

Stirtz, Beate

Working Paper

Hybride Finanzierungsformen als Finanzierungsinstrumente mittelständischer Unternehmen

Wismarer Diskussionspapiere, No. 04/2007

Provided in Cooperation with:

Hochschule Wismar, Wismar Business School

Suggested Citation: Stirtz, Beate (2007) : Hybride Finanzierungsformen als Finanzierungsinstrumente mittelständischer Unternehmen, Wismarer Diskussionspapiere, No. 04/2007, Hochschule Wismar, Fakultät für Wirtschaftswissenschaften, Wismar

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/23358>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



Fakultät für Wirtschaftswissenschaften
Wismar Business School

Beate Stirtz

Hybride Finanzierungsformen als Finanzierungsinstrumente mittelständischer Unternehmen

Heft 04 / 2007



Wismarer Diskussionspapiere / Wismar Discussion Papers

Die Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Hochschule Wismar, University of Technology, Business and Design bietet die Präsenzstudiengänge Betriebswirtschaft, Management sozialer Dienstleistungen, Wirtschaftsinformatik und Wirtschaftsrecht sowie die Fernstudiengänge Betriebswirtschaft, Business Consulting, Business Systems, Facility Management, Quality Management, Sales and Marketing und Wirtschaftsinformatik an. Gegenstand der Ausbildung sind die verschiedenen Aspekte des Wirtschaftens in der Unternehmung, der modernen Verwaltungstätigkeit im sozialen Bereich, der Verbindung von angewandter Informatik und Wirtschaftswissenschaften sowie des Rechts im Bereich der Wirtschaft.

Nähere Informationen zu Studienangebot, Forschung und Ansprechpartnern finden Sie auf unserer Homepage im World Wide Web (WWW): <http://www.wi.hs-wismar.de/>.

Die Wismarer Diskussionspapiere/Wismar Discussion Papers sind urheberrechtlich geschützt. Eine Vervielfältigung ganz oder in Teilen, ihre Speicherung sowie jede Form der Weiterverbreitung bedürfen der vorherigen Genehmigung durch den Herausgeber.

Herausgeber: Prof. Dr. Jost W. Kramer
Fakultät für Wirtschaftswissenschaften
Hochschule Wismar
University of Technology, Business and Design
Philipp-Müller-Straße
Postfach 12 10
D – 23966 Wismar
Telefon: ++49/(0)3841/753 441
Fax: ++49/(0)3841/753 131
E-Mail: j.kramer@wi.hs-wismar.de

Vertrieb: HWS-Hochschule Wismar Service GmbH
Phillipp-Müller-Straße
Postfach 12 10
23952 Wismar
Telefon: ++49/(0)3841/753-574
Fax: ++49/(0) 3841/753-575
E-Mail: info@hws-wismar.de
Homepage: <http://cms.hws-wismar.de/service/wismarer-diskussions-brpapiere.html>

ISSN 1612-0884

ISBN 978-3-939159-19-3

JEL-Klassifikation G32

Alle Rechte vorbehalten.

© Hochschule Wismar, Fakultät für Wirtschaftswissenschaften, 2007.

Printed in Germany

I.	Inhaltsverzeichnis	
II.	Abbildungsverzeichnis	5
III.	Abkürzungsverzeichnis	6
1.	Einleitung	8
1.1.	Problemstellung	8
1.2.	Gang der Untersuchung	9
2.	Begriffsbestimmung	10
2.1.	Definition und Finanzierungsstruktur des deutschen Mittelstandes	10
2.1.1.	Mittelstandsdefinition	10
2.1.2.	Finanzierungsstruktur des Mittelstandes	12
2.1.2.1.	Interne Faktoren	13
2.1.2.2.	Externe Faktoren	14
2.1.2.3.	Zusammenfassende Übersicht	15
2.2.	Definition und grundlegende Charakteristika hybrider Finanzierungsinstrumente	15
3.	Die hybriden Finanzierungsinstrumente im Einzelnen	20
3.1.	Nachrangige Darlehen	21
3.1.1.	Vergütung	22
3.1.2.	Mitwirkungs- und Kontrollrechte	23
3.1.3.	Bilanzierung	23
3.1.4.	Eigenkapitalfunktion	24
3.2.	Stille Beteiligungen	24
3.2.1.	Abgrenzung zwischen typischer und atypischer Gesellschaft	26
3.2.2.	Vergütung	28
3.2.3.	Mitspracherechte	29
3.2.4.	Bilanzierung	29
3.2.5.	Eigenkapitalfunktion	31
3.3.	Partiarische Darlehen	31
3.3.1.	Vergütung	32
3.3.2.	Mitsprache- und Kontrollrechte	33
3.3.3.	Bilanzierung	33
3.3.4.	Eigenkapitalfunktion	33
3.4.	Genussrechte/Genussscheine	34
3.4.1.	Vergütung	36
3.4.2.	Mitspracherechte	36
3.4.3.	Bilanzierung	37
3.4.4.	Eigenkapitalfunktion	38
3.5.	Abgrenzung Stille Beteiligung, Partiarisches Darlehen, Nachrangdarlehen und Genussrechte	38

3.5.1.	Abgrenzung des Nachrangdarlehens vom Partiarischen Darlehen	39
3.5.2.	Abgrenzung der Stillen Gesellschaft vom Partiarischen Darlehen/ Nachrangdarlehen	40
3.5.3.	Abgrenzung des Genussrechtskapitals von der Stillen Gesellschaft und von den Darlehen	40
3.6.	Wandel- und Optionsanleihen	41
3.6.1.	Vergütung	42
3.6.2.	Mitspracherechte	42
3.6.3.	Bilanzierung	42
3.6.4.	Eigenkapitalfunktion	43
4.	Finanzierungsprozess und typische Anforderungen der Kapitalgeber	44
4.1.	Finanzierungsprozess	44
4.2.	Anforderungen	45
5.	Bewertung von Hybridem Kapital aus Sicht des zu finanzierenden Unternehmens	45
5.1.	Vorteile	46
5.2.	Nachteile	47
5.3.	Besonderheiten bei den einzelnen Finanzierungsinstrumenten	48
5.4.	Zwischenergebnis	49
6.	Fazit und Ausblick	49
IV.	Anhang	53
Anlage 1:	Musterklauseln für Nachrangabreden bei Nachrangigen Darlehen	53
Anlage 2:	Musterklauseln für gängige Gestaltungsmöglichkeiten der Gewinnbeteiligung eines Stillen Gesellschafters im Rahmen von Mezzanine-Finanzierungen	54
V.	Literatur	55
	Autorenangaben	59

II. Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Quantitative Merkmale des Mittelstandes nach der Definition des IfM	11
Abbildung 2:	Quantitative Merkmale der KMU nach der Definition der EU	11
Abbildung 3:	Bedeutung unterschiedlicher Finanzierungsoptionen für die derzeitige Unternehmensfinanzierung im Mittelstand	13
Abbildung 4:	Finanzierungsrelevante Merkmale beim Mittelstand	15
Abbildung 5:	Einordnung von Mezzanine-Kapital in die Bilanzstruktur	16
Abbildung 6:	Bestandteile der Vergütung von Mezzanine-Investoren im Zeitablauf	18
Abbildung 7:	Abgrenzung von Eigenkapital, Mezzanine-Kapital und Fremdkapital	19
Abbildung 8:	Rendite-Risiko-Struktur von hybriden Finanzierungs-Instrumenten	20
Abbildung 9:	Gegenüberstellung von typischer und atypischer stiller Gesellschaft	27
Abbildung 10:	Ausgestaltungsmöglichkeiten von Genussrechten	34
Abbildung 11:	Abgrenzung Stille Beteiligung, Partiarisches Darlehen, Nachrangdarlehen und Genussrechte	39
Abbildung 12:	Idealtypischer Ablauf einer Mezzanine-Finanzierung	44
Abbildung 13:	Hybride Finanzierungsinstrumente im Überblick	50

III. Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung	Bedeutung
Abs.	Absatz
AktG	Aktiengesetz
allg.	allgemein (e, es)
BB	Betriebs-Berater
BBK	Betrieb und Rechnungswesen: Buchführung, Bilanz, Kostenrechnung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen (Sammelband)
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
d. h.	das heißt
DB	Der Betrieb
Diss.	Dissertation
DStR	Deutsches Steuerrecht
EK	Eigenkapital
EStG	Einkommenssteuergesetz
EStG	Einkommenssteuergesetz
et al.	et alii
EU	Europäische Union
f.	folgende (-r, -s) (Singular)
FB	Finanz Betrieb
ff.	folgende (Plural)
FK	Fremdkapital
Fn.	Fußnote
gesetzl.	gesetzlich (e, es)
ggf.	gegebenenfalls
ggü.	gegenüber
GK	Gesamtkapital
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
grds.	grundsätzlich
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
h. M.	herrschende Meinung
Halbs.	Halbsatz
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
i. d. R.	in der Regel
i. E.	im Ergebnis
i. S. v.	im Sinne von
IAS	International Accounting Standard (s)
ibd.	ibidem (= ebenda; ebendort)
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer Deutschland e.V.
IfM	Institut für Mittelstandsforschung
IFRS	International Financial Reporting Standards

InsO	Insolvenzordnung
Inv.	Investment
Jg.	Jahrgang
KMU	kleine und mittlere Unternehmen
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LBOs	Leverage Buy Outs
LOI	Letter of Intend
m. E.	meines Erachtens
M. E.	Meines Erachtens
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
Mio.	Millionen
o.	oder
p. a.	per annum
S.	Satz, Seite
S. E.	seines Erachtens
sog.	sogenannt (e, er)
Tsd.	Tausend
u.	und
u. a.	unter anderem
v. a.	vor allem
vertragl.	vertraglich
vgl.	vergleiche
wirtschaftl.	wirtschaftlich (e, es)
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
z. B.	zum Beispiel
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

1. Einleitung

Als Einführung in die Thematik dieser Arbeit wird zunächst die Problemstellung vorgestellt. Im Anschluss daran erfolgen die Darstellung der untersuchten Teilbereiche und die Bestimmung wichtiger Begriffe.

1.1. Problemstellung

Den kleinen und mittelständischen Unternehmen kommt in der deutschen Wirtschaft eine herausragende Bedeutung zu. Sie machen 99,7 % aller deutschen Unternehmen aus und beschäftigen über 70 % aller Arbeitnehmer, tragen mit 46,7 % zur Bruttowertschöpfung aller Unternehmen bei, erwirtschaften 39,8 % aller steuerpflichtigen Umsätze, stellen fast 83 % aller Ausbildungsbildungsplätze und tätigen 51,5 % aller Bruttoinvestitionen.¹

Problematisch ist allerdings deren Finanzierungssituation. Denn gerade in den letzten Jahren ist der Kapitalbedarf auf Grund der hohen Innovationsgeschwindigkeiten, kürzeren Produktlebenszyklen und einer zunehmenden Wachstumsorientierung gestiegen (Kiethe 2006: 1763 m. w. N.), den kleine und mittelständische Unternehmen (KMU) – wie die nachfolgenden Ausführungen zeigen – weder durch reines Eigen- noch durch Fremdkapital problemlos gedeckt bekommen.

So haben KMU in Deutschland zunächst das Problem, dass sie eine – im Vergleich zu anderen Industrieländern und vor allem auch zu großen deutschen Unternehmen – dramatisch geringe Eigenkapitalausstattung aufweisen² und überdies wegen der geringen Ertragskraft regelmäßig nicht in der Lage sind, ihren (hohen) Kapitalbedarf über die Thesaurierung von Gewinnen abzudecken bzw. ihre Eigenkapitalausstattung nennenswert zu erhöhen (Koop/Maurer 2006: 31; i. E. auch Müller 2004: 162). Überdies scheidet die Beschaffung von Eigenkapital über die Börse – insbesondere wegen der hohen Voraussetzungen sowie der beträchtlichen Transaktions- und Dokumentationskosten – regelmäßig aus (Holzkämpfer 2001: 17) und auch die Finanzierung durch eigenkapitalgebende Finanzinvestoren stellt für die meisten mittelständischen Unternehmen keine geeignete Finanzierungsform dar, da dies

¹ *IfM*, <http://www.ifm-bonn.org/dienste/definition.htm>, abgerufen am 28.09.2006.

² So liegt die Eigenkapitalquote (Eigenkapitalquote = EK/GK) bei KMU im Durchschnitt bei gerade mal 7,5 %, mittelständische Kapitalgesellschaften weisen immerhin noch eine etwas höhere Eigenkapitalquote (16 %) auf. Auch im internationalen Vergleich stehen deutsche Unternehmen eher schlecht dar, denn Unternehmen in England, Frankreich und den USA erzielen häufig Eigenkapitalquoten von 30% bis 40 %. Optimal wäre eine Eigenkapitalausstattung von 20 % bis 30 %, vgl. *Kinne/ Kottmann*, Finanzierung – Rating, Mezzanine und Private Equity, erschienen in *Praxishandbuch des Mittelstandes*, S. 262.

grundsätzlich zu einer ungewollten Verwässerung der Beteiligung und der Gesellschafterrechte führt (Kiethe 2006: 1763 m. w. N.). Letztlich gestaltet sich auch die Beschaffung von (zusätzlichem) Fremdkapital über die Banken bei vielen kleinen und mittleren Unternehmen äußerst schwierig (Müller 2004: 163), was insbesondere auf den hohen Verschuldungsgrad³ und auf die neuen Bonitätsanforderungen der Banken im Rahmen von Basel II (vgl. dazu ausführlich Schneck 2006: 25ff) zurückzuführen ist.⁴ So verzeichnet ca. ein Drittel der KMU seit einigen Jahren zunehmende Schwierigkeiten bei der Kreditbeschaffung (Engel et al. 2006: 149).

Dementsprechend sind Literatur und Praxis derzeit auf der Suche nach einem Ausweg aus diesem Finanzierungsdilemma, um den Bestand des Mittelstandes sicherzustellen. Eine scheinbar gangbare Lösung für diese Situation stellt derzeit die Finanzierung mit hybriden Kapital (auch Mezzanine-Kapital genannt) dar, denn hiermit kann zumeist eine Verwässerung der Beteiligung verhindert und bei entsprechender Ausgestaltung eine Verbesserung der Bonität im Ratingprozess der Kreditinstitute erzielt werden, so dass zusätzlicher Kreditspielraum geschaffen werden kann (Kiethe 2006: 1763).

Ziel dieser Arbeit ist es daher, die wichtigsten hybriden Finanzierungsformen im Hinblick auf deren rechtlichen Strukturen und bilanziellen bzw. finanziellen Behandlung vorzustellen und auf ihre generelle Geeignetheit für den Mittelstand zu untersuchen sowie den Ablauf des Finanzierungsprozesses und die Anforderungen der Kapitalgeber an das kapitalsuchende Unternehmen darzustellen. Interessierten (Mittelständlern) liefert dieser Beitrag damit erste Anhaltspunkte dafür, ob und welche hybriden Finanzierungsformen für das jeweilige Unternehmen geeignet sind.

1.2. Gang der Untersuchung

Das erste Kapitel dieser Arbeit enthält als Einführung eine Darstellung der Problem- bzw. Zielstellung und einen Überblick über die untersuchten Teilbereiche.

Dem folgt im zweiten Kapitel eine Definition der für diese Arbeit wichtigen

³ Je kleiner das Unternehmen ist, desto höher ist der Verschuldungsgrad (Verschuldungsgrad = FK/EK). So betrug er bei Unternehmen mit einem Umsatz von 0,2 – 2,5 Mio. € durchschnittlich 48,9 %, bei Unternehmen mit einem Umsatz von 2,5 – 5 Mio. € durchschnittlich 38,2 %, bei Unternehmen mit einem Umsatz von 5 – 12,5 Mio. € durchschnittlich 36,3 % und bei Unternehmen mit einem Umsatz von 12,5 – 50 Mio. € durchschnittlich 31,5 %.; vgl. *Schneck* (2006: 18).

⁴ *Achleitner/Wahl* (2004: 1323) führen als weitere Gründe für die verminderte Bereitschaft der Banken, Kredite an KMU zu vergeben den zunehmenden internationalen Wettbewerb unter den Kreditinstituten, hohe Kreditausfälle und nicht marktgerecht bepreiste Kreditfinanzierungen in der Vergangenheit, den Wegfall der Gewährträgerhaftung und die Anstaltslast bei Landesbanken und Sparkassen an.

Begriffe „Mittelstand“ und „hybride Finanzierungsinstrumente“.

Im dritten Kapitel werden die einzelnen hybriden Finanzierungsinstrumente vorgestellt. Dabei wird insbesondere auf die rechtlichen Grundlagen, die Mitwirkungs- und Kontrollrechte, die Bilanzierung beim kapitalbedürftigen Unternehmen und die Beurteilung des zur Verfügung gestellten Kapitals im Ratingprozess näher eingegangen.

Das anschließende Kapitel beinhaltet den Ablauf des Finanzierungsprozesses und die Anforderungen des Kapitalgebers an das zu finanzierende Unternehmen.

Im fünften Kapitel werden die wesentlichen Vorteile und Nachteile hybrider Finanzierungsinstrumente herausgearbeitet und die diesbezüglichen Besonderheiten der einzelnen Finanzierungsinstrumente aufgezeigt.

Abgerundet wird diese Arbeit mit dem letzten Kapitel, das eine Zusammenfassung und einen Ausblick enthält.

2. Begriffsbestimmung

Da sich die vorliegende Arbeit mit den hybriden Finanzierungsformen für mittelständische Unternehmen befasst, wird in diesem Kapitel auf die Begriffe „Mittelstand“ und „hybride Finanzierungsinstrumente“ näher eingegangen.

2.1. Definition und Finanzierungsstruktur des deutschen Mittelstandes

In diesem Abschnitt wird zum einen der Mittelstand abgegrenzt und zum anderen auf die Besonderheiten der hierunter fallenden Unternehmen bei der Finanzierung eingegangen.

2.1.1. Mittelstandsdefinition

Für den Begriff des Mittelstandes existiert in Deutschland keine einheitliche Definition. In der Praxis verwendet man häufig die Mittelstandsdefinition des Institutes für Mittelstandsforschung (IfM) (Kamp/Solmecke 2005: 618). Danach werden zunächst folgende quantitative Merkmale herangezogen:

Abbildung 1: *Quantitative Merkmale des Mittelstandes nach der Definition des IfM*

Unternehmensgröße	Zahl der Beschäftigten	Umsatz € Jahr
klein	bis 9	bis unter 1 Mio.
Mittel	10 – 499	1 – 50 Mio.
Groß	ab 500	ab 50 Mio.

Quelle: *IfM*, <http://www.ifm-bonn.org/dienste/definition.htm>, abgerufen am 28.09.2006.

Dementsprechend wird also zwischen kleinen, mittleren und großen Unternehmen unterschieden, wobei zum Mittelstand nur die kleinen und mittelgroßen Unternehmen (KMU) gehören, d. h. also Unternehmen, die maximal 499 Beschäftigte haben und einen Umsatz von höchstens 50 Mio. € erwirtschaften.

In qualitativer Hinsicht erfüllen KMU eines oder mehrerer der folgenden Merkmale: Einheit von Eigentum und Führung, Familienorientierung, persönliches finanzielles Engagement des Managements sowie rechtliche und wirtschaftliche Unabhängigkeit (Wahl 2004: 26).

Seit dem 1. Januar 2005 existiert aber noch eine zweite Mittelstandsdefinition, die immer mehr Beachtung findet: die Definition der Europäischen Kommission (Schneck 2006: 13). Sie differenziert – wie nachfolgende Abbildung zeigt – zunächst anhand der quantitativen Merkmale Zahl der Beschäftigten, Jahresumsatz und Bilanzsumme zwischen kleinst, klein, mittel und groß.

Abbildung 2: *Quantitative Merkmale der KMU nach der Definition der EU*

Unternehmensgröße	Zahl der Beschäftigten	und	Umsatz € Jahr	oder	Bilanzsumme € Jahr
kleinst	bis 9		bis 2 Mio.		bis 2 Mio.
klein	bis 49		bis 10 Mio.		bis 10 Mio.
mittel	bis 249		bis 50 Mio.		bis 43 Mio.
groß	ab 250		ab 50 Mio.		ab 43 Mio.

Quelle: *IfM*, <http://www.ifm-bonn.org/dienste/definition.htm>, abgerufen am 28.09.2006.

Nach dieser Definition ist ein Unternehmen zunächst als KMU anzusehen, wenn es entweder maximal 250 Mitarbeiter beschäftigt und entweder einen Jahresumsatz von höchstens 50 Mio. € erwirtschaftet oder aber eine Bilanzsumme von höchstens 43 Mio. € aufweist. Zudem muss das Kriterium der Eigenständigkeit erfüllt sein, d. h. das Unternehmen darf regelmäßig nicht zu 25 % oder mehr des Kapitals oder der Stimmrechte im Besitz eines oder mehrerer Unternehmen gemeinsam stehen, welche die oben angeführten Schwellenwerte nicht erfüllen.⁵

In der vorliegenden Arbeit wird von der Definition des Institutes für Mittelstandsforschung ausgegangen, da diese bislang am gebräuchlichsten ist und sich hierauf der überwiegende Teil der in diesem Beitrag verwendeten Literatur bezieht. Danach gehören dem Mittelstand derzeit etwa 3,3 Mio. umsatzsteuerpflichtige Unternehmen an, die – wie in der Einleitung bereits dargestellt – insgesamt einen Anteil von 99,7 % aller Unternehmen ausmachen und einen erheblichen Teil aller Arbeits- und Ausbildungsplätze stellen sowie einen beträchtlichen Teil aller Umsätze erwirtschaften und damit für die deutsche Wirtschaft von herausragender Bedeutung sind.⁶

2.1.2. Finanzierungsstruktur des Mittelstandes

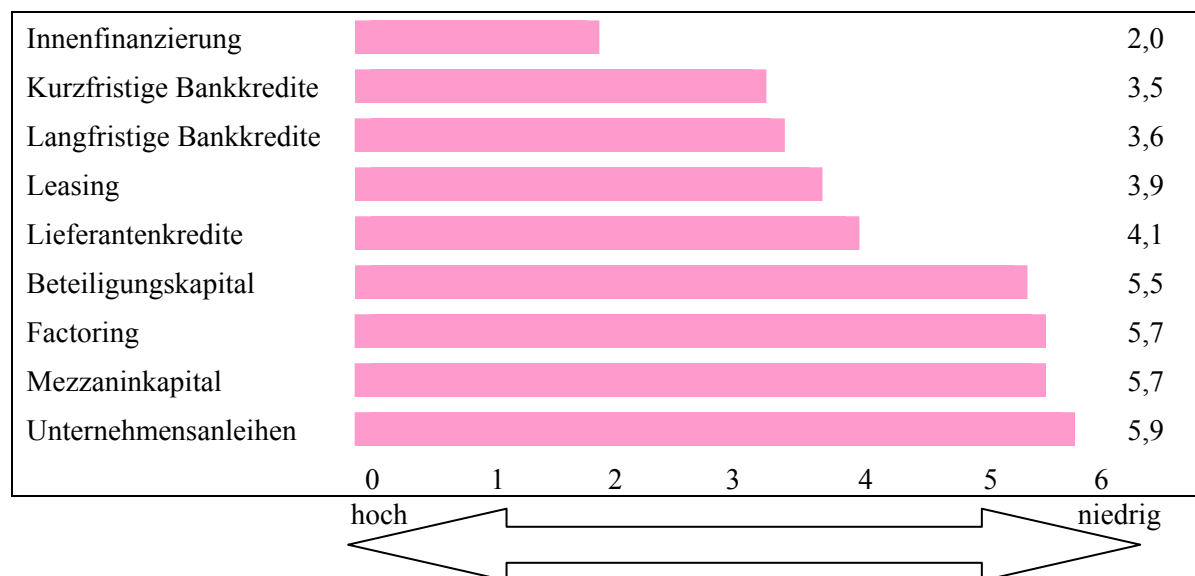
Der Mittelstand in Deutschland finanziert sich seit jeher hauptsächlich über die Innenfinanzierung (i. d. R. aus einbehaltenen Gewinnen) und über das klassische Fremdkapital (Bankkredite).⁷ Dabei wird größter Wert auf die Innenfinanzierung gelegt, Bankkredite kommen Untersuchungen zu Folge für die meisten KMU nur in Frage, wenn das Innenfinanzierungspotential nicht ausreicht. Mezzanine-Finanzierungen werden bislang hingegen nur von sehr wenigen, zumeist größeren Mittelständlern in Betracht gezogen. Dies verdeutlicht folgende Abbildung:

⁵ http://www.paderborn.de/wirtschaft/download/KMU-Definition-ab_2005.pdf, abgerufen am 30.12.2006; http://ec.europa.eu/enterprise/enterprise_policy/sme_definition/sme_us er_guide_de.pdf, abgerufen am 30.12.2006.

⁶ *IfM*, <http://www.ifm-bonn.org/dienste/definition.htm>, abgerufen am 28.09.2006.

⁷ Hierzu und im Folgenden *Engel et al.* (2006: 140f).

Abbildung 3: Bedeutung unterschiedlicher Finanzierungsoptionen für die derzeitige Unternehmensfinanzierung im Mittelstand (0 = hoch, 6 = niedrig)



Quelle: Engel et al. (2006: 141).

Allerdings erweist sich die Unternehmensfinanzierung allein über die beiden Säulen Gewinnerwirtschaftung und Bankkredite als äußerst schwierig, was – wie nachfolgende Ausführungen zeigen – sowohl auf interne als auch auf externe Faktoren zurückzuführen ist.

2.1.2.1. Interne Faktoren

KMU sind zunächst durch eine sehr geringe Eigenkapitalausstattung gekennzeichnet. Die Eigenkapitalquote bei Mittelständlern liegt im Durchschnitt bei 9,5 %, wobei auffällig ist, dass diese mit zunehmender Größe steigt. So beträgt sie bei Unternehmen mit 0,5 bis 2,5 Mio. € Umsatz nur 2,8 %, wohingegen Unternehmen mit einem Jahresumsatz von 12,5 bis 50 Mio. € schon eine Eigenkapitalquote von ca. 18,4 % aufweisen.⁸

Darüber hinaus ist das Innenfinanzierungspotential von KMU sehr beschränkt, da diese häufig mit einer unzureichenden Ertragssituation kämpfen. So weisen diese Unternehmen im Durchschnitt eine sehr niedrige Umsatzrentabilität und kein oder nur ein geringes Umsatzwachstum auf. Teilweise sind die Umsätze sogar rückläufig. Ebenso erwirtschaftet ein beträchtlicher Teil keine Gewinne oder muss sogar Verluste hinnehmen.⁹

Mit Blick auf die obigen Ausführungen dieses Abschnittes verwundert es nicht, dass der Verschuldungsgrad von KMU relativ hoch ist. Dieser beträgt

⁸ Für diesen Absatz Schneck (2006: 18f).

⁹ Für diesen Absatz Kamp/Solmecke (2005: 619f); Schneck (2006: 18).

bei Unternehmen mit einem Umsatz von 0,2 – 2,5 Mio. € durchschnittlich 48,9 %, bei Unternehmen mit einem Umsatz von 2,5 – 5 Mio. € durchschnittlich 38,2 %, bei Unternehmen mit einem Umsatz von 5 – 12,5 Mio. € durchschnittlich 36,3 % und bei Unternehmen mit einem Umsatz von 12,5 – 50 Mio. € durchschnittlich 31,5 %.¹⁰

Nicht gerade positiv stellen sich auch die Entwicklungsperspektiven vieler KMU dar, denn der typische Mittelständler befindet sich auf einem stagnierenden Markt mit stark beschränkten Innovationsmöglichkeiten. Auch werden nur sehr eingeschränkt Investitionen getätigt, was sich negativ auf die Entwicklungsfähigkeit auswirkt.¹¹

Des Weiteren leidet der Mittelstand an hohen Informationsdefiziten bzw. -asymmetrien und ist oftmals nicht uneingeschränkt bereit, gegenüber Fremdkapitalgebern Transparenz zu schaffen (Kamp/Solmecke 2005: 619).

Letztlich sind KMU sehr familiengeprägt, d. h. das Management obliegt oftmals einem Familienmitglied und nicht einem eventuell besser qualifizierten Außenstehenden. Auch legen Mittelständler besonderen Wert darauf, dass das Unternehmen ausschließlich in „Familienhänden“ bleibt, so dass „fremde“ Eigenkapitalgeber wegen der Verwässerung der Unternehmensanteile oftmals nicht als Finanzierungsalternative in Betracht gezogen werden. Hinzukommend werden derartige Unternehmen zumeist in der Rechtsform einer Personengesellschaft geführt, so dass der Zugang zum Kapitalmarkt in jedem Fall verschlossen bleibt.¹²

2.1.2.2. Externe Faktoren

Letztlich basiert die Finanzierungsproblematik der KMU aber nicht nur auf interne Spezifika, sondern auch auf Faktoren, die das Unternehmen nicht beeinflussen kann. Hier ist insbesondere die restriktive Vergabep Praxis der Banken zu nennen. Diese sind wegen den hohen Anforderungen im Rahmen von Basel II, dem zunehmenden internationalen Wettbewerb unter den Kreditinstituten, hoher Kreditausfälle und nicht marktgerecht bepreister Kreditfinanzierungen in der Vergangenheit sowie des Wegfalls der Gewährträgerhaftung und der Anstaltslast bei Landesbanken und Sparkassen nur noch sehr eingeschränkt bereit, Kredite an KMU auszugeben.¹³ So klagen seit dem Jahr 2001 über 30 % der Mittelständler über zunehmende Schwierigkeiten bei der Kreditbeschaffung.¹⁴ Als Gründe hierfür gaben die vom KfW befragten Unternehmen insbesondere das Verlangen zusätzlicher Sicherheiten, die höheren Anforderungen

¹⁰ Für diesen Absatz *Schneck* (2006: 18f).

¹¹ Für diesen Absatz *Kamp/Solmecke* (2005: 620).

¹² Für diesen Absatz *Kamp/Solmecke* (2005: 620).

¹³ *Achleitner/Wahl* (2004: 1323); siehe dazu auch *Engel et al.* (2006: 146ff).

¹⁴ Hierzu und im Folgenden *Engel et al.* (2006: 149f).

an die Offenlegung und Dokumentation von Unternehmensinformationen sowie Probleme, überhaupt noch Kredite zu bekommen, an.

2.1.2.3. Zusammenfassende Übersicht

Zusammenfassend ist der Mittelstand also durch folgende Finanzierungsstruktur bzw. -situation gekennzeichnet:

Abbildung 4: Finanzierungsrelevante Merkmale beim Mittelstand

Interne Faktoren				Externe Faktoren
Finanzwirtschaftliche Kennzahlen	Informationsverhalten	Unternehmens-tradition	Entwicklungspotential	Restriktive Vergabep Praxis der Banken
<ul style="list-style-type: none"> ■ geringe Eigenkapitalquote ■ geringes Innenfinanzierungspotential, da geringe Umsatzrentabilität ■ hoher Verschuldungsgrad 	<ul style="list-style-type: none"> ■ hohes Informationsdefizit (durch unzureichendes Controlling) ■ geringe Bereitschaft zur Transparenz ■ hohe Informationsasymmetrien, die zu hohen Kapitalkosten führen 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Vermeidung der Verwässerung der Unternehmens-tradition ■ stark über-personell Personengesellschaft, daher kein Kapitalmarktzugang ■ Auswahl des Management nach Familienzugehörigkeit und nicht nach Know-How 	<ul style="list-style-type: none"> unzureichende Entwicklungsperspektiven, da ■ kein o. nur geringes Wachstum und ■ geringe Investitionen 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe ■ Banken verlangen v. a. mehr Sicherheiten und stellen höhere Anforderungen an die Unternehmenstransparenz bei der Vergabe von FK

Quelle: Mit Änderungen entnommen aus *Kamp/Solmecke* (2005: 621).

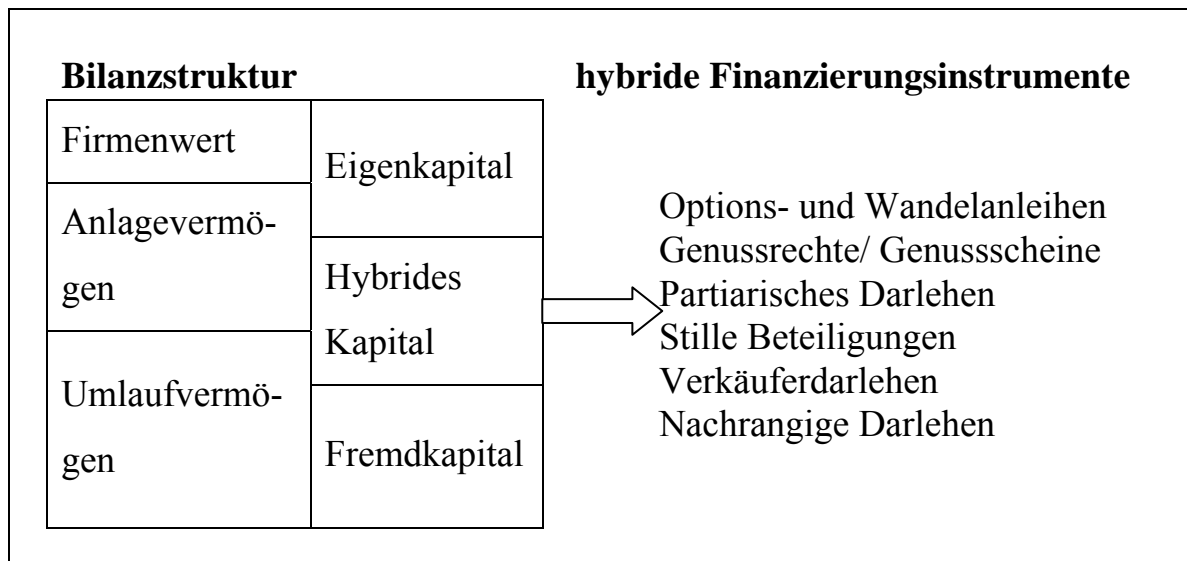
2.2. Definition und grundlegende Charakteristika hybrider Finanzierungsinstrumente

„Als hybrid werden die Finanzierungsinstrumente bezeichnet, mit denen nicht ‚reine‘ Eigen- oder ‚reine‘ Fremdkapitalansprüche verbunden sind. Es sind Mischformen“ (Drukarczyk 1993: 581). Sie werden auch als Mezzanine-Kapital bezeichnet (Rudolph 2004: 14). Der Begriff „Mezzanine“ stammt aus der Architektur und bezeichnet das Zwischengeschoss zwischen zwei Hauptstockwerken („Mezzanino“).¹⁵ Übertragen auf die Unternehmensfinanzierung

¹⁵ Hierzu und im Folgenden *Nelles/Klusemann* (2003: 6).

steht Mezzanine-Kapital für Finanzierungsformen, die eine Zwischenstellung zwischen Eigen- und Fremdkapital einnehmen und Merkmale beider Kapitalformen aufweisen (vgl. dazu Abbildung 5). In der Betriebswirtschaft wird dieser Begriff seit Mitte der 1980er Jahre verwendet, wobei er in Deutschland erst seit den letzten Jahren verstärkt gebraucht wird (Kurz 2006: 2 m. w. N.). In der vorliegenden Arbeit werden beide Begrifflichkeiten verwendet.

Abbildung 5: Einordnung von hybridem Kapital in die Bilanzstruktur



Quelle: Mit wenigen Änderungen entnommen aus *Werner* (2004: 14).

Bevor im Folgenden näher auf die wesentlichen Merkmale von hybriden Finanzierungsformen eingegangen wird, erscheint es sinnvoll, zunächst die typischen Merkmale von Eigen- und Fremdkapital zu skizzieren, um dann anschließend eine Abgrenzung zum Mezzanine-Kapital vorzunehmen.

In der Literatur werden für die Unterscheidung von idealtypischem Eigen- und Fremdkapital üblicherweise nachfolgende Kriterien herangezogen (Thiele 1998: 37; Küting/Dürr 2005a: 1529):

- Beteiligung am Vermögen
- Beteiligung am Erfolg
- Haftung
- Zeitliche Verfügbarkeit des Kapitals und
- Herrschaftsrechte.

Idealtypisches Eigenkapital ist zunächst dadurch gekennzeichnet, dass der (Eigen-) Kapitalgeber (Mit-)Eigentümer der Unternehmung wird, woraus für ihn bestimmte Mitwirkungs-, Mitsprache-, Zustimmungs- und Kontrollrechte (Häger/Elkemann-Reusch 2004: 22 Rn. 3) sowie der Anspruch auf Teilhabe am Gewinn und Liquidationserlös (Küting/Dürr 2005a: 1529) des Unternehmens resultieren. Darüber hinaus wird Eigenkapital grundsätzlich unbefristet

überlassen und fungiert als Verlustpuffer und als Haftungsfonds für die Gesellschaftsgläubiger im Insolvenzfall (Häger/Elkemann-Reusch 2004: 22 Rn. 3).

Beim klassischen Fremdkapital hingegen stellt der Kapitalgeber dem Unternehmen als Kapitalnehmer auf Grund einer schuldrechtlichen Vereinbarung für eine bestimmte Zeit Kapital zur Verfügung. Als Gegenleistung erhält er eine fest vereinbarte Verzinsung. Charakteristisch für idealtypisches Fremdkapital sind demnach vor allem die zeitlich befristete Kapitalüberlassung, der Rückzahlungsanspruch in Höhe des Nominalbetrages und der feste (von der Ertragslage des Unternehmens unabhängige) Zinsanspruch des Kreditgebers (Häger/Elkemann-Reusch 2004: 22 Rn. 4).

Mezzanine Kapital vereint – wie bereits eingangs erwähnt – sowohl Merkmale des Eigen- als auch Merkmale des Fremdkapitals. Obwohl in der Praxis eine Vielzahl von Gestaltungsformen zu finden ist, lassen sich grundsätzlich folgende Kernelemente ausmachen:¹⁶

- Nachrangigkeit

Die Investoren werden im Bezug auf sonstige Gläubiger nachrangig und im Bezug auf Eigenkapitalgeber vorrangig behandelt, d. h. dass die Kapitalgeber im Liquidations- oder Insolvenzfall erst dann Befriedigung erlangen, wenn die Forderungen der sonstigen Gläubiger (erstrangige Gläubiger) beglichen sind.

- keine Besicherung

Hybrides Kapital wird – im Gegensatz zur klassischen Kreditfinanzierung – in der Regel ohne Verlangen von Sicherheiten oder allenfalls gegen Sicherheiten mit Rangrücktritt überlassen.

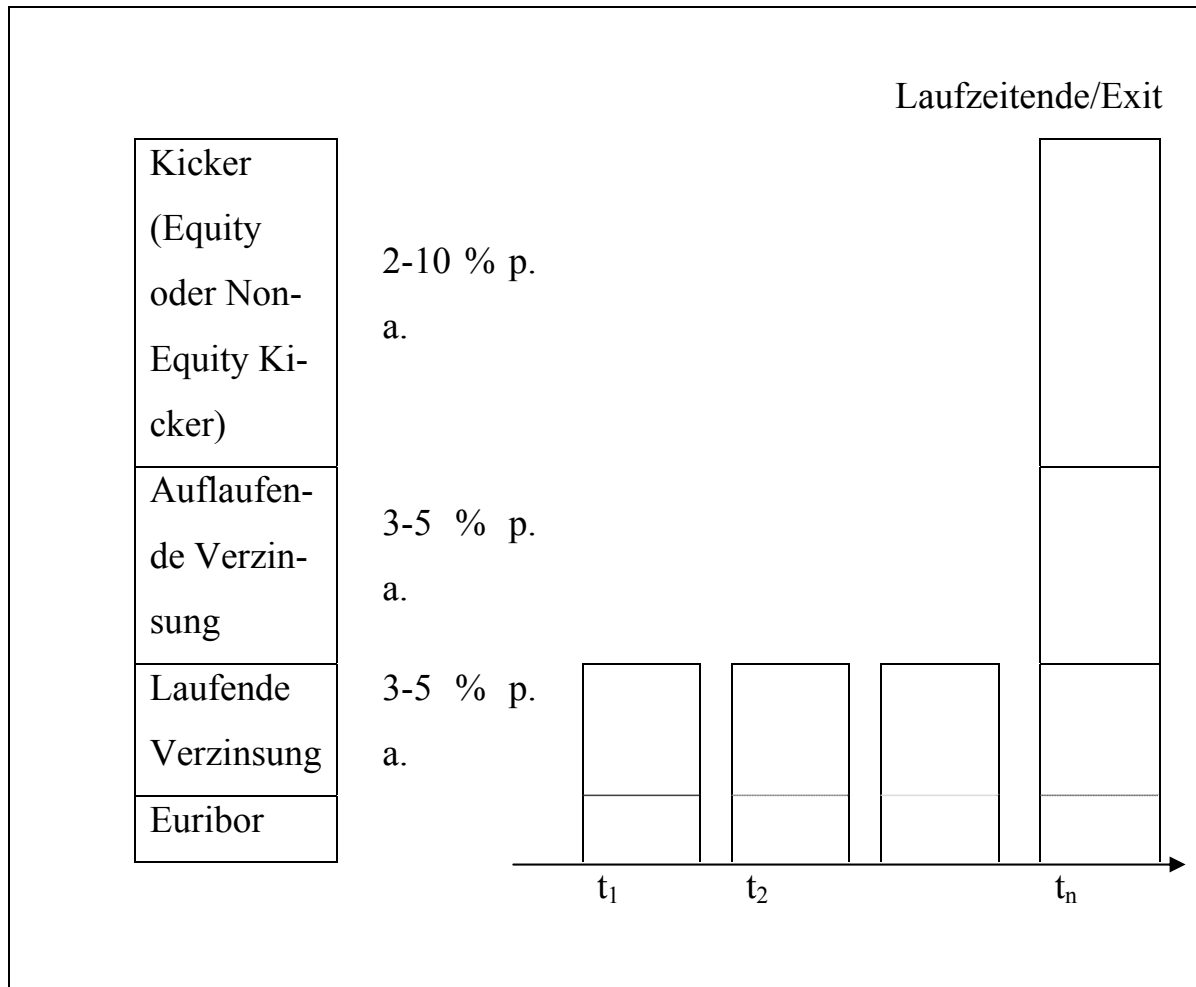
- höhere Finanzierungskosten gegenüber der klassischen Fremdkapitalfinanzierung

Auf Grund der Nachrangigkeit gegenüber vorrangigen Kreditkapitalgebern und der fehlenden Besicherung verlangen die Mezzanine-Investoren eine wesentlich höhere Vergütung als dies bei klassischen Krediten der Fall ist. Die Renditeerwartungen der Kapitalgeber liegen zwischen 8 % und 20 %. Die Rendite setzt sich in der Regel aus einer laufenden Verzinsung, einer auflaufenden, endfälligen Verzinsung und/ oder einem (Equity) Kicker am Ende der Laufzeit oder später zusammen. Dabei sind die verschiedenen Vergütungselemente in der Praxis zumeist so ausgestaltet, dass der Kapitalgeber während der Laufzeit (zur Schonung der Liquidität des zu finanzierenden Unternehmens) nur eine geringe Mindestverzinsung in Höhe von ca. 3-5 % p. a. und bei seinem Exit oder am Ende der Laufzeit noch eine the-

¹⁶ Volk (2003: 1224); Nelles/Klusemann (2003: 6f); Streit et al. (2004a: 1112ff); Häger/Elkemann-Reusch (2004: 23 Rn. 6); Golland et al. (2005: 2, 15); Holzkämpfer (2001: 21f); Enz/Ravara (2005: 8); Gerke/Bank (2003: 439); Müller (2003: 23f); Kamp/Solmecke (2005: 621); Bock (2005: 1067f).

saurierte Verzinsung in Höhe von 3-5 % und einen Equity-Kicker in Höhe von 2-10 % p. a. erhält (vgl. dazu Abbildung 6).

Abbildung 6: Bestandteile der Vergütung von Mezzanine-Investoren im Zeitablauf



Quelle: Entnommen aus *Bock*, Steuerliche und bilanzielle Aspekte mezzaniner Nachrangdarlehen, S. 1067.

- die Vergütung für die Kapitalüberlassung stellt in der Regel Betriebsaufwand dar
Die Zinsen für die Kapitalbereitstellung sind – sofern keine Mitunternehmerschaft besteht - grundsätzlich als Betriebsausgaben steuerrechtlich abziehbar und mindern dementsprechend den Gewinn.
- zeitlich befristete Kapitalüberlassung
Hybrides Kapital wird grundsätzlich für einen befristeten Zeitraum überlassen. Dieser beträgt in der Regel drei bis zehn Jahre.
- Kontroll-, Informations- und Mitspracherechte
Die Kapitalgeber verzichten weitgehend auf Mitspracherechte im operati-

ven Geschäft, verlangen dafür aber weitreichende Kontroll- und Informationsrechte.

Zusammenfassend können Eigenkapital, Mezzanine-Kapital und Fremdkapital wie folgt abgegrenzt werden:

Abbildung 7: Abgrenzung von Eigenkapital, Mezzanine-Kapital und Fremdkapital

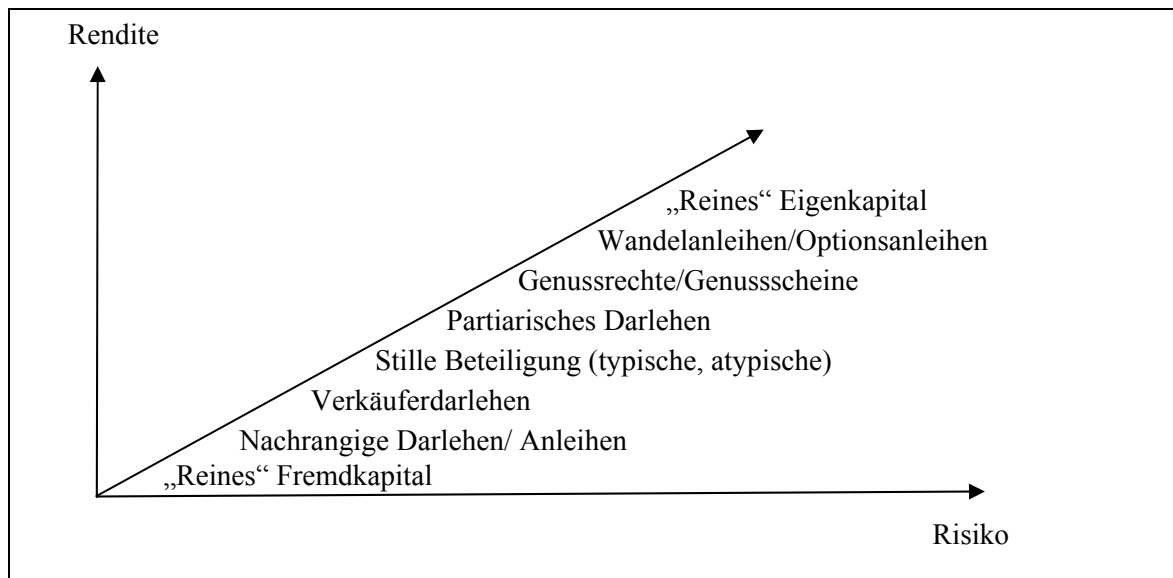
Kriterien	Eigenkapital	Mezzanine-Kapital	Fremdkapital
Rechtliche Stellung	(Mit-) Eigentümer	gestaltungsabhängig	Gläubigerstellung
Haftung	mindestens in Höhe der Einlage	im Ausmaß des in Eigenkapital gewandelten Anspruchs	keine Haftung
Insolvenzfall	volle Haftung	nachrangige Bedienung	vorrangige Bedienung
Erfolgsbeteiligung	Teilhabe am Gewinn und Verlust	erfolgsabhängige Verzinsungsanteile	i. d. R. fixer Zinsanspruch, kein GuV-Anteil
Vermögensbeteiligung	Quotalanspruch (wenn Liquidationserlös > Schulden)	ggf. über Equity-Kicker	nein, Nominalanspruch in Höhe der Gläubigerforderung
Geschäftsleitung	grds. dazu berechtigt	Kontroll- und Mitspracherechte möglich	grds. ausgeschlossen
Kapitalüberlassung	unbefristet	befristet, i. d. R. endfällig	befristet
Besicherung	keine	keine oder mit Rangrücktritt	(vorrangige) Kreditsicherheiten
Steuerbelastung	Gewinnbesteuerung	Zinsen als Aufwand absetzbar	Zinsen als Aufwand absetzbar
Liquiditätsbelastung	nicht fix, nur bei Gewinnausschüttung	flexibel gestaltbar	fix (Zinsen und Tilgung)
Renditeerwartung	ca. 25 – 30 %	ca. 8 – 20 %	ca. 5 – 9 %

Quelle: Mit wenigen Änderungen entnommen aus *Häger/Elkemann-Reusch* (2004: 24 Rn. 8) und *Holz kämpfer* (2001: 20).

3. Die hybriden Finanzierungsinstrumente im Einzelnen

Hybride Finanzierungsinstrumente können – wie bereits unter Kapitel 2.2. dargestellt – nicht ohne Weiteres dem Eigen- oder dem Fremdkapital zugeordnet werden, da sie Eigenschaften beider Kapitalformen aufweisen. Hierzu gehören die in der nachfolgenden Übersicht dargestellten Ausprägungsformen, die nach ihren Risiko-Rendite-Charakteristika geordnet sind. Diese Instrumente werden in diesem Kapitel in der abgebildeten Reihenfolge näher vorgestellt. Dabei wird insbesondere auf die rechtlichen Grundlagen, die Rechte des Kapitalgebers, die Bilanzierung beim zu finanzierenden Unternehmen (nach HGB und IAS/IFRS) und die Beurteilung des zur Verfügung gestellten Kapitals im Ratingprozess näher eingegangen. Auf die Darstellung des Verkäuferdarlehens¹⁷ als hybrides Finanzierungsinstrument wird allerdings bewusst verzichtet, da dieses keine Weiterreichung von liquiden Mitteln an das zu finanzierende Unternehmen und dementsprechend keine bilanziellen Auswirkungen nach sich zieht (Werner 2004: 38).

Abbildung 8: Rendite-Risiko-Struktur von hybriden Finanzierungsinstrumenten



Quelle: Mit Änderungen entnommen aus Rudolph (2004: 15).

¹⁷ Das Verkäuferdarlehen kommt vor allem bei Akquisitionsfinanzierungen und LBOs zum Einsatz. Hierbei handelt es sich um „eine Stundung des Kaufpreises durch den ehemaligen Eigentümer in der Form eines Darlehens über einen Teil des Kaufpreises“, vgl. Rudolph (2004: 14).

3.1. Nachrangige Darlehen

Das Nachrangdarlehen (auch als Junior Debt oder Suordinated Debt bezeichnet) ist ein Darlehen im Sinne von §§ 488 ff. BGB, welches insbesondere dadurch gekennzeichnet ist, dass es im Gegensatz zum klassischen Bankkredit – auf Grund vertraglicher Vereinbarung (sog. Rangrücktrittsvereinbarung) – im Liquidations- oder Insolvenzfall (gegenüber im Vorfeld festgelegten Forderungen) nachrangig behandelt wird und nicht oder nur zweitrangig besichert ist.¹⁸ Für den Darlehensnehmer vorteilhaft ist insoweit, dass dieser neben seinen für die Senior-Darlehen bereits zur Verfügung gestellten Sicherheiten keine weiteren Sicherheiten mehr gewähren muss. Als Darlehensgeber treten zu meist Kapitalgeber auf, die dem Unternehmen auch schon Senior-Darlehen gewährt haben. Darlehensnehmer sind regelmäßig solche Unternehmen, deren Cash Flow und Wert des Aktivvermögens die Aufnahme (weiterer) klassischer Bankkredite nicht mehr zulässt (Häger/Elkemann-Reusch 2004: 181 Rn. 458).

Die Rangrücktrittsvereinbarung stellt einen Vertrag eigener Art im Sinne von § 311 Abs. 1 BGB dar und kann zwischen den Vertragsparteien frei ausgehandelt werden (Golland et al. 2005: 19). Man unterscheidet zwischen einem „einfachen“, „harten“ und „qualifizierten“ Rangrücktritt.¹⁹ Der einfache Rangrücktritt hat zum Inhalt, dass die Rückzahlung des überlassenen Kapitals nur dann erfolgt, wenn die vorrangigen Verbindlichkeiten getilgt sind. Bei einem harten Rangrücktritt darf das Darlehen nur aus künftigen Jahresüberschüssen, einem Liquidationsüberschuss oder aus einem weiteren, nicht zur Tilgung sonstiger Verbindlichkeiten notwendigen Vermögen zurückgezahlt werden. Ein qualifizierter Rangrücktritt hat zum Inhalt, dass der Kapitalgeber – bis zur Überwindung der Krise – seine Forderung hinter die Forderungen aller übrigen Gläubiger des Kapitalnehmers stellt und die Tilgung seiner Verbindlichkeit erst mit der Einlagerückgewähr der Gesellschafter erfolgt. Zur besseren Verständlichkeit sind im Anhang (Anlage 1) einige Musterklauseln dargestellt. In der Praxis wird ein qualifizierter Rangrücktritt nur in Ausnahmefällen – nämlich erst dann, wenn und soweit dies zur Vermeidung der Überschuldung notwendig ist – vereinbart (Häger/Elkemann-Reusch 2004: 181 Rn. 458). Der Regelfall ist demnach also der einfache bzw. harte Rangrücktritt. Vertragsparteien sind dabei im Allgemeinen der Nachrangdarlehensgeber, der Senior-Darlehensgeber und der Darlehensnehmer.²⁰

¹⁸ Hierzu und im Folgenden *Golland et al.* (2005: 18f). Gestaltungsformen des Nachrangdarlehens sind z. B. der unbesicherte Buchkredit oder das Schuldscheindarlehen, vgl. *Müller* (2004: 169).

¹⁹ Hierzu und im Folgenden *Janssen* (2005: 1895f).

²⁰ Hierzu und im Folgenden *Wagner/Lehmann* (2006: 249). Es ist allerdings auch möglich, dass die Rangrücktrittsvereinbarung ohne den Darlehensnehmer geschlossen wird, wobei diese Variante in der Praxis nicht zu empfehlen ist, da hierdurch die Rechtsbezie-

Derartige Nachrangabreden bewirken, dass der Nachrangdarlehensgeber sowohl bei der Tilgung des Darlehens als auch in der Insolvenz nachrangig behandelt wird. Nachrangigkeit bei der Tilgung des Darlehens heißt, dass der Junior-Darlehensgeber erst nach vollständiger Rückzahlung der bestehenden (erstrangigen) Senior-Darlehen einschließlich Zinsen einen Anspruch auf Tilgung seines Darlehens hat. Zinszahlungen können hingegen – je nach Ausgestaltung – auch schon während des Bestehens (erstrangiger) Senior-Darlehen fällig sein. Nachrangigkeit in der Insolvenz bedeutet, dass der Mezzanine-Investor im Insolvenzfall erst dann Befriedigung erlangt, wenn alle Forderungen der Aussonderungsberechtigten (§ 47 ff. InsO), der Absonderungsberechtigten (§§ 49 ff. InsO), der Massegläubiger (§§ 53 ff. InsO) und der Senior-Darlehensgeber befriedigt sind. Je nach Ausgestaltung der Nachrangabrede kann seine Forderung auch noch im Verhältnis zu sonstigen Gläubigern im Sinne von § 38 InsO nachrangig sein (vgl. § 39 InsO).²¹

In der Praxis werden Nachrangdarlehen in der Regel für eine Laufzeit von maximal 8 Jahren und ab einem Mindestvolumen von 500.000 € zur Verfügung gestellt (Holzkämpfer 2001: 23).

3.1.1. Vergütung

Bedingt durch das höhere Ausfallrisiko verlangt der Nachrangdarlehensgeber in der Regel eine höhere Vergütung (Verzinsung) als sonstige Fremdkapitalgeber (Streit et al. 2004a: 1115). Er erwartet je nach Ausgestaltung eine Rendite von ca. 10 bis 18 % der Finanzierungssumme (Werner 2004: 85), die üblicherweise aus einem festen Zinssatz besteht, der entweder während der Laufzeit anteilig oder endfällig zu entrichten ist (Wagner/Lehmann 2006: 252). Möglich und üblich ist auch eine Kombination aus einem laufend zu zahlenden Zins-Entgelt und einer über die Laufzeit thesaurierte Verzinsung (von Einem et al. 2005: 11). Unter Umständen wird auch eine am Erfolg des Unternehmens (Darlehensnehmer) orientierte variable Vergütung und/ oder die Ausstattung des Darlehensgebers mit einem sog. Equity-Kicker vereinbart.²² Mit letzterem Vergütungselement wird dem Kapitalgeber eine Beteiligung an der Wertsteigerung des Unternehmens eingeräumt, indem ihm entweder Bezugsrechte auf Vollgesellschaftsanteile wie beispielsweise Wandel- oder Optionsanleihen²³ („echte“ Equity-Kicker) oder erfolgsabhängige Sonderzahlung gewährt werden („virtueller“ Equity-Kicker bzw. Non-Equity-Kicker) (Wagner/Lehmann 2006: 252). Der Non-Equity-Kicker wird regelmäßig am Ende

hungen der Betroffenen unnötig erschwert werden, vgl. *Wagner/Lehmann* (2006: 249).

²¹ Für diesen Absatz *Golland et al.* (2005: 18f).

²² *Golland/ Gehlhaar/ Grossmann/ Eickhoff-Kley/ Jänisch*, Mezzanine-Kapital, erschienen in: *BB-Special* 2005, S. 19.

²³ Siehe dazu ausführlich Kapitel 3.5.

der Laufzeit realisiert (Hofert/Ahrends 2005: 1299). Eine direkte Beteiligung am Verlust des zu finanzierenden Unternehmens trägt der Darlehensgeber nicht (Streit et al. 2004a: 1115).

3.1.2. Mitwirkungs- und Kontrollrechte

Bei fehlender vertraglicher Abrede hat der Darlehensgeber keine besonderen Mitwirkungs- und Kontrollrechte. Ihm steht dann lediglich ein sich aus den nach den allgemeinen Rechtsgrundsätzen der §§ 242, 259, 315, 810 BGB ergebendes Auskunfts- und Rechnungslegungsrecht zu (Hofert/Ahrends 2005: 1299 m. w. N.). In der Praxis verlangen die Kapitalgeber allerdings häufig detaillierte, zeitnahe Informationen über den Geschäftsverlauf (Leopold/Reichling 2004: 1362) und lassen sich bestimmte gesellschaftertypische Einflussmöglichkeiten wie beispielsweise einen Sitz im Aufsichtsrat/ Beirat des Unternehmens einräumen.²⁴ Dies ist jedoch insoweit problematisch, als dass die Gewährung von Mitwirkungs- und Kontrollrechten, die die Gleichstellung des Nachrangdarlehensgeber mit einem Gesellschafter nahe legen, bei Kapitalgesellschaften und Personengesellschaften ohne persönlich und unbeschränkt haftende, natürliche Personen zur Anwendung des Kapitalerhaltungs- und Eigenkapitalersatzrechtes (§§ 30 ff. GmbHG) führen können.²⁵

3.1.3. Bilanzierung

Das Nachrangdarlehen vereint regelmäßig die idealtypischen Merkmale des klassischen Fremdkapitals und ist daher sowohl in einem HGB-Abschluss²⁶ als auch in einem IAS/IFRS-Abschluss als langfristige Verbindlichkeit auszuweisen (Hofert/Ahrends 2005: 1299 m. w. N.). Daran ändert auch der Rangrücktritt nichts, da die Forderung des Kapitalgebers nicht erlischt, sondern weiterhin geschuldet wird und das zu finanzierende Unternehmen wirtschaftlich belastet (o. V. 2006: 1244; Kurz 2006: 55).

Die Vereinbarung eines Equity-Kickers hat keinen Einfluss auf die Bilanzierung nach HGB. Dagegen wird eine solche Vergütungskomponente nach

²⁴ Kurz, *Mezzanine Finanzierungsinstrumente für mittelständische Unternehmen: Rechtliche Gestaltung, Bilanzierung und steuerliche Behandlung*, S. 30 m. w. N.; Häger/Elkemann-Reusch, *Mezzanine Finanzierungsinstrumente*, S. 185 Rn. 465.

²⁵ Hofert/Ahrends (2005: 1299 m. w. N.); ausführlich Häger/Elkemann-Reusch (2004: 185ff Rn. 465ff).

²⁶ Je nach dem, von wem das nachrangige Darlehen gewährt wird, erfolgt ein Ausweis als „Verbindlichkeit gegenüber Kreditinstituten“ (Darlehensgeber ist ein Kreditinstitut), unter der Position „Verbindlichkeiten gegenüber Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht“ (Investor selbst ist Unternehmer) bzw. als „sonstige Verbindlichkeit“ (Darlehensgeber ist eine Privatperson), vgl. Werner (2004: 87).

IFRS getrennt nach der sog. „split-accounting“-Methode ausgewiesen.²⁷

3.1.4. Eigenkapitalfunktion

In der Bilanzanalyse und im Ratingprozess der Banken hingegen wird dieses zur Verfügung gestellte Fremdkapital wegen der vereinbarten Nachrangigkeit der Forderungen des Darlehensgebers hinter den Forderungen bestimmter Gläubiger als wirtschaftliches Eigenkapital gewertet.²⁸ Hierin liegt der wesentliche Vorteil zum klassischen Bankkredit. Dem Darlehensnehmer wird Kapital zur Verfügung gestellt, das wirtschaftlich betrachtet Eigenkapital darstellt und sich somit positiv auf die Beschaffung von weiterem Fremdkapital auswirkt. Vorteilhaft ist zudem, dass es bei dieser Finanzierungsquelle – soweit kein Equity-Kicker vereinbart wurde – nicht zu einer Anteilsverwässerung kommt.

3.2. Stille Beteiligungen

Die stille Gesellschaft ist in Grundzügen in den §§ 230 ff. HGB geregelt, wobei der überwiegende Teil dieser Vorschriften dispositiv ist.²⁹ Hierbei handelt es sich um eine Gesellschaft, bei der sich eine natürliche oder juristische Person durch eine Vermögenseinlage am Handelsgewerbe eines Kaufmannes beteiligt, ohne dass sie nach außen als Gesellschafter in Erscheinung tritt (reine Innengesellschaft) und dafür am Gewinn des Handelsgewerbes teilhat (Eisenhardt 2005: § 32 Rn. 458). Ob zudem eine Beteiligung an den Verlusten der Gesellschaft erfolgt, hängt von der vertraglichen Ausgestaltung ab. Enthält der Gesellschaftsvertrag hierzu keine Regelung, so gilt die Verlustbeteiligung in gleicher Höhe wie die Gewinnbeteiligung vereinbart, allerdings ist diese nach § 232 Abs. 2 HGB auf die Höhe seiner Einlage beschränkt (Werner 2004: 62).

Diese Gesellschaftsform entsteht mit Abschluss eines (formlosen) Gesellschaftsvertrages und stellt eine Personengesellschaft im Sinne des § 705 BGB dar, da sich die Beteiligten zusammenschließen, um einen gemeinsamen Zweck – der Beteiligung des stillen Gesellschafters am Betrieb des Handelsgewerbes des Geschäftsinhabers (Werner 2004: 60) – zu verfolgen (Eisenhardt 2005: § 32 Rn. 458). Einer Eintragung in das Handelsregister bedarf es regelmäßig nicht (Rauch et al. 2006: 121).

²⁷ Für diesen Absatz *Kurz* (2006: 57). Zur „split-accounting“-Methode siehe *Kurz* (2006: 41 m. w. N.).

²⁸ Hierzu und im Folgenden *Holzschläger* (2001: 22). *Wagner* differenziert hier noch einmal zwischen den einzelnen Formen des Rangrücktritts. S. E. erfolgt eine Bewertung als Quasi-Eigenkapital nur bei einem qualifizierten Rangrücktritt, vgl. *Wagner/Lehmann* (2006: 247, 249).

²⁹ Zu den zwingend zu beachtenden Vorschriften, die von den Parteien nicht abbedungen werden können, zählen insbesondere die §§ 231 Abs. 2 2. Halbs., 223 Abs. 3, 234 Abs. 1 S. 2 und 236 Abs. 2 HGB, vgl. *Rauch et al.* (2006: 121 Fn. 1 m. w. N.).

Mit Abschluss des Gesellschaftsvertrages ergeben sich – wie bei jedem Vertragsschluss – für beide Beteiligten bestimmte (gesetzlich festgeschriebene und eventuell vertraglich vereinbarte) Rechte und Pflichten. Der Inhaber des Handelsgewerbes ist vor allem dazu verpflichtet, das Unternehmen auf gemeinsame Rechnung zu führen.³⁰ Hierbei sind allein die Interessen der Gesellschaft entscheidend, die Verfolgung seiner eigenen Interessen ist ihm untersagt. Verstöße hiergegen (z. B. Überschreitung der Geschäftsführungsbefugnisse) führen im Innenverhältnis zu Schadensersatzansprüchen. Der stille Gesellschafter ist in erster Linie verpflichtet, die vertraglich vereinbarte Vermögenseinlage zu erbringen, die vollständig in das Vermögen des Geschäftsinhabers übergeht (vgl. § 230 Abs. 1 HGB). Diesbezüglich kommen neben der Geldleistung auch die Übertragung von Sachen und Rechten oder die Erbringung von Dienstleistungen in Betracht (Werner 2004: 60). Im Gegenzug dafür ist er angemessen am Gewinn der Gesellschaft zu beteiligen. Hierauf kann gemäß § 231 Abs. 2 HGB nicht verzichtet werden. Eine dingliche Mitberechtigung am Vermögen der Gesellschaft hat er hingegen nicht.³¹ Diesbezüglich ist allein der Geschäftsinhaber Verfügungsberechtigt, welcher im Außenverhältnis allein (nicht gemeinsam mit dem stillen Gesellschafter) auftritt und dementsprechend aus den in dem Betrieb geschlossenen Geschäften allein berechtigt und verpflichtet wird (vgl. § 230 Abs. 2 HGB). Überdies stehen dem stillen Gesellschafter bestimmte Informations- und Kontrollrechte (vgl. § 233 Abs. 1 HGB) und je nach vertraglicher Gestaltung auch bestimmte Mitwirkungsrechte (z. B. Geschäftsführungsbefugnis) zu (Schneck 2006: 274).

Dieses Finanzierungsinstrument erfreut sich – auf Grund seiner großen vertraglichen Gestaltungsfreiheit und damit seiner Anpassungsfähigkeit an die Bedürfnisse der Vertragsparteien – in der Praxis großer Beliebtheit, um Finanzierungslücken (der KMU) zu schließen (Streit et al. 2004a: 1116; Schneck 2006: 267) und hat für beide Beteiligten interessante Aspekte. Der stille Gesellschafter genießt den Vorteil, dass seine Verzinsung im Vergleich zu anderen festverzinslichen Kapitalanlagen in der Regel höher ist.³² Er trägt unter Umständen zwar auch ein höheres Risiko (bei einer Beteiligung an den Verlusten der Gesellschaft), kann sich dafür aber auch bestimmte Kontroll- oder gar Mitwirkungsrechte einräumen lassen. Für den Geschäftsinhaber ist eine stille Beteiligung zunächst insofern günstig, als dass sein Unternehmen Kapital zur Verfügung gestellt bekommt, ohne dass er irgendwelche Sicherheiten gewähren muss. Darüber hinaus kann der Gesellschaftsvertrag so ausgestaltet werden, dass der stille Gesellschafter nur dann eine Vergütung erhält, wenn tatsächlich Gewinne erwirtschaftet wurden, so dass das Unternehmen in wirtschaftlich schlechten Zeiten entlastet wird. Schließlich verbessert die Auf-

³⁰ Hierzu und im Folgenden *Schneck* (2006: 266f).

³¹ Hierzu und im Folgenden *Golland et al.* (2005: 16).

³² Hierzu und im Folgenden *Rauch* (2006: 121).

nahme eines stillen Gesellschafters – wie die nachfolgenden Ausführungen zeigen werden – bei entsprechender Ausgestaltung die Eigenkapitalquote und damit Finanzstruktur des zu finanzierenden Unternehmens (Holzkämpfer 2001: 26), was sich in der Bilanzanalyse bzw. im Ratingprozess positiv auswirkt.

3.2.1. Abgrenzung zwischen typischer und atypischer Gesellschaft

Bei der stillen Beteiligung wird – je nach Ausgestaltung des Vergütungselements und der Einflussmöglichkeiten des stillen Gesellschafters (Informations-, Kontroll- und Zustimmungsrechten) – zwischen der typischen und der atypischen stillen Gesellschaft differenziert (Golland et al. 2005: 21). Praktische Bedeutung hat diese Unterscheidung vor allem für die steuerliche Behandlung des Beteiligungskapitals bei dem Kapital suchenden Unternehmen, da die Ausschüttungen an einen stillen Gesellschafter, der das Merkmal der Mitunternehmerschaft erfüllt, nicht als Betriebsausgabe abzugsfähig sind.³³

Die gesetzlichen Regelungen einer stillen Gesellschaft gemäß den §§ 230 ff. HGB beschreiben dabei das Wesen einer typischen stillen Gesellschaft (Schneck 2006: 264). Diese ist insbesondere dadurch gekennzeichnet, dass der stille Gesellschafter am ordentlichen Betriebsergebnis (und je nach vertraglicher Gestaltung auch an den Verlusten) des Unternehmens beteiligt ist und die in § 233 HGB festgeschriebenen Informations- und Kontrollrechte hat.³⁴

Bei der atypischen stillen Gesellschaft hingegen sind die Vergütungselemente und Einflussmöglichkeiten des Investors „intensiver“ ausgestaltet. Hier ist der stille Gesellschafter nicht nur am ordentlichen Betriebsergebnis, sondern zusätzlich am Vermögen sowie an den stillen Reserven beteiligt. Außerdem werden ihm Kontroll-, Informations- und Zustimmungsrechte eingeräumt, die über die des § 233 HGB hinausgehen und er hat Mitunternehmerinitiative. Im Übrigen lassen sich die beiden Unterformen grundsätzlich wie in der nachfolgenden Abbildung 9 abgrenzen. Da die Aussagen in dieser Übersicht jedoch sehr allgemein gehalten sind und jeweils den Idealfall widerspiegeln, wird in den anschließenden Abschnitten noch einmal tiefergründiger auf einzelne Merkmale und Besonderheiten eingegangen.

³³ Hofert/Ahrends (2005: 1304). Mitunternehmerschaft ist im Allgemeinen gegeben, wenn der stille Gesellschafter Mitunternehmerinitiative hat und ein Mitunternehmerisiko trägt. Mitunternehmerinitiative hat er, wenn ihm Gesellschafterrechte zugestanden werden, die mit denen eines Kommanditisten vergleichbar sind. Mitunternehmerisiko liegt vor, wenn der Kapitalgeber nicht nur am Gewinn und Verlust des Unternehmens, sondern auch an den stillen Reserven beteiligt ist, vgl. Hofert/Ahrends (2005: 1303).

³⁴ Hierzu und im Folgenden Golland et al. (2005: 21).

Abbildung 9: Gegenüberstellung von typischer und atypischer stiller Gesellschaft

	Typische stille Gesellschaft	atypische stille Gesellschaft
Gesetzliche Regelung	§§ 230 bis 236 HGB	
Informations-, Kontroll- und Zustimmungsrechte	in der Regel nur Informations- und Kontrollrechte gemäß § 233 HGB	Informations-, Kontroll- und Zustimmungsrechte, die denen eines Kommanditisten entsprechen
Mitunternehmerschaft	nein	ja, weil Einfluss auf die Geschäftsführung
Laufzeit	feste Vereinbarungen mit Verlängerungsoption	keine festen Vereinbarungen üblich
Gewinnbeteiligung	Beteiligung am Gewinn, üblich durch fixe Mindestverzinsung und gewinnabhängige Zusatzverzinsung	Beteiligung am Gewinn, am Wertzuwachs sowie an den stillen Reserven, üblich durch fixe Mindestverzinsung und gewinnabhängige Zusatzverzinsung
Verlustbeteiligung	kann vertraglich ausgeschlossen werden, ansonsten bis zur Höhe der übernommenen Einlage	grundsätzlich bis zur Höhe der übernommenen Einlage
Haftung im Insolvenzfall	wenn kein Nachrang formuliert ist, wie „normales“, unbesichertes FK; bei Formulierung eines Nachranges wie nachrangiges Darlehen	bis zur Höhe der Einlage
Rückzahlung	zum Nominalbetrag, bei vorfälliger Rückzahlung Vorfalligkeitsentschädigung	Liquiditätsneutral für das Unternehmen über Verkauf der Anteile o. Rückführung mit Wertausgleich
Bilanzielles Eigenkapital	IFRS: nein HGB: gestaltungsabhängig	IFRS: nein HGB: gestaltungsabhängig
Eigenkapitalfunktion	gestaltungsabhängig	gestaltungsabhängig

Quelle: Mit Änderungen entnommen aus: *Streit et al.* (2004a: 1117).

3.2.2. Vergütung

Wegen der Regelung des § 231 Abs. 2 Halbs. 2 HGB muss die Vergütungsabrede mit dem (atypischen und typischen) stillen Gesellschafter eine gewinnabhängige Komponente aufweisen.³⁵ Diese Regelung ist zwingend, d. h. sie kann nicht abbedungen werden. Insoweit reicht also bei beiden Unterformen der stillen Gesellschaft eine Beteiligung am Umsatz oder eine feste Zinszahlung nicht aus. Vielmehr bedarf es einer Beteiligung am Gewinn. Bei der typischen stillen Gesellschaft ist die Grundlage für die Errechnung der Gewinnbeteiligung das ordentliche Betriebsergebnis, d. h. also das Ergebnis derjenigen Geschäfte, die das Unternehmen üblicherweise tätigt.³⁶ Dagegen wird der atypische stille Gesellschafter – wegen der schuldrechtlich vereinbarten echten Wertbeteiligung am Vermögen des Kapital suchenden Unternehmens – so behandelt, als sei er mit den übrigen Gesellschaftern gemeinschaftlich am Gesellschaftsvermögen beteiligt, so dass bei der Berechnung der Gewinnbeteiligung die Handelsbilanz zugrunde gelegt werden kann. Neben der gewinnabhängigen Komponente wird in der Praxis bei beiden Formen der stillen Gesellschaft oftmals zusätzlich noch eine (vom Gewinn unabhängige) feste Verzinsung vereinbart.³⁷ Das gewinnabhängige Entgelt beträgt dabei üblicherweise 3 – 5 % p. a. bezogen auf die stille Einlage und der Festzins ca. 10 – 12 % p. a. bezogen auf die stille Einlage (Häger/Elkemann-Reusch 2004: 111 Rn. 246). Problematisch ist dies insoweit, als dass durch die Vereinbarung einer gewinnunabhängigen Vergütung ein Ausweis als Eigenkapital in der HGB-Bilanz nicht mehr möglich ist.³⁸ Möglich und üblich ist überdies die Vereinbarung gesonderter Kicker.

Enthält der Gesellschaftsvertrag keine Vergütungsabrede, so hat der stille Gesellschafter gemäß § 231 Abs. 1 HGB einen den Umständen nach angemessenen Teil zu erhalten. Es ist jedoch unbedingt zu empfehlen, in den Vertrag eine konkrete Klausel über die Berechnung der Vergütung aufzunehmen, da die gesetzliche Regelung wegen seiner Unbestimmtheit in der Praxis zu erheblichen Problemen führt (Häger/Elkemann-Reusch 2004: 100 Rn. 221). Formulierungsvorschläge zu gängigen Gestaltungsvarianten sind in der Anlage 2 des

³⁵ Hierzu und im Folgenden *Hofert/Ahrends* (2005: 1303f m. w. N.).

³⁶ Hierzu und im Folgenden *Häger/Elkemann-Reusch* (2004: 62f Rn. 88ff).

³⁷ *Hofert/Ahrends* (2005: 1303f). Zu beachten ist allerdings, dass nicht jede Festverzinsung gleichzeitig eine gewinnunabhängige Vergütung darstellt. So handelt es sich beispielsweise auch bei Festzinsentgelten, die nur dann zu zahlen sind, wenn das Unternehmen einen Jahresüberschuss erwirtschaftet hat (siehe Anlage 2, Klausel 4), um eine gewinnabhängige Vergütung, da der stille Gesellschafter in diesem Fall das Risiko, dass kein Gewinn erzielt wird, mitträgt, vgl. *Häger/Elkemann-Reusch* (2004: 103 Rn. 226f).

³⁸ Hierzu und im Folgenden *Hofert/Ahrends* (2005: 1304).

Anhangs zu finden.

Darüber hinaus ist der atypische stille Gesellschafter bei Auflösung der Gesellschaft am Auseinandersetzungsguthaben und damit an den stillen Reserven im Verhältnis seiner Anteile beteiligt, während der typische stille Gesellschafter lediglich einen Anspruch auf Rückzahlung seiner gegebenenfalls durch Verluste geminderte Vermögenseinlage hat (Golland et al. 2005: 16, Häger/Elkemann-Reusch 2004: 62f Rn. 88ff).

Die Verlustbeteiligung kann gemäß § 231 Abs. 2 Halbs. 2 HGB ausgeschlossen werden. Dies gilt sowohl für die typische stille Beteiligung als auch für die atypische stille Beteiligung und wird in der Praxis häufig vereinbart, um das ohnehin schon hohe Risiko nicht noch zusätzlich zu erhöhen.³⁹ Erfolgt kein Ausschluss, nimmt der Kapitalgeber gemäß § 232 Abs. 2 HGB bis zur Höhe seiner eingezahlten oder rückständigen Einlage am Verlust teil. Eine Nachschusspflicht oder eine Pflicht zur Rückzahlung der bezogenen Gewinne besteht indes nicht.

3.2.3. Mitspracherechte

Wie bereits oben dargelegt, stehen dem stillen Gesellschafter nach dem Gesetz (vgl. § 233 HGB) grundsätzlich nur bestimmte Kontroll- und Informationsrechte, nicht jedoch Mitsprache- oder Zustimmungsrechte zu. Er ist nach dem gesetzlichen Grundfall nämlich lediglich berechtigt, eine schriftliche Mitteilung des Jahresabschlusses zu verlangen und dessen Richtigkeit unter Einsichtnahme in die Bücher und Papiere zu überprüfen. Insbesondere ist er aber nicht zur Geschäftsführung befugt, was sich aus der Formulierung „Handelsgewerbe, das ein anderer betreibt“ in § 230 Abs. 1 HGB ergibt (Häger/Elkemann-Reusch (2004: 64 Rn. 97). Allerdings können die Rechte können individualvertraglich ausgeweitet werden.⁴⁰ So werden dem atypischen stillen Gesellschafter in der Praxis der Mezzanine-Finanzierungen regelmäßig weitergehende Informations- und Kontrollrechte (z. B. das Recht auf jederzeitige Einsichtnahme in die Geschäftsbücher und der Anspruch auf regelmäßige Zusendung von Controlling bzw. betriebswirtschaftlicher Auswertungen) sowie bestimmte Zustimmungsvorbehalte für Geschäftsführerentscheidungen eingeräumt (Häger/Elkemann-Reusch 2004: 65 Rn. 98f).

³⁹ Hierzu und im Folgenden Häger/Elkemann-Reusch (2004: 61 Rn. 87). Die Klausel für den Ausschluss der Verlustbeteiligung kann beispielsweise wie folgt lauten: „Der Stille Gesellschafter nimmt mit seiner Einlage am Verlust des Unternehmens nur im Falle des Insolvenzverfahrens teil.“, vgl. Häger/Elkemann-Reusch (2004: 62 Rn. 87).

⁴⁰ Hofert/Ahrends (2005: 1303). Die vertragliche Gestaltungsfreiheit erfährt jedoch seine Grenzen in der Verbandssouveränität und dem Eigenkapitalersatzrecht., vgl. Hofert/Ahrends (2005: 1303).

3.2.4. Bilanzierung

Die Ausweisung der stillen Beteiligung hängt zunächst von den angewandten Bilanzierungsvorschriften ab. So wird die stille (typische und atypische) Gesellschaft nach IFRS stets unter den Verbindlichkeiten ausgewiesen, wohingegen es bei der Bilanzierung nach HGB stark auf die vertragliche Ausgestaltung ankommt (Kurz 2006: 35ff m. w. N.). Eine einhellige Meinung existiert bei der Bilanzierung nach HGB jedoch nicht. So kommt beispielsweise bei *Kurz* je nach Gestaltung der stillen Beteiligung ein Ausweis im Eigenkapital, im Fremdkapital oder als Sonderposten zwischen dem Eigenkapital und den Rückstellungen in Frage,⁴¹ wohingegen die Gegenmeinung lediglich eine Passivierung im Fremdkapital oder eine Einstellung im Eigenkapital in Betracht zieht.⁴² Letztere Auffassung vertritt i. E. auch der Berufsstand der Wirtschaftsprüfer, der die Bildung eines Sonderpostens zwischen dem Eigenkapital und dem Fremdkapital mit der Begründung ablehnt, dass „die Bilanzierungsvorschriften eine Klassifizierung als Eigen- oder Fremdkapital zwingend fordern und eine dritte Postengruppe im Gliederungsschema nicht vorgesehen ist“.⁴³ M. E. ist der letzteren Meinung zuzustimmen, wobei in diesem Zusammenhang auch noch umstritten ist, welche Voraussetzungen zwingend erfüllt sein müssen, um die Einlage als Eigen- bzw. Fremdkapital auszuweisen (vgl. hierzu z. B. Holzkämpfer 2001: 25; Schneck 2006: 269). Nach der hier vertretenen Auffassung erfolgt ein Ausweis im Eigenkapital nur, wenn der stille Gesellschafter dem Geschäftsinhaber das Kapital längerfristig (mindestens 5 Jahre) zur Verfügung stellt, dieses Kapital gegenüber den übrigen Gläubigern im Liquidations- oder Insolvenzfall nachrangig ist, der stille Gesellschafter eine **ausschließlich** erfolgsabhängige Vergütung erhält und er zudem an den Verlusten der Gesellschaft beteiligt ist.⁴⁴ Mangelt es an einer der vier Vor-

⁴¹ S. E. erfolgt ein Ausweis im EK, wenn der stille Gesellschafter dem Geschäftsinhaber das Kapital längerfristig (mind. 5 Jahre) zur Verfügung stellt, dieses Kapital gegenüber den übrigen Gläubigern im Liquidations- oder Insolvenzfall nachrangig ist und der stille Gesellschafter zudem an den Verlusten der Gesellschaft beteiligt ist. Mangelt es an einer der drei Voraussetzungen ist die stille Beteiligung entweder als FK oder als Sonderposten zwischen Eigenkapital und Rückstellungen auszuweisen. Hierbei kommt letztere Bilanzierungsmöglichkeit in Betracht, wenn zwar nicht alle drei Voraussetzungen kumulativ erfüllt sind, die Stellung des Stillen aber der eines „normalen“ Gesellschafters stark an genähert ist. Ist dies nicht der Fall, hat ein Ausweis unter den sonstigen Verbindlichkeiten zu erfolgen, vgl. *Kurz* (2006: 35ff m. w. N.); so auch *von Einem et al.* (2005: 12).

⁴² Vgl. beispielsweise *Schneck* (2006: 269); *Hofert/Ahrends* (2005: 1304); *Thiele* (1998: 234).

⁴³ *Winkeljohann* (2006). Der Beitrag (und die darin zitierten Aussagen des Berufsstandes für Wirtschaftsprüfer) beziehen sich zwar auf das Genussrechtskapital, für die stille Beteiligung kann aber nichts anderes gelten.

⁴⁴ So auch *Winkeljohann* (2006) mit Verweis auf den IDW; *Hofert/Ahrends* (2005: 1304). Eine Verlustbeteiligung ist gegeben, wenn der Rückzahlungsanspruch durch den anteili-

aussetzungen, die in der Regel nur bei der atypischen stillen Gesellschaft erfüllt sind, ist die stille Beteiligung als Fremdkapital unter den „sonstigen Verbindlichkeiten“ bzw. unter der Position „Verbindlichkeiten gegenüber Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht“ auszuweisen, falls der Investor selbst Unternehmer ist. Letzteres hat dann jedoch keinerlei positive Auswirkungen mehr auf die Finanzstruktur des zu finanzierenden Unternehmens (Holzkämpfer 2001: 25).

Zur Bilanzierung eines eventuell vereinbarten Equity-Kickers wird auf die Ausführungen des Abschnittes 3.1.3. verwiesen.

3.2.5. Eigenkapitalfunktion

Die bilanzielle Ausweisung hat jedoch nur bedingte Aussagekraft für die Bewertung in der strukturellen Bilanzanalyse bzw. im Ratingprozess der Banken. Hier wird die Aufnahme eines stillen Gesellschafters zunächst grundsätzlich als wirtschaftliches Eigenkapital behandelt, wenn dies nach den Bilanzierungsvorschriften des HGB als Eigenkapital auszuweisen ist⁴⁵. Sind diese Voraussetzungen (Kapitalüberlassung für mindestens 5 Jahre, Nachrangigkeit und Verlustbeteiligung des Stillen) nicht kumulativ erfüllt, muss die stille Beteiligung zumindest mit einem Rankrücktritt versehen sein und zudem eine Restlaufzeit von mehr als einem Jahr haben, um dem Eigenkapital zugerechnet zu werden. Diese Merkmale liegen bei der typischen stillen Gesellschaft im Sinne des gesetzlich geregelten Grundfall regelmäßig nicht vor, da der stille Gesellschafter im Liquidations- oder Insolvenzfall einen schuldrechtlichen Anspruch auf das Auseinandersetzungsguthaben hat und dementsprechend keine Nachrangigkeit der Einlage des stillen Gesellschafters gegenüber den übrigen Gesellschaftsgläubigern gegeben ist (Hofert/Ahrends 2005: 1303).

3.3. Partiarische Darlehen

Das Partiarische Darlehen stellt ein Darlehen im Sinne des § 488 BGB dar, welches im Wesentlichen dadurch gekennzeichnet ist, dass der Darlehensgeber als Gegenleistung für das langfristige Überlassen einer bestimmten Geldsumme vom Darlehensnehmer eine im Vorfeld festgelegte prozentuale Beteiligung am wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens (und unter Umständen eine feste Verzinsung⁴⁶) erhält (Schneider et al. 2006: 271f). Eine Beteiligung am Verlust wird hingegen (vertraglich) ausgeschlossen, so dass kein Gesell-

gen Verlust gemindert wird und der Kapitalgeber keinen festen Zinsanspruch gegen das Unternehmen hat, vgl. Häger/Elkemann-Reusch (2004: 159 Rn. 396).

⁴⁵ Hierzu und im Folgenden Holzkämpfer (2001: 25).

⁴⁶ In der Regel verlangt der Darlehensgeber zudem eine feste Zinszahlung, damit er in jedem Fall eine bestimmte Mindestrendite erzielt, vgl. Streit et al. (2004a: 1116).

schaftsverhältnis vorliegt (Müller 2004: 170). Damit ist dieses Finanzierungsinstrument für den Kapitalgeber insofern attraktiv, als es im Vergleich zu festverzinslichen Kapitalanlagen höhere Chancen, aber auch Risiken bietet.⁴⁷ Für das zu finanzierende Unternehmen ist der Vorteil insbesondere darin zu sehen, dass es Fremdkapital aufnehmen kann, dessen Verzinsung vom Jahresergebnis abhängig ist, so dass in wirtschaftlich schlechten Zeiten entsprechend geringere (liquiditätsbeschränkende) Vergütungen an den Darlehensgeber gezahlt werden müssen.

Der partiarische Darlehensvertrag wird in der Regel nur zwischen dem Kapitalgeber und dem zu finanzierenden Unternehmen geschlossen, da kein Rangrücktritt gegenüber Dritten (z. B. Banken) vereinbart wird. Allerdings ist es möglich, eine Nachrangabrede in den Vertrag aufzunehmen.⁴⁸

Das Partiarische Darlehen kommt insbesondere für Unternehmen mit seit Jahren kontinuierlich steigenden oder zumindest stabilen Gewinnen in Betracht (Werner 2004: 91). In der Praxis sind derartige Darlehen jedoch eher selten anzutreffen (Holzkämpfer 2001: 24). Es wird im Rahmen von Mezzanine-Finanzierungen wegen seiner bilanziellen Behandlung als Fremdkapital und seiner zumeist fehlenden Eigenkapitalfunktion (siehe dazu ausführlich Abschnitt 3.3.3. und 3.3.4.) allenfalls als Ergänzungsfinanzierung eingesetzt (Werner 2004: 38, 91).

3.3.1. Vergütung

Hinsichtlich der Vergütung weist das Partiarische Darlehen die Besonderheit auf, dass – anders als bei Darlehen sonst üblich – das Entgelt für die Kapitalüberlassung nicht als Zins, sondern als Beteiligung am Erfolg des zu finanzierenden Unternehmens ausgestaltet ist (Smerdka 2002: 16). Als Erfolgsbezugsgröße können hierbei sowohl der Jahresüberschuss als auch der Umsatz gewählt werden (Werner 2004: 91). Entscheidend ist nur, dass sich die Vergütung am Erfolg der Unternehmung bemisst (Smerdka 2002: 16). In der Praxis wird als Bezugsgröße oftmals der Jahresüberschuss vor Steuern bestimmt.⁴⁹

Möglich und in der Praxis durchaus üblich ist auch, dass daneben noch eine (gewinnunabhängige) Mindestverzinsung vereinbart wird, die vom Unternehmen auch in Perioden zu zahlen ist, in denen es keine oder nur geringe Gewinne erwirtschaftet. Diese ist zumeist monatlich fällig und beläuft sich auf 3 % bis 5 % über dem Euribor (Schneck 2006: 143).

Darüber hinaus kann auch eine Kicker-Option (Non-Equity-Kicker, virtueller Equity-Kicker, „echter“ Equity-Kicker) zum Ende der Laufzeit vereinbart

⁴⁷ Hierzu und im Folgenden *Schneider et al.* (2006: 272).

⁴⁸ Für diesen Absatz *Schneider et al.* (2006: 273, 276).

⁴⁹ Hierzu und im Folgenden *Werner* (2004: 91).

werden.⁵⁰

Die Beteiligung des Kapitalgebers am Verlust der Gesellschaft muss hingegen zwingend ausgeschlossen sein, da dies ansonsten einen Verstoß gegen § 488 Abs. 1 BGB, der bestimmt, dass der Darlehensnehmer das durch den Darlehensgeber zur Verfügung gestellte Kapital zurückzuzahlen hat, zur Folge hätte.⁵¹

3.3.2. Mitsprache- und Kontrollrechte

Im Vergleich zu anderen Finanzierungsformen – insbesondere zum Nachrangdarlehen – sind die Kontrollrechte beim Partiarischen Darlehen im Allgemeinen schwächer ausgestaltet. In der Regel werden dem Darlehensgeber die in § 233 HGB festgeschriebenen Informations- und Kontrollrechte (Einsicht in den Jahresabschluss bzw. die Steuerbilanz) zugestanden. Auch hat der Kapitalgeber – im Gegensatz zur stillen Beteiligung - grundsätzlich keine Mitwirkungsrechte.⁵² Enthält der Darlehensvertrag diesbezüglich keine Regelungen, steht dem Darlehensgeber lediglich ein sich aus den nach den allgemeinen Rechtsgrundsätzen der §§ 242, 259, 315, 810 BGB ergebendes Auskunfts- und Rechnungslegungsrecht zu (Hofert/Ahrends 2005: 1299 m. w. N.).

3.3.3. Bilanzierung

Bilanziell betrachtet stellt das Partiarische Darlehen sowohl nach HGB als auch nach IFRS eine langfristige Verbindlichkeit dar (Bertl 2005: 108). Im Übrigen wird auf die obigen Ausführungen zum Nachrangdarlehen (Kapitel 3.1.3.) verwiesen.

3.3.4. Eigenkapitalfunktion

Ob derartiges Kapital allerdings in der Bilanzanalyse und im Ratingprozess der Kreditinstitute als „Quasi-Eigenkapital“ angesehen wird, ist stark abhängig von der vertraglichen Ausgestaltung sowie den individuellen Beurteilungskriterien des Dritten.⁵³ Geht man von einem normaltypischen Partiarischen Darlehen (gewinnabhängige und unter Umständen feste Vergütung für die Kapitalüberlassung, keine Verlustbeteiligung des Kapitalgebers, keine Nachrangabrede) aus, so ist anzunehmen, dass Banken das in dieser Form überlassene Kapital wohl im Allgemeinen als Fremdkapital einstufen. Ist hingegen die feste Verzinsung vergleichsweise niedrig und wurde zudem ein Rangrücktritt oder eine Eigenkapitaloption vereinbart, stehen die Chancen für eine Behand-

⁵⁰ Siehe dazu ausführlicher *Schneck* (2006: 143f).

⁵¹ Für diesen Absatz *Smerdka* (2002: 17).

⁵² Für diesen Absatz *Schneider et al.* (2006: 274f).

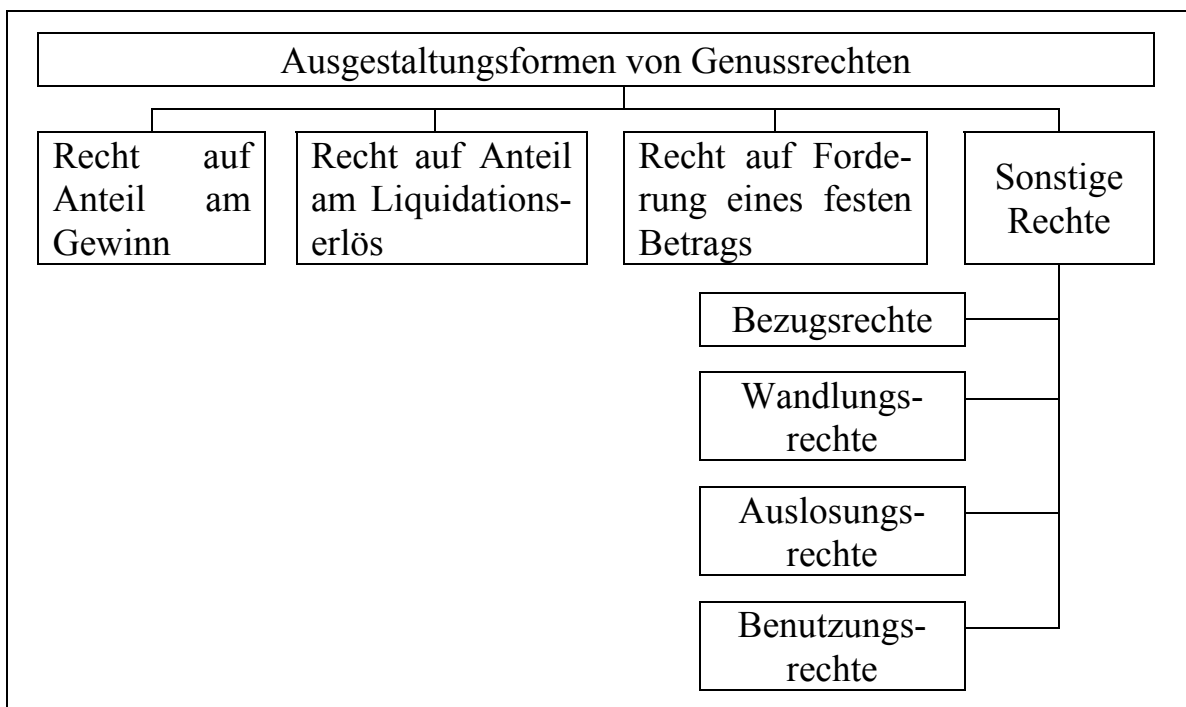
⁵³ Hierzu und im Folgenden *Schneider et al.* (2006: 286f); *Werner* (2004: 37f).

lung als wirtschaftliches Eigenkapital wesentlich besser.

3.4. Genussrechte/ Genussscheine

Genussrechte sind zwar in einigen Gesetzen wie beispielsweise dem AktG, dem EStG oder dem KWG erwähnt, jedoch sind dort weder eine Definition noch Regelungen zur näheren Ausgestaltung zu finden. Darauf hat der Gesetzgeber bewusst verzichtet, um der Praxis einen breiten Gestaltungsspielraum zur individuellen Anpassung an die jeweilige Unternehmenssituation zu gewährleisten (Werner 2004: 45; Schneck 2006: 284). Die Rechtsprechung definiert Genussrechte als „Dauerschuldverhältnis eigener Art, die keine gesellschaftsrechtlich geprägten Mitgliedschaftsrechte begründen, sondern sich in einem bestimmten geldwerten Anspruch erschöpfen“.⁵⁴ Sie können dem Genussrechtsinhaber die in der nachfolgenden Übersicht dargestellten Vermögensrechte gewähren, wobei auch eine Kombination mehrerer dieser Rechte möglich ist (Küting/Dürr 2005b: 939).

Abbildung 10: Ausgestaltungsmöglichkeiten von Genussrechten



Quelle: Küting/Dürr (2005b: 939).

Als Genussscheine werden die Urkunden bzw. Wertpapiere bezeichnet, die (die oben dargestellten) Genussrechte verbrieft (Küting/Dürr 2005a: 1531). Eine Wertpapierverbriefung in Genussscheinen ist jedoch nicht zwingend er-

⁵⁴ Elser/Jetter (2005: 629) mit Verweis auf BGH, BB 1993, S. 451 f. m. w. N. und BGH, BGHZ 156, S. 38.

forderlich; vielmehr können Genussrechte auch wertpapierlos als reine schuldrechtliche Beteiligungsform begeben werden (Werner 2004: 45, 47).

Überdies ist die Begebung von Genussrechten nach nahezu einhelliger Meinung rechtsformneutral, d. h. also, dass neben der Aktiengesellschaft beispielsweise auch GmbHs, Personengesellschaften, Einzelunternehmen oder Genossenschaften Genussrechte emittieren können.⁵⁵ Bei der Aktiengesellschaft ist für die Emission der Vorstand und bei anderen Gesellschaftsformen die Geschäftsführung zuständig (Werner 2004: 46). Zudem bedarf es hierfür bei der Aktiengesellschaft der Zustimmung der Hauptversammlung mit einer Mehrheit von mindestens 75 % (vgl. § 221 Abs. 3 AktG). Bei den übrigen Rechtsformen hingegen ist kein zustimmender Gesellschafterbeschluss erforderlich, wobei dennoch zu empfehlen ist, die Zustimmung einzuholen (Golland et al. 2005: 18).

Genussrechte können grundsätzlich für eine befristete oder unbefristete Laufzeit eingeräumt werden (Schneck 2006: 304). Im Zusammenhang mit Mezzanine-Finanzierungen beträgt sie in der Regel 5 bis 10 Jahre, wobei eine beliebige Verlängerung bzw. Verkürzung durch sog. Laufzeitoptionen möglich ist.⁵⁶ Allerdings sollte, um den steuerrechtlichen Betriebsausgabenabzug nicht zu gefährden, keine Laufzeit von mehr als 30 Jahren vereinbart werden. Am Ende der Laufzeit wird üblicherweise die Genussrechtseinlage in einem Betrag getilgt, woraus für das zu finanzierende Unternehmen der Vorteil resultiert, dass der Cash Flow während der Laufzeit nicht „unnötig“ belastet wird und damit der Tilgung von klassischem Fremdkapital zur Verfügung steht. Die Rückzahlung erfolgt zum bestehenden Buchwert.⁵⁷ Dieser entspricht bei Genussrechten ohne Verlustbeteiligung regelmäßig dem Nennbetrag der Genussrechte. Ist hingegen eine Verlustbeteiligung vereinbart, wird lediglich die Differenz zwischen dem Nennbetrag und etwaiger aufgelaufener und noch nicht wieder aufgehobener Verluste zurückgezahlt.

Darüber hinaus können die Genussrechtsbedingungen eine Nachrangabrede enthalten. In diesem Fall trägt der Genussrechtsinhaber ein höheres Insolvenzrisiko, da seine Forderung erst (quotal) befriedigt wird, wenn die Verbindlichkeiten der vorrangigen Gläubiger vollständig getilgt sind.⁵⁸

Genussrechte eignen sich in der Praxis vor allem als reine Finanzierungsinstrumente, d. h. dem Emittenten wird in der Regel haftendes Eigenkapital zur Verfügung gestellt, ohne dass dem Kapitalgeber (weitreichende) Einflussmöglichkeiten eingeräumt werden (Golland et al. 2005: 17; Heinemann et al. 2006:

⁵⁵ So u. a. *Häger/Elkemann-Reusch* (2004: 215f Rn. 546 m. w. N.); *Werner* (2004: 46), *Schneck* (2006: 290f); *Küting/Dürr* (2005a: 1531 m. w. N.); *Gerke/Bank* (2003: 447); *Harrer et al.* (2005: 1).

⁵⁶ Hierzu und im Folgenden *Golland et al.* (2005: 17).

⁵⁷ Hierzu und im Folgenden *Werner* (2004: 50).

⁵⁸ Für diesen Absatz *Heinemann et al.* (2006: 177 m. w. N.).

173). Allerdings kommt die herkömmliche Genussrechtsemissionen für KMU wohl nur bedingt in Betracht, da der Markt Mindestemissionsvolumen von mehreren Millionen Euro erwartet (Müller 2004: 172) und die Vielfältigkeit der Ausgestaltung zu einer hohen rechtlichen Komplexität führt (Holzkämpfer 2001: 29). Demgegenüber bieten Banken sog. strukturierte Genussrechtstransaktionen an, die speziell auf mittelständische Unternehmen mit einer guten Bonität ausgerichtet sind.⁵⁹

3.4.1. Vergütung

Die Vergütung des Genussrechtsinhabers kann flexibel ausgestaltet werden. So ist eine gewinnabhängige oder eine gewinnunabhängige Vergütung oder eine Kombination aus beiden möglich (Kurz 2006: 23 m. w. N.). Auch können Kicker direkt in das Genussrecht eingearbeitet oder zusätzlich vereinbart werden (Hofert/Ahrends 2005: 1302). In der Praxis hat der Genussrechtsinhaber meistens einen Anspruch auf eine bestimmte Mindestverzinsung und ist zudem anteilig am Jahresüberschuss beteiligt (Holzkämpfer 2001: 29). Für das Unternehmen vorteilhaft ist insoweit eine gewinnabhängige Vergütung, da dies zum einen Voraussetzung für die Qualifizierung als Eigenkapital in der Handelsbilanz ist und zum anderen eine Vergütung überhaupt erst zu zahlen ist, wenn das Unternehmen Gewinne erwirtschaftet.⁶⁰ Allerdings kann vertraglich vereinbart werden, dass der Investor einen Nachzahlungsanspruch für ausgefallene Gewinnausschüttungen hat, d. h. dass im Falle nicht ausreichender Gewinne die vereinbarte gewinnbedingte Ausschüttung in den Folgejahren nachzuholen ist. Eine solche Abrede wird in der Praxis häufig getroffen und ist für den bilanziellen Ausweis als Eigenkapital unschädlich.

Daneben sind Genussrechte oftmals mit einer Verlustbeteiligung in voller Höhe des eingelegten Kapitals und einer Nachrangabrede ausgestattet.⁶¹ Der Anspruch auf Beteiligung am Liquidationserlös wird aus steuerrechtlichen Gründen im Allgemeinen nicht vereinbart, da hierdurch unter Umständen die Abzugsfähigkeit der Genussscheinleistungen als Betriebsausgaben in Gefahr gerät (Küting/Dürr 2005b: 939).

⁵⁹ Siehe dazu ausführlich *Baetge/Brüggemann* (2005: 2145); *Heinke* (2006: 104ff); *Meeh/Knaus* (2006: 322ff).

⁶⁰ Hierzu und im Folgenden *Häger/Elkemann-Reusch* (2004: 243 Rn. 610). Als Bezugsgröße für die Bestimmung des maßgeblichen Gewinns kommen der Jahresüberschuss, der Bilanzgewinn und der ausschüttungsfähige Gewinn in Betracht, vgl. *Häger/Elkemann-Reusch* (2004: 244 Rn. 612).

⁶¹ *Werner* (2004: 45f); zu den verschiedenen Ausgestaltungsformen der Verlustteilnahme siehe ausführlich *Häger/Elkemann-Reusch* (2004: 247ff Rn. 621ff).

3.4.2. Mitspracherechte

Mit der Aufnahme von Genusskapital werden grundsätzlich keine Gesellschafterrechte wie beispielsweise Mitspracherechte gewährt (von Hofacker 2005: 36), da dies der herrschenden Auffassung zu Folge unzulässig ist.⁶² Möglich ist demgegenüber die Einräumung bestimmter gesellschaftlerähnlicher Rechte wie z. B. die passive Teilnahme an der Gesellschafterversammlung oder die Einsichtnahme in den Jahresabschluss. Letzteres Recht muss nach Auffassung von *Häger/Elkemann-Reusch* nicht ausdrücklich vereinbart werden, sondern ergibt sich – genau wie das allgemeine Auskunftsrecht – aus den allgemeinen Rechtsgrundsätzen der §§ 242, 259, 315, 810 BGB (*Häger/Elkemann-Reusch* 2004: 268f Rn. 681 m. w. N.). Um im Nachhinein gerichtliche Auseinandersetzungen zu vermeiden, sollte der Genussrechtsinhaber – falls er besonderen Wert auf die Auskunfts- und Rechnungslegungspflicht des Emittenten legt, was wohl regelmäßig der Fall sein wird – darauf achten, dass diesbezüglich eine Regelung in den Emissionsbedingungen enthalten ist.

3.4.3. Bilanzierung

In der HGB-Bilanz können Genussrechte nach der allgemeinen Auffassung als Eigenkapital ausgewiesen werden, wenn folgende vier Kriterien kumulativ erfüllt sind: (1.) muss der Vertrag einen Rangrücktritt gegenüber anderen Gläubigern beinhalten, (2.) bedarf es einer erfolgsabhängigen Vergütung des Kapitalgebers, (3.) ist eine uneingeschränkte Verlustteilnahme des Kapitalgebers erforderlich und (4.) muss das Kapital längerfristig zur Verfügung gestellt werden.⁶³ Ist eine dieser Voraussetzungen nicht erfüllt, sind Genussrechte unter den Verbindlichkeiten entweder unter dem Posten „Genussrechtskapital“ oder unter dem Posten „Anleihen mit erklärender Ergänzung“ auszuweisen (Müller 2004: 172).

Im Jahresabschluss nach IFRS kann Genusskapital sowohl als Eigen- als auch als Fremdkapital ausgewiesen werden.⁶⁴ Voraussetzung für die Qualifikation als Eigenkapital ist nach IAS 32.18 ff., dass das überlassene Kapital nicht zurückgezahlt werden muss (Werner 2004: 56). Damit kommt Ausweis unter dem Eigenkapital praktisch nur dann in Betracht, wenn der Vertrag auf unbegrenzte Zeit geschlossen wurde und dem Genussrechtsinhaber zudem kein Recht zur ordentlichen Kündigung eingeräumt wurde⁶⁵ oder eine Pflicht-

⁶² Hierzu und im Folgenden *Golland et al.* (2005: 18).

⁶³ Siehe dazu ausführlicher *Schaber et al.* (2004: 316f).

⁶⁴ Hierzu und im Folgenden *Schneck* (2006: 310f).

⁶⁵ *Harrer et al.* (2005: 5). Uneinigkeit herrscht darüber, ob für es für die Qualifikation als Eigenkapital auf die Bemessungsgrundlage der laufenden Vergütung ankommt. Während die wohl h. M. der Auffassung ist, dass es für den bilanziellen Ausweis als Eigenkapital keine Rolle spielt, welche Größe für die laufende Vergütung gewählt wurde (so

wandlung in Gesellschaftsanteile zu einem im Vorfeld bestimmten Wandlungszeitpunkt und -verhältnis vereinbart ist (von Einem et al. 2005: 12). Ist diese Voraussetzung nicht erfüllt – was in der Praxis schon allein wegen der Wahrung des steuerlichen Betriebskostenabzugs der Regelfall sein wird – bleibt nur die Einstufung als finanzielle Verbindlichkeit nach IAS 32.11 und damit als Fremdkapital übrig.⁶⁶

3.4.4. Eigenkapitalfunktion

Unabhängig von der Zuordnung des Genussrechtskapitals im Jahresabschluss kann von einer Qualifikation als wirtschaftliches Eigenkapital im Ratingprozess ausgegangen werden, wenn eine längerfristige Kapitalüberlassung, ein Nachrang gegenüber sonstigen Gläubigern im Liquidations- oder Insolvenzfall und die Teilnahme am Verlust des zu finanzierenden Unternehmens bis zur vollen Höhe vereinbart wurde.⁶⁷ Allerdings dürfte es m. E. schon ausreichen, wenn die Genussrechte zumindest eine überwiegend erfolgsabhängige Vergütung und einen Rangrücktritt gegenüber sonstigen Gläubigern bzw. eine Eigenkapitaloption enthalten.

3.5. *Abgrenzung stille Beteiligung, Partiarisches Darlehen, Nachrangdarlehen und Genussrechte*

Da die stille Beteiligung, das Partiarische Darlehen, das Nachrangdarlehen und die Genussrechte sich in einigen Merkmalen ähnlich bzw. gleich sind, wird im Folgenden eine Abgrenzung dieser vier Finanzierungsformen vorgenommen.

z. B. *Schaber et al.* (2004: 318); i. E. auch *Küting/Dürr* (2005b: 942), kommt die Gegenmeinung zu dem Schluss, dass Genussrechtskapital u. a. nur dann als Eigenkapital angesetzt werden kann, wenn keine vom Jahresergebnis, sondern eine von den Ausschüttungen abhängige Vergütung gewährt wird (so z. B. *Harrer et al.* (2005: 5).

⁶⁶ „Genüsse“ in der Rechnungslegung nach HGB und IFRS sowie Implikationen im Kontext von Basel II, erschienen in: *DStR* 2005, S. 942.

⁶⁷ Vgl. hierzu ausführlich *Schneider et al.* (2006: 286).

Abbildung 11: Abgrenzung Stille Beteiligung, Partiarisches Darlehen, Nachrangdarlehens und Genussrechte

	Stille Gesellschaft		Partiarisches Darlehen (mit Nachrangabrede)	Nachrangdarlehen (mit Equity-Kicker)	Genussrechte
	atypische	typische			
Gemeinsamer Zweck	ja	ja	nein	nein	nein
Vergütung	variabel (gewinnabhängig) fixe Mindestverzinsung	variabel (gewinnabhängig) fixe Mindestverzinsung	variabel (gewinn- o. umsatzabhängig) fixe Mindestverzinsung	variabel (indirekt gewinnabhängig über Equity-Kicker) fixe Mindestverzinsung	variabel (weitreichende Vermögensrechte)
Verlustteilnahme	ja	fakultativ	nein	nein	fakultativ (i. d. R. ja)
Informations-, Kontroll- u. Zustimmungrechte	wie Kommanditist	eingeschränkte Kontrollrechte (§ 233 HGB)	Gläubigerrechte, allg. Auskunfts- u. Rechnungslegungsrecht	Gläubigerrechte, allg. Auskunfts- u. Rechnungslegungsrecht	allg. Auskunfts- u. Rechnungslegungsrecht
Haftung im Insolvenzfall	ja	faktisch ja, wenn Rangrücktritt vereinbart ist	faktisch ja, wenn Rangrücktritt vereinbart ist	faktisch ja, da Rangrücktritt	faktisch ja, wenn Rangrücktritt vereinbart ist

Quelle: Mit Änderungen entnommen aus *Bock* (2005: 1068).

3.5.1. Abgrenzung des Nachrangdarlehens vom Partiarischen Darlehen

Zunächst einmal ist der Übersicht zu entnehmen, dass dem Nachrangdarlehen und dem Partiarischen Darlehen sehr viel gemein ist. Sie unterscheiden sich aber insbesondere in der Vergütung (Kurz 2006: 57 m. w. N.). Diese ist bei dem Nachrangdarlehen zumeist ertragsunabhängig ausgestaltet (Schneck 2006: 146) (Ausnahme: bei Vereinbarung eines Equity-Kickers); beim Partiarischen Darlehen ist hingegen eine Beteiligung am Erfolg (Gewinn oder Umsatz) zwingend erforderlich. Darüber hinaus ist die Darlehensforderung bei dem Nachrangdarlehen in jedem Fall nachrangig, während es bei dem Partiarischen Darlehen auf die vertragliche Ausgestaltung (Vereinbarung eines Rang-

rücktritts obliegt den Parteien) ankommt (Schneider et al. 2006: 273, 276).

3.5.2. Abgrenzung der Stillen Gesellschaft vom Partiarischen Darlehen/ Nachrangdarlehen

Auch sind die typische stille Gesellschaft und das Partiarische Darlehen/
Nachrangdarlehen miteinander verwandt, da beiden Finanzierungsformen in
der Regel die Stellung des Investors als Insolvenzgläubiger, die Nachrangig-
keit des zur Verfügung gestellten Kapitals und fehlende Verlustbeteiligung
gemein ist. Erstes Abgrenzungskriterium ist hier der Zusammenschluss von
stillem Gesellschafter und Geschäftsinhaber zur Verfolgung eines gemeinsa-
men Zweckes. Der Darlehensvertrag hingegen stellt nur einen Austauschver-
trag dar, bei dem Darlehensgeber und Darlehensnehmer ihre eigenen Interes-
sen verfolgen.⁶⁸

Darüber hinaus kann bei der stillen Gesellschaft frei vereinbart werden, ob
der stille Gesellschafter am Verlust des Unternehmens beteiligt ist oder nicht,
wohingegen beim Partiarischen Darlehen/ Nachrangdarlehen eine Verlustbe-
teiligung rechtlich zwingend ausgeschlossen ist (Schneck 2006: 145).

Weiterhin kann der Anteil der Gewinnbeteiligung an der Gesamtvergütung
als Abgrenzungskriterium zwischen stiller Gesellschaft und Partiarischen Dar-
lehen dienen. Beträgt nämlich die Gewinnbeteiligung weniger als ein Drittel
der Gesamtvergütung, so handelt es sich nicht mehr um ein Partiarisches Dar-
lehen (Bock 2005: 1068).

Überdies darf der Darlehensgeber seinen Rückzahlungsanspruch grundsätz-
lich ohne weiteres an einen Dritten abtreten, wohingegen der stille Gesell-
schafter hierfür immer die Zustimmung des Unternehmens braucht (Golland et
al. 2005: 21).

3.5.3. Abgrenzung des Genussrechtskapitals von der Stillen Gesellschaft und von den Darlehen⁶⁹

Überdies können Genussrechte und Partiarische Darlehen nicht immer prob-
lemlos voneinander abgegrenzt werden. Diese unterscheiden sich jedoch zu-
nächst dadurch, dass bei den Genussrechten über die Gewinnbeteiligung hin-
aus weitere Vermögensrechte wie beispielsweise der Anspruch auf Beteili-
gung am Liquidationserlös oder Bezugsrechte vereinbart werden können.
Beim Partiarischen Darlehen hingegen geschieht dies nicht. Ebenso wenig be-
teiligt sich der Darlehensgeber am Verlust des finanzierenden Unternehmens,
was bei den Genussrechten durchaus vereinbart werden kann.

Genussrechte und Stille Beteiligung unterscheiden sich dadurch, dass sich

⁶⁸ Für diesen Absatz *Häger/Elkemann-Reusch* (2004: 217ff Rn. 548ff).

⁶⁹ Vgl. hierzu ausführlich *Häger/Elkemann-Reusch* (2004: 217ff. Rn. 548ff).

bei der Stillen Beteiligung die Inhaber des Unternehmens und der Kapitalgeber zusammenschließen, um einen gemeinsamen Zweck zu verfolgen. Dies ist bei den Genussrechten grundsätzlich nicht der Fall. Darüber hinaus können dem Stillen Gesellschafter weitreichende Kontroll- und Mitspracherechte eingeräumt werden, wohingegen die Gewährung von Gesellschafterrechten bei den Genussrechten nach herrschender Auffassung unzulässig ist.

3.6. Wandel- und Optionsanleihen

Die Wandel- und die Optionsanleihe sind gemeinsam in § 221 Abs. 1 S. 1 AktG als Schuldverschreibungen, bei denen den Gläubigern ein Umtausch- oder Bezugsrecht auf Aktien eingeräumt wird, definiert (Hofert/Ahrends 2005: 1300 m. w. N.). Trotz dieser Regelung im Aktiengesetz können derartige Schuldverschreibungen nicht nur von einer Aktiengesellschaft oder einer Kommanditgesellschaft auf Aktien, sondern auch von einer GmbH ausgegeben werden (Holzkämpfer 2001: 27; Hofert/Ahrends 2005: 1300 m. w. N.). Allerdings sind sie – wegen der hohen Anforderungen an das Unternehmen (Bildung eines bedingten Kapitals zur Bedienung der Wandlungs- bzw. Optionsansprüche im Voraus, öffentlich bekanntes Unternehmen, externes Rating, Erstellung eines Emissionsprospektes, Prüfung und Genehmigung desselben „financial und legal due diligence“) und der hohen Mindestvolumina von 150 Mio. Euro – im Allgemeinen nicht als Finanzierungsalternative für den Mittelstand geeignet (Holzkämpfer 2001: 27f). Daher werden die nachfolgenden Ausführungen bewusst kurz gehalten.

Bei Wandelanleihen (auch Convertible Bonds genannt) handelt es sich um verbrieft Inhaberschuldverschreibungen, die dem Inhaber das Recht einräumen, diese innerhalb einer im Vorfeld vereinbarten Frist und zu festgelegten Anleihebedingungen in Vollgesellschaftsanteile (Aktien, GmbH-Anteile) des begebenen Unternehmens (Regelfall (Rudolph 2004: 14)) oder einer anderen Gesellschaft zu tauschen (Werner 2004: 101). D. h. also, eine Wandelanleihe besteht zum einen aus der Inhaberschuldverschreibung und zum anderen aus dem Recht des Investors, die Anleihe zu wandeln.⁷⁰ Bei Ausübung des Wandlungsrechts geht die Anleihe unter und der Inhaber „tauscht“ seine Gläubigerposition in eine Gesellschafterstellung ein.⁷¹ Macht der Inhaber hingegen von seinem Wandlungsrecht nicht Gebrauch, ist die Anleihe zurück zu zahlen. Neben dieser „klassischen“ Wandelanleihe kann das zu finanzierende Unterneh-

⁷⁰ Rudolph (2004: 14). Die Wandelanleihe kann allerdings auch so ausgestaltet sein, dass nicht dem Investor, sondern dem emittierenden Unternehmen das Wandelrecht zusteht. In diesem Fall handelt es sich um einen sog. „reverse convertible bond“, vgl. Werner (2004: 101).

⁷¹ Hierzu und im Folgenden *Holzkämpfer*, Mezzanine Kapital – eine Finanzierungsalternative für den Mittelstand (5.7.1), erschienen in: Handbuch Corporate Finance, S. 27.

men auch sog. Pflichtwandelanleihen ausgeben.⁷² Bei dieser Form wird der Investor bereits bei Zeichnung der Anleihe verpflichtet, den Umtausch in Vollgesellschaftsanteile zu akzeptieren.

Die Optionsanleihe (auch Warrant genannt) unterscheidet sich zur Wandelanleihe lediglich dadurch, dass der Investor kein Wandlungsrecht, sondern neben dem Anspruch auf Rückzahlung der Anleihe ein Recht auf Bezug von Vollgesellschaftsanteilen zu festgelegten Konditionen erwirbt (Werner 2004: 104). Hier wird der Anleihegläubiger bei Ausübung der Option also Gesellschafter, ohne dass dieser seinen Rückzahlungsanspruch verliert⁷³. Dafür muss er allerdings bei Wahrnehmung seines Bezugsrechtes die Einlageverpflichtung nochmals erfüllen.

3.6.1. Vergütung

Die Vergütung des Investors kann bei beiden Anleihen durch feste oder gewinnabhängige Verzinsung, die laufend oder endfällig zu zahlen ist, sowie durch Festlegung des Wandlungsverhältnisses bzw. des Optionspreises erfolgen (Hofert/Ahrends 2005: 1300).

3.6.2. Mitspracherechte

Bei der Wandel- und Optionsanleihe existieren hinsichtlich der Mitsprache- und Kontrollrechte keine besonderen gesetzlichen Regelungen. Wurden diesbezüglich auch vertraglich keine gesonderten Abreden getroffen, hat der Anleihegläubiger nach den allgemeinen Rechtsgrundsätzen der §§ 242, 259, 315, 810 BGB zumindest ein allgemeines Auskunftsrecht und einen Anspruch auf Rechnungslegung. Werden hingegen weitgehende Mitsprache- und Kontrollrechte vereinbart, ist unbedingt der Grundsatz der Verbandssouveränität (bedeutet, dass die autonome Verbandsführung nicht beeinträchtigt werden darf) zu beachten.⁷⁴

3.6.3. Bilanzierung

Bei der Bilanzierung von Wandel- und Optionsanleihen existieren grundsätzlich keine Unterschiede (Hofert/Ahrends 2005: 1300 m. w. N.). So ist zunächst bei beiden Instrumenten nach den HGB-Vorschriften der Anleiheanteil zum Rückzahlungsbetrag als Verbindlichkeit auszuweisen (Werner 2004: 104). Der für das Wandlungs- oder Optionsrecht erzielte Erlös ist gemäß § 272 Abs. 2 Nr. 2 HGB als erfolgsneutrales Eigenkapital in der Kapitalrück-

⁷² Hierzu und im Folgenden Werner (2004: 101).

⁷³ Hierzu und im Folgenden Holzschläger (2001: 27).

⁷⁴ Für diesen Absatz Hofert/Ahrends (2005: 1299f m. w. N.).

lage zu passivieren (Hofert/Ahrends 2005: 1300 m. w. N.). Erfolgt die Bilanzierung nach IAS/IFRS, sind Wandel- und Optionsanleihen grundsätzlich vollständig als Fremdkapital auszuweisen. Ein Ausweis als Eigenkapital kommt nur in Betracht, wenn für den Investor keine Möglichkeit besteht, das zur Verfügung gestellte Kapital zurück zu fordern (Hofert/Ahrends 2005: 1300), d. h. also, „wenn die Anleiheschuldnerin darüber entscheiden kann, ob sie die Rückzahlungsverpflichtung durch Tilgung oder Ausgabe eigener Eigenkapitaltitel ablösen kann oder eine Pflichtwandelanleihe aufgelegt wurde und die Anleihegläubigerin Risiken vergleichbar eines Eigenkapitalgebers trägt“ (Werner 2004: 104).

3.6.4. Eigenkapitalfunktion

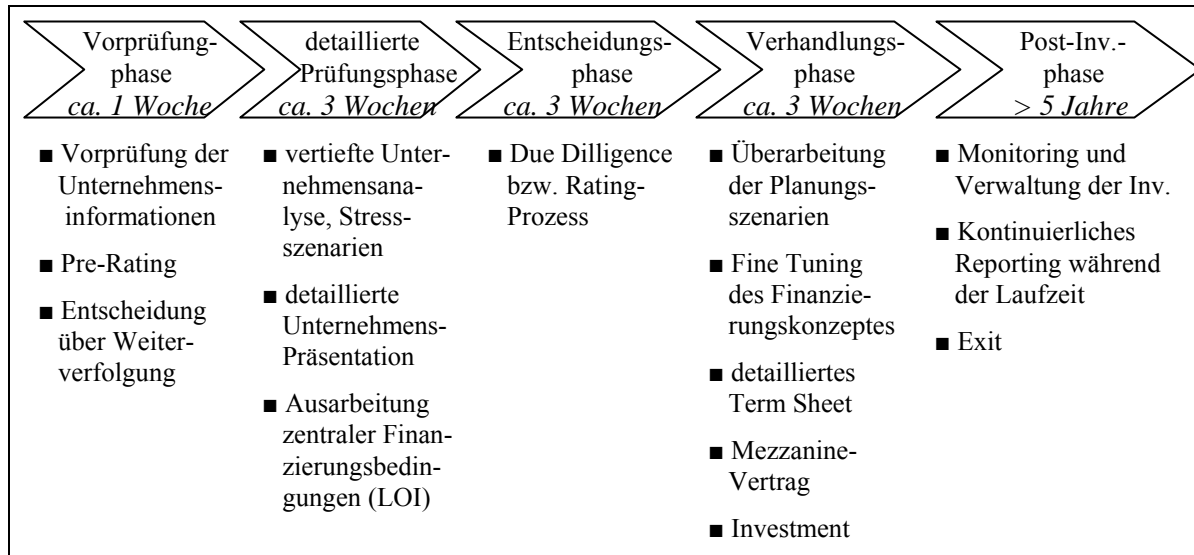
Wirtschaftlich betrachtet, stellen Wandel- und Optionsleihen bis zur Ausübung des Umtausch- bzw. Bezugsrechtes grundsätzlich klassisches Fremdkapital dar (Hofert/Ahrends 2005: 1300 m. w. N.; Werner 2004: 101), d. h. eine Verbesserung der Eigenkapitalquote ist erst in dem Zeitpunkt zu verzeichnen, in dem das Umtausch- bzw. Bezugsrecht ausgeübt wird (Holzkämpfer 2001: 27). Lediglich in Ausnahmefällen – nämlich dann, wenn die Schuldverschreibung als nachrangiges Darlehen⁷⁵ oder als Pflichtanleihe ausgestaltet ist – kann das zur Verfügung gestellte Kapital in der Bilanzanalyse bzw. im Ratingprozess der Kreditinstitute als „Quasi-Eigenkapital“ angesehen werden.

⁷⁵ Hofert/Ahrends (2005: 1300). Eine derartige Ausgestaltung von Wandelschuldverschreibungen als nachrangige Darlehen ist zwar theoretisch denkbar, in der Praxis jedoch äußerst selten vorkommend, vgl. Hofert/Ahrends (2005: 1300).

4. Finanzierungsprozess und typische Anforderungen der Kapitalgeber

4.1. Finanzierungsprozess

Abbildung 12: Idealtypischer Ablauf einer Mezzanine-Finanzierung



Quelle: In Anlehnung an *Beck et al.* (2006: 64).

Abbildung 12 zeigt den idealtypischen Ablauf einer Mezzanine-Finanzierung, welcher grundsätzlich aus fünf Phasen besteht. Der Prüfungs- und Vergabeprozess⁷⁶ vollzieht sich dabei innerhalb weniger Wochen. Die Investoren⁷⁷ prüft zunächst grob, ob das Unternehmen ihre Anlagevoraussetzungen (z. B. Branchenfokus, Mindest-Investmenthöhe, Marktstellung, portfoliotheoretische Kalküle) erfüllt (Häger/Elkemann-Reusch 2004: 53 Rn. 71). Ist dies der Fall, wird die Anfrage weiterverfolgt, in dem die Informationen über das zu finanzierende Unternehmen, insbesondere der Jahresabschluss und der Businessplan, genau analysiert werden.⁷⁸ Darüber hinaus kommt es in dieser Phase zur Durchführung erster Stressszenarien, zur Betriebsbesichtigung und zum Treffen mit dem Management, das hier auf seine Professionalität untersucht wird. Bei positivem Prüfungsausgang werden die wesentlichen Finanzierungseckdaten (z. B. Kapitalsumme, Verzinsung, Laufzeit) in einem Letter of Intent (Absichtserklärung) fixiert. In Phase 3 erfolgt der Due Dilligence-Prozess (v. a. Market-, Financial-, Legal-, Tax-Due-Diligence), um eine größtmögliche

⁷⁶ Siehe zum Prüfungs- und Vergabeprozess ausführlich *Häger/Elkemann-Reusch* (2004: 52ff Rn. 70ff); *Beck et al.* (2006: 64ff).

⁷⁷ Typische Mezzanine-Investoren sind Venture Capital- und Private Equity-Gesellschaften, Banken, Versicherungen, private Investoren (Business Angels) und eigenständig gemanagte Mezzanine-Fonds, vgl. *Häger/Elkemann-Reusch* (2004: 51 Rn. 68).

⁷⁸ Hierzu und im Folgenden *Beck et al.* (2006: 65f).

Transparenz zu erreichen und vorhandene Risikobereiche zu analysieren. Wird das Unternehmen auch hiernach noch als positiv eingestuft, kommt es nunmehr zur Feinabstimmung des Finanzierungsmodells und letztlich dann zum Vertragsschluss sowie zur Auszahlung der Mittel (Häger/Elkemann-Reusch 2004: 53 Rn. 74).

4.2. Anforderungen

Im vorangestellten Kapitel wurde bereits angedeutet, dass das kapitalsuchende Unternehmen eine Reihe von hohen Anforderungen erfüllen muss, um Mezzanine-Kapital zur Verfügung gestellt zu bekommen. Zu diesen Anforderungen der Investoren zählen vor allem:

- eine starke Marktstellung im Hinblick auf die Produkte und der Marktanteile (Enz/Ravara 2005: 11),
- ein Investitionsbedarf von mindestens 2,5 Mio. €, ⁷⁹
- ein plausibler und tragfähiger Businessplan (Streit et al. 2004b: 1124),
- ein erfahrenes, qualifiziertes und beständiges Management (Enz/Ravara 2005: 11; Streit et al. 2004b: 1124),
- eine gesunde Finanzlage und gute Ertragskraft mit möglichst regelmäßigem Gewinnzuwachs (Enz/Ravara 2005: 11),
- positive, stabile und gut prognostizierbare operative Free Cash Flows (Häger/Elkemann-Reusch 2004: 51 Rn. 69; Enz/Ravara 2005: 11),
- ein adäquates Informations- und Steuerungssystem (Beck et al. 2006: 61f),
- Ausstiegsmöglichkeiten innerhalb von 3 bis 8 Jahren (Häger/Elkemann-Reusch 2004: 52 Rn. 69) sowie
- die Bereitschaft des Unternehmens zum offenen Dialog und Transparenz im Rahmen der Due Diligence (Streit et al. 2004b: 1124).

5. Bewertung von hybridem Kapital aus Sicht des zu finanzierenden Unternehmens

Wie bereits in der Einleitung dargelegt, hat der Mittelstand mit Schwierigkeiten bei der Kapitalbeschaffung zu kämpfen (siehe dazu auch Fleischhauer 2006: 35). Da scheinen hybride Finanzierungsinstrumente die optimale Lösung darzustellen. Sie weisen jedoch neben den zahlreichen Vorteilen auch eine Reihe von Nachteilen auf, die im Vorfeld vom Unternehmen genauestens abgewogen werden sollten. Im Folgenden sollen daher die generellen Vor- und Nachteile (gegenüber reinem Fremd- oder Eigenkapital) herausgearbeitet und die diesbezüglichen Besonderheiten der einzelnen Finanzierungsinstru-

⁷⁹ http://www.ihk-aachen.ihk.de/de/unternehmensfoerderung/download/kh_165.htm, abgerufen am 28.09.2006. Vereinzelt werden Mezzanine-Finanzierungen aber auch schon ab einer Summe von 250.000 bis 500.000 € angeboten.

mente aufgezeigt werden.

5.1. Vorteile

Bei allgemeiner Betrachtung werden für KMU insbesondere folgende Vorteile angeführt:⁸⁰

- Verbesserung der Bilanzstruktur durch die Qualifizierung als wirtschaftliches Eigenkapital
Durch hybrides Kapital erhöht sich – auf Grund seiner Nachrangigkeit – das Haftkapital und damit die Bonität des zu finanzierenden Unternehmens. Dadurch kann es von Fremdkapitalgebern in ihrer Bonitätsanalyse als Eigenkapital angesehen werden (sog. „wirtschaftliches Eigenkapital“ oder „Quasi-Eigenkapital“). Darüber hinaus steigt die Liquidität, ohne dass die Gesellschaft oder die Gesellschafter Sicherheiten stellen müssen.
- Erweiterung des Kreditspielraums
Auf Grund dessen, dass der Mezzanin-Investor keine liquiditätsbeschränkenden Sicherheiten verlangt und durch die Verbesserung der Bilanzstruktur bzw. die Behandlung von hybriden Finanzierungen im Ratingprozess als wirtschaftliches Eigenkapital besteht für das kapitalsuchende Unternehmen die Möglichkeit, weiteres Fremdkapital aufzunehmen. Dieses wird zumeist – bedingt durch die verbesserte Eigenkapitalquote – auch noch zu besseren Konditionen gewährt. Von Bedeutung ist dies vor allem für diejenigen Unternehmen, denen der Zugang zum Kapitalmarkt verschlossen ist, was den überwiegenden Teil der KMU betrifft.
- Keine bzw. geringe Verwässerung bestehender Gesellschaftsanteile
Darüber hinaus wird – im Gegensatz zu einer reinen Eigenkapitalfinanzierung – die Eigenkapitalbasis gestärkt, ohne dass die Gesellschafter eine Verwässerung ihrer Eigentumsposition oder einen Verlust der Eigentumsrechte hinnehmen müssen. Sie gewähren dem Kapitalgeber insbesondere keine (oder nur sehr begrenzte) Mitsprache- bzw. Mitwirkungsrechte, sondern nur Kontroll- und Informationsrechte, so dass sie weiterhin weitestgehend uneingeschränkt unternehmerisch agieren können. Dies ist insbesondere für eigentümergeführte Mittelständler von erheblicher Relevanz.
- Hohe Flexibilität
Die gesetzlichen Regelungen lassen einen breiten Spielraum bei der Vertragsgestaltung zu. Damit können die Konditionen (insbesondere Kontroll- bzw. Mitwirkungsrechte, Kündigungsmöglichkeiten, Laufzeiten, Vergütung und Rückzahlungsmodalitäten) so ausgestaltet werden, dass die Interessen beider Parteien angemessen berücksichtigt werden. Insbesondere kann aber der Vertrag individuell an die Finanzierungssituation des Unternehmens an-

⁸⁰ Streit et al. (2004a: 1119); Häger/Elkemann-Reusch (2004: 42 Rn. 49); Meeh/Knaus (2006: 321f m. w. N.), Enz/Ravara (2005: 8f); Werner (2004: 23ff).

- gepasst werden.
- Rechtsform- und brachenunabhängiger Einsatz
Private Hybridfinanzierungen⁸¹ sind grundsätzlich bei alle mittelständischen Unternehmen – gleich welche Rechtsform und Betriebsgröße gewählt wurde – einsetzbar. Ein Börsengang ist damit nicht (zwingend) erforderlich.
 - Partizipation am Know How des Kapitalgebers (Smart Money)
Das Unternehmen profitiert von der Managementunterstützung des Kapitalgebers (Smart Money), z. B. durch die Nutzung der Ergebnisse der Due Diligence.
 - Steuerliche Abzugsfähigkeit der Zinszahlungen
Obwohl das hybride Kapital wirtschaftlich und/ oder bilanziell zum Eigenkapital zählt, sind die Vergütungen bei entsprechender Ausgestaltung genau wie die Kreditzinsen steuerlich absetzbar, d. h. sie stellen im Jahresabschluss Aufwand dar und mindern den steuerpflichtigen Gewinn.

5.2. Nachteile

Der Einsatz von hybridem Kapital hat jedoch – wie sich erahnen lässt – nicht nur Vorteile, sondern auch Nachteile, die vor dem Vertragsschluss genauestens abgewogen werden sollten. Für KMU sind mit hybriden Finanzierungen vor allem folgende Nachteile verbunden:⁸²

- Höhere Finanzierungskosten gegenüber der klassischen Fremdkapitalfinanzierung
Resultierend aus der Nachrangigkeit und der fehlenden Besicherung bei hybriden Finanzierungen erwarten die Kapitalgeber eine wesentlich höhere Rendite. So würden bei einer Mezzanine-Finanzierung durch ein „Standardprogramm“ in Höhe von 7 Mio. € über eine Laufzeit von 7 Jahren Aufwendungen in Höhe von ca. 5,7 Mio. € anfallen, was in etwa einer Effektivverzinsung von 14 % p. a. entspricht.⁸³ Um den Erwartungen der Investoren gerecht werden zu können, müssen die Unternehmen über ein hohes Wertzuwachspotential verfügen. Unternehmen mit einer schwachen Rendite haben es hingegen äußerst schwer, einen Investor zu finden. Andererseits ist die Vergütung jedoch niedriger als bei Eigenkapitalfinanzierungen.

⁸¹ Unter private Hybridfinanzierungen werden hier die buchmäßigen hybriden Finanzierungsformen zusammengefasst, die speziell auf die Bedürfnisse des zu finanzierenden Unternehmens und des Investors zugeschnitten sind und i. d. R. kleinere Volumina aufweisen. Das Gegenstück hierzu bilden die kapitalmarktorientierten hybriden Finanzierungsformen, die sowohl öffentlich als auch privat platziert werden., vgl. *Streit et al.* (2004a: 1112).

⁸² *Streit et al.* (2004a: 1119); *Häger/Elkemann-Reusch* (2004: 42 Rn. 49); *Enz/Ravara* (2005: 8f); *Fleischhauer* (2006: 34).

⁸³ Siehe zu diesem Beispiel ausführlich *Fleischhauer* (2006: 34).

- **Zeitlich befristete Kapitalüberlassung**
Im Gegensatz zu reinem Eigenkapital wird hybrides Kapital nur zeitlich befristet (i. d. R. 3 bis 10 Jahre) überlassen. Dementsprechend muss sich das Unternehmen schon bei den Vertragsverhandlungen mit der Frage auseinandersetzen, wie es das zur Verfügung gestellte Kapital aufbringen bzw. zurückzahlen kann.
- **Hohe Anforderungen der Kapitalgeber an das zu finanzierende Unternehmen**
Wie bereits oben dargelegt, verlangen die Kapitalgeber – bedingt durch den Rangrücktritt und der fehlenden Besicherung des zur Verfügung gestellten Kapital – zunächst eine hohe Rendite- oder Wertentwicklung des zu finanzierenden Unternehmens. Darüber hinaus ist für sie – um das Verlustrisiko zu minimieren – im Vorfeld des Investments eine aufwändige, kostenintensive und detaillierte Analyse des Unternehmens unverzichtbar. Diesbezüglich wird vom Kapitalnehmer die Bereitschaft zur uneingeschränkten Offenlegung betrieblicher Daten erwartet, gleich ob es zum Vertragsschluss kommt oder nicht.

5.3. Besonderheiten bei den einzelnen Finanzierungsinstrumenten

Es ist jedoch zu beachten, dass nicht jedes der oben vorgestellten Finanzierungsinstrumente alle der eben dargestellten Vor- und Nachteile vereint.

So ist zunächst zu beachten, dass nicht jede der oben dargestellten Finanzierungsformen im Ratingprozess als wirtschaftliches Eigenkapital gewertet wird. In diesem Zusammenhang ist insbesondere auf die Wandel- und Optionsanleihe hinzuweisen, denn diese Finanzierungsformen werden regelmäßig erst nach ihrer Wandlung als wirtschaftliches Eigenkapital betrachtet. Nur in den Fällen, in denen die Schuldverschreibung als nachrangiges Darlehen oder als Pflichtanleihe ausgestaltet ist, stellt sie von Anfang an wirtschaftliches Eigenkapital dar. Überdies werden auch die übrigen hybriden Finanzierungsformen regelmäßig nur dann wie Eigenkapital behandelt, wenn das Kapital für einen längeren Zeitraum überlassen wird und eine Nachrangabrede vereinbart wurde.

Darüber hinaus kann auch nicht immer davon ausgegangen werden, dass durch die Inanspruchnahme hybride Finanzierungsquellen eine Verwässerung der Beteiligung der Altgesellschafter verhindert wird. Sofern nämlich Wandel- bzw. Optionsrechte oder ein (anderer) „echter“ Equity-Kicker vereinbart werden, nehmen die Kapitalgeber mit der Ausübung dieser Rechte eine Gesellschafterstellung ein und haben damit Mitwirkungs- bzw. Mitspracherechte (insbesondere Stimmrechte) und sind zudem am Gewinn sowie an den stillen Reserven beteiligt. Gleiches gilt letztlich auch für die atypische stille Beteiligung.⁸⁴

⁸⁴ Für diesen Absatz von Einem et al. (2005: 13).

Als weiterer Vorteil wurde im Abschnitt 5.2. der rechtsformunabhängige Einsatz angeführt. Das ist theoretisch zwar richtig, praktisch gesehen kommen jedoch Wandel- und Optionsanleihen wegen der hohen Anforderungen nur für Aktiengesellschaften in Betracht.

Letztlich ist auch die im Rahmen der Nachteile angeführte zeitliche Befristung der Kapitalüberlassung nicht in jedem Fall gegeben. So besteht zunächst bei den Genussrechten die Möglichkeit eine unendliche Laufzeit zu vereinbaren, wobei hiervon in der Praxis bislang regelmäßig kein Gebrauch gemacht wird. Eine weitere Ausnahme stellen die Wandelanleihen dar. Hier ist die Kapitalüberlassung nur dann befristet, wenn der Inhaber sein Recht, die Anleihe zu einem bestimmten Zeitpunkt in Vollgesellschaftsanteile umzutauschen, nicht ausübt. Macht er hingegen von seinem Wandlungsrecht Gebrauch, muss die Anleihe nicht zurückgezahlt werden.

5.4. Zwischenergebnis

Die Ausführungen dieses Kapitel zeigen zunächst, dass hybrides Kapital generell viele Vorteile aufweist, die das Finanzierungsproblem der KMU lösen könnten, aber nicht jede hybride Finanzierungsart für jedes Unternehmen geeignet ist. Vielmehr bedarf es bei der Auswahl immer einer Betrachtung der individuellen Unternehmenssituation.

Außerdem wurde im Rahmen der Nachteile und in Kapitel 4 aufgezeigt, dass die Verfügbarkeit von hybridem Kapital wegen der regelmäßig extrem hohe Anforderungen der Investoren an das zu finanzierende Unternehmen sehr stark eingeschränkt ist, da nur ein geringer Teil der (größeren) mittelständischen Unternehmen, diesen gerecht werden kann.

6. Fazit und Ausblick

Die tragende Säule der deutschen Wirtschaft – der Mittelstand – hat seit einigen Jahren ein Finanzierungsproblem. Konnte man früher seinen Kapitalbedarf traditionell über die Innenfinanzierung und Bankkredite decken, steht dem heute die verminderte Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe im Wege. Dies bekommen insbesondere Unternehmen mit einer schlechten Bilanzstruktur (geringe Eigenkapitalquote, hoher Verschuldungsgrad) zu spüren. Es bedarf daher alternativer Finanzierungsstrategien. Im Fokus der Diskussionen steht in diesem Zusammenhang vor allem die Aufnahme von hybridem Kapital, das in jüngster Zeit häufig auch als Mezzanine-Kapital bezeichnet wird. Hierdurch kann bei entsprechender Ausgestaltung die vielfach gewünschte Beibehaltung der Eigentums- und Mitwirkungsrechte gewahrt, gleichzeitig aber die Haftungsquote erhöht und die Eigenkapitaldecke gestärkt werden, was sich zumeist positiv auf die Beschaffung von Fremdkapital auswirkt. Das verdeutlicht nachfolgende Übersicht, in der die wichtigsten hybriden Finanzie-

rungsarten hinsichtlich der wesentlichen Kriterien vergleichend dargestellt sind.

Abbildung 13: *Hybride Finanzierungsinstrumente im Überblick*

Finanzierungsart Kriterien	Nachrangdarlehen	typische stille Beteiligung	Atypisch stille Beteiligung	Partiarisches Darlehen	Genussrechte	Wandel-/Optionsanleihe
wirtschaftl. Eigenkapital im Ratingprozess	ja	gestaltungsabhängig, im gesetzl. geregelten Grundfall nein	gestaltungsabhängig, in der Regel ja	gestaltungsabhängig	gestaltungsabhängig	erst nach der Wandlung o. Optionsausübung
bilanzielles Eigenkapital	nein	gestaltungsabhängig, in der Regel nein	gestaltungsabhängig, in der Regel ja	nein	gestaltungsabhängig	erst nach der Wandlung bzw. Optionsausübung
Position des Kapitalgebers / Informations-, Kontroll- und Zustimmungrechte	Gläubiger, in der Regel mit vertragl. Informations- u. Kontrollrechten	vertragl. Zustimmungs- u. Kontrollrechte sowie gesetzl. Informations- u. Kontrollrechte	Mitunternehmer, vertragl. Zustimmungs- u. Kontrollrechte	Gläubiger, in der Regel mit vertragl. Informations- u. Kontrollrechten	Gläubiger, in der Regel mit vertragl. Zustimmungs- u. Kontrollrechte	Gläubiger, ab Wandlung bzw. Optionsausübung Gesellschafter o. Gläubiger u. Gesellschafter
Vergütung des Kapitalgebers	fix und variabel	fix und variabel	fix und variabel	fix und variabel	fix (und variabel)	fix und Wandlungsrecht
Renditeerwartung des Kapitalgebers p. a.	ca. 10-18 %	ca. 10-18 %	ca. 10-18 %, bei Equity-Kicker ≥ 20 %	ca. 10-18 %	ca. 12-18 %	ca. 10-18 %, bei Wandlung ca. 20–30 %

Quelle: In Anlehnung an *Häger/Elkemann-Reusch* (2004: 25); *Holz kämpfer* (2001: 30); *Golland et al.* (2005: 3).

Abbildung 13: Hybride Finanzierungsinstrumente im Überblick (Fortsetzung)

Finanzierungsart Kriterien	Nachrangdarlehen	typische stille Beteiligung	Atypisch stille Beteiligung	Partiarisches Darlehen	Genussrechte	Wandel-/Optionsanleihe
Verlustbeteiligung	nein	wenn nicht vertragl. ausgeschlossen, bis zur Höhe der übernommenen Einlage	grundsätzlich bis zur Höhe der übernommenen Einlage	nein	gestaltungsabhängig, in der Regel ja	nach der Wandlung ja
Haftung im Insolvenzfall	faktisch ja, da Rangrücktritt	faktisch ja, wenn Rangrücktritt vereinbart ist	grundsätzlich ja, bis zur Höhe der Einlage	faktisch ja, wenn Rangrücktritt vereinbart ist	faktisch ja, wenn Rangrücktritt vereinbart ist	faktisch ja, wenn Rangrücktritt vereinbart ist
Mindestvolumina	500 Tsd. €	500 Tsd. €	500 Tsd. €	500 Tsd. €	1 Mio. €	150 Mio. €

Quelle: In Anlehnung an Häger/Elkemann-Reusch (2004: 25); Holzkämpfer (2001: 30); Golland et al. (2005: 3).

Derzeit am gebräuchlichsten sind das Nachrangdarlehen, die stille Beteiligung und das Genussrechtskapital (Pape 2003: 953). Welche Finanzierungsquelle aber jeweils am besten geeignet ist, hängt von der individuellen Situation des Unternehmens ab. Möchte ein Unternehmen beispielsweise auf keinen Fall, dass neue Gesellschafter hinzutreten oder weitreichende Einflussmöglichkeiten gewährt werden, so scheidet die atypische stille Beteiligung aus. Dafür bieten sich hier insbesondere das Nachrangdarlehen, das Partiarische Darlehen oder das Genussrecht an.

Bislang ist die Nachfrage nach solchen hybriden Finanzierungsinstrumenten trotz einer deutlichen Steigerung in den vergangenen Jahren noch relativ gering. Es ist aber wegen der zunehmend aktiveren Vermarktung und den anhaltenden Finanzierungsproblemen der KMU eine verstärkte Nachfrage zu erwarten.⁸⁵

Allerdings stellen die Investoren an die Vergabe von hybridem Kapital hohe Wachstums-, Informations- und Transparenzanforderungen, die das typische

⁸⁵ Für diesen Absatz Engel et al. (2006: 184f); Streit et al. (2004b: 1126).

mittelständische Unternehmen derzeit kaum erfüllen kann (Kamp/Solmecke 2005: 625).

Problematisch ist auch die Angebotsstruktur der Mezzanine-Produkte, denn es gibt bislang nicht viele Anbieter, die Mezzanine-Finanzierungen für Unternehmen mit weniger als 15 Mio. € Umsatz und einem Finanzierungsvolumen von weniger als 1 bis 2,5 Mio. € zur Verfügung stellen (Engel et al. 2006: 184f).

Abschließend kann also festgehalten werden, dass hybride Finanzierungsinstrumente in der Lage und generell auch geeignet sind, das Finanzierungsproblem mittelständischer Unternehmen zu lösen, diese aber bislang nicht für den gesamten, sondern eher für den markt- bzw. renditestarken (größeren) Mittelstand mit einem hohen Wertzuwachspotential und einem hohen Investitionsbedarf eine ernsthafte Finanzierungsalternative darstellen. Man kann wohl aber davon ausgehen, dass die Investoren (insbesondere die Banken) bei steigender Nachfrage ihre Konditionen herabsetzen und den Kreis der in Frage kommenden Unternehmen ausweiten werden (Engel et al. 2006: 190).

IV. Anhang

Anlage 1: Musterklauseln für Nachrangabreden bei nachrangigen Darlehen

1. Einfache Rangrücktrittserklärung

- a.) Rangrücktritt gegenüber allen übrigen Gläubigern (Janssen 2005: 1895)
„Der Gläubiger (Name des Darlehensgebers) hat der Gesellschaft (Name des Darlehensnehmers) am (Datum) ein Darlehen über (Betrag) € gegeben. Mit seiner Forderung aus diesem Darlehen tritt er hiermit hinter alle übrigen Gläubiger der Gesellschaft (Name des Darlehensnehmers) zurück. Er soll aus seiner Forderung erst befriedigt werden, wenn alle übrigen Gläubiger der Gesellschaft (Name des Darlehensnehmers) befriedigt sind.“
 - b.) Rangrücktritt gegenüber Senior-Darlehensgeber (Wagner/Lehmann 2006: 269)
„Hiermit tritt der Nachrangdarlehensgeber mit sämtlichen Forderungen aus dem Darlehensvertrag zwischen ihm und dem Darlehensnehmer vom (Datum) im Rang hinter sämtliche bestehenden und künftigen Ansprüche der Senior-Darlehensgeber aus oder im Zusammenhang mit den Senior-Darlehensgebern und dem Darlehensnehmer zurück.“
- #### 2. Harte Rangrücktrittserklärung (Janssen 2005: 1895)
- „Die Forderung des Darlehensgebers gegen die Gesellschaft tritt im Rang zurück zugunsten aller gegenwärtigen und künftigen Gläubiger der Gesellschaft, in dem die Tilgung und Zinsen auf die Forderung des Darlehensgebers lediglich aus künftigen Jahresüberschüssen, einem Liquidationsüberschuss oder aus weiteren, sonstige Schulden der Gesellschaft übersteigenden Vermögen verlangt werden kann. Der Darlehensgeber verpflichtet sich demnach insbesondere, diese Forderung gegenüber der Gesellschaft solange nicht geltend zu machen, wie die teilweise oder unvollständige Befriedigung dieser Forderung zu einer rechnerischen Überschuldung der Gesellschaft i. S. v. § 63 Abs. 1 GmbHG führt.“
- #### 3. Qualifizierte Rangrücktrittserklärung (Janssen 2005: 1895)
- „Hiermit trete ich mit meinem Anspruch auf Tilgung und Verzinsung meines der Gesellschaft (Name des Darlehensnehmers) gewährten Darlehens in Höhe von (Betrag) € dergestalt im Range hinter die Forderungen anderer Gläubiger der Gesellschaft (Name des Darlehensnehmers) zurück, dass ich Tilgung und Verzinsung des Darlehens nur aus einem künftigen Bilanzgewinn oder aus einem etwaigen Liquidationsüberschuss verlangen kann.“

Anlage 2: Musterklauseln für gängige Gestaltungsmöglichkeiten der Gewinnbeteiligung eines stillen Gesellschafters im Rahmen von Mezzanine-Finanzierungen⁸⁶

1. „An dem gemäß §... berichtigten Gewinn nimmt der stille Gesellschafter mit ...%, höchstens jedoch mit einem Betrag in Höhe von ...% der gebundenen Einlage, teil.“
2. „An einem gemäß §... ermittelten Gewinn nimmt der stille Gesellschafter mit ...% p. a. teil. Dieser Quote liegen die Kapitalverhältnisse bei Abschluss dieses Vertrages zugrunde.“
3. „Der stille Gesellschafter erhält ab Auszahlungsdatum auf seine geleistete Einlage eine vom Jahresergebnis des Beteiligungsnehmers unabhängige Mindestvergütung in Höhe von ...% p. a. des Beteiligungsnennbetrages (Festvergütung). Diese ist vierteljährlich im Nachhinein jeweils zum Kalenderquartalsende fällig. Von den jeweils gemäß §... ermittelten Jahresüberschüssen erhält der stille Gesellschafter darüber hinaus eine ergebnisabhängige Vergütung von ...% p. a. (Gewinnbeteiligung). Die Gewinnbeteiligung ist nach Feststellung des Jahresüberschusses des Beteiligungsnehmers zur Zahlung an den stillen Gesellschafter fällig.“
4. „Der ergebnisabhängige Gewinnanteil beträgt ...% p. a. auf die stille Einlage. Als sich aus dem Jahresabschluss sowie dem Bericht des Abschlussprüfers der Beteiligungsnehmerin ergebende Bemessungsgrundlage für diesen Gewinnanteil dient das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit gemäß § 275 Abs. 2 Nr. 14 HGB, wobei die der XY-Beteiligungsgesellschaft zufallende Festvergütungen gemäß §... nicht als Aufwand behandelt werden. Der Gewinnanteil der XY-Beteiligungsgesellschaft wird nur fällig, wenn und soweit er durch die Bemessungsgrundlage gedeckt ist.“

⁸⁶ Häger/Elkemann-Reusch (2004: 102 Rn. 224ff m. w. N.).

V. Literatur

- Achleitner**, Ann-Kristin/**Wahl**, Simon (2004): Private Dept: Neue Finanzierungsalternativen für den größeren Mittelstand, erschienen in: Betriebs-Berater, Zeitschrift für Recht und Wirtschaft (BB), 59. Jg. 2004, Heft 24, S. 1323 – 1329.
- Baetge**, Jörg/**Brüggemann**, Benedikt (2005): Ausweis von Genussrechten auf der Passivseite der Bilanz des Emittenten, erschienen in: Der Betrieb, Wochenschrift für Betriebswirtschaft, Steuerrecht, Wirtschaftsrecht, Arbeitsrecht (DB), 58. Jg. 2005, Heft 40, S. 2145 – 2152.
- Beck**, Martin/**Hofmann**, Martin/**Weinand**, Andrea (2006): Der Prozess der Mezzanine Kapitalaufnahme und typische Anforderungen an das Unternehmen, erschienen in: Mezzanine Finanzierung. Betriebswirtschaft – Zivilrecht – Steuerrecht – Bilanzrecht, (Hrsg.: Bösl/ Sommer), München 2006, S. 59 - 72.
- Bertl**, Romuald (2005): Die Abbildung hybrider Finanzierungsinstrumente im Rechnungswesen, erschienen in: Hybride Finanzierungsinstrumente. Alternativen zur traditionellen Kreditfinanzierung, (Hrsg.: Bischof/ Eberhartinger), Wien 2005, S. 99-117.
- Bock**, Volker (2005): Steuerliche und bilanzielle Aspekte mezzaniner Nachrangdarlehen, erschienen in: Deutsches Steuerrecht, Wochenschrift für Steuerrecht, Wirtschaftsrecht und Betriebswirtschaft (DStR), 43. Jg. 2005, Heft 25, S. 1067 – 1072.
- Drukarczyk**, Jochen (1993): Theorie und Politik der Finanzierung, 2. Auflage, München 1993.
- Eisenhardt**, Ulrich (2005): Gesellschaftsrecht, 12. Auflage, München 2005.
- Elser**, Thomas/**Jetter**, Jan (2003): Steuereffiziente Ausgestaltung von Mezzaninekapital, erschienen in: Finanz Betrieb, Fachinformation für Finanzmanagement, Unternehmensbewertung und Kapitalmärkte (FB), 7. Jg. 2003, Heft 10, S. 625 – 635.
- Engel**, Dirk/**Kohlberger**, Kai/**Pfaffenholz**, Guido/**Plattner**, Dankwart (2006): Mittelstandsfinanzierung im Lichte des Finanzmarktwandels: Probleme, Herausforderungen und Möglichkeiten, erschienen in: Konjunkturaufschwung bei anhaltendem Problemdruck – Mittelstandsmonitor 2006 – Jährlicher Bericht zu Konjunktur- und Strukturfragen kleiner und mittlerer Unternehmen, (Hrsg.: KfW, Creditreform, IfM, RWI, ZEW), Frankfurt am Main 2006, S. 139 – 187.
- Enz**, Thomas/**Ravara**, Cesare (2005): Mezzanine Finance – Mischform mit Zukunft, Economic Briefing Nr. 42, (Hrsg.: Credit Suisse Economic Research), Zürich 2005.
- Fleischhauer**, Uwe (2006): Kostenfalle Mezzanine. Eine Analyse aus Unternehmenssicht, erschienen in: Venture Capital Magazin, 6. Jg. 2006, Heft 9, S. 34 – 36.
- Gerke**, Wolfgang/**Bank**, Matthias (2003): Finanzierung. Grundlagen für Investitions- und Finanzierungsentscheidungen in Unternehmen, 2. Auflage, Stuttgart 2003.
- Golland**, Frank/**Gehlhaar**, Lars/**Grossmann**, Klaus/**Eickhoff-Kley**, Xenia/**Jänisch**, Christian (2005): Mezzanine-Kapital, erschienen in: Betriebs-Berater, Zeitschrift für Recht und Wirtschaft (BB), 60. Jg. 2005, BB-Special Heft 4, S. 1 – 32.
- Häger**, Michael/**Elkemann-Reusch**, Michael (2004): Mezzanine Finanzierungsinstrumente. Stille Gesellschaft – Nachrangdarlehen – Genussrechte, Berlin 2004.

- Harrer, Herbert/Janssen, Ulli/Halbig, Uwe** (2005): Genussscheine – Eine interessante Form der Mezzanine Mittelstandsfinanzierung; erschienen in: *Finanz Betrieb, Fachinformation für Finanzmanagement, Unternehmensbewertung und Kapitalmärkte (FB)*, 7. Jg. 2005, Heft 1, S. 1 – 7.
- Heinemann, Stephan/Kraus, Martin/Schneider, Annette** (2006): Genussrechte, erschienen in: *Mezzanine Finanzierung. Betriebswirtschaft – Zivilrecht – Steuerrecht – Bilanzrecht*, (Hrsg.: Bösl/ Sommer), München 2006, S. 171 – 196.
- Heinke, Matthias** (2006): Mezzanine Kapitalmarktfinanzierung für den Mittelstand am Beispiel von PREPS, erschienen in: *Mezzanine Finanzierung. Betriebswirtschaft – Zivilrecht – Steuerrecht – Bilanzrecht*, (Hrsg.: Bösl/ Sommer), München 2006, S. 103 – 110.
- Hofert, Sebastian/Arends, Volker** (2005): Intelligente rechtliche Gestaltung von Mezzanine-Finanzierungen, erschienen in: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP)*, 26. Jg. 2005, Heft 30, S. 1297 – 1305.
- Holz kämpfer, Hilko** (2001): Mezzanine Kapital – eine Finanzierungsalternative für den Mittelstand (5.7.1), erschienen in: *Handbuch Corporate Finance -Konzepte, Strategien und Praxis*, (Hrsg.: Achleiter/ Georg), Loseblattausgabe, 2. Auflage München 2001, Stand: 10. Ergänzungslieferung Oktober 2003.
- Janssen, Bernhard** (2005): Bilanzierung mit Rangrücktritt versehenen Verbindlichkeit in der Handels- und Steuerbilanz, erschienen in: *Betriebs-Berater, Zeitschrift für Recht und Wirtschaft, (BB)*, 60. Jg. 2005, Heft 35, S. 1895 – 1897.
- Kamp, Andreas/Solmecke, Henrik** (2005): Mezzanine-Kapital: Ein Eigenkapitalsubstitut für den Mittelstand?, erschienen in: *Finanz Betrieb, Fachinformation für Finanzmanagement, Unternehmensbewertung und Kapitalmärkte (FB)*, 7. Jg. 2005, Heft 10, S. 618 – 625.
- Kiethe, Kurt** (2006): Mezzanine-Finanzierung und Insolvenzrisiko, erschienen in: *Deutsches Steuerrecht, Wochenschrift für Steuerrecht, Wirtschaftsrecht und Betriebswirtschaft (DStR)*, 44. Jg. 2006, Heft 39, S. 1763 – 1768.
- Kinne, Konstanze/Kottmann, Elke** (2006): Finanzierung – Rating, Mezzanine und Private Equity, erschienen in: *Praxishandbuch des Mittelstandes: Leitfaden für Management mittelständischer Unternehmen*, (Hrsg.: Krüger, Wolfgang), 1. Auflage, Wiesbaden 2006, S. 261 – 274.
- Koop, Michael J./Maurer, Klaus** (2006): Mittelstandsfinanzierung in Deutschland. Finanzierungskonzepte im Zeitalter von Basel II, Saarbrücken 2006.
- Kurz, Stefan** (2006): Mezzanine Finanzierungsinstrumente für mittelständische Unternehmen. Rechtliche Gestaltung, Bilanzierung und steuerliche Behandlung, (Hrsg.: Bedy, Björn), Hamburg 2006.
- Küting, Karlheinz/Dürr, Ulrike L.** (2005a): Mezzanine-Kapital – Finanzierungsentscheidung im Sog der Rechnungslegung, erschienen in: *Der Betrieb, Wochenschrift für Betriebswirtschaft, Steuerrecht, Wirtschaftsrecht, Arbeitsrecht (DB)*, 58. Jg. 2005, Heft 29, S. 1529 – 1534.
- Küting, Karlheinz/Dürr, Ulrike L.** (2005b): „Genüsse“ in der Rechnungslegung nach HGB

- und IFRS sowie Implikationen im Kontext von Basel II, erschienen in: Deutsches Steuerrecht, Wochenschrift für Steuerrecht, Wirtschaftsrecht und Betriebswirtschaft (DStR), 43. Jg. 2005, Heft 21 – 22, S. 938 – 944.
- Leopold, Kirsten/Reichling, Christian** (2004): Alternative Finanzierungsformen: Mezzanine-Finanzierung für die Masse?, erschienen in: Deutsches Steuerrecht, Wochenschrift für Steuerrecht, Wirtschaftsrecht und Betriebswirtschaft (DStR), 42. Jg. 2004, Heft 32, S. 1360 – 1364.
- Meeh, Gunther/Knaus, Thomas** (2006): Die Ausweitung des wirtschaftlichen Eigenkapitals durch mezzanine Finanzierungsformen, erschienen in: Unternehmensbewertung, Rechnungslegung und Prüfung: Festzeitschrift für Prof. Dr. Wolf F. Fischer-Winkelmann, Schriften zum Betrieblichen REchnungswesen und Controlling, Band 33, (Hrsg.: Meeh, Gunther), Hamburg 2006.
- Müller, Bernd R.** (2004): Die Finanzierung mittelständischer Unternehmen durch Mezzanine-Kapital, erschienen in: Aspekte zur Bankbetriebslehre II – Unternehmensfinanzierung –, Mönchengladbacher Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen Praxis, Band 10, (Hrsg.: Müller, Bernd), 4. erweiterte Auflage 2004.
- Müller, Oliver** (2003): Mezzanine Finance. Neue Perspektiven in der Unternehmensfinanzierung, Bern u. a. 2003.
- Nelles, Michael/Klusemann, Markus** (2003): Die Bedeutung der Finanzierungsalternative Mezzanine-Capital im Kontext von Basel II für den Mittelstand, erschienen in: Finanz Betrieb, Fachinformation für Finanzmanagement, Unternehmensbewertung und Kapitalmärkte (FB), 5. Jg. 2003, Heft 1, S. 1 – 10.
- o. V.** (2006): Passivierung von Verbindlichkeiten bei Vereinbarung eines einfachen oder qualifizierten Rangrücktritts; Auswirkungen des § 5 Abs. 2a EstG, erschienen in: Die Wirtschaftsprüfung – Der Berater der Wirtschaft (WPg), 59. Jg. 2006, Heft 19, S. 1244.
- Pape, Dieter** (2003): Alternative Finanzierungsformen für den Mittelstand. Mittelstandsfonds als erfolgsversprechende Lösung, erschienen in: Deutsches Steuerrecht, Wochenschrift für Steuerrecht, Wirtschaftsrecht und Betriebswirtschaft (DStR), 41. Jg. 2003, Heft 23, S. 950 – 954.
- Rauch, Isabel/Schimpfky, Peter/Schneider, Annette** (2006): Stille Beteiligungen, erschienen in: Mezzanine Finanzierung. Betriebswirtschaft – Zivilrecht – Steuerrecht – Bilanzrecht, (Hrsg.: Bösl/ Sommer), München 2006, S. 119 – 169.
- Rudolph, Bernd** (2004): Analyse hybrider Finanzinstrumente: Mezzanine-Kapital, erschienen in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 57. Band 2004, Heft 1, S. 14 – 18.
- Schaber, Mathias/Kuhn, Steffen/Eichhorn, Sonja** (2004): Eigenkapitalcharakter von Genussrechten in der Rechnungslegung nach HGB und IFRS, erschienen in: Betriebsberater, Zeitschrift für Recht und Wirtschaft (BB), 59. Jg. 2004, Heft 6, S. 315 – 319.
- Schneck, Ottmar** (2006): Handbuch Alternative Finanzierungsformen. Anlässe, Private Equity, Genussscheine, ABS, Leasing, Factoring, Mitarbeiterbeteiligung, BAV, Franchising, Stille Gesellschaft, Partiarisches Darlehen, Börsengang, Weinheim 2006
- Schneider, Annette/Sommer, Michael/Wagner, Florian** (2006): Partiarisches Darlehen,

erschienen in: Mezzanine Finanzierung. Betriebswirtschaft – Zivilrecht – Steuerrecht – Bilanzrecht, (Hrsg.: Bösl/ Sommer), München 2006, S. 271 – 290.

Smerdka, Ute (2002): Die Finanzierung mit mezzaninem Haftkapital, Diss., Reihe: Steuer, Wirtschaft und Recht, Band 235, (Hrsg.: Bischoff/ Kellermann/ Sieben/ Herzig), Lohmar 2002.

Streit, Barbara/**Baar**, Stephan/**Hirschfeld**, Andreas (2004a): Einsatz von Mezzanine-Kapital zur Unternehmensfinanzierung im Mittelstand – Instrumente und Gestaltungsmöglichkeiten –, erschienen in: Betrieb und Rechnungswesen: Buchführung, Bilanz, Kostenrechnung (BBK), Fach 29, Nr. 19 vom 1.10.2004, S. 1111 – 1120.

Streit, Barbara/**Baar**, Stephan/**Hirschfeld**, Andreas (2004b): Finanzierung mittelständischer Unternehmen durch Mezzanine-Kapital – Anlässe, Anforderungen und Anbieter –, erschienen in: Betrieb und Rechnungswesen: Buchführung, Bilanz, Kostenrechnung (BBK), Fach 29, Nr. 20 vom 15.10.2004, S. 1121 – 1126.

Thiele, Stefan: Das Eigenkapital im handelsrechtlichen Jahresabschluss. Rechtsformübergreifende und rechtsformspezifische Grundsätze für Ansatz und Ausweis des gesetzestypischen Eigenkapitals und der hybriden Finanzierungsformen, (Hrsg.: Baetge, Jörg), Düsseldorf 1998.

Volk, Gerrit: Mezzanine Capital: Neue Finanzierungsmöglichkeiten für den Mittelstand?, erschienen in: Betriebs-Berater, Zeitschrift für Recht und Wirtschaft (BB), 58. Jg. 2003, Heft 23, S. 1224 – 1226.

von Einem, Christoph/**Schmid**, Stefanie/**Pütz**, Silke (2005): Mittelstandsfinanzierung mittels Private Debt: Welche Form ist die richtige aus rechtlicher, steuerlicher und bilanzieller Sicht?, erschienen in: Betriebs-Berater, Zeitschrift für Recht und Wirtschaft (BB), 60. Jg. 2005, BB-Special Heft 5, S. 9 – 15.

von Hofacker, Jan (2006): Finanzierungslücken flexibel schließen. Individualisierte Genussscheine als attraktives Instrument der Eigenkapitalfinanzierung, erschienen in: Venture Capital Magazin, 6. Jg. 2006, Heft 9, S. 36 – 37.

Wagner, Florian/**Lehmann**, Markus (2006): Nachrangdarlehen, erschienen in: Mezzanine Finanzierung. Betriebswirtschaft – Zivilrecht – Steuerrecht – Bilanzrecht, (Hrsg.: Bösl/ Sommer), München 2006, S. 245 – 269.

Wahl, Simon (2004): Private Debt. Private Fremdkapital- und Mezzanine-Kapitalplatzierungen bei institutionellen Investoren, Entrepreneurial and Financial Studies, Band 4, (Hrsg.: Achleitner/ Kaserer), Sternenfels 2004.

Werner, Horst S. (2004): Mezzanine-Kapital. Mit Mezzanine-Finanzierung die Eigenkapitalquote erhöhen, 1. Auflage, Köln 2004.

Winkeljohann, Norbert (2006): Eigenkapital mit Pfiff, erschienen in: Handelsblatt vom 07.07.2006.

Internet

<http://www.ifm-bonn.de>, Mittelstand – Definition und Schlüsselzahlen, Abruf am 28.09.2006.

<http://www.ihk-aachen.ihk.de>, Finanzierungsalternativen: Mezzanine Finanzierungsformen,

Stand: 07.10.2004, Abruf am 28.09.2006.

<http://www.paderborn.de>, KMU-Definition, Abruf am 30.12.2006.

http://www.ec.europa.eu/index_de.htm, Die neue KMU-Definition, Benutzerhandbuch und Mustererklärung, Abruf am 30.12.2006.

Autorenangaben

Beate Stirtz, LL.B.
c/o Fakultät für Wirtschaftswissenschaften
Hochschule Wismar
Philipp-Müller-Straße 14
Postfach 12 10
D – 23966 Wismar
Fax: ++49 / (0)3841 / 753 131

WDP - Wismarer Diskussionspapiere / Wismar Discussion Papers

- Heft 11/2006: Andreas Beck: Die sozialwirtschaftliche Branche als qualitatives Ratingkriterium – unter besonderer Berücksichtigung von NPO-Krankenhäusern
- Heft 12/2006: Robert Löhr: Tax Due Diligence bei Kreditinstituten – eine Betrachtung ausgewählter Bilanz- und GuV-bezogener Analysefelder bei der Ertragsbesteuerung
- Heft 13/2006: Kristine Sue Ankenman: Austrian Neutrality: Setting the Agenda
- Heft 14/2006: Jost W. Kramer: Co-operative Development and Corporate Governance Structures in German Co-operatives – Problems and Perspectives
- Heft 15/2006: Andreas Wyborny: Die Ziele des Neuen Kommunalen Rechnungswesens (Doppik) und ihre Einführung in die öffentliche Haushaltswirtschaft
- Heft 16/2006: Katrin Heduschka: Qualitätsmanagement als Instrument des Risikomanagements am Beispiel des Krankenhauses
- Heft 17/2006: Martina Nadansky: Architekturvermittlung an Kinder und Jugendliche
- Heft 18/2006: Herbert Neunteufel/Gottfried Rössel/Uwe Sassenberg/Michael Laske/Janine Kipura/Andreas Brüning: Überwindung betriebswirtschaftlicher Defizite im Innoregio-Netzwerk Kunststoffzentrum Westmecklenburg
- Heft 19/2006: Uwe Lämmel/Andreas Scher: Datenschutz in der Informationstechnik. Eine Umfrage zum Datenschutzsiegel in Mecklenburg-Vorpommern
- Heft 20/2006: Jost W. Kramer/Monika Passmann: Gutachten zur Bewertung der Struktur-, Prozess- und Ergebnisqualität der allgemeinen Sozialberatung in Mecklenburg-Vorpommern
- Heft 21/2006: Marion Wilken: Risikoidentifikation am Beispiel von Kindertageseinrichtungen der Landeshauptstadt Kiel
- Heft 22/2006: Herbert Müller: Zahlen und Zahlenzusammenhänge - Neuere Einsichten zum Wirken und Gebrauch der Zahlen in Natur und Gesellschaft
- Heft 01/2007: Günther Ringle: Genossenschaftliche Prinzipien im Spannungsfeld zwischen Tradition und Modernität
- Heft 02/2007: Uwe Lämmel/Eberhard Vilkner: Die ersten Tage im Studium der Wirtschaftsinformatik
- Heft 03/2007: Jost W. Kramer: Existenzgründung in Kleingruppen nach der Novellierung des Genossenschaftsgesetzes
- Heft 04/2007: Beate Stirtz: Hybride Finanzierungsformen als Finanzierungsinstrumente mittelständischer Unternehmen