

## Schwerpunktthema „Hybride Finanzierung“

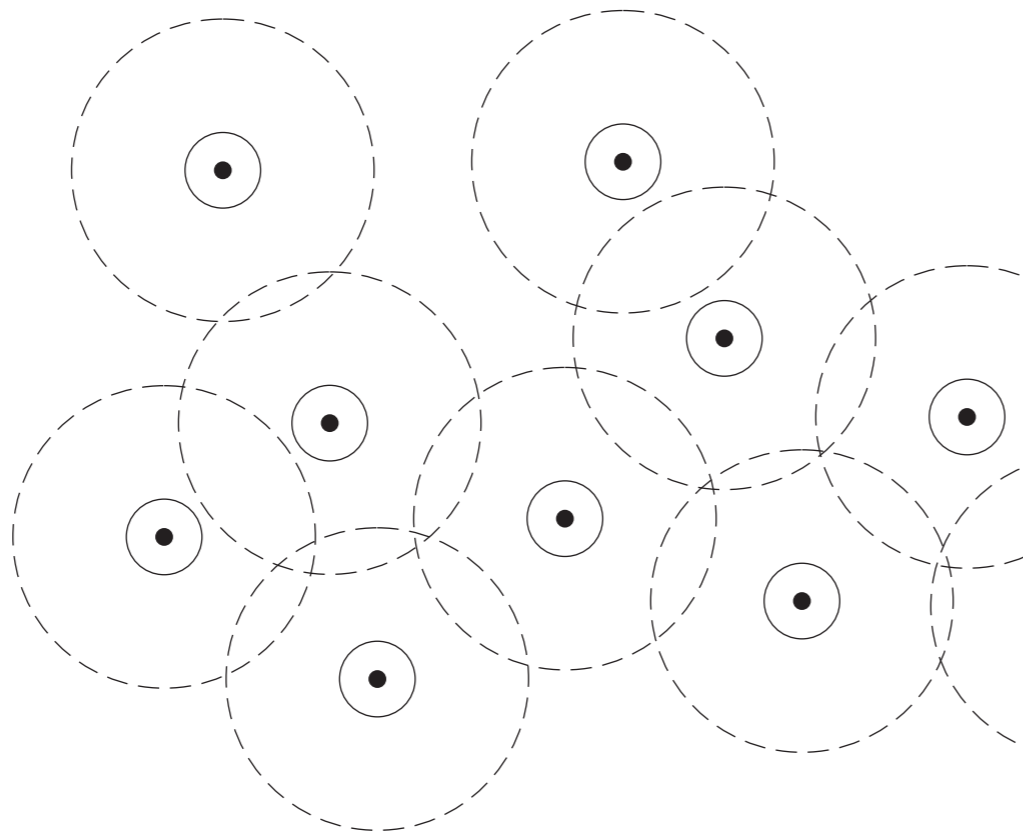
Hybride Finanzierungen sind zwischen klassischer Eigenkapitalfinanzierung durch Einlagen der Gesellschafter und klassischer Fremdkapitalfinanzierung durch Bankkredite angesiedelt. Kennzeichen hybrider Finanzinstrumente sind:

- Nachrang bei der Rückzahlung und/oder
- Nachrang bei der Besicherung und/oder
- Gewinnbeteiligung

Der Oberbegriff hybride Finanzierungen umfasst so unterschiedliche Finanzinstrumente wie Genussrechte (mit und ohne Wandlungs- oder Optionsrecht), Wandel- oder Optionsanleihen, partiarische Darlehen, Gewinnschuldverschreibungen, stille Beteiligungen oder nachrangige Darlehen.

Die Motive für den Einsatz hybrider Finanzinstrumente unterscheiden sich, je nachdem, ob es sich um die Finanzierung einer Akquisition bzw. eines Projekts oder um die laufende Finanzierung eines Unternehmens handelt.

### Hybride Finanzierungen



Mezzanine gewinnt in der Akquisitionsfinanzierung immer mehr an Bedeutung. Die niedrige Eigenkapitalquote ermöglicht hohe Renditen. Trotzdem wird der Cashflow des Unternehmens nicht durch Zinsen belastet. Damit stellt Mezzanine eine sinnvolle Ergänzung zu anderen Finanzierungen wie Senior Loans dar.

**Sinnvolle Ergänzung im Rahmen der Akquisitions- und Projektfinanzierung**

Die vom Investor gewünschte Eigenkapitalrendite lässt sich häufig nur erreichen, wenn der Anteil des Fremdkapitals relativ hoch ist. Der Fremdkapitalbedarf kann in der Regel nicht über erstrangige Darlehen (First Lien) gedeckt werden. Neben diese Senior-Darlehen, die erstrangig besichert sind und deren durchschnittliche Verzinsung EURIBOR plus 225 Basispunkte (Senior A) bis EURIBOR plus 325 bp (Senior C) beträgt<sup>1</sup>, treten dann andere Finanzierungsinstrumente, z. B. Junior Darlehen oder Second Lien. Diese Kredite sind nachrangig besichert und ihre durchschnittliche Verzinsung beträgt EURIBOR plus 575 bp<sup>1</sup>.

Eine weitere Möglichkeit sind ungesicherte Anleihen – bei einem Rating der Anleihe von BB oder schlechter spricht man von High Yield Bonds –, die durch überdurchschnittlich hohe Zinssätze gekennzeichnet sind. Mezzanine-Kredite oder PIK-Loans sind (zumeist) ungesicherte Darlehen, bei denen die akkumulierten Zinsen und die Tilgung erst am Ende der Laufzeit zu leisten sind.

Die Verzinsung von Mezzanine-Krediten im Rahmen der Akquisitionsfinanzierung ist deutlich höher als bei Senior- bzw. Junior-Krediten. Die durchschnittliche Marge beträgt 1.100 bp über EURIBOR<sup>1</sup>. Die Laufzeit von Mezzanine-Krediten beträgt zwischen 7,5 und 10 Jahren und liegt damit 1 bis 1,5 Jahre über der Laufzeit von Senior-Krediten. Die Rückzahlung der Mezzanine-Mittel erfolgt in der Regel in einer Summe am Ende der Laufzeit und erst nach vollständiger Rückführung der Senior-Kredite. Im Übrigen entspricht der Mezzanine-Kreditvertrag weitgehend dem Senior-Kreditvertrag. Dies gilt insbesondere für Gewährleistungen, Auflagen (Covenants) und Kündigungsgründe (Events of Default). Allerdings wird im Hinblick auf die Folgen einer Kündigung (Fälligkeit der Rückzahlung und Sicherheitenverwertung) üblicherweise eine Stillhalte-Periode zu Lasten der Mezzanine-Kreditgeber vereinbart. Falls ein Kündigungsgrund →

## Schwerpunktthema „Hybride Finanzierung“

vorliegt, soll diese Stillhalte-Periode den Senior-Kreditgebern Zeit verschaffen, damit sie das weitere Vorgehen, einschließlich der etwaigen Sanierungsfähigkeit des Schuldners, sondieren können, ohne vom Mezzanine-Kreditgeber gestört zu werden.

### **Nachrang**

Der Nachrang oder die Subordination des Mezzanine-Kapitals kann strukturell oder auf schuldrechtlicher Basis begründet werden. Bei struktureller Subordination wird der Mezzanine-Kredit nicht der Gesellschaft, die die Akquisition tätigt (Holding I), sondern ihrem Gesellschafter (Holding II) gewährt. Der Nachrang ergibt sich daraus, dass als Sicherheit nur die Anteile der durch die Senior-Finanzierung belasteten Holding I dienen. Außerdem kann der Zins- und Tilgungsdienst nur mit den Mitteln erfolgen, die die Holding II von ihrer Tochtergesellschaft Holding I erhält.

Die Nachrangigkeit auf schuldrechtlicher Basis kommt häufiger vor als die strukturelle Subordination. Hierzu werden multilaterale Verträge zwischen den Kreditgebern (Senior-, Junior- und Mezzanine-Kreditgebern) und den Eigenkapitalgebern (sog. Interkreditorverträge) abgeschlossen.

### **Equity-Kicker als erfolgsabhängige Vergütung**

Neben der festen Verzinsung wird für Mezzanine-Darlehen häufig ein so genannter Equity-Kicker als zusätzliche Vergütung vereinbart. Durch den Equity-Kicker kann der Mezzanine-Kreditgeber Anteile der Zielgesellschaft zu Sonderkonditionen erwerben. Die Zielgesellschaft kann dem Kreditgeber Rechte zum Bezug ihrer Aktien oder zur Wandlung eines Teils der Darlehensschuld in Aktien gewähren (dies ist häufig bei Projektfinanzierungen der Fall). Als zweite Möglichkeit können die Gesellschafter des Kreditnehmers bzw. die Kreditnehmer dem Kreditgeber Optionen zum Erwerb von Anteilen einräumen, die sie an der Ziel- oder Objektgesellschaft halten (dies ist meist bei Akquisitionsfinanzierungen der Fall). Auf diese Weise kann der Mezzanine-Kapitalgeber an der Wertsteigerung der Ziel- oder Objektgesellschaft teilhaben.

Durch die Ausübung des Bezugs- oder Optionsrechts wird der Mezzanine-Kreditgeber Gesellschafter der Ziel- oder Objektgesellschaft. Theoretisch besteht dadurch die Gefahr, dass sämtliche von ihm gewährten Kredite eigenkapitalersetzenden Charakter erhalten. Um dies zu vermeiden, achtet man in der Praxis darauf, dass die Beteiligungsquote des Mezzanine-Kreditgebers die für den Eigenkapitalersatz relevante Beteiligungsschwelle von 10 % (GmbH) bzw. 25 % (AG) auch nach der Ausübung der Bezugs- oder Wandlungsrechte nicht übersteigt.

Alternativ kann man einen virtuellen Equity-Kicker oder sog. Phantom Warrant vereinbaren: Dem Mezzanine-Kreditgeber werden dabei keine Rechte zum Erwerb von Gesellschaftsanteilen eingeräumt. Stattdessen erwirbt er einen schuldrechtlichen Anspruch gegen die Darlehensnehmer. Wenn der Kreditgeber dies verlangt, müssen diese ihn durch Zahlung eines Geldbetrages wirtschaftlich so stellen, wie er stünde, wenn er Options- oder Wandlungsrechte auf Anteile an der Ziel- oder Objektgesellschaft ausgeübt hätte.

### **Projekterfolgsabhängige Verzinsung**

Im Rahmen der Projektfinanzierung werden zunehmend auch Darlehen eingesetzt, deren Verzinsung vom Erfolg des Projekts abhängt. Bei dieser Gestaltung nimmt der Darlehensgeber wie ein Eigenkapitalgeber am Erfolg oder Misserfolg des Projekts teil. Kennzeichen solcher Vereinbarungen sind – neben Rangrücktritt und fehlenden oder nachrangigen Sicherheiten – eine niedrige Grundverzinsung sowie eine signifikant hohe Zusatzverzinsung, die vom Gewinn des Projekts abhängt.

### **Dr. Peter Ruby, Stuttgart**

<sup>1</sup>Angaben für 2005. Quelle: KPMG's Leveraged Finance Study 2005, Februar 2006.

## Schwerpunktthema „Hybride Finanzierung“

*Seit Basel II sind immer mehr Unternehmen auf der Suche nach alternativen Finanzierungsmöglichkeiten. Hybride Finanzinstrumente können die Eigenkapitalquote der Unternehmen verbessern und auf Grund ihrer besonderen Konditionen auch in Turnaround-Situationen hilfreich sein.*

Im Rahmen der allgemeinen Unternehmensfinanzierung werden hybride Finanzinstrumente aus unterschiedlichsten Motiven eingesetzt:

- Verbesserung des Ratings
- Beschaffung von Eigenkapital, ohne Anteile auszugeben
- Optimierung der Kapitalstruktur
- Diversifikation des Fremdkapitals
- Fremdkapitalschnitt bei Sanierungen

Die Finanzierung deutscher Unternehmen ruht in der Regel auf zwei Säulen: dem Eigenkapital, das die Gesellschafter zur Verfügung stellen, und dem von Banken gewährten Fremdkapital. Traditionell ist die Eigenkapitalquote deutscher Unternehmen relativ niedrig. Dies beruht zum Teil darauf, dass sie bislang in großem Umfang Fremdkapital zu relativ günstigen Konditionen aufnehmen konnten. Im Zuge von Basel II befindet sich die Kreditvergabepaxis im Wandel. Die Konditionen der Darlehen werden zunehmend vom Rating des Kreditnehmers bestimmt. Dies hat zur Folge, dass die Fremdfinanzierung für zahlreiche Unternehmen teurer wird. Durch eine Erhöhung der Eigenkapitalquote kann vermieden werden, dass die Kapitalkosten dadurch steigen. Allerdings ist die Aufnahme neuer Gesellschafter im Rahmen von Kapitalerhöhungen häufig nicht gewünscht, und der Leistung von weiteren Einlagen durch die vorhandenen Gesellschafter sind in vielen Fällen Grenzen gesetzt. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage nach alternativen Finanzierungsformen.

### Verbreiterung der Eigenkapitalbasis

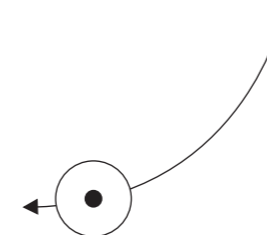
Hybride Finanzinstrumente im Rahmen der Unternehmensfinanzierung

### Stärkung der Eigenkapitalquote

Die Eigenkapitalquote ist ein maßgeblicher Faktor für das Rating einer Gesellschaft. Durch Ausgabe von hybriden Finanzinstrumenten kann das wirtschaftliche wie das bilanzielle Eigenkapital erhöht werden. Bei entsprechender Ausgestaltung können z. B. Genussrechte oder stille Beteiligungen nach HGB als Eigenkapital bilanziert werden. Unter bestimmten Voraussetzungen können auch nachrangige Darlehen wirtschaftliches Eigenkapital darstellen (mehr dazu ab Seite 16).

Der Einsatz hybrider Finanzinstrumente – insbesondere von Genussrechten – bietet sich an, wenn die Gesellschafter die Eigenkapitalbasis der Gesellschaft (unter Inanspruchnahme des Kapitalmarkts) verbreitern möchten, ohne den Kapitalgebern Mitspracherechte einzuräumen, und sich gleichzeitig die Möglichkeit offenhalten möchten, dieses Kapital zu kündigen. Mit der Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien lassen sich diese Ziele nur unvollkommen erreichen, da das deutsche Recht keine rückkaufbaren Aktien (redeemable shares) kennt. Außerdem haben auch die Inhaber stimmrechtsloser Vorzugsaktien in bestimmten Situationen ein Mitspracherecht.

Wenn sich ein Fremdkapitalgeber die Möglichkeit offenhalten möchte, zu einem späteren Zeitpunkt einen sog. Debt-Equity-Swap durchzuführen, ohne im Rahmen der Sachkapitalerhöhung die Werthaltigkeit der eingebrachten Forderungen nachweisen zu müssen, bietet es sich an, statt einer Kreditaufnahme Wandel- oder Optionsschuldverschreibungen bzw. Genussrechte mit Wandel- oder Optionsrechten auszugeben. →



## Schwerpunktthema „Hybride Finanzierung“

### Hilfe beim Turnaround

Hybride Finanzinstrumente bieten sich auch zur Unternehmensfinanzierung in Turn-around-Situationen an. Ihre Vorteile sind die Nachrangigkeit und die hinausgeschobene Fälligkeit der Zinszahlungen, die möglicherweise zusätzlich mit einem – gemessen am Rating der Gesellschaft – niedrigen Zinssatz verbunden ist. Diese Merkmale kommen den Bedürfnissen der Gesellschaft entgegen. Gleichzeitig stellt die Möglichkeit, über eine gewinnabhängige Vergütung oder den späteren Erwerb einer Beteiligung am Erfolg des finanzierten Unternehmens zu partizipieren, einen Investitionsanreiz für Kapitalgeber dar. Mit entsprechend strukturierten Wandel- oder Optionsgenussrechten bzw. Wandel- oder Optionsschuldverschreibungen können die jeweils gewünschten wirtschaftlichen Ergebnisse erzielt werden.

Im Rahmen der Sanierung wird häufig auch ein Sanierungsbeitrag von den Fremdkapitalgebern verlangt. Die Gesellschaft will sich im Rahmen einer Sanierung meist von einem Teil ihrer Verbindlichkeiten befreien, während die Kreditgeber eine Beteiligung am wirtschaftlichen Erfolg der Sanierung anstreben. Diese Ziele lassen sich durch die Ausgabe von Genussrechten mit Wandel- oder Optionsrecht erreichen, auf die ein im Verhältnis zum Nominalbetrag der Genussrechte Vielfaches der Rückzahlungsansprüche der Kreditgeber eingelegt wird.

**Dr. Hildegard Ziemons, Frankfurt am Main/Marcus Hosser, Stuttgart**

*Hybridkapital hat sich in den vergangenen Jahren zunehmender Beliebtheit erfreut. Unter dem Oberbegriff Mezzanine-Kapital werden eine Reihe von unterschiedlichen Instrumenten subsumiert, die ganz unterschiedliche rechtliche Rahmenbedingungen haben. Diese gilt es zu beachten.*

**Rechtliche Ausgestaltung  
hybrider Finanzinstrumente**

### Genussrechte

Genussrechte basieren auf einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Gesellschaft und dem Genussrechtsinhaber. Ihrem Inhaber werden schuldrechtliche Ansprüche auf gesellschaftertypische Vermögensrechte, z. B. Beteiligung am Gewinn, an stillen Reserven oder am Liquidationserlös, eingeräumt. Bei der Gestaltung der Gewinnbeteiligung des Genussrechtsinhabers können die jeweiligen Interessen berücksichtigt werden. Üblicherweise wird eine niedrige Grundverzinsung auf das eingezahlte Kapital zuzüglich einer am Ergebnis der Gesellschaft orientierten Vergütung vereinbart. Die erfolgsabhängige Komponente kann sich auch am Erfolg einer Sparte, eines Betriebs, Projekts oder Produkts orientieren. Darüber hinaus kann vereinbart werden, dass eine erfolgsabhängige Vergütung auch dann gezahlt wird, wenn kein verteilungsfähiger Bilanzgewinn entsteht. Aus diesen Gründen können Genussrechte zur maßgeschneiderten Finanzierung eingesetzt werden. Üblicherweise haben Genussrechte Nachrang gegenüber den übrigen Verbindlichkeiten. Auch eine Beteiligung am Verlust kann vorgesehen werden. Diese und andere vermögensbezogene Komponenten können einzeln oder auch kumuliert vereinbart werden. →

*Genussrechte*



## Schwerpunktthema „Hybride Finanzierung“

Der Inhaber eines Genussrechts kann keine gesellschaftertypischen Mitgliedschafts- oder Kontrollrechte erhalten. Insbesondere gewähren Genussrechte kein Teilnahmerecht an Gesellschafterversammlungen und kein Stimmrecht.

Um die Attraktivität des Genussrechts zu erhöhen, kann dieses auch ein Recht zum Bezug von Aktien der emittierenden Gesellschaft (Optionsgenussrecht) oder ein Recht zum Umtausch des Genussrechts in Aktien der Gesellschaft (Wandelgenussrecht) beinhalten.

Je nach Ausgestaltung ähnelt das Genussrecht stimmrechtslosen Vorzugsaktien oder Geschäftsanteilen bzw. der Gewinnschuldverschreibung. Bei der Ausgestaltung muss man darauf achten, dass die steuerlich und bilanziell gewünschten Effekte (Abzugsfähigkeit der Zinsen und sonstigen Vergütungen als Betriebsausgaben, bilanzielle Behandlung als Eigenkapital, dazu unten Seite 16 ff. bzw. Seite 25 ff.) erzielt werden können. Genussrechte können verbrieft werden (Genussscheine) und sind dann wertpapiermäßig übertragbar und börsenfähig.

Der Vorstand bzw. der Geschäftsführer einer Kapitalgesellschaft darf Genussrechte nur nach einem Beschluss der Gesellschafter ausgeben. Für diesen ist eine einfache Stimmenmehrheit und eine Dreiviertelkapitalmehrheit nötig. Bei einer AG kann dieses Mehrheitserfordernis bei entsprechender Satzungsgestaltung auch ermäßigt werden. Da Aktionäre stets ein Bezugsrecht auf Genussrechte haben, muss dieses bei einer Emission von Genussrechten an Dritte ausgeschlossen werden. Ob auch GmbH-Gesellschafter ein derartiges Bezugsrecht haben, ist umstritten. Vorsorglich sollte auch hier das Bezugsrecht im Beschluss über die Ausgabe der Genussrechte ausgeschlossen werden. Im Beschluss der Hauptversammlung bzw. Gesellschafterversammlung müssen die Eckpunkte der Genussrechtsbedingungen festgelegt sein.

**Dr. Marc Seibold, Stuttgart**

### *Nachrangiges Darlehen*

Bei nachrangigen Darlehen handelt es sich um Darlehen im Sinne des § 488 BGB mit variabler oder fixer Verzinsung. Möglich ist auch eine Kombination aus gewinnabhängiger und nicht gewinnabhängiger Verzinsung. Diese kann auch – teilweise – endfällig ausgestaltet sein. Wegen ihrer Nachrangigkeit werden diese Darlehen zumeist nur gegeben, wenn der Kapitalgeber eine Bedienung aus dem Cashflow des Unternehmens für möglich hält. Mit Vorgaben an das Unternehmen – sog. Covenants – versuchen die Kapitalgeber in der Regel die Einhaltung des erwarteten Cashflows zu sichern.

Wegen der überdurchschnittlich hohen Verzinsung von Nachrangdarlehen stellt sich die Frage, ob der Darlehensvertrag sittenwidrig sein kann. Da aber in einer Gesamtbeurteilung das erhebliche Risiko des unbesicherten Kapitalgebers berücksichtigt werden muss, dürfte dies nur selten der Fall sein. Um die Sittenwidrigkeit festzustellen, muss man grundsätzlich einen Vergleichszins heranziehen. Da ein gesonderter Markt für hochverzinsliches Risikokapital besteht, muss der vertraglich vereinbarte Zins mit dem Zins für ähnlich risikoreiches Fremdkapital auf diesem Markt verglichen werden. Nur wenn der Zinssatz des Nachrangdarlehens bei diesem Vergleich völlig überhöht erscheint, dürfte die Gefahr der Sittenwidrigkeit bestehen. Die Rechtsprechung sieht die Grenze in der Regel bei einer relativen Überschreitung um 100 % oder einer absoluten Überschreitung um zwölf Prozentpunkte.

### *Partiarisches Darlehen*

Ein partiarisches Darlehen ist eine Sonderform des Darlehens und zeichnet sich dadurch aus, dass eine (zumindest teilweise) gewinnabhängige Vergütung des Darlehensgebers erfolgt. Partiarische Darlehen sind grundsätzlich Teilgewinnabführungsverträge im Sinne von § 292 Abs. 1 Nr. 2 AktG. Ihr Abschluss muss daher (jedenfalls bei der Aktiengesellschaft als Darlehensnehmerin) auf der Hauptversammlung mit qualifizierter Mehrheit beschlossen und im Handelsregister eingetragen werden. →

### *Nachrangiges Darlehen*

### *Partiarisches Darlehen*

## Schwerpunktthema „Hybride Finanzierung“

Wesentliche Unterschiede zur stillen Gesellschaft bestehen darin, dass durch den Abschluss des Darlehensvertrages kein Gesellschaftsverhältnis begründet wird. Außerdem ist eine Teilnahme am Verlust des Darlehensnehmers ausgeschlossen. Die Basis für die Berechnung der gewinnabhängigen Vergütung kann der Gewinn oder Jahresüberschuss der Gesellschaft oder eines Betriebs oder Projekts etc. sein.

### *Gewinnschuldverschreibung*

Die Gewinnschuldverschreibung ist eng mit dem partiarischen Darlehen verwandt. Die Verzinsung ist ganz oder zumindest teilweise an den Jahresüberschuss der Gesellschaft oder eine andere Position der Gewinn-und-Verlust-Rechnung (z. B. EBT oder EBIT) gekoppelt. Gewinnschuldverschreibungen müssen zwingend verbrieft werden. Ihre Ausgabe muss bei einer Aktiengesellschaft außerdem von der Hauptversammlung beschlossen werden. Aktionäre haben ein Bezugsrecht, das im Falle der beabsichtigten Ausgabe an Dritte nach allgemeinen Regeln ausgeschlossen werden muss.

### *Stille Gesellschaft*

Die stille Gesellschaft ist als Beteiligung an einem Handelsgewerbe in §§ 230 ff. HGB geregelt. Der Vertrag über die Begründung einer stillen Gesellschaft ist ein Gesellschaftsvertrag, in dem sich der Kapitalgeber zur Leistung einer Einlage in das Vermögen des Unternehmensträgers (GmbH, AG, OHG, KG etc.) verpflichtet. Im Gegenzug wird ihm eine Beteiligung am Gewinn eingeräumt. Die Einlage kann aus Geld, Sachen oder Rechten und auch Arbeitsleistungen bestehen. Die gesetzlich vorgesehene Beteiligung des stillen Gesellschafters am Verlust des Unternehmens kann ausgeschlossen werden. Wenn dies nicht erfolgt, ist die Verlustteilnahme auf die Höhe der Einlage begrenzt, eine persönliche Haftung des stillen Gesellschafters gegenüber den Gläubigern ist stets ausgeschlossen. Die Vergütung des stillen Gesellschafters muss in einer Beteiligung am Gewinn des Unternehmens bestehen, eine feste Verzinsung reicht nicht aus. Es kann allerdings eine Mindestverzinsung vereinbart werden. Der stille Gesellschafter hat nur eingeschränkte Kontrollrechte, er ist aber berechtigt, den Jahresabschluss zu prüfen, indem er die Bücher einsieht.

### *Gewinnschuldverschreibung*

### *Stille Gesellschaft*

Die sog. atypische stille Gesellschaft unterscheidet sich von der typischen stillen Gesellschaft dadurch, dass der stille Gesellschafter auf schuldrechtlichem Wege eine Quasibeteiligung am Unternehmen des Unternehmensträgers erhält. Außerdem kann er Zustimmungs- oder Vetorechte in Hinblick auf bestimmte Maßnahmen der Geschäftsführung und damit korrespondierende Kontrollrechte erhalten.

Eine stille Beteiligung an einer Aktiengesellschaft muss von der Hauptversammlung gebilligt und als Teilgewinnabführungsvertrag nach § 292 Abs. 1 Nr. 2 AktG in das Handelsregister eingetragen werden. Ob diese Formalien auch für stille Beteiligungen an GmbHs gelten, ist noch nicht abschließend geklärt. Vorsorglich sollten sie aber eingehalten werden.

Im Einzelfall kann die Abgrenzung zwischen dem partiarischen Darlehen und der stillen Gesellschaft schwierig werden. Sie lässt sich aber meist dadurch vornehmen, dass beim partiarischen Darlehen anders als bei der stillen Gesellschaft kein Gesellschafts-, sondern ein Austauschvertrag vorliegt. Außerdem ist der Rückzahlungsanspruch aus einem partiarischen Darlehen grundsätzlich abtretbar. Dies ist bei einer stillen Gesellschaft nur mit Zustimmung der Gesellschaft möglich.

### *Wandel- bzw. Optionsanleihen*

Wandel- bzw. Optionsanleihen sind Schuldverschreibungen, die es ihrem Inhaber erlauben, die Anleihe in Aktien umzutauschen (Wandelanleihe) bzw. Aktien zu erwerben (Optionsanleihe). Im Falle der Optionsanleihe können die Bezugsrechte von der Anleihe getrennt und selbständig als Optionsscheine gehandelt werden. Wenn das Wandlungsrecht bei der Wandelanleihe nicht ausgeübt wird oder die Anleihe bei der Optionsanleihe nicht zur Erfüllung der Einlagepflicht im Falle der Ausübung der Option verwendet wird, muss die Anleihe am Ende ihrer Laufzeit zurückgezahlt werden. Um dies zu verhindern, kann der Emittent in den Anleihebedingungen auch eine Wandlungspflicht festlegen. Die Verzinsung von Wandel- oder Optionsanleihen ist gewöhnlich niedriger als bei anderen Schuldinstrumenten mit vergleichbarer Laufzeit, Besicherung etc. Die Differenz zum marktüblichen Zinssatz ist eine verdeckte Wandlungs- oder Optionsprämie. →

### *Wandel- bzw. Optionsanleihen*

## Schwerpunktthema „Hybride Finanzierung“

Die Konditionen, zu denen die neuen Aktien im Falle der Wandlung bzw. Optionsausübung bezogen werden können, werden im Vorhinein in den Anleihebedingungen festgelegt. Wenn die Wandel- bzw. Optionsschuldverschreibungen gegen bar ausgegeben werden, muss die Vollwertigkeit der auf die neuen Aktien eingelegten Anleiheforderung zum Zeitpunkt der Wandlung bzw. Optionsausübung nicht mehr geprüft werden. Daher ist die Wandel- bzw. Optionsanleihe ein ideales Instrument, wenn zu einem späteren Zeitpunkt ein sog. Debt-Equity-Swap beabsichtigt ist.

Die Ausgabe von Wandel- bzw. Optionsanleihen und ggf. auch ein Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre müssen von der Hauptversammlung beschlossen werden. Bereits vor der Emission der entsprechenden Anleihen sollte ein bedingtes Kapital bereitgestellt werden, um die Wandlungs- bzw. Optionsrechte zu bedienen. Da es keine entsprechende gesetzliche Regelung über ein bedingtes (bzw. genehmigtes) Kapital gibt, ist die Ausgabe von Wandel- bzw. Optionsanleihen bei der GmbH und anderen Gesellschaftsformen nicht möglich. Durch begleitende Vereinbarungen mit den Gesellschaftern lassen sich aber auch bei Nichtaktiengesellschaften Instrumente schaffen, die der Optionsanleihe durchaus ähnlich sind. Die Gesellschafter können dem Anleihe- oder Darlehensgläubiger eine Option auf von ihnen gehaltene Anteile einräumen. Außerdem können sie sich zu einer entsprechenden Sachkapitalerhöhung verpflichten, in deren Rahmen die Darlehens- oder Anleiheforderung eingebracht wird. Allerdings sind diese Konstrukte mit einer geringeren Transaktionssicherheit für den Darlehensgeber verbunden.

**Dr. Herbert Wiehe, Köln/Roman Jordans, LL.M., Köln**

*Auf Grund der vielseitigen Formen von Mezzanine-Kapital ist die bilanzrechtliche Beurteilung uneinheitlich. HGB und IAS/IFRS stellen unterschiedliche Anforderungen an die Qualifikation von Mitteln als Eigenkapital. So steht bei IFRS die wirtschaftliche Substanz im Vordergrund, während die rechtliche Ausgestaltung von nachrangiger Bedeutung ist. Die bilanzielle Zielsetzung ist u. a. maßgeblich dafür, welches mezzanine Finanzinstrument für den Kreditnehmer das passende ist und wie es im Detail ausgestaltet werden muss. Es muss deshalb genau geprüft werden, ob und unter welchen Umständen Mezzanine in der Bilanz als Eigenkapital ausgewiesen werden kann.*

**Bilanzierung hybrider Finanzinstrumente nach HGB und IFRS**

Mezzanine Finanzinstrumente weisen in der Regel Elemente von Eigen- und Fremdkapital auf. Die Frage nach der bilanziellen Behandlung hybrider Finanzinstrumente kann nicht einheitlich beantwortet werden. HGB und International Accounting Standards/ International Financial Reporting Standards (IAS/IFRS) stellen unterschiedliche Anforderungen an die Qualifikation von Mitteln als Eigenkapital.

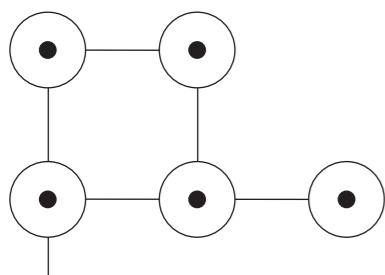
### **Bilanzierung hybrider Finanzinstrumente nach HGB**

#### **Genussrechte**

In der Stellungnahme des Hauptfachausschusses (HFA) 1/1994 „Zur Behandlung von Genussrechten im Jahresabschluss von Kapitalgesellschaften“ hat das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) Kriterien für Genussrechte definiert, die trotz des schuldrechtlichen Charakters und der generellen Rückzahlbarkeit des Genussrechtskapitals einen Ausweis als Eigenkapital beim Emittenten rechtfertigen:

**Bilanzierung nach HGB**

- Nachrangigkeit des Genussrechtskapitals gegenüber allen anderen Gläubigern im Insolvenz- oder Liquidationsfall
- Erfolgsabhängigkeit der Vergütung und Teilnahme am Verlust bis zur vollen Höhe
- Langfristigkeit der Kapitalüberlassung



## Schwerpunktthema „Hybride Finanzierung“

Wenn das Genussrechtskapital eine oder mehrere Voraussetzungen für eine Qualifikation als bilanzielles Eigenkapital nicht erfüllt, wird es als Fremdkapital ausgewiesen. Der Rückzahlungsbetrag erscheint dann in der Handelsbilanz als Verbindlichkeit in einer gesonderten Position „Genussrechtskapital“.

Laut HFA 1/1994 hängt auch der Ausweis der an den Genussrechtsinhaber gezahlten Vergütung in der Gewinn-und-Verlust-Rechnung (GuV) davon ab, ob das Genussrechtskapital als Fremd- oder Eigenkapital klassifiziert werden muss. Bei Genussrechtskapital mit Eigenkapitalcharakter ist die gezahlte Vergütung nicht Teil der Gewinnverwendung, weil die Zahlung auf einer schuldrechtlichen Verpflichtung der Gesellschaft beruht. Die Vergütung stellt damit Aufwand der Gesellschaft dar, den sie in einer gesonderten Position als „Vergütung für Genussrechtskapital“ vor dem Jahresüberschuss ausweisen muss. Ein Verlustanteil, der das Genussrechtskapital mindert, muss wie eine Entnahme aus den Rücklagen behandelt und als „Entnahme aus Genussrechtskapital“ nach dem Jahresergebnis ausgewiesen werden. Bei Genussrechtskapital mit Fremdkapitalcharakter müssen gezahlte Gewinnanteile als „Zinsaufwand“ und Verlustanteile als „Erträge aus Verlustübernahme“ ausgewiesen werden.

### **Stille Gesellschaft**

Für eine stille Gesellschaft ist eine eigenständige Bilanzierung nicht möglich, weil es sich um eine bloße Innengesellschaft ohne eigenes Gesamthandsvermögen handelt. Es spielt aber für den Jahresabschluss des Geschäftsinhabers eine Rolle, ob die Einlagenleistung des stillen Teilhabers als Eigen- oder Fremdkapital eingeordnet werden muss. Je stärker die Rechtsstellung des stillen Gesellschafters dabei der Rechtsstellung eines Anteilseigners ähnelt, desto eher kann man eine stille Beteiligung als Eigenkapital behandeln. Da der stille Beteiligte aber gemäß § 235 Absatz 1 HGB bei der Auflösung der Gesellschaft einen Anspruch auf Rückzahlung seiner Einlage gegen den Geschäftsinhaber hat, nimmt der stille Beteiligte in der Regel eher eine Gläubiger- als eine Anteilseignerposition ein. Die Verlustteilnahme nach § 232 Absatz 2 Satz 1 HGB reicht allein nicht aus, damit eine stille Beteiligung als Eigenkapital eingestuft werden kann. Bilanzrechtlich muss eine stille Beteiligung demnach grundsätzlich nach § 266 Absatz 3 HGB unter „C. Verbindlichkeiten“ ausgewiesen werden.

Allerdings kann man stille Beteiligungen auch eigenkapitalähnlich gestalten. Da ein stilles Gesellschaftsverhältnis eine Kapitalgesellschaft kaum anders verpflichtet als Genussrechtskapital, können die Kriterien der oben genannten HFA-Stellungnahme 1/1994 auch für Genussrechte angewendet werden. Für die stille Einlage müssen dann kumulativ die Voraussetzungen der Nachrangigkeit, Verlustbeteiligung in voller Höhe und langfristigen Kapitalüberlassung erfüllt sein.

### **Wandel- bzw. Optionsanleihe**

Vor der Wandlung wird der Nominalbetrag einer Wandel- bzw. Optionsanleihe in der Handelsbilanz der emittierenden Aktiengesellschaft nach dem Gliederungsschema in § 266 Absatz 3 HGB unter „C. 1. Anleihen, davon konvertibel“ als Fremdkapital bilanziert. Der Anteil am Ausgabebetrag, der als Wandlungs- bzw. Optionsprämie erzielt wird, muss gemäß § 272 Abs. 2 Nr. 2 HGB als Kapitalrücklage ausgewiesen werden. Außerdem kann nach § 250 Abs. 3 Satz 1 HGB ein aktiver Rechnungsabgrenzungsposten in Höhe des Werts des Wandlungs- bzw. Optionsrechts gebildet werden, der jährlich planmäßig aufgelöst werden muss. Wenn kein Rechnungsabgrenzungsposten gebildet wird, ist gemäß § 264 Abs. 2 Satz 2 HGB eine Angabe im Anhang erforderlich, um ein Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Kapitalgesellschaft zu vermitteln, das den tatsächlichen Verhältnissen entspricht.

Zum Zeitpunkt der Wandlung bzw. Optionsausübung unter Hingabe der Schuldverschreibung wird das Fremdkapital in Eigenkapital umgebucht. Dabei bleibt der Wert der Wandlungsprämie in der Kapitalrücklage ausgewiesen. Nach der Wandlung sind die Anteile, die auf Grund der Wandlung ausgegeben wurden, Eigenkapital. →

## Schwerpunktthema „Hybride Finanzierung“

### *Nachrangiges Darlehen*

Bei einem Nachrangdarlehen verschafft die Vereinbarung eines Rangrücktritts dem hingegebenen Kapital einen gewissen Eigenkapitalcharakter. Dennoch bilden sowohl Darlehen mit einem einfachen als auch solche mit einem qualifizierten Rangrücktritt beim Darlehensnehmer kein Eigenkapital. Während ein Forderungsverzicht einen Erlassvertrag im Sinne des § 397 BGB darstellt, führt auch ein qualifizierter Rangrücktritt nicht dazu, dass ein Gläubiger auf seinen schuldrechtlichen Rückzahlungsanspruch nach § 488 Abs. 1 Satz 2 BGB verzichtet. Der Rangrücktritt führt lediglich zu einer veränderten Rangordnung innerhalb der Verbindlichkeiten, ohne auf den Bestand und die Höhe der Verbindlichkeit einzuwirken. Daher erfolgt der Ausweis eines Nachrangdarlehens gemäß § 266 Abs. 3 HGB unter „C. Verbindlichkeiten“. Dabei wird die Darlehensverbindlichkeit gemäß § 253 Absatz 1 Satz 2 HGB mit dem Rückzahlungsbetrag bewertet. Der Rangrücktritt muss durch einen Vermerk in der Bilanz oder durch eine entsprechende Angabe im Anhang kenntlich gemacht werden.

### *Partiarisches Darlehen*

Der Darlehensnehmer muss das partiarische Darlehen ebenfalls als Fremdkapital ausweisen. Handelsrechtlich muss die Vergütung, die bei einem partiarischen Darlehen geschuldet wird, gewinnmindernd berücksichtigt werden. Für eine performanceabhängige Zusatzvergütung muss man nach § 266 Abs. 3 HGB eine Verbindlichkeit oder, wenn die Höhe zunächst nur geschätzt werden kann, eine Rückstellung nach §§ 249 Abs. 1, 266 Abs. 3 HGB ausweisen.

Wenn bei einem virtuellen Equity-Kicker der Eintritt der Verpflichtung wahrscheinlich ist und ihre Höhe geschätzt werden kann, muss eine Rückstellung gemäß §§ 249 Abs. 1, 266 Abs. 3 HGB ausgewiesen werden.

### *Bilanzierung hybrider Finanzinstrumente nach IAS/IFRS*

Nach Artikel 4 der IAS/IFRS-Verordnung (Verordnung Nr. 2002/1606/EG, Amtsblatt EG Nr. L 243/1 vom 11. September 2002) sind die internationalen Rechnungslegungsgrundsätze IAS/IFRS seit dem 1. Januar 2005 für konsolidierte Abschlüsse von kapitalmarktorientierten Gesellschaften verbindlich. Ein wesentliches Ziel der IAS/IFRS ist es, zunehmend komplexere Finanzinstrumente sachgerecht im Jahresabschluss abzubilden. Daher knüpft IAS 32.18 für die „Klassifizierung“ in der Bilanz eines Unternehmens nicht an die „rechtliche Gestaltung“ eines Finanzinstruments an, sondern an seine „wirtschaftliche Substanz“.

### *Grundregeln der IAS/IFRS*

Nach IAS 32.11 ist ein Finanzinstrument „ein Vertrag, der gleichzeitig bei dem einen Unternehmen zu einem finanziellen Vermögenswert und bei dem anderen Unternehmen zu einer finanziellen Verbindlichkeit oder einem Eigenkapitalinstrument führt“. Unter diese Definition fallen alle hybriden Finanzierungsformen. Nach IAS 39.14 muss ein Finanzinstrument erstmals bilanziert werden, „wenn das Unternehmen Vertragspartei der Regelung des Finanzinstruments wird“. Dabei darf ein Emittent hybrider Finanzinstrumente keine eigenen Posten zwischen Eigen- und Fremdkapital bilden. Stattdessen muss er solche Instrumente nach IAS 32.15 entweder als ein Eigenkapitalinstrument oder als eine finanzielle Verbindlichkeit ausweisen. →

### *Bilanzierung nach IAS/IFRS*

## Schwerpunktthema „Hybride Finanzierung“

IAS 32.11 definiert ein Eigenkapitalinstrument als „einen Vertrag, der einen Residualanspruch an den Vermögenswerten eines Unternehmens nach Abzug aller dazugehörigen Schulden begründet“. Finanzielle Verbindlichkeiten beschreibt IAS 32.11 als eine vertragliche Verpflichtung, einen finanziellen Vermögenswert an ein anderes Unternehmen abzugeben oder finanzielle Vermögenswerte mit einem anderen Unternehmen zu potenziell nachteiligen Bedingungen auszutauschen. Darüber hinaus umfassen finanzielle Verbindlichkeiten auch bestimmte Verträge, die in eigenen Eigenkapitalinstrumenten des Unternehmens erfüllt werden können.

Ein Hauptmerkmal für die Abgrenzung von Eigenkapitalinstrumenten gegenüber finanziellen Verbindlichkeiten ist nach IAS 32.17 das Bestehen einer Rückzahlungsverpflichtung oder die Verpflichtung, andere finanzielle Vermögenswerte abzugeben. Deutlich wird dieses Kriterium am Beispiel von Gewinnausschüttung und Zinsen. Während ein Emittent nicht vertraglich verpflichtet ist, Gewinne auszuschütten, besteht für Zinsen eine vertragliche Verpflichtung. Diese ist von der Ertragslage des Unternehmens unabhängig. Darüber hinaus gilt ein Finanzinstrument nach IAS 32.18 lit. b bereits dann als finanzielle Verbindlichkeit, wenn dem Inhaber ein Rückgaberecht zusteht („kündbares Instrument“). Insoweit muss keine ausdrückliche vertragliche Verpflichtung vorliegen, vielmehr reicht es nach IAS 32.20 aus, wenn sich eine faktische Verpflichtung „indirekt über die Vertragsbedingungen begründen“ lässt. Daher müssen alle Finanzinstrumente, die einen Rückzahlungsanspruch auslösen, auch bei hinausgeschobener Fälligkeit oder Nachrangigkeit, den Verbindlichkeiten zugeordnet werden. Im Gegensatz zur Bilanzierung nach HGB ist auch die Dauer, für die das Kapital überlassen wird, kein Kriterium zur Abgrenzung von Eigen- und Fremdkapital.

### *Genussrechte und stille Beteiligung*

Aus diesem Grund muss langfristig rückzahlbares Genussrechtskapital, das nach HGB als Eigenkapital ausgewiesen werden kann, nach IAS/IFRS dem Fremdkapital zugeordnet werden. Auf Grund des Rückzahlungsanspruchs muss auch eine stille Beteiligung im IAS/IFRS-Abschluss des Unternehmens, an dem die stille Beteiligung besteht, als Fremdkapital ausgewiesen werden.

### *Wandel- bzw. Optionsanleihen*

Bei Wandel- und Optionsanleihen als zusammengesetzten Finanzinstrumenten müssen die Fremd- und Eigenkapitalkomponenten nach IAS 32.28 beim Emittenten getrennt erfasst werden. Dafür wird nach IAS 32.32 zunächst der Buchwert der Schuldkomponente bestimmt. Dazu wird der beizulegende Zeitwert einer ähnlichen, nicht mit einer Eigenkapitalkomponente versehenen Verbindlichkeit ermittelt. Anschließend wird dieser ermittelte Wert vom Gesamtwert des Instruments subtrahiert. Aus der Differenz ergibt sich dann der Wert, der für das Eigenkapitalinstrument eingestellt werden muss.

Zum Zeitpunkt der Wandlung muss wie bei der Bilanzierung nach HGB die Schuldkomponente in Eigenkapital umgebucht werden.

### *Nachrangiges Darlehen und partiarisches Darlehen*

Da es sich bei Nachrangdarlehen und partiarischen Darlehen im Ergebnis um eine bloße Kapitalüberlassung auf Zeit handelt, gehören diese nach IAS/IFRS zum Fremdkapital.

**Dr. Eckart Gottschalk, LL.M., Hamburg**

## Schwerpunktthema „Hybride Finanzierung“

*Seit Basel II ist die Kreditaufnahme besonders für mittelständische Unternehmen deutlich schwieriger geworden. Das Rating eines Unternehmens ist für die Kreditkonditionen inzwischen von zentraler Bedeutung. Mezzanine kann bei entsprechender Gestaltung die Eigenkapitalquote eines Unternehmens verbessern und so zu einem besseren Rating beitragen.*

### Mezzanine-Kapital und Rating

Mezzanine-Kapital hat vor allem durch Basel II eine erhöhte Bedeutung für den deutschen Mittelstand erlangt. Basel II verknüpft die Eigenkapitalunterlegungspflicht der Kreditinstitute direkt mit einer Risikoeinstufung des Kreditnehmers. Die Risikoeinstufung erfolgt entweder über ein bankinternes Rating-Verfahren oder durch ein externes Rating. Das Ergebnis sind in der Regel bessere Kreditkonditionen für Kreditnehmer mit guter Bonität und erhöhte Kreditkonditionen für Kreditnehmer mit schlechter Bonität. Für die Bonitätseinschätzung spielt die Eigenkapitalausstattung des Unternehmens eine entscheidende Rolle. Da Mezzanine-Kapital bei entsprechender Gestaltung zum wirtschaftlichen Eigenkapital gezählt wird, ermöglicht es bei einem Rating bessere Ergebnisse. Kriterien für die Einordnung als wirtschaftliches Eigenkapital sind u. a. die Dauer der Kapitalüberlassung, der Umfang der Nachrangigkeit, die Erfolgsabhängigkeit der Vergütung, das Ausmaß der Verlustbeteiligung sowie eine weitgehende Einschränkung ansonsten bestehender Kündigungsrechte.

Mezzanine Finanzinstrumente erfüllen zwar selten alle oben genannten Kriterien, aber insbesondere Genussrechtskapital und stille Beteiligungen lassen sich bei entsprechender Umsetzung als wirtschaftliches Eigenkapital ausgestalten. Bei Wandelanleihen kann man ein besseres Rating erzielen, wenn diese als Pflichtwandelanleihen begeben werden. In diesem Fall wird der Inhaber schuldrechtlich verpflichtet, die Anleihe am Laufzeitende in eine Beteiligung umzuwandeln. Bei Nachrangdarlehen und partiarischen Darlehen kann man die fehlende Haftung des Darlehensgebers gegebenenfalls kompensieren, wenn neben einer langen Laufzeit ein qualifizierter Rangrücktritt vereinbart wird und bestehende Kündigungsrechte weitgehend beschränkt werden. Es ist außerdem sinnvoll, rechtzeitig Kontakt mit Rating-Agenturen aufzunehmen. Für die Wahl des „richtigen“ Finanzinstruments ist aber letztlich eine einzelfallbezogene Betrachtung erforderlich. Mezzanine-Nehmer sollten sich daher rechtzeitig beraten lassen, um eine Gestaltung zu erreichen, die für sie günstig ist.

**Dr. Eckart Gottschalk, LL.M., Hamburg**

## Schwerpunktthema „Hybride Finanzierung“

*Bei der Besteuerung hybrider Finanzierungsmittel muss man die Seite des Kapitalgebers und die Seite des Kapitalempfängers unterscheiden. Beide müssen wichtige Regeln einhalten, um die steuerliche Belastung zu optimieren und gleichzeitig möglichst viele wirtschaftliche Vorteile hybrider Finanzinstrumente zu nutzen. Anders als sonst üblich greift beispielsweise das Maßgeblichkeitsprinzip der Handelsbilanz für das Steuerrecht nicht. Dieses sieht eigene Regelungen für die Qualifizierung von Eigenkapital vor.*

### Besteuerung hybrider Finanzierungsmittel

Für den Kapitalempfänger ist es von erheblicher Bedeutung, dass er die Kosten der Finanzierung steuerlich als Betriebsausgaben geltend machen kann. Diese Möglichkeit besteht jedoch nur, wenn es sich bei dem aufgenommenen Kapital um steuerliches Fremdkapital handelt. Zivil- und bilanzrechtliche Überlegungen, insbesondere zur Verbesserung des Ratings nach Basel II, laufen dem entgegen. Bilanziell sollte immer ein Ausweis als Eigenkapital oder zumindest als eigenkapitalähnlich angestrebt werden. Nur so lässt sich das Rating verbessern.

Eine Besonderheit dieses Interessenkonflikts ist, dass das Maßgeblichkeitsprinzip der Handelsbilanz für die Steuerbilanz gemäß § 5 Abs. 1 EStG nicht greift, weil das Steuerrecht besondere Regelungen für die Qualifizierung von (Eigen-)Kapital vorsieht. Genau hierin steckt der besondere Reiz der Gestaltung von mezzaninen Finanzierungsmitteln. Bei richtiger Gestaltung kann handelsrechtlich Eigenkapital vorliegen, obwohl steuerrechtlich weiterhin von Fremdkapital auszugehen ist.

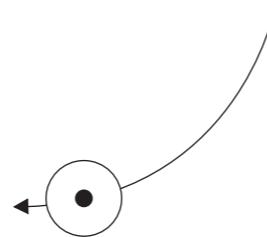
Bisher hat das Steuerrecht die Möglichkeiten der mezzaninen Finanzierungen bzw. der Finanzierung mit hybriden Finanzinstrumenten noch nicht begrifflich definiert. Es gibt in den Steuergesetzen jedoch vielfach Hinweise auf solche Finanzierungsinstrumente und deren Behandlung.

### *Steuerliches Fremdkapital und handelsrechtliches Eigenkapital*

Grundsätzlich spricht man von steuerrechtlichem Eigenkapital, wenn sowohl eine Gewinnbeteiligung als auch eine Beteiligung am Liquidationserlös gewährt wird. Wird keine der beiden Voraussetzungen erfüllt, liegt bereits zivilrechtlich keine hybride Finanzierung vor. Das Handelsrecht verlangt hingegen zwingend nur eine Beteiligung am Gewinn. Im Gegensatz zum Steuerrecht ist nach Handelsrecht aber keine Beteiligung am Liquidationserlös erforderlich. Dies wünscht sich häufig auch keiner der an der Finanzierung Beteiligten. Ein Financier ist vielmehr immer darum bemüht, sich das Kapital, das er bereitgestellt hat, durch die laufende Gewinnbeteiligung adäquat vergüten zu lassen. Damit kann das vorrangige Ziel – das Auseinanderfallen der handels- und steuerrechtlichen Voraussetzungen für Eigenkapital – bei den meisten hybriden Finanzierungen erreicht werden.

### *Vergütung als Betriebsausgabe*

Nur wenn der Kapitalgeber auch eine Beteiligung am Liquidationserlös fordert, liegt steuerliches Eigenkapital vor. Als Konsequenz kann der Kapitalnehmer die Vergütungen steuerrechtlich nicht gewinnmindernd behandeln. Aber selbst wenn eine Beteiligung am Liquidationserlös nicht ausdrücklich vereinbart wurde, ist bei besonders langen Laufzeiten hybrider Finanzinstrumente Vorsicht geboten. Wenn die Finanzierungslaufzeit 30 Jahre oder länger ist, unterstellt die Finanzverwaltung, dass es sich um eine Beteiligung am Liquidationserlös handelt. Eine solche Beteiligung wird auch unterstellt, wenn der Kapitalgeber bereits vor dem Liquidationsfall verlangen kann, mit der Rückzahlung seines Kapitals auch anteilig an den stillen Reserven zu partizipieren. Um den Betriebsausgabenabzug an den Kapitalgeber zu erhalten, sollten derartige Regelungen für die Vergütung vermieden werden. →



## Schwerpunktthema „Hybride Finanzierung“

### *Kapitalertragsteuer*

Völlig getrennt von der Frage des Betriebsausgabenabzugs ist die Frage, ob das finanzierte Unternehmen zur Kapitalertragsteuerabführung verpflichtet ist. Eine solche Pflicht besteht für inländische Unternehmen grundsätzlich, wenn diese Schuldner einer Zins- und/oder Dividendenvergütung sind. In diesen Fällen müssen Kapitalertragsteuern an das zuständige Finanzamt gezahlt werden, sobald die Kapitalvergütungen an den Geldgeber fließen. Es handelt sich bei der Kapitalertragsteuer um eine Vorauszahlung auf die Einkommensteuerlast des Kapitalgebers. Der Kapitalgeber muss die ihm zugeflossene Vergütung zzgl. der für ihn an das zuständige Finanzamt abgeführten Kapitalertragsteuer als Einkommen versteuern. Im Gegenzug erhält er die Kapitalertragsteuer, die er bereits an das Finanzamt abgeführt hat, als Vorauszahlung auf seine persönliche Einkommensteuerlast wieder angerechnet.

Die Abführung von Kapitalertragsteuer ist gegenwärtig grundsätzlich nicht vermeidbar. Der Gesetzgeber befasst sich zwar immer wieder sporadisch mit dieser Problematik, man kann derzeit aber nicht sagen, ob und wann dem Kapitalmarkt Vereinfachungen zugestanden werden. Insoweit muss man auf Grund der abgeführten Kapitalertragsteuer einen gewissen Liquiditätsnachteil auf Seiten des Kapitalgebers einkalkulieren. Er bekommt die Kapitalertragsteuer grundsätzlich erst im Rahmen seiner Einkommensteuerveranlagung gutgeschrieben. Es gibt jedoch ggf. auch die Möglichkeit, eine unterjährige Erstattung der Vorauszahlungen zu verlangen. Das diesbezügliche Verfahren dauert – sofern die Erstattungsvoraussetzungen erfüllt sind – in der Regel zwei bis sechs Monate. Vergütungszahlungen an Kapitalgeber mit Sitz in einem Staat, der Quellensteuerschutz laut Doppelbesteuerungsabkommen (DBA) gewährt, sind hingegen kapitalertragsteuerfrei.

### *Gewerbsteuer und Umsatzsteuer*

Auf Seiten des finanzierten Unternehmens gelten bisher die hälftigen Vergütungen, die auf das bereitgestellte Kapital gezahlt werden, als gewerbsteuererhöhend. Diesbezüglich soll es in Zukunft wohl Veränderungen geben, die sich voraussichtlich zum Nachteil des Unternehmens auswirken werden. Einzelheiten bleiben aber abzuwarten.

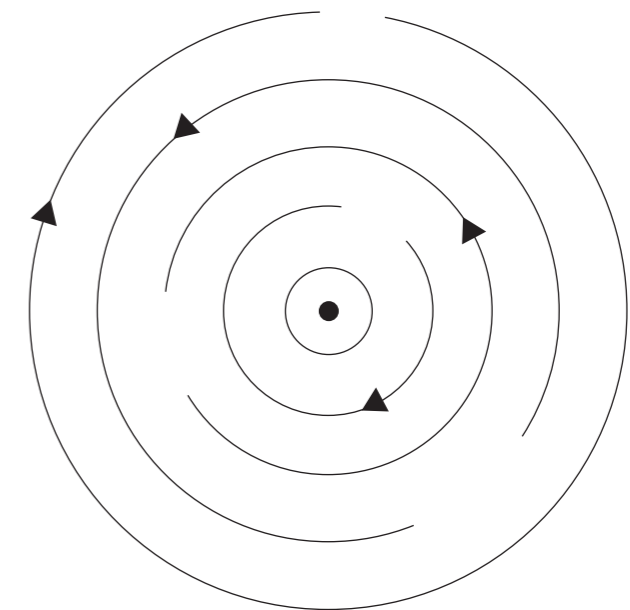
### *Besteuerung beim Kapitalgeber*

Abhängig von der steuerlichen Situation des Kapitalgebers werden die Vergütungen auf mezzanines Kapital auf seiner Seite entweder als Kapitalerträge oder als gewerbliche Gewinne erfasst. Hinsichtlich der Gewerbesteuer kann es bei einer Einstufung als gewerbliche Gewinne ggf. zu Vergünstigungen kommen. Deshalb muss die genaue steuerliche Situation in jedem einzelnen Fall sorgfältig geprüft werden, um die tatsächliche Steuerbelastung zu ermitteln.

Ist der Kapitalgeber eine Privatperson, erlangt die steuerliche Einordnung im Verlustfall entscheidende Bedeutung. Nur wenn Eigenkapital unterstellt wird, können Verluste steuerlich berücksichtigt werden. Der Verlust eines Darlehensrückzahlungsanspruches wäre hingegen auf der privaten Vermögensebene nicht relevant.

Sofern die konkrete Gestaltung einen Betriebsausgabenabzug zulässt, ermöglichen hybride Finanzinstrumente eine steuerlich optimierte Kapitalaufnahme. Diese sollte bei jeder hybriden Finanzierung angestrebt werden.

**Dr. Björn Demuth, Stuttgart**



## Schwerpunktthema „Hybride Finanzierung“

*Für mittelständische Unternehmen ist die direkte Platzierung von hybriden Finanzinstrumenten häufig zu teuer und zu aufwändig. Sie können sich stattdessen z. B. über von Banken initiierte Genussrechtsprogramme Zugang zum Kapitalmarkt verschaffen.*

### Verbriefung und Refinanzierung hybrider Finanzinstrumente

Genussscheine, Options- bzw. Wandelanleihen sowie Gewinnschuldverschreibungen sind verbrieft und daher grundsätzlich kapitalmarktfähig. Eine direkte Platzierung hybrider Finanzinstrumente beim Publikum ist häufig nicht empfehlenswert – sei es wegen der damit verbundenen Kosten oder weil das Volumen nicht die Größe erreicht, die für eine Erfolg versprechende Platzierung notwendig ist. Daher bietet es sich an, hybride Finanzinstrumente mehrerer Emittenten zu bündeln und erst dann am Kapitalmarkt zu platzieren. In der jüngeren Vergangenheit haben mehrere Banken, so etwa HSBC Trinkaus & Burkhardt (H.E.A.T.), BW Bank (SmartMezzanine), HVB (PREPS), Deutsche Bank (equiNotes) und Commerzbank (CB MezzCap), sog. kapitalmarktrefinanzierte Genussrechtsprogramme aufgelegt.

### Gestreutes Risiko

Eine von der betreffenden Bank gegründete Zweckgesellschaft (SPV = Special Purpose Vehicle) zeichnet dabei Genussrechte mehrerer Emittenten. Die Genussrechtsbedingungen sind jeweils standardisiert und die emittierende Gesellschaft muss beim Rating mindestens eine Investment-Grade-Einstufung vorweisen. Die Einzahlung des Genussrechtskapitals an die Emittenten erfolgt in der Regel erst dann, wenn die Zweckgesellschaft sich am Kapitalmarkt durch Ausgabe von Senior und Junior Notes refinanziert hat. Diese sind eine Art synthetischer Genussrechte auf der Basis der vom SPV erworbenen Genussrechte. Grundsätzlich sind dabei die Voraussetzungen für eine erfolgreiche Refinanzierung am Kapitalmarkt gegeben, da das Ausfallrisiko über ein größeres Portfolio von beteiligten, mit Investment-Grade-Rating versehenen Unternehmen gestreut wird.

Die Bündelung von hybriden Finanzinstrumenten ist nicht auf Genussrechte beschränkt. Vergleichbare strukturierte Finanzprodukte sind auch auf der Basis anderer Mezzanine-Instrumente möglich.

**Dr. Marc Seibold, Stuttgart**

