

# Standardprogramme versus maßgeschneiderte Transaktionen

## Die Vielfalt mezzaniner Produkte im Überblick

Mezzanine ist in letzter Zeit wahrhaftig zu einem Modewort geworden. Die Nachfrage aus Unternehmenssicht nimmt zu, parallel wächst das Angebotsspektrum signifikant. Auf welche Besonderheiten muß ein Unternehmer bei der Kapitalbeschaffung achten, um sich im Dschungel des vielfältigen Angebotes an Mezzanine-Programmen und Finanzierungslösungen zurechtzufinden?

### Ausgangssituation eines typischen Mittelständlers – Erlangung der „Mezzanine-Reife“

Mezzanine-Kapital richtet sich schwerpunktmäßig an Unternehmen, die einen Umsatz von mindestens 5 Mio. Euro aufweisen. In Deutschland gibt es davon ca. 80.000 – für viele ist der Zugang zu Fremdkapital und Private Equity-Investoren versperrt, aber alle kommen im Prinzip als potentielle Mezzanine-Nehmer in Frage. Allerdings fangen viele Programme oder Anbieter auch erst bei einem höheren Unternehmensumsatz (20 bzw. 50 Mio. Euro +) an zu greifen. Typische Finanzierungsanlässe kommen aus dem Umfeld der Expansions- und Wachstumsfinanzierung, von Nachfolgefinauzierungen (MBOs) oder einfach nur zur Optimierung der Bilanzstruktur. Reife Unter-

nehmen mit guter Bonität werden als Zielkunden seitens der Kapitalgeber bevorzugt. Mezzanine-Darlehen werden i.d.R. für eine Laufzeit von sieben Jahren ausgereicht. Da das Risiko für den Mezzanine-Geber höher ist als bei reinem Fremdkapital, ist Mezzanine-Kapital zwar teurer als reines Fremdkapital, dafür wird es aber ohne Sicherheiten gewährt. In diesem Zusammenhang ist die Flexibilität bei der Ausgestaltung der Finanzierung ein wesentlicher Vorteil von Mezzanine-Tranchen – je nach Finanzierungsinstrument kann die Mezzanine-Finanzierung eine stärkere Eigenkapital (equity)- oder Fremdkapital (debt)-Orientierung aufweisen.

### Ansprache Kapitalgeber – „auf das richtige Pferd setzen“

Viele Banken haben in den letzten Jahren in Deutschland verstärkt Mezzanine-Initiativen (Mezzanine-Standardprodukte) aufgesetzt. Aktuell existieren alleine in Deutschland schon weit über 20 sogenannte „captive“-Anbieter (bankennahe Initiativen), die Mezzanine in unterschiedlichen Varianten anbieten. Einen Schwerpunkt bilden dabei die standardisierten Genußscheinprogramme, die meist als CDO-Struktur angeboten wer-

TAB. 1: ÜBERBLICK ANBIETER MEZZANINE STANDARD-PROGRAMME

	Produktname	Konstruktion 1)	Anzahl Generationen (aktiv seit)	Kum. Volumen 2) in € Mio.	Anzahl mit Mezzanine finanzierten Unternehmen in 2005	Ausgereichtes Mezzanine-Kapital in 2005 (in Mio. Euro)	Finanzierungsschwerpunkt (Tranche in Mio. Euro)
BayernLB*	STEM	CDO-Struktur	I (seit 2005)	200 (Soll)*	ca. 30*	> 100 Mio. €*	5 bis 10
Buchanan Capital Group	Anleiheprogramm für Mittelstand	Anleiheprogramm (CDO)	I (seit 2005)	250	7	50	0,5 bis 10
Commerzbank	CB MezzCAP	CDO-Struktur	I (seit 2005)	300 (Soll)	35	200	3,5 bis 15
Dresdner (JV Anschutz)	Dresdner Anschutz Mezzinvest	Fondsstruktur	I (seit 2003)	300	10	150	10 bis 50
DZ Bank	DZ Mezzanine Invest	Fondsstruktur	II (seit 2004)	620 (inkl. gemit)	8	200	3 bis 30
HASPA, HSH, LBBW	Smart Mezzanine / Smart Mezzanine	CDO-Struktur	I (seit 2005)	250 - 300	k.A.	k.A.	2 bis 15
HSBC	H.E.A.T Mezzanine	CDO-Struktur	I (seit 2005)	220	32	220	3 bis 15
HVB	PREPS (I bis IV)	CDO-Struktur	IV (seit 2004)	1500 (I bis IV)	94	529	2 bis 20
IKB / Deutsche Bank	equiNotes (I+II)	CDO-Struktur	II (seit 2005)	670,5 (I + II)	57	370,5	2 bis 15
Merrill Lynch	PULS (Mittelstandskapital)	CDO-Struktur	I (seit 2006)	250 (Soll Mindestvol.)	-	-	2 bis 15
NORD Holding (u. weitere Partner)	Mittelstands-Mezzanine	Kreditbuch / Fonds (CDO)	I (seit 2005)	ab 35 Kapitalmarktplatzierung	3	23,2	1 bis 7
West LB (Sparkassen)*	S-Mezzanine	CDO-Struktur	I (seit 2005)	200 (Soll)*	ca. 30	>100 Mio. €	ab 1,0
<b>Markt: 12 Standard-Programme</b>				<b>ca. 5 Mrd. Euro</b>	<b>ca. 300</b>	<b>ca. 2,0 Mrd. €</b>	<b>0,5 bis 50</b>

\*) BayernLB und WestLB mit gemeinsamen Portfolio, da gemeinsame Refinanzierungsplattform am Kapitalmarkt

1): CDO = Collateralized Debt Obligations (Refinanzierung der ausgereichten Genußscheine erfolgt (gebündelt) über eine Verbriefungsstruktur an Kapitalmärkten);

2): Das genannte Volumen bezieht sich auf das kumulierte Fonds- oder Platzierungsvolumen des jeweiligen Anbieters/Programmes; Anmerkung

3): EDF = expected default frequency (Moody's KMV Risk Calc ist das technische Rückgrat)

4): Bandbreite der Zinsen ist ratingabhängig und bei einigen Produkten gewinnabhängig

5): Zusätzliche erfolgsabhängige Vergütungskomponente meist bis max. 2 % p.a.

6): Die Laufzeit der Mezzanine-Darlehen beträgt i.d.R. 7 Jahre - Bandbreite bei den Anbietern liegt zwischen 5 und 8 Jahren

7): Die Kosten für das einmalige oder laufende Rating betragen i.d.R. um die 5.000 Euro

8): Disagio für Vertragsabschluss meist zwischen 3 % und 4 %

Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner; FHP Private Equity Consultants; April 2006

den. D.h. Genußscheine werden an Unternehmen ausgeleitet, und die Refinanzierung läuft dann über eine Verbriefungsstruktur (CDO) an internationalen Kapitalmärkten. Diese kapitalmarktorientierten Programme werden von namhaften Banken aufgelegt und bieten Mezzanine-Finanzierungen schon ab sehr kleinen Tranchen (1 Mio. Euro plus) an. Als Vorreiter gilt das von der HVB aufgesetzte „PREPS-Programm“, das sich aktuell bereits in der 4. Generation befindet. Über die Jahre sind aber viele Anbieter und Produkte dazugekommen – meist sind es noch recht junge Programme, die schwerpunktmäßig in den Jahren 2004 und 2005 aufgelegt wurden. Als vorteilhaft für mittelständische Unternehmen erweisen sich die günstigen Konditionen. Außerdem haben teilweise auch Unternehmen unterhalb des Investmentgrades Zugang zu diesen Programmen. Der große Nachteil dieser Produkte ist die fehlende Flexibilität sowie das umfangreiche standardisierte Regelwerk – auch ist die wirtschaftliche Anerkennung als Eigenkapital nicht immer einwandfrei gewährleistet. Aufpassen sollte ein Unternehmer auch hinsichtlich „versteckter Kosten“ wie z.B. Disagio, laufenden Ratingkosten oder Verlustteilnahme. Nicht nur des-

halb bieten auch diverse Banken – parallel zu ihren laufenden Standardprogrammen – individuell strukturierte Mezzaninelösungen an (wie z.B. Commerzbank, Dresdner Bank oder West LB). Außerdem agieren in diesem Markt als Anbieter auch klassische Private Equity-Gesellschaften sowie große pan-europäische (meist angelsächsische) Mezzanine-Fonds – MCap Finance ist in diesem Umfeld beispielsweise der erste unabhängige Fondsanbieter aus Deutschland. In diesem „Dschungel“ an Anbietern und Finanzierungsinstrumenten ist es für einen kapital-suchenden Unternehmer aber nicht immer leicht, auf das richtige Pferd zu setzen – ein Angebotsvergleich lohnt sich immer.

### Angebotsvergleich – Qualitäts- und Kostenunterschiede

Für den Mezzanine-Nehmer gilt es neben qualitativen Merkmalen vor allem sämtliche Kosten zu prüfen, die bei einer Mezzanine-Finanzierung anfallen. Dies sind vor allem die Kosten für ein mögliches Rating im Vorfeld der Finanzierung (ein Muß bei Standardprogrammen) sowie die Zinskonditionen: In der Regel bieten jene Anbieter,

Fonds-Management (advisor)	Finanzierungsinstrumente (Schwerpunkt)	Mindestumsatz Zielunternehmen (in Mio. Euro)	Mindestrating 3)	Ratingpartner	Bandbreite Zinsen p.a. 4) bis 8)
Deloitte & Touche Corporate Finance GmbH	Standardisierte Genußrechte	30	Ba2.EDF	Moody's KMV/Creditreform	7,25 - 11,75%
Intern bei Buchanan und Morgan Stanley	FK: Anleihen, Schuldscheindarlehen	15	BB / Ba2	Creditreform/Bonitätsprüfung	5,9 - 7,9%
Intern durch CBG Commerz intern	Standardisierte Genußrechte (EK nach HGB/Nachrangdarlehen)	25	Baa3.EDF	Moody's KMV	6,4 - 9,0%
Internes Fonds-Management, DAM Advisors Ltd., London	Equity-Mezzanine	50	B / BB-	unabhängig	7,0 - 13,0%
Intern durch DZ Equity Partner	Genußscheine, ggf. Hybridanleihe	30	BBB- (ab BB im Einzelfall)	Euler Hermes	7,0 - 9,5%
Externes Portfoliomanagement	Standardisierte Genußrechte	50	Baa3.EDF	Moody's KMV, Fitch	5,5 - 7,0%
Special purpose vehicle (Lux)	Nachrangige Genußrechte/Nachrangdarlehen	15	Baa3.EDF	Moody's KMV	7,3%
Capital Efficiency Group (CH)	Standardisierte Genußrechte	50	BBB-/Baa3.EDF	S&P/Moody's	6,8 - 7,9%
equiNotes Management GmbH	Standardisierte Genußrechte EK nach HGB/Nachrangdarlehen	25	Baa3.EDF/Ba2.EDF	Moody's KMV	6,5 - 8,75%
Advisum GmbH	FK: vorrangiges/nachrangiges Fremdkapital	25	BB-.EDF	Moody's KMV/Euler Hermes	5,8 - 9,75%
Intern bei Nord LB	Genußrechte (debt-mezzanine)	5	Rating DSGV (=BB)	Internes Rating	8,5 - 9,5%
Deloitte & Touche Corporate Finance GmbH	Genußrechtskapital	10	Ba2.EDF	Moody's KMV/Creditreform	7,0 - 7,5%
		<b>5 bis 50</b>			

Anmerkung zu weiteren Anbietern/Aktivitäten: HannoverFinanz sowie Hauck&Aufhäuser bieten Mezzanine-Finanzierungen (i.d.R. Equity Mezzanine) als Bestandteil strukturierter PE-Mittelstandsfinanzierungen ohne eigene spezifische Fonds-Lösungen an. Es gibt eine Reihe von weiteren focussierten Mezzaniefonds mit Mezzanine individuell / flexible Vertragsgestaltung und ohne Verbriefung, meist mit regionaler Ausrichtung (z.B. der von DZ Equity Partner gemanagte IFD Hessenfonds über 53 Mio. Euro – dahinter stehen sechs Investoren (Commerzbank, Deutsche Bank, DZ Bank, HELABA, KfW, Morgan Stanley); oder der von der BayernLB (-Sparkassen) aufgelegte Bayern Mezzanine-Fonds über 100 Mio. Euro. Darüber hinaus gibt es auf regionaler Ebene diverse Mittelstandsfonds, die individuell strukturierte Mezzanine-Lösungen enthalten wie z.B. von der NRW.BANK oder der WGZ-Bank. Viele der Banken wie z.B. BayernLB, Commerzbank, Dresdner Bank, DZ Bank, LBBW oder die West LB bieten neben ihren Mezzanine Standard-Programmen auch individuell strukturierte Mezzanine-Finanzierungslösungen an.



die höhere Zinsen verlangen, das Rating eher kostenlos als jene, die im unteren Zinsbereich liegen. Achtung: Auch sind einmalig anfallende oder jährlich wiederkehrende Ratingkosten zu unterscheiden, die bis zu 10.000 Euro bei einzelnen Programmen betragen können. Daneben variieren die Konditionen für die Grundvergütung als auch für Nebenkosten signifikant: Es gilt einmalige Transaktionsgebühren, laufende und endfällige Zinszahlungen als auch die Nutzung von „warrants“ (erfolgsabhängigen Komponenten) zu berücksichtigen: Die einmaligen Transaktionsgebühren (disagio) liegen meist zwischen 2 und 4 %; fixe Zinsen liegen zwischen 6 und 12 % – dazu kommen sehr unterschiedlich ausgeprägte erfolgsabhängige Vergütungen. Insgesamt können die Zinsaufwendungen so zwischen etwa 10 bis 25 % p.a. schwanken – meist abhängig von der Bonität des Unternehmens. Oft ist im Vorfeld die Gesamtbelastung für das Unternehmen nicht vollkommen transparent, da Meilensteine und erfolgsabhängige Vergütungen eingebaut sind, die aber auch nur bei positiver Unternehmensentwicklung anfallen. Auch bieten diverse Produkte/Anbieter eine für den Unternehmer Cash Flow-schonende Zinsthesaurierung an. Zu beachten gilt auch, welcher Anbieter mit seinen Mezzanine-Produkten auch definitiv ein nach HGB bilanzielles Eigenkapital anbietet, denn nur diese Anbieter beteiligen sich auch an einem eventuell

anfallenden Verlust bis zur Höhe der Einlage. Bei anderen Mezzanine-Produkten liegt es im Ermessen der Hausbank, inwieweit die Mezzanine-Tranche teilweise oder in vollem Umfang als wirtschaftliches Eigenkapital oder nur als Fremdkapital anerkannt wird. Diesen Punkt sollte der Unternehmer unbedingt im Vorfeld mit seiner Hausbank klären, um die Vorteile von Mezzanine-Kapital (Verbesserung der Eigenkapitalquote) voll ausschöpfen zu können. Da das aktuell wachsende Angebot an Mezzanine-Kapital automatisch zu höherer Wettbewerbsintensität unter den Anbietern führt, sollte Verhandlungsspielraum bei den Konditionen aktuell sicherlich vorhanden sein.

#### Fazit:

Der Markt der Mezzanine-Programme und Finanzierungen hat sich in Deutschland etabliert. Letztendlich muß der kapitalsuchende Unternehmer sich im Vorfeld einer Mezzanine-Finanzierung drei Schlüsselfragen stellen:

- ◆ Intern oder extern? Führe ich als Unternehmer den Prozeß eigenständig durch oder wende ich mich an einen Intermediär, der die gesamte Prozeßverantwortung übernimmt?
- ◆ Ausgestaltung Mezzanine? Bevorzuge ich bei der Ausgestaltung eher eine Fremdkapitalvariante oder wage ich mich stärker in Richtung „equity“ vor?
- ◆ Günstig (Standard) oder teuer (individuell)? Nehme ich ein Standardprogramm in Anspruch oder setze ich eher auf individuell strukturierte Lösungen?

Die in Deutschland bedeutendsten 12 Standardprogramme (s. Tabelle) haben im Jahr 2005 etwa 300 Unternehmen mit 2 Mrd. Euro Mezzanine-Kapital ausgestattet, d.h. durchschnittlich floß einem mittelständischen Unternehmen eine Mezzanine-Tranche in Höhe von knapp 7 Mio. Euro zu. Zum Vergleich: Die deutsche Private Equity-Industrie hat 2005 insgesamt 3 Mrd. Euro für 980 Unternehmen ausgereicht (inkl. Venture Capital). Dieser Zahlenvergleich ist ein weiterer Indikator für die gestiegene Bedeutung von Mezzanine-Kapital als Finanzierungsalternative für mittelständische Unternehmen.

*Uwe Fleischhauer*