kevin (Unternehmensbewertung), S. 4.

³⁶ Vgl. Heim, Gerhard (Rating-Handbuch), S. 32.

³⁷ Vgl. Behr, Patrick/Fischer, Jörg (Controlling), S. 47.

³⁸ Vgl. Hausch, Kerstin T. (Corporate), S. 181-182; Fischl, Bernd (Alternative), S. 10.

³⁹ Vgl. Koop, Michael J./Maurer, Klaus (Finanzierungskonzepte), S. 47.

plausible Dokumentation von aktuellen, aussagekräftigen, quantitativen Informationen.⁴⁰

Bisher sind nur die negativen Auswirkungen von Basel II und dem Rating auf die mittelständischen Unternehmen aufgezeigt wurden. Die Richtlinien nach Basel II enthalten aber auch Chancen für den Mittelstand. Finanz- und renditestarke Unternehmen, die somit in den Ratingkategorien weiter oben eingeordnet werden, erhalten bessere Kreditkonditionen als zuvor. Diesen Vorteil können sie gegenüber der Konkurrenz nutzen, um ihre Wettbewerbsposition zu verbessern. Eine weitere Chance bietet das Ratingverfahren, welches den Unternehmen die Kennzahlen von denen die Bonität abhängig ist, aufzeigt. Ferner können auch aus dem Ratingergebnis Schwachstellen sowie Verbesserungspotentiale erkannt werden. Das Ratingverfahren wirkt somit als ein systematisches Kontroll- und Steuerungsinstrument. Gerade im Mittelstand fehlen solche Instrumente, daher nehmen diese Unternehmen das Rating als Anlass, dauerhaft Kontroll- und Überwachungssysteme einzuführen. Zusätzlich nutzen die Unternehmen ein gutes Ratingergebnis als Gütesiegel gegenüber Lieferanten und Investoren.⁴¹

Für den Mittelstand ist es wichtig, seine geringe Eigenkapitalquote zu stärken, um die vorwiegend schlechte Bonitätseinstufung nach Basel II und die Wettbewerbsfähigkeit kurzfristig zu verbessern. Daher müssen sich diese mittelständischen Unternehmen und insbesondere die, die durch Basel II erst gar keine Kredite erhalten, mit alternativen Finanzierungsformen auseinandersetzen.⁴²

Im Folgenden wird eine Alternative mit der Mezzanine Finanzierung für den Mittelstand erläutert.

⁴⁰ Vgl. Reich, Hans W. (Ratings), S. 13.

⁴¹ Vgl. Meyer, Jörn-Axel/Lorenzen, Kevin (Unternehmensbewertung), S. 8.

⁴² Vgl. Brezski, Eberhard u. a. (Mezzanine-Kapital 2006), S. 18; Koop, Michael J./Maurer, Klaus (Finanzierungskonzepte), S. 47.

2.3 Mezzanine Kapital als Finanzierungsform

2.3.1 Definition und Abgrenzung

Der Begriff Mezzanine stammt ursprünglich aus der Architektur, in der das italienische Wort „mazzanino“ übersetzt ein „Zwischengeschoss inmitten zweier Haupttagen eines Gebäudes“ bedeutet.⁴³ Eine deutlich abgrenzende Begriffsbestimmung für Mezzanine Kapital gibt es in der wirtschaftlichen und rechtswissenschaftlichen Literatur nicht.⁴⁴ Aus Sicht der Unternehmensfinanzierung bildet die Mezzanine Finanzierung analog zur Architektur bilanziell eine Zwischenform von Eigen- und Fremdkapital und wird in der Literatur und Praxis als Sammelbegriff für die hybriden (gemischten) Finanzierungsformen angewandt.⁴⁵ Aufgrund der Zwischenstellung bestehen in der Praxis für die Mezzanine Finanzierung eine Vielzahl von Ausgestaltungsformen, die Eigen- und Fremdkapitalelemente aufweisen können.⁴⁶ Doch lassen sich die Mezzanine Finanzierungsinstrumente generell über die folgenden typischen Eigenschaften beschreiben:⁴⁷

- Nachrangigkeit im Hinblick auf andere Gläubiger zum Zeitpunkt der Liquidation und Vorrangigkeit bezüglich des echten Eigenkapitals,
- zeitlich begrenzt, zu meist längerfristige Kapitalüberlassung (oft fünf bis zehn Jahre),
- die Zinsen sind als handels- und steuerrechtlicher Betriebsaufwand steuerlich abzugsfähig (außer bei der atypisch stillen Gesellschaft),
- keine Veränderung der Gesellschaftsstruktur,
- Teilhabe am Erfolg des Unternehmens,⁴⁸
- unzureichende oder keine Besicherung und⁴⁹
- flexible und vielseitige Ausgestaltungsmöglichkeiten der Vertragskonditionen sowie der Vergütungskomponenten (gewinnabhängig, fix, in Form von Kickerelementen)⁵⁰

⁴³ Vgl. Böge, Holger/Tschentscher, Anja (Definition), S. 21.

⁴⁴ Vgl. Weber, Thomas (Mezzanine), S. 29.

⁴⁵ Vgl. Böge, Holger/Tschentscher, Anja (Definition), S. 21.

⁴⁶ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 21.

⁴⁷ Vgl. Natusch, Ingo (Grundlagen), S. 23.

⁴⁸ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 22; Natusch, Ingo (Grundlagen), S. 23.

⁴⁹ Vgl. Weber, Thomas (Mezzanine), S. 31.

⁵⁰ Vgl. Natusch, Ingo (Grundlagen), S. 23; Weber, Thomas (Mezzanine), S. 34.

Bei den Kickeren handelt es sich entweder um Beteiligungsrechte am Eigenkapital in zuvor festgelegter Form (sog. Equity Kickers) oder um Sonderzahlungen, die an die Wertsteigerung des Unternehmens gebunden sind, bei Rückzahlung des Kapitals (sog. Non Equity Kickers).⁵¹

Das Mezzanine Kapital wird in standardisierter (häufig Genussrechte) oder individueller Form entweder von institutionellen Finanzinvestoren (meist Kreditinstitute) oder Privatanbietern (Beteiligungsgesellschaften) angeboten. Banken bieten das individuelle Mezzanine Kapital über eigene Beteiligungsgesellschaften oder das standardisierte Mezzanine Kapital über Finanzierungsprogramme an. Diese Programme bestehen aus gebündelten Mezzanine Forderungen, welche die Banken am Kapitalmarkt verbrieft weitergeben.⁵²

2.3.2 Einordnung von Mezzanine Finanzierung in die Systematisierung der Finanzierungsformen

In Anlehnung zu Kapitel 2.1.2 bildet Mezzanine Kapital eine Mischform von Eigen- und Fremdkapital und wird der Außenfinanzierung zugeordnet.

In der Literatur werden die verschiedenen Mezzanine Finanzierungsinstrumente nach den Eigen- und Fremdkapitalelementen in zwei Gruppen unterschieden. Bei einer eigenkapitalnahen Form spricht man vom Equity Mezzanine, sogleich man den Begriff Debt Mezzanine bei einer fremdkapitalnahen Art anwendet.⁵³ Die Equity-Mezzanine-Formen werden wirtschaftlich und bilanziell als Eigenkapital angesehen, wenn sie die nach dem Hauptfachausschuss des Instituts der Wirtschaftsprüfer e.V. (IDW) aufgestellten Kriterien: eine erfolgsabhängige Vergütungskomponente, eine Nachrangigkeit im Falle einer Insolvenz bzw. Liquidation gegenüber allen Gläubigern, Verlustteilnahme bis zur vollen Höhe der Einlage sowie eine langfristige Kapitalüberlassung (mindestens fünf Jahre), enthalten.⁵⁴ Wobei man das bilanzielle vom wirtschaftlichen Eigenkapital abgrenzen muss. Das ökonomische hat aufgrund einer nicht eindeutigen Definition einen Auslegungsspielraum und erfüllt somit auch nicht vollständig alle oben genannten

⁵¹ Vgl. Zantow, Roger (Finanzwirtschaft 2007), S. 45.

⁵² Vgl. Gündel & Katzorke Rechtsanwaltskanzlei mbH (Perspektiven), S. 1; Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 150, 163.

⁵³ Vgl. Weber, Thomas (Mezzanine), S. 30.

⁵⁴ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 28.

Anforderungen. In der Bilanz darf es daher auch nicht als Eigenkapital ausgewiesen werden aber von den Banken wird es im Ratingprozess als Risiko- und Haftungskapital gewertet.

Debt-Mezzanine-Formen werden aufgrund ihrer vorhandenen Merkmale (fixes Zinsentgelt, fester Rückzahlungsbetrag, Laufzeitbegrenzung) bilanziell als Fremdkapital angesehen.⁵⁵ Im Ratingprozess wird das Kapital prinzipiell (zumindest anteilig) in erster Linie aufgrund der Nachrangigkeit als wirtschaftliches Eigenkapital angesehen.⁵⁶

Unter die Gruppe Equity Mezzanine fallen insbesondere die Formen Optionsanleihe, Wandelanleihe, Genussschein sowie atypisch stille Beteiligung und unter die Gruppe Debt Mezzanine fallen die Formen Verkäuferdarlehen, Nachrangdarlehen, Partiarisches Darlehen sowie typisch stille Beteiligung.⁵⁷

Der für den Mittelstand in Frage kommenden Formen ist im Kapitel 3.1 nachzugehen.

2.3.3 Aktuelle Relevanz und Verbreitung von Mezzanine Kapital für den Mittelstand

Die aktuelle Relevanz vom verbrieften Mezzanine Kapital (Standard Mezzanine) für den Mittelstand liegt nach einem Bericht von Welt Online und nach dem Jahresrückblick 2008 von dem Institut EQUITY ADVICE Unternehmensentwicklung GmbH seit 2008 am Boden. Der von 2005 bis Mitte 2007 wachsende Markt für standardisiertes Mezzanine Kapital brach 2008 aufgrund der Finanzkrise völlig zusammen.⁵⁸ Im letzten Jahr konnte kein Mezzaninepaket platziert werden, so dass die mittelständischen Unternehmen von den Banken kein Mezzanine Kapital erhielten.⁵⁹ Gründe für das Desinteresse der Investoren an den Paketen sind die grundsätzliche Angst der Finanzmänner vor Verbriefungen, hohe Insolvenzentwicklungen von den zu finanzierenden Unternehmen sowie das wahr-

⁵⁵ Vgl. Böge, Holger/Tschentscher, Anja (Definition), S. 21-22.

⁵⁶ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 30.

⁵⁷ Vgl. Reichling, Peter/Beinert, Claudia/Henne, Antje (Praxishandbuch 2005), S. 240.

⁵⁸ Vgl. Szarek, Danuta (Rohrkrepiere), S. 1; Bruch, Guido (Jahresrückblick 2008), S. 1.

⁵⁹ Vgl. Szarek, Danuta (Rohrkrepiere), S. 1.

scheinlich nachlassende Interesse von bonitätsguten Unternehmen an dem sehr unflexiblen Standard Mezzanine.⁶⁰

Nach der Studie der Rating-Agentur Euler Hermes wird sich die Insolvenzentwicklung der Unternehmen, die das standardisierte Mezzanine Kapital in Anspruch genommen haben, aus derzeitiger Sicht noch verschlimmern. Die Untersuchung ergab nämlich, dass 40 % dieser Unternehmen nicht mehr kreditwürdig genug sind, um klassische Kredite problemlos aufzunehmen sowie dass 3 % schon insolvent sind. Diese benötigen sie aber, um die Standard Mezzanine Programme, die ersten werden 2011 fällig, zurückzuzahlen.⁶¹

Aufgrund dieses Zusammenbruchs steigt die Nachfrage nach individuellem Mezzanine Kapital für die Mittelstandsfinanzierung laut einem Bericht im prcenter.de stark an. Banken, kommerzielle und förderorientierte mittelständische Beteiligungsgesellschaften sowie Investoren gehen diesem Trend nach und bieten diese Mezzanine Form im verstärkten Maße an. Zusätzlich kommen jetzt auch Privatanleger als mögliche Kapitalgeber in Frage. Alternativ treten die mittelständischen Unternehmen selbst als Anbieter von ihrem eigenen Anlagenprodukt auf (sog. Mezzanine Eigenemission) und schaffen sich somit selbst den Zugang zum Kapitalmarkt.⁶² Zu den Kapitalgebern zählen in diesem Fall Privatanleger, Vermögensverwaltungen sowie Geber aus dem unternehmensnahen Umfeld (z. B. Mitarbeiter).⁶³

Laut dem Ausblick auf das Jahr 2009 des Instituts EQUITY ADVICE Unternehmensentwicklung GmbH wird sich das Standard Mezzanine wahrscheinlich nicht wieder beleben lassen. Die Nachfrage nach dem individuellen Mezzanine Kapital wird sich weiter erhöhen.⁶⁴

⁶⁰ Vgl. Bruch, Guido (Jahresrückblick 2008), S. 1.

⁶¹ Vgl. Bruch, Guido (Jahresrückblick 2008), S. 3.

⁶² Vgl. Gündel & Katzorke Rechtsanwalts-gesellschaft mbH (Perspektiven), S. 1.

⁶³ Vgl. Gündel, Matthias (Rahmenbedingungen), S. 1.

⁶⁴ Vgl. Bruch, Guido (Jahresrückblick 2008), S. 3.

3 Einsatzbereiche und Instrumente der Mezzanine Finanzierung für den Mittelstand

3.1 Mezzanine Finanzierungsinstrumente

In den nächsten beiden Kapiteln werden die für den Mittelstand in Frage kommenden Mezzanine Instrumente, die in zwei Kategorien (Equity, Debt) untergliedert sind, nach wirtschaftlichen, handels- und steuerrechtlichen Gesichtspunkten diskutiert.

3.1.1 Equity Mezzanine

3.1.1.1 Genussschein

Beim Genussschein handelt es sich um eine Urkunde, mit der verschiedene Genussrechte verbunden sind. Diese Scheine kann der Mittelstand aufgrund der Tatsache, dass die Genussscheine an Dritte übertragen werden können, in der bereits erwähnten Form der Standard Mezzanine über die Banken auf dem organisierten Kapitalmarkt platzieren.⁶⁵

Gesetzlich sind die Genussscheine nicht bestimmt, daher ist eine hohe Flexibilität beim Gestaltungsspielraum der Scheine gegeben. Diese Finanzierungsform taucht zwar in zivil- und steuerrechtlichen Regelungen auf, aber der Gesetzgeber überlässt der Praxis die individuelle Ausgestaltung des Genussrechts.⁶⁶ In der Wissenschaft und Praxis hat sich aufgrund des Handlungsspielraums eine Definition, nach der Genussscheine schuldrechtliche Gläubigeransprüche beinhalten, heraus entwickelt.⁶⁷ Diese Begriffsbestimmung stellte auch der Bundesgerichtshof im Jahr 1959 in einer Entscheidung fest. Nach dieser Auffassung handelt es sich generell bei den oben genannten Genussrechten um Vermögensrechte. Diese Rechte können die Beteiligung am Gewinn und am Liquiditätserlös, welche jeweils gegenüber den Gesellschafteransprüchen vorrangig, gleichrangig sowie nachrangig sein können, sowie die Ausgestaltung von verschiedenst möglichen

⁶⁵ Vgl. Müller, Stefan u. a. (Finanzierung 2006), S. 244-245.

⁶⁶ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 79-81.

⁶⁷ Vgl. Dürr, Ulrike L. (HGB), S. 91.

Bedingungen sein.⁶⁸ Je nach den festgelegten Regelungen können Genussscheine nach ihren Eigenschaften eher aktienähnlich oder eher ähnlich einem festverzinslichen Wertpapier sein. In den vergangenen Jahren wurden Genussscheine von Aktiengesellschaften zur Kapitalbeschaffung genutzt. Seit Basel II ist dies auch eine bedeutungsvolle alternative Finanzierungsform für den Mittelstand.⁶⁹

Die Genussrechte können, wie oben erläutert, in jeglicher Form unterschiedlich ausgestattet werden. Doch haben sich typische Ausstattungsmerkmale herausgebildet. Die Vergütung für das bereitgestellte Kapital erfolgt marktüblich über eine Kombination aus einer jährlich, konstanten gewinnabhängigen und einer erfolgsabhängigen variablen Verzinsung. Zusätzlich zu den Vergütungsformen können Equity Kicker in Form von Bezugs-, Options- oder Umtauschrechten auf Aktien oder Geschäftsanteile zu einem zuvor fixierten Betrag vereinbart werden.⁷⁰ Eine Verlustbeteiligung bis zur vollen Höhe der Einlage wird bei den meisten Genussscheinen vereinbart. Eine Teilnahme erfolgt oftmals in der Form, dass der Genussscheininhaber am Ende der Laufzeit sein gestelltes Kapital nicht in voller Höhe zurückbekommt. Möglich ist auch eine zusätzliche Vereinbarung, bei dem der aufgrund der Verluste geschmälernte Kapitalbetrag des Inhabers durch zukünftige Jahresüberschüsse wieder ersetzt werden kann. Hierbei gilt gewöhnlich, dass die folgenden Gewinne erst für den Ausgleich der Verluste des Genussscheininhabers genutzt werden müssen. Eine solch laufende Verlustteilnahme ist für die Bilanzierung als Equity Mezzanine zwingend.⁷¹

Ein weiteres typisches Merkmal ist die regelmäßige vereinbarte Nachrangabrede im Falle einer Liquidation. Hierbei wird der Genussscheininhaber erst nach der Befriedigung aller anderen Gläubiger bedient. Eine Beteiligung am verbleibenden Insolvenzerlös erfolgt oftmals nicht. Die Laufzeiten eines Genussscheines in Form einer Mezzanine Finanzierung liegen typischerweise zwischen fünf und zehn Jahren. Dabei erhält der Inhaber in der Regel kein Recht zur ordentlichen Kündigung. Ihm steht aber ein gesetzliches Kündigungsrecht aus wichtigem Grund zu.⁷²

⁶⁸ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 79; Müller, Stefan u. a. (Finanzierung 2006), S. 244; Alvensleben, Philipp von (Genussrechte 2007), S. 212.

⁶⁹ Vgl. Weber, Thomas (Mezzanine), S. 71.

⁷⁰ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 83-84.

⁷¹ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 84.

⁷² Vgl. Brezski, Eberhard u. a. (Mezzanine-Kapital 2006), S. 100; Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 85; Kraus, Martin/Schneider Annette (Genussrechte 2006), S. 175.

Der Emittent tilgt den Genussschein überwiegend in Höhe des Buchwertes am Ende der vereinbarten Laufzeit bzw. bei unbefristeten Genussrechten bei einer Kündigung oder Liquidation des Unternehmens.⁷³

Der Genussscheininhaber hat aufgrund der schuldrechtlichen Form des Genussrechts keinen Anspruch auf eine Mitgliedschaft am finanzierenden Unternehmen und somit auch keine Mitbestimmungsrechte. In der Praxis werden ihm aber mehr oder weniger umfangreiche Informations- und Kontrollrechte unter der Berücksichtigung der gesetzlichen Vorgaben eingeräumt.⁷⁴

Nach dem Steuerrecht werden die Genussscheine als Fremdkapital gewertet, wenn die Scheine nur eines der beiden Merkmale, die Gewinn- und Liquiditätsbeteiligung, aufweisen. Die Finanzbehörde geht bei Genussscheinen mit einer unbefristeten oder einer Laufzeit von über 30 Jahren und mit keinem Kündigungsrecht des Inhabers von einer Liquiditätsbeteiligung aus.⁷⁵

Nach dem HGB sind Genussscheine im Eigenkapital zu bilanzieren, wenn sie die Voraussetzungen des Hauptfachausschusses des Instituts der Wirtschaftsprüfer e.V. (IDW), die im Kapitel 2.3.2 erläutert sind, erfüllen.⁷⁶

Im nächsten Kapitel wird eine weitere Form der Equity Mezzanine Finanzierung mit der atypisch stillen Beteiligung erläutert.

⁷³ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 86.

⁷⁴ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 86; Brezski, Eberhard u. a. (Mezzanine-Kapital 2006), S. 99.

⁷⁵ Vgl. Müller, Stefan u. a. (Finanzierung 2006), S. 246; Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 92.

⁷⁶ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 87.

3.1.1.2 Atypisch stille Beteiligung

Die atypisch stille Beteiligung ist die eigenkapitalähnlichste Form der Mezzanine Finanzierung. Sie ist neben der typisch stillen Beteiligung, die in Kapitel 3.1.2.2 erläutert wird, eine weiter ausgestaltete Form der stillen Beteiligung.⁷⁷ In der Praxis gelten für die Beteiligungen üblicherweise langfristige, feste Laufzeiten.⁷⁸ Die stille Beteiligung, die neben dem Nachrangdarlehen vom Mittelstand die häufigste genutzte Mezzanine Finanzierungsform ist, ist begrifflich nach dem Gesetz nicht direkt definiert.⁷⁹ Der Gesetzgeber gibt im §§ 230-236 HGB nur einige Grundmerkmale vor. Neben der Bindung an die darin enthaltenen wenigen zwingenden Vorschriften sind die Parteien bei der Ausgestaltung des stillen Gesellschaftsvertrages weitestgehend frei.⁸⁰ Aufgrund dessen haben sich die beiden oben genannten Formen herausgebildet. Eine Abgrenzung, die aus steuerlicher Sicht von erheblicher praktischer Bedeutung ist, erfolgt über die Ausprägung von einigen Gestaltungselementen.⁸¹ Entweder sind die wesentlichen Elemente darlehensähnlich (typisch stille Beteiligung) oder gesellschaftsähnlich (atypisch stille Beteiligung) ausgeprägt.⁸² Bevor nun die Ausprägungen der hauptsächlichen Gestaltungsmerkmale der atypisch stillen Beteiligung erläutert werden, werden vorab die gemeinsamen Eigenschaften, die auch die zwingenden Vorgaben der stillen Beteiligung enthalten, aufgelistet:

- Eine gewollte gesellschaftliche Beteiligung des stillen Gesellschafters am Handelsgewerbe eines anderen muss vorliegen. Dafür wird ein Vertrag zur Gründung einer stillen Beteiligung zwischen den beiden Parteien zur Verfolgung eines gemeinsamen Zweckes geschlossen.
- Der Stille verpflichtet sich zu einer Vermögenseinlage in Form von Sach- oder Geldeinlagen in das Unternehmen, welches in das Vermögen des Unternehmers übergeht und somit wird kein gesondertes Gesellschaftsvermögen gebildet. Der stille Gesellschafter erhält somit keine dingliche Mitberechtigung an diesem Vermögen. Seine Ansprüche am Gesellschaftsvermögen sind deshalb nur

⁷⁷ Vgl. Wasmayr, Bernhard (Geschäftsmodellen), S. 91.

⁷⁸ Vgl. Brezski, Eberhard u. a. (Mezzanine-Kapital 2006), S. 141.

⁷⁹ Vgl. Weber, Thomas (Mezzanine), S. 52.

⁸⁰ Vgl. Rauch, Isabell/Schimpfky, Peter/Schneider, Annette (Stille Beteiligung), S. 121.

⁸¹ Vgl. Hellich, Peter/Grossmann, Klaus (Stille Gesellschaft), S. 74-75.

⁸² Vgl. Weber, Thomas (Mezzanine), S. 54.

schuldrechtlicher Natur und der Inhaber kann somit allein über das Vermögen verfügen.

- Bei der stillen Gesellschaft handelt es sich um eine reine Innengesellschaft. Nach außen wird daher nur der Inhaber verpflichtet und auch nur dieser kann für das zu finanzierende Unternehmen Rechtsgeschäfte abschließen.
- Die Gewinnbeteiligung des Stillen kann nicht ausgeschlossen werden.⁸³

Das erste wesentliche Merkmal der atypisch stillen Beteiligung beinhaltet, dass der atypisch Stille bei der Ermittlung der Gewinn- und Verlustbeteiligung als Inhaber angesehen und somit im gleichen Verhältnis am Gesellschaftsvermögen beteiligt wird. Als häufige Grundlage für die Berechnung wird die Handelsbilanz des Unternehmens genutzt. Ferner erhält der Stille noch aufgrund des schuldrechtlichen Weges ein Anrecht auf eine echte Beteiligung am Unternehmensvermögen und an stillen Reserven.⁸⁴ Diese Beteiligung erfolgt in der Regel über einen Equity Kicker. Somit kann der Stille einen wesentlichen Teil seiner erwarteten Rendite abdecken. Zusätzlich zum Kicker und der gesetzlichen Gewinnbeteiligung wird regelmäßig noch ein variables Zinsentgelt vereinbart.⁸⁵

Weitere Merkmale, die oft vereinbart werden, sind die vom gesetzlichen Leitbild abweichenden bzw. weitergehenden Informations-, Kontroll- und Zustimmungsrechte.⁸⁶ Die beiden ersten Rechte erstrecken sich über die jederzeitige Einsichtnahme in Geschäftsbücher und Papiere sowie über das Recht auf regelmäßige Bereitstellung von Controllingberichten und betriebswirtschaftlichen Analysen.

Nach dem Steuerrecht wird der Stille aufgrund der genannten Merkmale, insbesondere die weitergehenden Informations-, Kontroll- und Zustimmungsrechte, auch mit dem Kommanditisten gleichgesetzt und somit als Mitunternehmer behandelt.⁸⁷ Dieses setzt jedoch voraus, dass er Mitunternehmerinitiative und Mitunternehmerrisiko trägt.⁸⁸

⁸³ Vgl. Hellich, Peter/Grossmann, Klaus (Stille Gesellschaft), S. 75-76; Brezski, Eberhard u. a. (Mezzanine-Kapital 2006), S. 137-138.

⁸⁴ Vgl. Weber, Thomas (Mezzanine), S. 63.

⁸⁵ Vgl. Hellich, Peter/Grossmann, Klaus (Stille Gesellschaft), S. 78-79.

⁸⁶ Vgl. Weber, Thomas (Mezzanine), S. 62; Rauch, Isabell/Schimpfky, Peter/Schneider, Annette (Stille Beteiligung), S. 129.

⁸⁷ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 106-107.

⁸⁸ Vgl. Weber, Thomas (Mezzanine), S. 65.

Bei der Mitunternehmerinitiative handelt es sich um solche Rechte, die denen nach den gesetzlichen Vorschriften eines Kommanditisten gleichzusetzen sind.⁸⁹ Hierzu zählen das Prüfungsrecht des Jahresabschlusses sowie ein Einspruchsrecht für Handlungen, die den gewöhnlichen Geschäftsbetrieb übersteigen.⁹⁰

Bei dem Mitunternehmerrisiko handelt es sich um die vom Steuerrecht geforderte Beteiligung des Stillen am Gewinn, am Verlust häufig beschränkt bis zur Kapitaleinlagenhöhe sowie an stillen Reserven inklusive am Firmenwert.⁹¹ Ein schwach ausgestaltetes Mitunternehmerrisiko z. B. fehlende Verlustbeteiligung kann aber nach laufender Rechtsprechung durch eine ausgeprägte Mitunternehmerinitiative kompensiert werden.⁹²

Sind die beiden Voraussetzungen erfüllt, wird der atypisch stille Gesellschafter als steuerlicher Mitunternehmer behandelt und deshalb nach dem Ertragssteuergesetz wie eine Personengesellschaft besteuert. Daher unterliegen die Gewinnanteile des Stillen dem Einkommenssteuergesetz. Dieser Anteil kann somit nicht als Betriebsausgabe beim Unternehmen berücksichtigt werden.⁹³

Hinsichtlich der Bilanzierung bei der atypisch stillen Gesellschaft beinhaltet das HGB keine besonderen Regelungen, mit der Folge, dass auch hier wie bei den Genussscheinen, die von dem Haftungsausschuss des Instituts der Wirtschaftsprüfer e.V. erforderlichen Kriterien zum Ausweis im Eigenkapital übertragen werden können.⁹⁴

⁸⁹ Vgl. Rauch, Isabell/Schimpfky, Peter/Schneider, Annette (Stille Beteiligung), S. 140.

⁹⁰ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 108.

⁹¹ Vgl. Rauch, Isabell/Schimpfky, Peter/Schneider, Annette (Stille Beteiligung), S. 140; Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 108.

⁹² Vgl. Häger, Michael/Müller, Harald (Steuerrecht), S. 150-151.

⁹³ Vgl. Hannes, Frank/Kuhn, Thorsten/Brückmann, Miriam (Familienunternehmen), S. 156; Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 112.

⁹⁴ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 104.

3.1.2 Debt Mezzanine

3.1.2.1 Nachrangdarlehen

Bei einem Nachrangdarlehen, welches der klassischen Fremdfinanzierung am ähnlichsten ist, handelt es sich im Wesentlichen um ein Darlehen, mit dem Unterschied, dass es mit einer Rangrücktrittsvereinbarung ausgestattet ist.⁹⁵ Das nachrangige Darlehen, welches häufig nicht oder nur zweitrangig besichert ist, wird vom Mittelstand aufgenommen, wenn er aufgrund der finanziellen Verhältnisse keine weiteren banküblichen, besicherten vorrangigen Darlehen (sog. Senior Darlehen) mehr aufnehmen kann.⁹⁶ Gesetzlich beruht das Nachrangdarlehen, welches für den Mittelstand die wichtigste Mezzanine Finanzierungsform darstellt, auf einem Darlehensvertrag (§§ 488 ff. BGB). Dadurch wird aber nur geregelt, dass der Kapitalgeber dem Nehmer eine bestimmte Geldsumme zur Verfügung stellt und dafür eine Vergütung und einen Anspruch auf Rückzahlung erhält. Aufgrund dieser unzureichenden gesetzlichen Regelungen kann der Darlehensvertrag unterschiedlich ausgestaltet werden. Typische Regelungsmerkmale sind hier die Rangrücktrittsvereinbarung, die Verzinsung und Tilgung, Laufzeit, Informations- und Kontrollrechte sowie Kündbarkeit des Darlehens.⁹⁷

Die Rangrücktrittsvereinbarung kann unterschiedlich zwischen den Kapitalnehmern und Gebern sowie ggf. den Senior Darlehensgebern ausgestaltet werden.⁹⁸

Im Falle der Existenz von Senior Darlehen beschränkt sich die Rangrücktrittserklärung darauf, dass der Nachrangdarlehensgeber seine Rückzahlungsforderungen erst nach den Senior Darlehensgebern in Anspruch nehmen kann.⁹⁹ Hierbei ist zu berücksichtigen, dass diese Vereinbarung nicht ausreicht, um eine Passivierungspflicht des Nachrangdarlehenskapitals in der Überschuldungsbilanz zu vermeiden. Eine weitere Vereinbarungsmöglichkeit des Rangrücktritts stellt der sog. einfache Rangrücktritt dar. Dabei legen die beiden Parteien fest, dass der Kapitalgeber im Falle der Liquidation seine Rückzahlungsansprüche erst nach allen

⁹⁵ Vgl. Weber, Thomas (Mezzanine), S. 39.

⁹⁶ Vgl. Brezski, Eberhard u. a. (Mezzanine-Kapital 2006), S. 27.

⁹⁷ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 116-120; Müller, Stefan u. a. (Finanzierung 2006), S. 241; Weber, Thomas (Mezzanine), S. 39.

⁹⁸ Vgl. Brezski, Eberhard u. a. (Mezzanine-Kapital 2006), S. 78.

⁹⁹ Vgl. Steinhauer, Bettina (Gesellschaftsrecht), S. 181.

anderen Gläubigern geltend machen kann.¹⁰⁰ Dieser einfache Rangrücktritt kann dahingehend erweitert werden, dass die Regelung des Rückzahlungsanspruches schon bei einer drohenden Überschuldung zum Tragen kommt. Somit trägt das zur Verfügung gestellte Kapital zur Beseitigung der Überschuldung bei. Diese erweiterte Vereinbarung wird auch qualifizierter Rangrücktritt genannt und wird in der Regel erst bei der Notwendigkeit zur Vermeidung der Überschuldung vereinbart.¹⁰¹

Das Nachrangdarlehenskapital wird in der Regel zeitlich befristet, üblich sind dabei drei bis fünf Jahre, gewährt. Im Gegensatz zu herkömmlichen Bankkrediten wird das Nachrangdarlehenskapital aber länger zur Verfügung gestellt. Zurückgezahlt wird das Nachrangdarlehen zumeist am Ende der Laufzeit.¹⁰² Die Kündbarkeit des Darlehens kann unterschiedlich vereinbart werden. Häufig wird aber vereinbart, um das Nachrangdarlehen dem wirtschaftlichen Eigenkapital anzunähern, dass der Kapitalgeber nur aufgrund schwerwiegender Vertragsverletzungen sowie im Falle der Insolvenz kündigen kann.¹⁰³ Die Vergütung besteht größtenteils aus einer festen und einer gewinnabhängigen Komponente, die jährlich und endfällig erfolgt. Häufig wird, um die Liquidität zu schonen, vereinbart, dass die fixe Zinsvergütung in den ersten Jahren ausbleibt sowie endfällig, auflaufend erfolgt. Ferner beinhaltet das nachrangige Darlehen häufig noch einen Equity Kicker.¹⁰⁴ Zusätzlich zu den typischen Regelungsmerkmalen ist noch für das Nachrangdarlehen charakteristisch, dass keine unmittelbare Verlustübernahme stattfindet und dass den Kapitalgebern noch eingeschränkte Informations-, Kontroll- und Mitwirkungsrechte eingeräumt werden.¹⁰⁵ Die Merkmale einer nicht reinen gewinnunabhängigen Vergütung sowie die Nichtteilnahme am laufenden Verlust grenzen das Nachrangdarlehen vom nicht aktienähnlichen Genussschein ab.¹⁰⁶

¹⁰⁰ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 36-37.

¹⁰¹ Vgl. Steinhauer, Bettina (Gesellschaftsrecht), S. 181.

¹⁰² Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 119.

¹⁰³ Vgl. Steinhauer, Bettina (Gesellschaftsrecht), S. 183; Brezski, Eberhard u. a. (Mezzanine-Kapital 2006), S. 77; Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 119-120.

¹⁰⁴ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 118; Brezski, Eberhard u. a. (Mezzanine-Kapital 2006), 78.

¹⁰⁵ Vgl. Brezski, Eberhard u. a. (Mezzanine-Kapital 2006), S. 78; Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 119-120.

¹⁰⁶ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 117.

Nach dem Steuergesetz wird das Darlehen als Fremdkapital behandelt.¹⁰⁷

Trotz der Rangrücktrittsvereinbarung wird das Nachrangdarlehen nach dem HGB als Fremdkapital bilanziert, da allein diese Vereinbarung nicht ausreicht, um es im Eigenkapital auszuweisen.¹⁰⁸

3.1.2.2 Typisch stille Beteiligung

Die typisch stille Beteiligung ist neben der atypisch stillen Gesellschaft eine weitere ausgestaltete Form der stillen Beteiligung. Die gemeinsamen Merkmale, inklusive der gesetzlichen Vorschriften der beiden Formen, sind im Kapitel 3.1.1.2 erläutert. Daher folgt nun die Darstellung der wesentlichen Gestaltungselemente der typisch stillen Gesellschaft, die darlehensähnlich sind.

Der typisch stille Gesellschafter hat, wie bereits erwähnt, einen gesetzlichen Beteiligungsanspruch am Gewinn. Dieser errechnet sich im Gegensatz zum atypisch Stillen nur aus dem ordentlichen Betriebsergebnis.¹⁰⁹ Zusätzlich erhält er noch ein festes laufzeitbezogenes Zinsentgelt. Eine Verlustbeteiligung kann ganz oder teilweise ausgeschlossen werden. Wird diese, was in der Praxis nicht häufig vorkommt, nicht ausgeschlossen, beschränkt sie sich nach dem Gesetz aber nur auf die Höhe der Einlage des Gesellschafters. Aufgrund dessen, dass der typisch Stille nur am Gewinn- und/oder Verlust und nicht am Vermögen sowie an den stillen Reserven beteiligt ist, hat er bei der Auflösung der typisch stillen Gesellschaft nur einen Anspruch auf seine gegebenenfalls durch Verluste geminderte Vermögenseinlage.¹¹⁰ Im Insolvenzfall ist der typisch Stille gegenüber anderen, aber nicht vorrangigen Gläubigern, mit seiner Einlage gleichberechtigt. Ferner hat er bei einer Liquidation das Recht auf seine Einlage in nomineller Höhe.¹¹¹

Ein weiteres Merkmal stellen die Informations- und Kontrollrechte dar. Hierbei hat der typisch Stille ein gesetzliches Anrecht auf eine abschriftliche Mitteilung des Jahresabschlusses sowie die Einsichtnahme in die Bücher und Papiere des Inhabers, um somit die Richtigkeit des Abschlusses zu kontrollieren.¹¹²

¹⁰⁷ Vgl. Weber, Thomas (Mezzanine), S. 41.

¹⁰⁸ Vgl. Böge, Holger/Tschentscher, Anja (IFRS-Beurteilung), S. 82.

¹⁰⁹ Vgl. Weber, Thomas (Mezzanine), S. 54.

¹¹⁰ Vgl. Hellich, Peter/Grossmann, Klaus (Stille Gesellschaft), S. 77-78.

¹¹¹ Vgl. Weber, Thomas (Mezzanine), S. 56.

¹¹² Vgl. Hellich, Peter/Grossmann, Klaus (Stille Gesellschaft), S. 79.

Ferner ist der typisch stille Gesellschafter von der Geschäftsführung ausgeschlossen.¹¹³

Diverse genannte Elemente findet man auch bei einem Nachrangdarlehen. Doch unterscheiden sich beide dahingehend, dass es sich bei einer stillen Gesellschaft um eine reine Innengesellschaft handelt, die eine Verfolgung eines gemeinsamen Zweckes der Parteien zwingend voraussetzt. Hingegen handelt es sich bei einem Nachrangdarlehen lediglich um einen Austauschvertrag, bei dem jeder Gesellschafter seine eigenen Interessen wahrnimmt.¹¹⁴

Nach dem Steuerrecht ist die Einlage der typisch stillen Beteiligung als Fremdkapital anzusehen, da hier keine Mitunternehmerschaft vorliegt. Dies bildet auch, wie schon im Kapitel 3.1.1.2 erwähnt, den wesentlichen Unterschied zur atypisch stillen Gesellschaft.¹¹⁵

Das HGB enthält keine besonderen Regelungen für die Bilanzierung von typisch stillen Gesellschaften. Somit können auch hier, wie bei den Genussscheinen, die von dem Haftungsausschuss des Instituts der Wirtschaftsprüfer e. V. erforderlichen Kriterien zum Ausweis des Kapitals im Eigenkapital übertragen werden. Da kein Merkmal erfüllt ist, wird das typisch stille Kapital als Fremdkapital bilanziert.¹¹⁶

¹¹³ Vgl. Dürr, Ulrike L. (HGB), S. 82.

¹¹⁴ Vgl. Steinhauer, Bettina (Gesellschaftsrecht), S. 179.

¹¹⁵ Vgl. Rauch, Isabell/Schimpfky, Peter/Schneider, Annette (Stille Beteiligung), S. 134; Müller, Stefan u. a. (Finanzierung 2006), S. 236.

¹¹⁶ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 104.

3.2 Einsatzbereiche für den Mittelstand

Mezzanine Finanzierung wird generell bei mittelständischen Unternehmen, die einen bestimmten Reifegrad erreicht haben, eingesetzt.¹¹⁷ Im Folgenden werden die relevanten Bereiche des Mittelstands für den Einsatz von Mezzanine Finanzierung erläutert.

3.2.1 Wachstumsfinanzierung

Bei einer internen und externen Wachstumsfinanzierung eignet sich der Einsatz von Mezzanine Kapital vorzüglich. Die in Frage kommenden Einsatzbereiche beim internen Wachstum sind die Erhöhung der Produktionskapazität, Erweiterung des Absatzgebiets sowie die Finanzierung von besonderen Projekten (z. B. Forschung und Entwicklung).¹¹⁸ Doch lassen sich diese Investitionen vom Mittelstand sehr oft nicht durchführen, da das nötige Eigenkapital fehlt. Aufgrund der geringen Eigenkapitalquote sowie fehlende Besicherung bekommen viele mittelständischen Unternehmen auch Probleme, Fremdkapital von Banken zu erhalten.¹¹⁹ Als Lösung der Probleme wird oftmals von diesen Unternehmen Mezzanine Kapital eingesetzt. Damit können sie die Lücke zwischen Eigen- und Fremdkapital schließen.¹²⁰

Zur Finanzierung eines externen Wachstums in Form der Unternehmensübernahme reicht die Kapitaldecke eines mittelständischen Unternehmens aufgrund der oben genannten Probleme oftmals nicht aus, um dieses zu realisieren. Ferner ist auch eine Fremdkapitalaufnahme nur begrenzt möglich, da diesen Fremdkapitalgebern häufig das Risiko zu hoch erscheint. Daher benötigt der Mittelstand bei einer Unternehmensübernahme Investoren, die dieses Wagnis eingehen. Diese Geldgeber stellen Mezzanine Kapital zur Verfügung und somit kann die Finanzierungslücke zwischen Eigen- und Fremdkapital geschlossen werden.¹²¹ Ferner stehen nach der Übernahme weitere strukturelle Änderungsinvestitionen an. Bei denen sich der Einsatz des Mezzanine Kapitals auch positiv auswirkt.¹²²

¹¹⁷ Vgl. Natusch, Ingo (Grundlagen), S. 59.

¹¹⁸ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 66.

¹¹⁹ Vgl. Brezski, Eberhard u. a. (Mezzanine-Kapital 2006), S. 22.

¹²⁰ Vgl. Natusch, Ingo (Grundlagen), S. 60.

¹²¹ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 67.

¹²² Vgl. Brezski, Eberhard u. a. (Mezzanine-Kapital 2006), S. 23.

3.2.2 Management Buy-Out/Management Buy-In

Für den Mittelstand eignet sich bei der fremdfinanzierten Unternehmensübernahme (sog. Leveraged Buy-Outs) auch der unterstützende Einsatz von Mezzanine Kapital ausgezeichnet.¹²³ Diese Form wurde auch in den vergangenen Jahren von mittelständischen Unternehmen häufig eingesetzt und bildet auch den herkömmlichen Kernbereich von Mezzanine Finanzierung.¹²⁴ Die Leveraged Buy-Out-Übernahme kann in zwei Formen durchgeführt werden. Entweder übernimmt das bisherige Management das Unternehmen (sog. Management Buy-Out) oder externe Manager kaufen sich ein (sog. Management Buy-In).¹²⁵

Die fremdfinanzierende Übernahme benötigt zusätzlich zu den Eigenmitteln des übernehmenden Managements auch eine hohe Summe an Fremdkapital, um somit einen hohen Leverage Effekt erreichen zu können. Leverage Effekt bedeutet, dass die Fremdkapitalkosten kleiner sind als die Rendite des Investments. Für das Management besteht hierbei das Problem, dass sie nicht genügend haftendes Eigenkapital besitzen, um eine entsprechend hohe Fremdkapitalsumme aufnehmen zu können. Diese Finanzierungslücke kann optimal durch den Einsatz von Mezzanine Kapital, welches im Vergleich zum echten Eigenkapital einen höheren Leverage Effekt ermöglicht, geschlossen werden. Häufig wäre sogar ohne die Mezzanine Finanzierung die Unternehmensübernahme nicht möglich.¹²⁶

Nebenbei beinhaltet das Mezzanine Kapital den Vorteil, dass das Management, obwohl es weniger privates Kapital in das übernehmende Unternehmen als der Mezzanine Geber investiert, von Anfang an eine größere Kontrolle im Gegensatz zu anderen Beteiligungsgesellschaftern hat.¹²⁷

¹²³ Vgl. Lühn, Michael (Bilanzierung), S. 36.

¹²⁴ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 67.

¹²⁵ Vgl. Brezski, Eberhard u. a. (Mezzanine-Kapital 2006), S. 24.

¹²⁶ Vgl. Lühn, Michael (Bilanzierung), S. 36-37.

¹²⁷ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 68.

3.2.3 Gesellschafterwechsel

Viele inhabergeführte Unternehmen müssen sich in nächster Zeit um die Neuregelung der Geschäftsleitung Gedanken machen, da die Gesellschafter aus der Gründergeneration bald aus den Unternehmen ausscheiden werden. Diese Mitinhaber verfolgen bei der Neuregelung unter anderem die Ziele der Unternehmensfortführung sowie die finanzielle Absicherung und Einbeziehung von Familienangehörigen.¹²⁸ Mezzanine Finanzierungsinstrumente eignen sich aufgrund ihrer flexiblen Vertragsgestaltung, um verschiedene Nachfolgefälle unter Berücksichtigung der Ziele zu bestimmen.

Im Fall, dass die Verantwortung auf die jüngere Generation übertragen werden soll, kann der zukünftig ausscheidende Gesellschafter den Erben den zur Leistung der Vermögenseinlage beispielsweise in Form einer atypisch stillen Beteiligung erforderlichen Betrag schenken. Somit stellt der Unternehmer die Anwartschaft auf die Geschäftsführung für die Erben sicher, die als künftige Geschäftsinhaber bestimmt sind. Hat die Nachfolgegeneration des Unternehmers kein Interesse, die Geschäftsführung zu übernehmen oder gibt es keinen geeigneten Nachfolger in der Familie, so bestehen durch die Mezzanine Finanzierungsinstrumente die Möglichkeit, dass die Erben zur finanziellen Absicherung Überwachungs- und Kontrollrechte erhalten.¹²⁹ Tritt der Fall ein, dass ein Investor aus dem Unternehmen aussteigt, braucht das Unternehmen finanzielle Mittel, um ihn auszuzahlen. Diese stehen oftmals nicht zur Verfügung und zusätzliche Kredite sind in diesem Fall schwer zu bekommen, da dieses durch den Austritt des Investors reduzierte haftende Kapital die Kreditwürdigkeit verschlechtern würde. Hier eignet sich auch der Einsatz von Mezzanine Finanzierungsinstrumente z. B. in Form von einer Anteilsübernahme durch den Mezzanine Geber in Verbindung mit einer sog. Earn-Out-Konstruktion¹³⁰ über den zukünftigen Cash Flow.¹³¹

¹²⁸ Vgl. Brezski, Eberhard u. a. (Mezzanine-Kapital 2006), S. 24; Natusch, Ingo (Grundlagen), S. 61.

¹²⁹ Vgl. Natusch, Ingo (Grundlagen), S. 61.

¹³⁰ Vereinbarung eines Kaufpreises, der aus einer fixen sofortfälligen und einer erfolgsabhängigen zukünftigen Komponente besteht.

¹³¹ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 69-70; Natusch, Ingo (Grundlagen), S. 61.

4 Kritische Analyse von Mezzanine Kapital aus Sicht des Mittelstands

4.1 Vorteile von Mezzanine Kapital

4.1.1 Eigenkapitalcharakter durch Rangrücktritt hinter dritte Gläubiger

Die Nachrangigkeit ist eines der wesentlichen Vorteile des Mezzanine Kapitals und ist bei den vier für den Mittelstand interessanten Formen in unterschiedlicher Ausprägung gegeben.¹³² Die stärkste Nachrangigkeitswirkung, bei der der Mezzanine Kapitalgeber mit seinem Anspruch im Falle einer Liquidation bzw. Insolvenz hinter allen Gläubigern aber vor den Gesellschaftern zurücktritt, weisen die Genussscheine sowie die atypisch stille Beteiligung auf. In dieser Form ist dies auch ein Voraussetzungsmerkmal, warum die beiden Formen sowohl wirtschaftliches als auch bilanzielles Eigenkapital darstellen.¹³³ Die beiden anderen Mezzanine Finanzierungsformen, Nachrangdarlehen und typisch stille Gesellschaft, enthalten nur eine abgeschwächte Nachrangigkeitswirkung, bei der der Mezzanine Kapitalgeber seinen Rückzahlungsanspruch im Falle einer Liquidation bzw. Insolvenz nur hinter den vorrangigen Gläubigern geltend machen kann.¹³⁴ Trotzdem reicht diese eingeschränkte Wirkung aus, um das zur Verfügung gestellte Kapital der typisch stillen Gesellschaft und dem Nachrangdarlehen als wirtschaftliches Eigenkapital von den vorrangigen Gläubigern angesehen zu werden.¹³⁵ Zum Nachrangdarlehen ist noch anzumerken, dass dieses auch mit weiterreichenden Rangrücktrittsvereinbarungen ausgestattet werden kann.¹³⁶ Diese haben aber keine Auswirkung auf die bilanzielle Zuordnung des nachrangigen Kapitals. Trotz der Wertung der vier Formen als bilanzielles bzw. wirtschaftliches Eigenkapital ist die Aufnahme vom klassischen Eigenkapital deutlich kostenintensiver.¹³⁷ Durch diesen Rangrücktritt erhalten die mittelständischen Unternehmen, egal welche Form sie in Anspruch nehmen, Kapital mit Eigenkapitalcharakter. Dieser Charakter wirkt sich in der Form aus, dass somit für die vorrangigen Gläubiger zusätzliches Haftungskapital zur Verfügung steht. Folglich wird das Ausfall-

¹³² Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 24.

¹³³ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 85, 87, 101, 104.

¹³⁴ Vgl. Abschn. 3.1.2.1; Abschn. 3.1.2.2.

¹³⁵ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 30.

¹³⁶ Vgl. Abschn. 3.1.2.1.

¹³⁷ Vgl. Golland, Frank (Minderheitsbeteiligung), S. 76.

risiko der Alt-Gläubiger verringert. Ferner kann auch mit dem zusätzlichen haftenden Kapital das Vertrauen gegenüber Lieferanten, Kunden und weiteren Fremdkapitalgebern erhöht werden.¹³⁸ Diese Haftungsfunktion wird auch noch durch eine zusätzliche Verlustübernahme verstärkt, die bei den Genussscheinen und der atypisch stillen Beteiligung regelmäßig vereinbart wird.¹³⁹

Ein weiterer Vorteil des Mezzanine Kapitals für den Mittelstand, der aus dem Eigenkapitalcharakter folgt, wird im nächsten Kapitel erläutert.

4.1.2 Stärkung der Eigenkapitalposition und somit Verbesserung der Bonität und des Ratings

Durch den Eigenkapitalcharakter aufgrund der Nachrangabrede der vier Mezzanine Finanzierungsformen wird aus Sicht der Banken und Investoren (vorrangige Fremdkapitalgeber) das Equity Mezzanine (eigenkapitalnah) in voller Höhe und das Debt Mezzanine (fremdkapitalnah) zumindest anteilig als wirtschaftliches Eigenkapital angesehen. Deshalb kann der Mittelstand seine schlechte Eigenkapitalposition und folglich die geringe Eigenmittelquote im Rahmen der Kreditgewährung verbessern. Bei den beiden Equity Formen wird die Eigenkapitalquote sogar auch bilanziell verbessert. Die mittelständischen Unternehmen stärken somit ihre Bilanzstruktur und Bonitätsbeurteilung.¹⁴⁰ Infolgedessen können sie ihre vor der Mezzanine Kapitalaufnahme häufig schlechte Ratingeinstufung verbessern. Für den Mittelstand ergeben sich durch diese verbesserte Einstufung zwei wesentliche Vorteile. Zum Einen können sie Bankkredite zu günstigeren Zinskonditionen aufnehmen, da die Banken, wie in Kapitel 2.2.3.1 erläutert, weniger Eigenkapital hinterlegen müssen. Zum Anderen erhalten die mittelständischen Unternehmen weitere Kredite und die, die durch ihr schlechtes Rating gar keinen Kredit mehr bekommen haben, können somit wieder Fremdkapital von Banken aufnehmen. Dementsprechend bekommt der Mittelstand eine Chance zu investieren und folglich zu wachsen. Dies ist auch nötig, um im Wettbewerb konkurrenzfähig zu bleiben.¹⁴¹

¹³⁸ Vgl. Hinz, Holger (Einsatzmöglichkeiten 2006), S. 39.

¹³⁹ Vgl. Abschn. 3.1.1.1; Abschn. 3.1.1.2.

¹⁴⁰ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 29-30.

¹⁴¹ Vgl. Brezski, Eberhard u. a. (Mezzanine-Kapital 2006), S. 176.

Die Verbesserung der Bilanzstruktur war in der Vergangenheit nur über die Aufnahmen von Minderheitsbeteiligungen möglich. Diese Beteiligungen haben gegenüber der Mezzanine Finanzierung aber den Nachteil, dass sie eine höhere Renditeerwartung und einen Sitz im Aufsichtsrat mit einem Mitbestimmungsrecht beinhalten.¹⁴²

Ferner ist noch zu erwähnen, dass das Mezzanine Kapital nicht immer für eventuelle Investitionsvorhaben eingesetzt wird, sondern es besteht auch die vorteilhafte Möglichkeit zur Senkung des erforderlichen Eigenkapitalbetrags der Alt-Eigentümer.¹⁴³

Eine weitere Verbesserung der Bilanzstruktur ergibt sich für den Mittelstand schon bei der Aufnahme vom Mezzanine Kapital in Form der Genussscheine, der typisch und der atypisch stillen Beteiligung für z. B. Wachstumsinvestitionen.

Dieses Kapital wird nämlich langfristig zur Verfügung gestellt und ermöglicht dadurch eine fristenkongruente Finanzierung und eine verbesserte Finanzierungsstruktur.¹⁴⁴ Diese fristenkongruente Finanzierung hat noch den Vorteil, dass dadurch, auch wenn das Mezzanine Kapital im Einzelfall nicht als wirtschaftliches Eigenkapital bewertet wird, das Ratingergebnis verbessert wird.¹⁴⁵

Im Folgenden wird ein weiterer Vorteil der Mezzanine Finanzierungsformen erläutert, der im weiteren Sinne auch die Finanzierungsstruktur verbessert.

¹⁴² Vgl. Golland, Frank (Minderheitsbeteiligung), S. 73.

¹⁴³ Vgl. Hinz, Holger (Einsatzmöglichkeiten 2006), S. 39.

¹⁴⁴ Vgl. Brezski, Eberhard u. a. (Mezzanine-Kapital 2006), S. 176.

¹⁴⁵ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 31.

4.1.3 Flexibilität bei der Vertrags- und Vergütungsgestaltung

Der Mittelstand kann seine Liquidität in den ersten Jahren durch die unterschiedlichen Vergütungsstrukturen der Mezzanine Finanzierungsarten, die flexibel vertraglich regelbar sind, schonen.¹⁴⁶ Beispielsweise bei der Finanzierung einer Unternehmensübernahme oder einer anderen Wachstumsfinanzierung, wie in Kapitel 3.2.1 dargestellt, kann dieser Vorteil von mittelständischen Unternehmen in der Form genutzt werden, in dem die Zinsvergütungen bis zur Wirkung der Wachstumsmaßnahmen und somit Verbesserung der Ertragslage niedrig gehalten werden.¹⁴⁷

Im Falle des Genussscheines und des Nachrangdarlehens wird die Liquiditätsschonung durch die häufig vereinbarte Tilgung des zur Verfügung gestellten Kapitals am Ende der Laufzeit erreicht. Ferner wird beim nachrangigen Darlehen oftmals vereinbart, dass in den ersten Jahren die fixe Zinsvergütung ausbleibt und am Ende der Finanzierung erfolgt.¹⁴⁸ Bei einer Mezzanine Kapitalaufnahme der mittelständischen Unternehmen im Form eines Genussscheines, der atypisch stillen Beteiligung sowie dem Nachrangdarlehen resultiert die Schonung der liquiden Mittel durch den Einsatz eines Kickers und durch die gewinnabhängige Vergütung.¹⁴⁹ Bei der Mezzanine Finanzierungsform der typisch stillen Beteiligung kann der Vorteil einer Liquidationsschonung nicht in dem Maße, wie bei den anderen drei Formen erfolgen, da die Zinsvergütung nur aus einer fixen laufenden sowie gewinnabhängigen Komponente besteht.¹⁵⁰ Somit muss der Mittelstand auch bei einem Verlust ein fixes Zinsentgelt an den Mezzanine Investor zahlen, welches die Liquidität verringert.¹⁵¹

Ein weiterer Vorteil besteht bei den vier Mezzanine Finanzierungsformen hauptsächlich als Individual Mezzanine auch bei der flexiblen Vertragsgestaltung insbesondere bei der Stellung des Kapitalgebers, Haftung, Erfolgsbeteiligung,

¹⁴⁶ Vgl. Föcking, Michael (Formen), S. 31.

¹⁴⁷ Vgl. Brezski, Eberhard u. a. (Mezzanine-Kapital 2006), S. 23.

¹⁴⁸ Vgl. Abschn. 3.1.1.1; Abschn. 3.1.2.1.

¹⁴⁹ Vgl. Abschn. 3.1.1.1; Abschn. 3.1.1.2; Abschn. 3.1.2.1.

¹⁵⁰ Vgl. Abschn. 3.1.2.2.

¹⁵¹ Vgl. Müller, Stefan u. a. (Finanzierung 2006), S. 183-184.

Vermögensanspruch, Mitbestimmung, Kapitalüberlassungsdauer sowie Besicherung.¹⁵² Diese Vertragsfreiheit bietet den mittelständischen Unternehmen die Möglichkeit, jede der vier Formen so auszugestalten, damit sie optimal auf den Finanzierungsanlass zugeschnitten werden kann. Durch diese Flexibilität können nicht nur die Bedürfnisse des Mittelstands als Kapitalnehmer sondern auch des Kapitalgebers berücksichtigt werden.¹⁵³

Für den Mittelstand bietet der Genussschein die größtmögliche Flexibilität bei der Vertragsgestaltung. Diese Mezzanine Finanzierungsform ist nämlich nicht gesetzlich geregelt bzw. es wurde nur durch den Bundesgerichtshof festgelegt, dass es sich bei dieser Form um ein schuldrechtliches Gläubigerrecht in Form einer Beteiligung am Gewinn und Liquidationserlös handelt, die vertraglich geregelt werden können. Aufgrund der gesetzlichen Freiheit besitzt der Genussschein gegenüber den anderen dreien noch den Vorteil, dass er auf Dritte übertragbar ist und somit auch von nicht börsennotierten Gesellschaften am Kapitalmarkt gehandelt werden kann. Dies erhöht den Kreis der Investoren.¹⁵⁴ Bei dem Nachrangdarlehen ist die Ausprägung der flexiblen Vertragsgestaltung nicht ganz so wie bei den Genussscheinen gegeben, da es gesetzlich auf einem Darlehensvertrag beruht. Doch diese rechtlichen Regelungen, die im Kapitel 3.1.2.1 näher erläutert sind, schränken die Flexibilität für den Mittelstand nicht wirklich ein, da vertraglich vereinbart werden kann, in welcher Weise die Vergütungs- und Rückzahlung stattfindet.¹⁵⁵ Die geringste Flexibilität, welche sich aber nicht großherrlich auswirkt, besteht bei der typisch und atypisch stillen Beteiligung. Die flexible Vertragsgestaltung ist bei den beiden Mezzanine Finanzierungsformen in der Form eingeschränkt, da gesetzlich eine Gewinnbeteiligung nicht ausgeschlossen werden kann, die Verfolgung eines gemeinsamen Zweckes vorliegen sowie eine Vermögenseinlage vom Stillen in das Unternehmen geleistet werden muss. Die Form der Gewinnbeteiligung kann im Rahmen des Vertrages unterschiedlich vereinbart werden.¹⁵⁶

¹⁵² Vgl. Müller, Stefan u. a. (Finanzierung 2006), S. 234.

¹⁵³ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 22.

¹⁵⁴ Vgl. Abschn. 3.1.1.1.

¹⁵⁵ Vgl. Abschn. 3.1.2.1.

¹⁵⁶ Vgl. Abschn. 3.1.1.2; Abschn. 3.1.2.2.

Im nächsten Kapitel wird ein weiterer Vorteil mit der zur Verfügungsstellung von Mezzanine Kapital ohne Stellung von Sicherheiten, welcher auch durch die flexible Vertragsgestaltung erreicht wird, dargestellt.

4.1.4 Bereitstellung von Liquidität ohne Stellung von Sicherheiten

Vorteilhaft für die mittelständischen Unternehmen ist bei der Aufnahme von Mezzanine Kapital, egal welche der vier Formen genutzt werden, dass dieses, wie bei typischen Eigenkapital, häufig nicht oder nur zweitrangig besichert zur Verfügung gestellt wird.¹⁵⁷

Der Mittelstand kann das durch den Verzicht der Besicherung entstehende wertvolle Sicherungspotential für weitere Kreditfinanzierungen schonen. Somit werden die Verhandlungsposition gegenüber den neuen Fremdkapitalgebern und der Kreditrahmen der mittelständischen Unternehmen enorm verbessert. Folglich können weitere Kredite und in Verbindung mit dem besseren Rating sogar zu geringen Zinskonditionen als vorher aufgenommen werden.¹⁵⁸

Im Folgenden wird mit der steuerrechtlichen Abzugsfähigkeit ein weiterer Vorteil vom Mezzanine Kapital, der auch durch die flexible Vertragsgestaltung erfolgt, diskutiert.

4.1.5 Steuerrechtliche Abzugsfähigkeit

Durch eine entsprechende Ausgestaltung, die durch die Flexibilität bei der Vertragsgestaltung gegeben ist, kann das Mezzanine Kapital nach dem Steuerrecht als Fremdkapital eingestuft werden.¹⁵⁹ Hierbei spielt es keine Rolle, ob es sich dabei um wirtschaftliches oder bilanzielles Eigenkapital handelt. Aufgrund dieser steuerlichen Einordnung können die mittelständischen Unternehmen die Kapitalvergütungszahlungen als steuer- und handelsrechtliche Betriebsausgaben geltend machen und damit den zu versteuernden Gewinn senken. Dieser Vorteil besteht bei dem echten Eigenkapital nicht.¹⁶⁰

¹⁵⁷ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 24; Natusch, Ingo (Grundlagen), S. 24.

¹⁵⁸ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 24.

¹⁵⁹ Vgl. Müller, Stefan u. a. (Finanzierung 2006), S. 234.

¹⁶⁰ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 25.

Der Genussschein erhält eine steuerliche Einordnung als Fremdkapital durch die oft nicht gewährte Liquiditätsbeteiligung. Dabei ist aber zu beachten, dass das Finanzamt von einer solchen Beteiligung ausgeht, wenn der Genussschein eine unbefristete oder eine Laufzeit von über 30 Jahren und mit keinem Kündigungsrecht des Inhabers aufweist.¹⁶¹ Bei der anderen Equity Form, die atypisch stille Beteiligung, können die Vergütungszahlungen nicht steuerlich bei den mittelständischen Unternehmen geltend gemacht werden, da der Stille nach dem Steuerrecht als Mitunternehmer behandelt wird.¹⁶² Die typisch stille Gesellschaft wird als steuerliches Fremdkapital eingeordnet, da keine Mitunternehmerschaft vorliegt. Beim Nachrangdarlehen erfolgt die gleiche Einordnung, da dieses Darlehen genügend fremdkapitalähnliche Elemente aufweist.¹⁶³

Der letzte Vorteil der Mezzanine Finanzierung besteht durch die nicht entstehende Verwässerung der Eigentümerverhältnisse. Dieser wird im Folgenden erläutert.

4.1.6 Keine Veränderung der Stimmverhältnisse im Unternehmen

Die meisten mittelständischen Unternehmen sind familiengeführt und weisen daher eine feste Eigentümerstruktur auf. Aufgrund dessen bevorzugen sie Finanzierungsformen, bei denen keine Veränderung der Stimmverhältnisse eintritt. Daher ist dieser häufig vorkommende Vorteil, dass durch die Kapitalüberlassung von Mezzanine keine Verwässerung der Eigentumsverhältnisse erfolgt, für den Mittelstand enorm bedeutungsvoll. Somit können die Eigentümer noch alleine unternehmerische Entscheidungen treffen. Bei den vier Mezzanine Finanzierungsformen ist dieser Vorteil unterschiedlich ausgeprägt.¹⁶⁴

Bei den beiden Mezzanine Finanzierungsformen Genussscheine und typisch stillen Beteiligung ist dieser Vorteil im vollen Umfang gegeben. Die beiden Formen beinhalten nämlich keine Mitbestimmungsrechte.¹⁶⁵ Das Nachrangdarlehen weist zwar auch keinen Anspruch auf eine Mitbestimmung auf, doch beinhaltet es im

¹⁶¹ Vgl. Abschn. 3.1.1.1.

¹⁶² Vgl. Abschn. 3.1.1.2.

¹⁶³ Vgl. Abschn. 3.1.2.1; Abschn. 3.1.2.2.

¹⁶⁴ Vgl. Abschn. 2.2.2.

¹⁶⁵ Vgl. Abschn. 3.1.1.1; Abschn. 3.1.2.2.

Gegensatz zur typisch stillen Gesellschaft zusätzlich noch eingeschränktes Mitwirkungsrecht.¹⁶⁶

Bei der atypisch stillen Gesellschaft besteht dieser Vorteil auch, aber der Mezzanine Investor erhält häufig ein Zustimmungsvorbehaltungsrecht für außergewöhnliche Entscheidungen.¹⁶⁷

Nachdem gezeigt wurde, welche Vorteile Mezzanine Kapital mit sich bringt, soll Gegenstand des nächsten Kapitels die Nachteile sein.

4.2 Nachteile von Mezzanine Kapital

4.2.1 Hohe Finanzierungskosten gegenüber klassischem Fremdkapital

Für den Mittelstand entstehen bei der Aufnahme von Mezzanine Kapital (ca. 10-30 % p. a. Renditeerwartung) höhere Finanzierungskosten als beim konventionellen Fremdkapital (ca. 5 - 9 % p. a. Renditeerwartung).¹⁶⁸ Diese resultieren daraus, dass die Mezzanine Investoren aufgrund u. a. der Nachrangigkeit ein höheres Risiko als die typischen Fremdkapitalgeber eingehen. Ferner fallen noch Kosten für die mittelständischen Unternehmen für den Mezzanine Vergabeprozess und das erforderliche Monitoringsystem, die im Kapitel 4.2.3 näher erläutert sind, an. Die Höhe der Finanzierungskosten fällt bei den vier Mezzanine Finanzierungsformen unterschiedlich aus. Vorab ist aber grundlegend festzustellen, umso eigenkapitalähnlicher die Finanzierungsform ist, desto höher ist das Risiko für den Mezzanine Geber und somit auch die Finanzierungskosten für den Mittelstand.¹⁶⁹

Die beiden Equity Formen Genussschein und atypisch stille Beteiligung weisen im Gegensatz zu den beiden anderen Formen höhere Kapitalkosten auf. Der Mezzanine Investor geht nämlich bei diesen beiden eigenkapitalähnlichen Formen ein erhöhtes Risiko durch die Nachrangigkeit hinter allen Gläubigern, Verlustübernahme und gewinnabhängige Vergütung ein.¹⁷⁰ Folglich erwartet er eine bessere Rendite, die bei beiden Formen bei ca. 12-18 % p. a. liegt. Kommt bei der

¹⁶⁶ Vgl. Abschn. 3.1.2.1.

¹⁶⁷ Vgl. Abschn. 3.1.1.2; Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 175.

¹⁶⁸ Vgl. Natusch, Ingo (Grundlagen), S. 24.

¹⁶⁹ Vgl. Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 24-25; Abschn. 4.2.3.

¹⁷⁰ Vgl. Abschn. 3.1.1.1; Abschn. 3.1.1.2.

atypisch stillen Gesellschaft noch ein Equity Kicker zum Einsatz, kann die Renditeerwartung auch über 20 % liegen. Die Finanzierungskosten fallen bei der typisch stillen Gesellschaft und dem Nachrangdarlehen aufgrund der geringen Renditeerwartung (ca. 9-18 % p. a.) des Mezzanine-Kapital-Gebers kleiner aus.¹⁷¹ Der Investor geht bei diesen beiden Debt Formen auch ein geringeres Risiko ein, da die Nachrangigkeit nicht so ausgeprägt ist, eine Verlustübernahme nicht stattfindet sowie die Vergütung eine fixe gewinnunabhängige Komponente enthält.¹⁷²

4.2.2 Zeitlich befristete Kapitalüberlassung

Das Mezzanine Kapital wird dem Mittelstand zeitlich befristet zur Verfügung gestellt. Dies hat zur Folge, dass die mittelständischen Unternehmen zum Ende der Laufzeit das Mezzanine Kapital tilgen müssen. Hierbei spielt es auch keine Rolle, ob dem Unternehmen die finanziellen Mittel zur Tilgung zur Verfügung stehen.¹⁷³ Ein weiteres Problem besteht durch die zeitliche Kapitalüberlassung in der Form, dass dadurch bei langfristigen Projekten das Risiko besteht, dass der Mittelstand nach dem Vertragsende keine Anschlussfinanzierung erhält. Dieses Problem fällt bei echtem Eigenkapital nicht an.¹⁷⁴

Die Laufzeiten von den vier Mezzanine Finanzierungsformen fallen unterschiedlich aus. Das Nachrangdarlehen hat die kürzeste Laufzeit, die marktüblich bei drei bis fünf Jahren liegt.¹⁷⁵ Genussscheine, atypisch und typisch stille Beteiligung werden häufig über fünf bis zehn Jahre abgeschlossen.¹⁷⁶

¹⁷¹ Vgl. Natusch, Ingo (Grundlagen), S. 25.

¹⁷² Vgl. Abschn. 3.1.2.1; Abschn. 3.1.2.2.

¹⁷³ Vgl. Natusch, Ingo (Grundlagen), S. 58.

¹⁷⁴ Vgl. Müller, Stefan u. a. (Finanzierung 2006), S. 183.

¹⁷⁵ Vgl. Abschn. 3.1.2.1.

¹⁷⁶ Vgl. Proventis GmbH (Maßgeschneiderte Finanzierung), S. 8.

4.2.3 Voraussetzungen und Anforderungen einer Mezzanine Finanzierung für den Mittelstand

Die mittelständischen Unternehmen müssen sich vor und während der Mezzanine Finanzierung, egal bei welcher Form, diversen Anforderungen stellen. Die erste Anforderung bzw. Voraussetzung für den Mittelstand ist, dass die Mezzanine Investoren ihr Kapital nur in Unternehmen investieren, die sich mindestens fünf Jahre auf dem Markt befinden, ein vollkommenes internes und externes Informationswesen, ein erfahrenes Management, ein bestimmtes Cash-Flow-Potential sowie kein hohes Ausfallrisiko aufweisen.¹⁷⁷ Aufgrund dieser Anforderungen müssen die mittelständischen Unternehmen Produkte in ihrem Absatzsortiment aufweisen, die am Markt etabliert sind oder Wachstumspotential offenbaren. Produkte mit einem kurzen Lebenszyklus sind für den Mezzanine Geber demzufolge nicht relevant, da diese einen geringen Cash Flow aufzeigen.¹⁷⁸ Ferner erwarten die Investoren ein Mindestvolumen von 0,5 Mio. € bei dem Nachrangdarlehen, atypisch und typisch stille Gesellschaft sowie bei Genussscheinen von 2 Mio. €. ¹⁷⁹

Nebenbei muss sich der Mittelstand, bevor es zur Bereitstellung des Mezzanine Kapitals kommt, einem aufwändigen und kostenintensiven Vergabeprozess seitens des Investors unterziehen. Dieser Prozess umfasst die Stellung eines Businessplans, eine Due Diligence Prüfung sowie die Festlegung der Vertragsbedingungen inklusive Covenants (Informations- und Zustimmungsrechte, Festlegung von einzuhaltende Kennzahlen und Maßnahmemöglichkeiten des Investors).¹⁸⁰ Unter der Due Diligence Prüfung versteht man eine Unternehmensanalyse ähnlich aber umfassender als bei einem Ratingprozess. Bei mittelständischen Unternehmen, bei denen die Kosten der Due Diligence Prüfung nicht im Verhältnis zum Transaktionsvolumen stehen, werden in der Praxis in Abhängigkeit des Risikogrades der Mezzanine Form entweder nur leicht beschaffbare Vergangenheitsinformationen oder ein kostengünstigeres externes Rating eingesetzt.¹⁸¹

Während einer Mezzanine Finanzierung verlangt der Investor ein intensives

¹⁷⁷ Vgl. Natusch, Ingo (Grundlagen), S. 66-67; Beck, Martin/Hofmann, Günter/Weinand, Andrea (Prozess), S. 70.

¹⁷⁸ Vgl. Beck, Martin/Hofmann, Günter/Weinand, Andrea (Prozess), S. 59.

¹⁷⁹ Vgl. Proventis GmbH (Maßgeschneiderte Finanzierung), S. 8.

¹⁸⁰ Vgl. Beck, Martin/Hofmann, Günter/Weinand, Andrea (Prozess), S. 63-66.

¹⁸¹ Vgl. Beck, Martin/Hofmann, Günter/Weinand, Andrea (Prozess), S. 69.

Monitoring, um sein Risiko zu minimieren. Dieses umfasst in bestimmten Zeitabständen (i. d. R. ein Quartal) z. B. Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz,- Liquiditätsstatus, Auftragsbestand und Eingang usw.¹⁸² Hierzu benötigt der Mittelstand ein ausgereiftes Informations- und Steuerungssystem, welches bei den meisten nicht zur Verfügung steht. Daher muss der Mezzanine Investor bei diesen Unternehmen erst mal solch ein entsprechendes System durch ein zielstrebiges Coaching aufbauen.¹⁸³ Ziel des Monitorings ist der Vergleich der aktuellen Zahlen mit denen aus dem Businessplan. Ist die Entwicklung negativ, dann kann der Mezzanine Investor aufgrund der ggf. festgelegten Covenants entsprechende risikobegrenzende Maßnahmen ergreifen.¹⁸⁴ Aufgrund des Monitorings lässt er sich stets Informations- und Kontrollrechte einräumen. Dies hat zur Folge, dass sich der Mittelstand auf ein hohes Maß an Informationsoffenheit einstellen muss.¹⁸⁵ Diese Rechte sind bei den vier Mezzanine Formen unterschiedlich ausgeprägt.

Die atypisch stille Gesellschaft weist die umfassendsten Informations- und Kontrollrechte auf, da bei dieser Form das Risiko für den Investor enorm hoch ist.¹⁸⁶ Genussscheine beinhalten zwar auch umfangreichere Rechte auf Informationen und Kontrollgelegenheiten, die aber durch die gesetzlichen Vorschriften eingeschränkt sind.¹⁸⁷ Bei dem Nachrangdarlehen und der typisch stillen Gesellschaft ist das Risiko für den Investor minimiert, so dass dieser nicht so einen umfangreichen bzw. nur einen gesetzlichen Anspruch auf Informationen und Kontrollmöglichkeiten hat.¹⁸⁸

Aufgrund der gesamten Anforderungen und der Zielsetzung einer schnellstmöglichen Rendite (z. B. innerhalb von zwei bis vier Jahren) beim geringstmöglichen Risiko des Investors kann die Mezzanine Finanzierung nicht für Gründungsunternehmen sowie für sehr kleine mittelständische Unternehmen oder in Sanierungsfällen eingesetzt werden.¹⁸⁹

¹⁸² Vgl. Brezski, Eberhard u. a. (Mezzanine-Kapital 2006), S. 236.

¹⁸³ Vgl. Beck, Martin/Hofmann, Günter/Weinand, Andrea (Prozess), S. 67.

¹⁸⁴ Vgl. Brezski, Eberhard u. a. (Mezzanine-Kapital 2006), S. 236.

¹⁸⁵ Vgl. Natusch, Ingo (Grundlagen), S. 67; Werner, Horst S. (Mezzanine 2007), S. 47.

¹⁸⁶ Vgl. Abschn. 3.1.1.2.

¹⁸⁷ Vgl. Abschn. 3.1.1.1.

¹⁸⁸ Vgl. Abschn. 3.1.2.1; Abschn. 3.1.2.2.

¹⁸⁹ Vgl. Weber, Thomas (Mezzanine), S. 91.

5 Schlussbetrachtung

Durch die niedrige Eigenkapitalquote und Basel II steckt der Mittelstand in einer echten Kreditklemme. Daher sind jetzt Finanzierungsalternativen gefragt. Als eine Alternative kommt für die mittelständischen Unternehmen Mezzanine Kapital in Betracht.

Bei der Mezzanine Finanzierung handelt es sich um verschiedene Finanzierungsinstrumente, die aufgrund ihrer Flexibilität zugleich vorteilhafte Elemente von Eigen- und Fremdkapital enthalten können. Die bedeutendste Eigenschaft ist die Nachrangigkeit mit der das Mezzanine Kapital als wirtschaftliches Eigenkapital von den Fremdkapitalgebern angesehen wird und somit die Bilanzstruktur verbessert. Ferner berücksichtigt das Mezzanine Kapital auch den Wunsch von vielen mittelständischen Unternehmen, dass keine Veränderung der Gesellschafterstruktur eintritt. Durch die flexible Vertrags- und Vergütungsgestaltung von der Mezzanine Finanzierung kann der Mittelstand seine Liquidität schonen und die Vergütungen steuerlich geltend machen. Mezzanine Kapital wird prinzipiell ohne Sicherheiten zur Verfügung gestellt.

Doch diese Vorteile ziehen auch Nachteile für den Mittelstand mit sich. Die mittelständischen Unternehmen müssen bei der Mezzanine Finanzierung mit höheren Kapitalkosten rechnen als bei einer klassischen Fremdkapitalaufnahme. Ferner fordern die Investoren mehr oder weniger umfangreiche Informations-, Kontroll- und Zustimmungsrechte und die Unternehmen müssen sich vorab einem kostenintensiven Vergabeprozess unterziehen. Mezzanine Kapital wird außerdem nur für eine bestimmte Zeit dem Mittelstand überlassen. Auch nicht alle mittelständischen Unternehmen können Mezzanine Kapital nutzen, da dieses Kapital nur in Unternehmen, die sich mindestens fünf Jahre am Markt befinden, Wachstumspotentiale und einen Mindestkapitalbedarf aufweisen, investiert wird.

Die für den Mittelstand bedeutenden Mezzanine Finanzierungsinstrumente sind die Genussscheine, die atypisch stille Beteiligung, das Nachrangdarlehen sowie die typisch stille Beteiligung. Diese Formen beinhalten die oben genannten Vor- und Nachteile in meist unterschiedlicher Ausprägung. Welche Form für den Mittelstand zu empfehlen ist, kommt immer ganz auf die bilanzielle Situation, die jeweiligen Präferenzen und auf das Finanzierungsvorhaben des mittelständischen Unternehmens an.

Benötigt der Mittelstand Mezzanine Kapital ab 2 Mio. € beispielsweise für eine Wachstumsfinanzierung und bevorzugt dabei bilanzielles Eigenkapital, kein Zustimmungsvorbehaltungsrecht, sowie eine angemessene Liquiditätsschonung, kommen nur die Genussscheine in Betracht. Das Nachrangdarlehen weist zwar eine starke Liquiditätsschonung, sowie zusätzlich noch die niedrigsten Kapitalkosten auf, doch wird das nachrangige Darlehen nur kurzfristig und als wirtschaftliches Eigenkapital zur Verfügung gestellt. Favorisiert der mittelständische Unternehmer bei einer längerfristigen Finanzierung ab 0,5 Mio. € eher geringe Informations- und Kontrollrechte für den Mezzanine Geber, ist die typisch stille Gesellschaft zu empfehlen. Die atypisch stille Gesellschaft, die als einzige keine steuerliche Abzugsfähigkeit und ein Zustimmungsrecht des Stillen beinhaltet, kommt häufig bei einem Gesellschafterwechsel in Form einer Übertragung der Verantwortung auf die jüngere Generation in Betracht.

Abschließend kann den mittelständischen Unternehmen Mezzanine Kapital zwar empfohlen werden, um ihre Bonität gegenüber den Kreditinstituten zu verbessern. Doch kann der Mittelstand mit dem Einsatz dieser Finanzierungsform aufgrund der zeitlich begrenzten Kapitalüberlassung sein Problem der niedrigen Eigenkapitalquote nicht langfristig lösen.

Literaturverzeichnis

Bücher

- **Ahrweiler, Sonja/Börner Christoph J. (Finanzierungswege 2003)**
Neue Finanzierungswege für den Mittelstand: Ausgangssituation, Notwendigkeit und Instrumente, in: Kienbaum, Jochen/Börner, Christoph J. (Hrsg.), Neue Finanzierungswege für den Mittelstand: Von der Notwendigkeit zu den Gestaltungsformen, Wiesbaden 2003, Teil A, S. 3-74
- **Alvensleben, Philipp von (Genussrechte 2007)**
Genussrechte, in: Häger, Michael/Elkemann-Reusch, Manfred (Hrsg.), Mezzanine Finanzierungsinstrumente: Stille Gesellschaft, Nachrangdarlehen, Genussrechte, Wandelanleihen, 2. Auflage, Berlin 2007, Teil 4, S. 211-272
- **Beck, Martin/Hofmann, Günter/Weinand, Andrea (Prozess)**
Der Prozess der Mezzanine Kapitalaufnahme und typische Anforderungen an das Unternehmen, in: Bösl, Konrad/Sommer, Michael (Hrsg.), Mezzanine Finanzierung: Betriebswirtschaft-Zivilrecht-Steuerrecht-Bilanzrecht, München 2006, Teil 1, VI, S. 59-72
- **Behr, Patrick/Fischer, Jörg (Controlling)**
Basel II und Controlling: Ein praxisorientiertes Konzept zur Basel II-konformen Unternehmenssteuerung, Wiesbaden 2005
- **Böge, Holger/Tschentscher, Anja (Definition)**
Mezzanine: Definition und Abgrenzung, in: Brezski, Eberhard u. a. (Hrsg.), Mezzanine-Kapital für den Mittelstand: Finanzierungsinstrumente, Prozesse, Rating, Bilanzierung, Recht, Stuttgart 2006, Teil 3.1, S. 21-22
- **Böge, Holger/Tschentscher, Anja (IFRS-Beurteilung)**
Nachrangdarlehen: Handelsrechtliche/IFRS-Beurteilung, in: Brezski, Eberhard u. a. (Hrsg.), Mezzanine-Kapital für den Mittelstand: Finanzierungsinstrumente, Prozesse, Rating, Bilanzierung, Recht, Stuttgart 2006, Teil 5.1.3.2, S. 82-84
- **Brezski, Eberhard u. a. (Mezzanine-Kapital 2006)**
Mezzanine-Kapital für den Mittelstand: Finanzierungsinstrumente, Prozesse, Rating, Bilanzierung, Recht, Stuttgart 2006
- **Busse, Franz -Joseph (Finanzwirtschaft)**
Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft, 5. Auflage, München 2003

- **Drukarczyk, Jochen (Finanzierung)**
Finanzierung, 9. Auflage, Stuttgart 2003
- **Dürr, Ulrike L. (HGB)**
Mezzanine-Kapital in der HGB- und IFRS-Rechnungslegung: Ausprägungsformen, Bilanzierung, Rating, Berlin 2007
- **Fischl, Bernd (Alternative)**
Alternative Unternehmensfinanzierung für den deutschen Mittelstand, Wiesbaden 2006
- **Föcking, Michael (Formen)**
Formen, Ausstattungsmerkmale und Preisgestaltung von Mezzanine Kapital, in: Bösl, Konrad/Sommer, Michael (Hrsg.), Mezzanine Finanzierung: Betriebswirtschaft-Zivilrecht-Steuerrecht-Bilanzrecht, München 2006, Teil 1, III, S. 23-35
- **Füser, Karsten/Heidusch, Mirjam (Positionierung)**
Rating - Einfach und schnell zur erstklassigen Positionierung ihres Unternehmens: Bewertung, Finanzierung, Präsentation, Freiburg 2003
- **Gleißner, Werner/Füser, Karsten (Rating)**
Leitfaden Rating, Basel II: Rating-Strategien für den Mittelstand, 2. Auflage, München 2003
- **Golland, Frank (Minderheitsbeteiligung)**
Mezzanine Kapital übernimmt die Rolle von Minderheitsbeteiligungen, in: Bösl, Konrad/Sommer, Michael (Hrsg.), Mezzanine Finanzierung: Betriebswirtschaft-Zivilrecht-Steuerrecht-Bilanzrecht, München 2006, Teil 1, VII, S. 73-86
- **Häger, Michael/Müller, Harald (Steuerrecht)**
Stille Gesellschaft - Steuerrecht, in: Häger, Michael/Elkemann-Reusch, Manfred (Hrsg.), Mezzanine Finanzierungsinstrumente: Stille Gesellschaft, Nachrangdarlehen, Genussrechte, Wandelanleihen, 2. Auflage, Berlin 2007, Teil 2, S. 144-157
- **Hannes, Frank/Kuhn, Thorsten/Brückmann, Miriam (Familienunternehmen)**
Familienunternehmen: Recht, Steuern, Beratung, Wiesbaden 2008

- **Hausch, Kerstin T. (Corporate)**
Corporate governance im deutschen Mittelstand: Veränderungen externer Rahmenbedingungen und interner Elemente, Wiesbaden 2004
- **Heim, Gerhard (Rating-Handbuch)**
Rating-Handbuch für die Praxis: Basel II als Chance für Mittel- und Kleinbetriebe, Berlin 2006
- **Hellich, Peter/Grossmann, Klaus (Stille Gesellschaft)**
Stille Gesellschaft-Grundlagen, in: Häger, Michael/Elkemann-Reusch, Manfred (Hrsg.), Mezzanine Finanzierungsinstrumente: Stille Gesellschaft, Nachrangdarlehen, Genussrechte, Wandelanleihen, 2. Auflage, Berlin 2007, Teil 2, S. 73-91
- **Hinz, Holger (Einsatzmöglichkeiten 2006)**
Einsatzmöglichkeiten für Mezzanine Kapital, in: Bösl, Konrad/Sommer, Michael (Hrsg.), Mezzanine Finanzierung: Betriebswirtschaft-Zivilrecht-Steuerrecht-Bilanzrecht, München 2006, Teil 1, IV, S. 37-45
- **Irsch, Norbert (Mittelstandsförderung)**
Die Mittelstandsförderung der KfW Mittelstandsbank – Strategie und Produkte, in: Haasis, Heinrich/Fischer, Thomas R./Simmert, Diethard B. (Hrsg.), Mittelstand hat Zukunft: Praxishandbuch für eine erfolgreiche Unternehmenspolitik, Wiesbaden 2007, Teil 3, S. 313-328
- **Kabuth, Andrea (Ratingberatung)**
Impulse zur Ratingberatung durch Basel II, in: Achleitner, Ann-Kristin/ Everling, Oliver (Hrsg.), Rating Advisory: Mit professioneller Beratung zum optimalen Bonitätsurteil, Wiesbaden 2003, Teil A, S. 3-13
- **Kayser, Gunter (Finanzierungswege)**
Daten und Fakten: Wie ist der Mittelstand strukturiert ?, in: Krüger, Wolfgang/Klippstein, Gerhard/Merk, Richard/Wittberg, Volker (Hrsg.), Praxishandbuch des Mittelstands: Leitfaden für das Management mittelständischer Unternehmen, Wiesbaden 2006, Teil 1, S. 33-48
- **Koop, Michael J./Maurer, Klaus (Finanzierungskonzepte)**
Mittelstandsfinanzierung in Deutschland: Finanzierungskonzepte im Zeitalter von Basel II, Saarbrücken 2006

- **Kraus, Martin/Schneider Annette (Genussrechte 2006)**
Genussrechte, in: Bösl, Konrad/Sommer, Michael (Hrsg.), Mezzanine Finanzierung: Betriebswirtschaft-Zivilrecht-Steuerrecht-Bilanzrecht, München 2006, Teil 2, XII, S. 171-196
- **Levin, Frank (Investition)**
Investition und Finanzierung, in: Camphausen Bernd (Hrsg.), Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, München 2008, Kapitel 4, S. 259-354
- **Lück, Wolfgang/Unmuth, Anja/Henzelmann, Torsten (Krisenvorsorge)**
Krisenvorsorge und Basel II unter besonderer Berücksichtigung der Anforderung des Mittelstandes, in: Hutzschenreuter, Thomas/Griess-Nega, Torsten (Hrsg.), Krisenmanagement: Grundlagen - Strategien - Instrumente, Wiesbaden 2006, Teil 4, S. 703-724
- **Lühn, Michael (Bilanzierung)**
Bilanzierung und Besteuerung von Genussrechten, Wiesbaden 2006
- **Meyer, Jörn-Axel/Lorenzen, Kevin (Unternehmensbewertung)**
Unternehmensbewertung und Basel II in KMU – Ein Überblick über das Jahrbuch der KMU-Forschung 2003, in: Meyer, Jörn-Axel (Hrsg.), Unternehmensbewertung und Basel II in kleinen und mittleren Unternehmen, Lohmar-Köln 2003, Teil 1, S. 3-10
- **Müller, Stefan u. a. (Finanzierung 2006)**
Finanzierung mittelständischer Unternehmen: Selbstrating, Risikocontrolling, Finanzierungsalternativen, München 2006
- **Natusch, Ingo (Grundlagen)**
Wirtschaftliche Grundlagen, in: Häger, Michael/Elkemann-Reusch, Manfred (Hrsg.), Mezzanine Finanzierungsinstrumente: Stille Gesellschaft, Nachrangdarlehen, Genussrechte, Wandelanleihen, 2. Auflage, Berlin 2007, Teil 1, S. 21-69
- **Plattner, Dankwart/Skambracks, Daniel/Tchouvakhina, Margarita (Mittelstandsfinanzierung)**
Mittelstandsfinanzierung im Umbruch, in: Engel, Dirk (Hrsg.), Mittelstandsfinanzierung, Basel II und die Wirkung öffentlicher sowie privater Kapitalhilfen, Berlin 2005, S. 13-38

- **Rauch, Isabell/Schimpfky, Peter/Schneider, Annette (Stille Beteiligung)**
Stille Beteiligungen, in: Bösl, Konrad/Sommer, Michael (Hrsg.), Mezzanine Finanzierung: Betriebswirtschaft-Zivilrecht-Steuerrecht-Bilanzrecht, München 2006, Teil 2, XI, S. 119-169
- **Reich, Hans W. (Ratings)**
Bedeutung und Chancen des Ratings für den Mittelstand, in: Büschgen, Hans E./Everling, Oliver (Hrsg.), Handbuch Rating, 2. Auflage, Wiesbaden 2007, Teil 1, S. 3-24
- **Reichling, Peter/Beinert, Claudia/Henne, Antje (Praxishandbuch 2005)**
Praxishandbuch Finanzierung, Wiesbaden 2005
- **Rolfes, Bernd/Emse, Cordula (Kreditpreise)**
Basel II und die zukünftigen Kreditpreise, in: Rolfes, Bernd/Tietmeyer, Hans (Hrsg.), Basel II - Das neue Aufsichtsrecht und seine Folgen: Beiträge des Duisburger Banken-Symposium, Wiesbaden 2002, S. 41-72
- **Scherer, Hans-Werner (Pleiten)**
Pleiten, Potenziale und Perspektiven: Die Zukunft des Mittelstands in Deutschland, in: Kienbaum, Jochen/Börner, Christoph J. (Hrsg.), Neue Finanzierungswege für den Mittelstand: Von der Notwendigkeit zu den Gestaltungsformen, Wiesbaden 2003, Teil A, S. 141-164
- **Sönke, Peters/Brühl Rolf/Stelling, Johannes N. (Betriebswirtschaftslehre 2005)**
Betriebswirtschaftslehre, 12. Auflage, München 2005
- **Stark, Jürgen (Trends)**
Neue Trends in der Unternehmensfinanzierung, in: Kolbeck, Christoph/Wimmer, Rudolf (Hrsg.), Finanzierung für den Mittelstand: Trends, Unternehmensrating, Praxisfälle, Wiesbaden 2002, Teil 1, S. 35-46
- **Steinhauer, Bettina (Gesellschaftsrecht)**
Nachrangdarlehen-Gesellschaftsrecht, in: Häger, Michael/Elkemann-Reusch, Manfred (Hrsg.), Mezzanine Finanzierungsinstrumente: Stille Gesellschaft, Nachrangdarlehen, Genussrechte, Wandelanleihen, 2. Auflage, Berlin 2007, Teil 3, S. 179-194

- **Wasmayr, Bernhard (Geschäftsmodellen)**
Finanzierung von Geschäftsmodellen, in: Gentsch, Peter/Lee, Sue (Hrsg.),
Praxishandbuch Portalmanagement: Profitable Strategien für Internetportale,
Wiesbaden 2004, Teil 2, S. 81-104
- **Weber, Thomas (Mezzanine)**
Mezzanine Finanzierung: Neue Perspektiven für mittelständische
Unternehmen, Saarbrücken 2005
- **Werner, Horst S. (Mezzanine 2007)**
Mezzanine-Kapital: Mit Mezzanine-Finanzierung die Eigenkapitalquote
erhöhen, 2. Auflage, Köln 2007
- **Zantow, Roger (Finanzwirtschaft 2007)**
Finanzwirtschaft der Unternehmung: Die Grundlagen des modernen
Finanzmanagement, 2. Auflage, München 2007

Internetseiten

- **Bruch, Guido (Jahresrückblick 2008)**
Jahresrückblick 2008 Mezzanine: Der Markt für Standard-Mezzanine ist
zugunsten von Individual-Mezzanine zusammengebrochen,
<http://www.mezzanine-bericht.de/2008.pdf> (5 Seiten), Abgerufen am
07.04.2009
- **Die Europäische Kommission (KMU-Definition)**
KMU-Definition,
http://ec.europa.eu/enterprise/enterprise_policy/sme_definition/index_de.htm,
(2 Seiten), Abgerufen am 07.04.2009
- **Gruner + Jahr AG & Co KG, Wirtschaftspresse Köln, Deutscher
Sparkassen und Giroverband (DSGV) (MIND)**
MIND 2006: Aufschwung aus eigener Kraft,
<http://www.ifm-bonn.org/assets/documents/Mind-2006.pdf> (24 Seiten),
Abgerufen am 07.04.2009

- **Gündel, Matthias (Rahmenbedingungen)**
Verbesserung der Rahmenbedingungen für Mezzanine-Finanzierungen,
[http://www.online-artikel.de/article/verbesserung-der-rahmenbedingungen -
fuer-mezzanine-finanzierungen-6175-1.html](http://www.online-artikel.de/article/verbesserung-der-rahmenbedingungen-fuer-mezzanine-finanzierungen-6175-1.html) (2 Seiten), 2008, Abgerufen am
07.04.2009
- **Gündel & Katzorke Rechtsanwaltsgesellschaft mbH (Perspektiven)**
Mit individueller Mezzanine-Finanzierung neue Perspektiven schaffen,
[http://www.prcenter.de/Mit-individueller-Mezzanine-Finanzierung-neue-
Perspektiven-schaffen.13022.html](http://www.prcenter.de/Mit-individueller-Mezzanine-Finanzierung-neue-Perspektiven-schaffen.13022.html) (2 Seiten), 2008, Abgerufen am 07.04.2009
- **IfM Bonn (KMU-Definition Bonn)**
KMU-Definition des IfM Bonn, <http://www.ifm-bonn.de/index.php?id=89>
(1 Seite), Abgerufen am 07.04.2009
- **Proventis GmbH (Maßgeschneiderte Finanzierung)**
Mezzanine – Maßgeschneiderte Finanzierung für den Mittelstand,
[http://www.proventis.de/attachments/090_070228%20Proventis%20Mezzanin
e-Brosch%C3%BCre.pdf](http://www.proventis.de/attachments/090_070228%20Proventis%20Mezzanine-Brosch%C3%BCre.pdf) (12 Seiten), Abgerufen am 07.04.2009
- **Szarek, Danuta (Rohrkrepierer)**
Mezzanine-Kapital mutiert zum Rohrkrepierer,
[http://www.welt.de/wirtschaft/article3097767/Mezzanine-Kapital-mutiert-
zum-Rohrkrepierer.html](http://www.welt.de/wirtschaft/article3097767/Mezzanine-Kapital-mutiert-zum-Rohrkrepierer.html) (3 Seiten), 2009, Abgerufen am 07.04.2009

Erklärung über die eigenständige Bearbeitung

„Hiermit versichere ich, dass die vorliegende Arbeit von mir selbstständig und ohne unerlaubte Hilfe angefertigt worden ist, insbesondere, dass ich alle Stellen, die wörtlich oder annähernd wörtlich aus Veröffentlichungen entnommen sind, durch Zitate als solche kenntlich gemacht habe.“

Bad Sachsa, 25. April 2009

Unterschrift