

Modetrend oder nachhaltige Entwicklung?

Mezzanine Finanzierungsformen in Deutschland, Europa und den USA

Von Uwe Fleischhauer, Managing Partner, Fleischhauer, Hoyer & Partner



Uwe Fleischhauer

Mezzanine ist in letzter Zeit wahrhaftig zu einem Modewort geworden: Selbst Architekten oder Romanisten wissen mittlerweile, dass es sich bei diesem aus dem Italienischen („Mezzanino“) abstammenden Begriff nicht nur um das (niedrige) Zwischengeschoss eines Gebäudes handelt, sondern auch um eine alternative

(hybride) Finanzierungsform für (mittelständische) Unternehmen. Die Nachfrage aus Anleger- wie auch aus Unternehmersicht ist groß, das Angebotsspektrum wächst signifikant. Warum nun dieser aufkommende Trend in Richtung Mezzanine-Finanzierungen, und wie nachhaltig ist diese Entwicklung?

Die Unternehmer-Brille

Als „Zwischengeschoss“ zwischen Fremdkapital und Eigenkapital schließt Mezzanine eine Finanzierungslücke vieler mittelständischer, aber auch junger Unter-

nehmen. Banken verhalten sich derzeit bei der Vergabe von Krediten sehr restriktiv – parallel wird Eigenkapital nur selektiv an wenige ausgewählte Unternehmen ausgereicht und erntet aufgrund der stärkeren Einflussnahme des Finanzinvestors bei vielen Familien-Unternehmen auch nicht nur Beifall. Mezzanine schlägt hier eine Brücke und wird auch nicht umsonst als „Private Equity light“ definiert. Da Mezzanine – meist in Form von Genussscheinen, Nachrangdarlehen, stillen Beteiligungen oder Wandeldarlehen ausreicht – auch als wirtschaftliches Eigenkapital anerkannt wird, hilft es dem Mittelstand, seine eklatante Eigenkapitalschwäche, wenigstens teilweise, zu beheben. Mezzanine-Kapital richtet sich an Unternehmen, die einen Umsatz von mindestens 5 Mio. Euro aufweisen – in Deutschland gibt es davon ca. 80.000 Unternehmen. Für viele dieser Unternehmen ist der Zugang zu Fremdkapital und Private Equity-Investoren versperrt, aber alle kommen im Prinzip als potenzielle Mezzanine-Nehmer in Frage. Allerdings fangen viele Programme oder Anbieter auch erst bei einem höheren Unternehmensumsatz (> 20 bzw. 50 Mio. Euro) an, investieren nur in Unternehmen mit „Investment Grade“ oder fokussieren sich auf bestimmte Branchen oder Cashflow-stabile Geschäftsmodelle.

AUSGANGSSITUATION: PROBLEMLÖSER „MEZZANINE“	
MITTELSTÄNDLER ZEIGEN STEIGENDES INTERESSE FÜR ALTERNATIVE FINANZIERUNGSMITTEL	
KMU-ÜBLICHE SCHWIERIGKEITEN BEI DER KAPITALBESCHAFFUNG...	... KÖNNEN DURCH EINE MEZZANINE FINANZIERUNG GELÖST WERDEN
– GERINGE EK-QUOTEN DER MITTELSTÄNDISCHEN UNTERNEHMEN IM INTERNATIONALEN VERGLEICH – SCHLECHTE BILANZRELATIONEN (BASEL II)	– VERBESSERUNG DER EIGENKAPITALQUOTE UND DAMIT DER BONITÄT (= HÖHERE CHANCEN BEI KREDITANTRAG)
– ERGEBNISUNABHÄNGIGE VERZINSUNG VOM FREMDKAPITAL ALS HOHES RISIKO IN WACHSTUMSSCHWACHEN PERIODEN	– ABZUGSFÄHIGKEIT DES ZINSAUFWANDES
– SCHWIERIGER ZUGANG ZU DEN KAPITALMÄRKTEN/ WENIG ERFAHRUNGEN MIT PRIVATE EQUITY	– „WEICHER“ ZUGANG ZU PRIVATE EQUITY
– OFT MISSTRAUEN GEGENÜBER MITSPRACHE DER BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN	– HAFTUNGSBASIS FÜR DEN GLÄUBIGER, ABER SEHR EINGESCHRÄNKTE KONTROLL- ODER MITSPRACHERECHTE DER INHÄBER
– MEIST RECHT STARRE KREDITKONDITIONEN/VERTRAGSWERKE	– HOHE FLEXIBILITÄT BEI DER AUSGESTALTUNG: „MASSKONFEKTION“

Quelle: FHP Private Equity Consultants

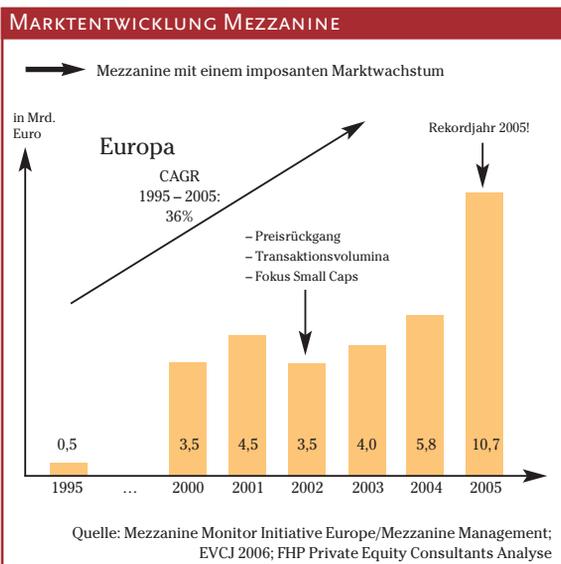
Reife Unternehmen mit guter Bonität werden als Zielkunden seitens der Kapitalgeber bevorzugt. Typische Finanzierungsanlässe stammen aus dem Umfeld der Expansions- und Wachstumsfinanzierung, von Nachfolgefinauzierungen (MBOs) oder dienen einfach nur zur Optimierung der Bilanzstruktur. Mezzanine-Darlehen werden in der Regel für eine Laufzeit von sieben Jahren ausge-reicht. 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- oder Fremdkapital-Orientierung aufweisen.

Der Markt

Mezzanine-Finanzierungen sind seit Jahren im angelsächsischen Raum etabliert, erleben aber derzeit auch eine signifikant steigende Nachfrage in Kontinentaleuropa. Im Jahr 2005 wurden über 10 Mrd. Euro „Mezzanine-Kapital“ in Europa investiert – so viel wie noch nie! Mezzanine-Investitionen haben somit in etwa schon ein Viertel der Größe des gesamten europäischen Private Equity-Marktes erreicht. Der Anteil der Buyout-Deals mit Mezzanine-Tranchen an allen europäischen Buyouts ist beispielsweise von 17% im Jahr 2002 auf über 25% 2005 gestiegen. Mezzanine entwickelt sich zunehmend zum Standard-Instrument bei großen Unternehmens-Transaktionen – sicherlich auch zu Lasten der „Alternative High Yields“. Einen hohen Nachholbedarf im Markt sowie künftiges weiteres Wachstum sehen wir vor allem im Bereich kleinerer Transaktionen (< 5 Mio. Euro) und im Umfeld der Wachstumsfinanzierungen.

Das Angebot

Da Mezzanine den Zeitgeist vieler Unternehmer trifft, sind nicht nur im lokalen Bankenumfeld viele (captive) Mezzanine-Initiativen im Markt entstanden. Neben den aktuell sehr gefragten Standard-Genussscheinprogrammen gibt es sowohl eine Reihe von „captive“ Mezzanine-Fonds oder Initiativen (bankennahe Initiativen), die Mezzanine auch als individuell strukturierte Finanzierungslösung anbieten, sowie auch vollkommen unabhängig agierende Mezzanine-Fonds, die meist angelsächsischer Herkunft sind. Einen Schwerpunkt in Deutschland bilden aktuell die standardisierten Genussscheinprogramme, die meist als so genannte CDO-Struktur („Collateralized Debt Obligations“) angeboten werden. Das heißt, Genussscheine werden an Unternehmen ausgereicht, 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 in sehr kleinen Tranchen (> eine Mio. Euro) an. Als Vorreiter gilt das von der HVB aufgesetzte „PREPS-Programm“, das sich aktuell bereits in der vierten Generation befindet. Über die Jahre sind aber viele Anbieter und Programme dazu gekommen. 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 „Investment Grades“ Zugang zu diesen Programmen. Bis heute wurde von den zwölf namhaften Standard-Programmen (Anbietern) in Deutschland schon die stolze Summe von 5 Mrd. Euro platziert. Damit haben sie im Jahr 2005 etwa 300 Unternehmen mit 2 Mrd. Euro Mezzanine-Kapital ausgestattet. Somit floss einem mittelständischen Unternehmen durchschnittlich eine Mezzanine-Tranche in Höhe von knapp 7 Mio. Euro zu. Zum Vergleich: Die deutsche Private Equity-Industrie hat 2005 insgesamt 3 Mrd. Euro in 980 Unternehmen investiert (inkl. Venture Capital). Dieser Zahlenvergleich ist ein weiterer Indikator für die rasant gestiegene Bedeutung von Mezzanine-Kapital als Finanzierungsalternative für mittelständische Unternehmen. Nachteilig an diesen Programmen sind aus Unternehmersicht 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. beim Disagio, Set-up oder für das laufende Rating. Auch variieren die Konditionen durchaus signifikant. Nicht nur deshalb bieten diverse Banken – einige auch parallel zu ihren laufenden Standard-



STANDARDISIERTE MEZZANINE-PRODUKTE IM ÜBERBLICK (AUSGEWÄHLTE PARAMETER)

	Produktname	Anzahl Generationen (aktiv seit)	Kum. Volumen (in Mio. Euro) ¹⁾	Anzahl mit Mezzanine-finanzierter Unternehmen in 2005	Ausgereichtes Mezzanine-Kapital in 2005 (in Mio. Euro)	Finanzierungsschwerpunkt (Tranche in Mio. Euro)	Mindestumsatz Zielunternehmen (in Mio. Euro)	Bandbreite Zinsen p.a. ²⁾
BayernLB*	STEM	I (seit 2005)	200 (Soll)*	ca. 30*	> 100 Mio. €*	5 bis 10	30	7,25 - 11,75%
Buchanan Capital Group	Anleiheprogramm für Mittelstand	I (seit 2005)	250	7	50	0,5 bis 10	15	5,9 - 7,9%
Commerzbank	CB MezzCAP	I (seit 2005)	300 (Soll)	35	200	3,5 bis 15	25	6,4 - 9,0%
Dresdner (JV Anschutz)	Dresdner Anschutz Mezzinvest	I (seit 2003)	300	10	150	10 bis 50	50	7,0 - 13,0%
DZ Bank	DZ Mezzanine Invest	II (seit 2004)	620 (inkl. gemit)	8	200	3 bis 30	30	7,0 - 9,5%
HASPA, HSH, LBBW	Smart Mezzanine	I (seit 2005)	250 - 300	k.A.	k.A.	2 bis 15	50	7,0 - 9,5%
HSBC	H E A T Mezzanine	I (seit 2005)	220	32	220	3 bis 15	15	7,3%
HVB	PREPS (I bis IV)	IV (seit 2004)	1500 (I bis IV)	94	529	2 bis 20	50	6,8 - 7,9%
IKB / Deutsche Bank	equiNotes (I+II)	II (seit 2005)	670,5 (I + II)	57	370,5	2 bis 15	25	6,5 - 8,75%
Merrill Lynch	PULS (Mittelstandskapital)	I (seit 2006)	250 (Soll Mindestvol.)	-	-	2 bis 15	25	5,8 - 9,75%
NORD Holding (u. weitere Partner)	Mittelstands-Mezzanine	I (seit 2005)	ab 35 Kapitalmarktplatzierung	3	23,2	1 bis 7	5	8,5 - 9,5%
West LB (Sparkassen)*	S-Mezzanine	I (seit 2005)	200 (Soll)*	ca. 30	>100 Mio €	ab 1,0	10	7,0 - 7,5%
Markt: 12 Standard-Programme			ca. 5 Mrd. Euro	ca. 300	ca. 2,0 Mrd. €	0,5 bis 50	5 bis 50	

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

1) Das genannte Volumen bezieht sich auf das kumulierte Fonds- oder Platzierungsvolumen des jeweiligen Anbieters/Programms

2) Bandbreite der Zinsen ist ratingabhängig und bei einigen Produkten gewinnabhängig; zusätzlich u.U. erfolgsabhängige Vergütungskomponente (meist bis max. 2% p.a.) sowie Ratingkosten, Disagio, Set-up-Kosten etc.

Quelle: FHP Private Equity Consultants-Analyse; Auszug aus der Marktstudie „Mezzanine: Modetrend oder nachhaltige Entwicklung?“, Mai 2006

programmen – individuell strukturierte Mezzanine-Lösungen an: So haben manche Institutionen wie beispielsweise HannoverFinanz oder Hauck&Aufhäuser Mezzanine-Finanzierungen (in der Regel Equity Mezzanine) als Bestandteil strukturierter Private Equity-Mittelstandsfinanzierungen ohne eigene spezifische Fonds-Vehikel in ihrem Angebot. Darüber hinaus gibt es eine Reihe von weiteren fokussierten Mezzanine-Fonds mit so genanntem „Mezzanine individuell“, das heißt flexible Vertragsgestaltung, ohne Verbrieftung und meist mit regionaler Ausrichtung: In diesem Kontext ist beispielsweise der von DZ Equity Partner gemanagte IFD Hessenfonds über 53 Mio. Euro zu nennen – dahinter stehen sechs Investoren (Commerzbank, Deutsche Bank, DZ Bank, HELABA, KfW, Morgan Stanley). Oder auch der von der BayernLB (+Sparkassen) aufgelegte Bayern Mezzanine-Fonds über 100 Mio. Euro Euro. Darüber hinaus gibt es auf regionaler Ebene diverse auf den Mittelstand ausgerichtete Fonds, die auch individuell strukturierte Mezzanine-Lösungen anbieten, 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 letztendlich neben ihren Mezzanine-Standardprogrammen auch individuell strukturierte Mezzanine-Finanzierungslösungen an. Zusätzlich treten in diesem Markt auch klassische Private Equity-Gesellschaften sowie große paneuropäische (meist angelsächsische) Mezzanine-Fonds als Anbieter auf. Mezzanine-Tranchen finden zunehmend Anwendung bei den von den Private Equity-Häusern initiierten Buyout-Transaktionen oder Wachstumsfinanzierungen, die in den letzten

Jahren der große Treiber des wachsenden Private Equity-Marktes waren. Die am Markt aktiven Mezzanine-Fonds sind meist angelsächsischer Herkunft und orientieren sich eher an der „Private Equity-Philosophie“ – sie investieren im Sog großer LBO-/MBO-Transaktionen, aber auch als Co-Investor bei kleineren und mittleren Private Equity Deals oder reichen Mezzanine als alleinige Wachstumsfinanzierung aus (die so genannten „sponsorless deals“). Neben den bekannten Fonds aus dem Bankenumfeld (wie z. B. von der Royal Bank of Scotland) sind es im Prinzip gut zehn namhafte unabhängige Mezzanine-Fonds, die in Europa investiv tätig sind und über wiegend in den 90er Jahren aufgelegt wurden (mit Fondsvolumina bis zu einer Mrd. Euro). In den USA existieren dagegen etwa 130 Fonds – viele mit Erfahrungen, die bis in die 60er Jahre zurückreichen.

Institutionelle Sichtweise

Die starke Belebung auf der Finanzierungsseite der Unternehmen hat auch zu wachsendem Interesse bei den institutionellen Investoren geführt. Ein entsprechender Kapitalfluss in Richtung Mezzanine-Initiativen und Fonds ist zu beobachten. Das hat handfeste Gründe: Mezzanine charakterisiert sich durch sehr geringe Ausfallquoten bei gleichzeitig attraktiven Renditen – ein Rendite/Risikoprofil, das den Zeitgeist vieler institutioneller Anleger trifft. Bei einer Analyse von knapp 1.500 Mezzanine-Transaktionen über die letzten Jahre wurde beispielsweise eine durchschnittliche Brutto-Rendite von gut 20% über alle Transaktionen (inkl. Ausfälle) erzielt (Quelle: CEPRES/VCM).

... „nicht nur eine Modeerscheinung“

Aufgrund der am Markt existierenden „Schwarz-weiß-Lösungen“ (Bankkredit oder Private Equity) für Unternehmen wird sich Mezzanine unserer Ansicht nach als nachhaltiges Finanzierungsinstrument in unterschiedlichen Ausgestaltungen und Varianten am Markt etablieren. Lag bis dato der Fokus der Mezzanine-Finanzierungen noch bei größeren Unternehmen und Transaktionen im Buyout-Umfeld, so wird Mezzanine auch zunehmend als Wachstumsfinanzierung für Unternehmen ab einer Umsatzgröße von 5 bis 10 Mio. Euro Anwendung finden – somit werden auch künftig verstärkt Anbieter im Markt auftreten, die kleinere Tranchen ab einer Mio. Euro ausgeben. Parallel führt das aktuell wachsende Angebot an Mezzanine-Kapital (insbesondere im Rahmen des „Hypes“ von Standardprogrammen) zu einem Margendruck, somit aber auch zu verbesserten Konditionen – zum Vorteil Kapital suchender Unternehmen, aber gegebenenfalls zum Nachteil der Investoren. Eine Konsolidierungsgefahr ist unserer Ansicht nach aber ausschließlich unter den Standardpro-

grammen in Deutschland gegeben, da die Aufnahmefähigkeit und die Refinanzierung am Kapitalmarkt an ihre Grenzen stoßen wird – zu Gunsten von Mezzanine-Fonds und individuell strukturierten Mezzanine-Lösungen.

Fazit:

Die wachsende Zahl an Mezzanine-Fonds und Anbietern wird zu einem regen und verstärkten Interesse auf Seiten der institutionellen Investoren führen. Mezzanine wird unter Anlagegesichtspunkten und hinsichtlich der Portfolio-Diversifizierung an Bedeutung gewinnen. Je mehr Interesse und Bereitschaft auch seitens der Institutionellen aufkommt, desto größer wird der „Kapitaltopf“ und um so mehr Finanzierungen werden auf der Unternehmensseite gestemmt werden können. Eine „Mezzanine-Infrastruktur“ wird sich somit zunehmend entwickeln. Ein wachsendes Angebot als auch steigende Nachfrage nach Mezzanine wird den Markt folglich auch in den kommenden Jahren nachhaltig charakterisieren – von einer reinen Modeerscheinung dürfte somit keine Rede sein.

Anzeige

P+P Pöllath + Partner

Rechtsanwälte · Steuerberater



P+P ist spezialisiert auf Rechts- und Steuerberatung für Unternehmenskauf (M&A), Private Equity/Venture Capital, Immobilien, Unternehmer und Großvermögen (Family Office). Wir sind ein junges Team mit 20 Partnern und 70 Anwälten und Steuerberatern in Büros in Berlin, München und Frankfurt.

Arbeitsbereiche

Wir konzentrieren uns auf die zwei Wirtschaftsbereiche, in denen wir den „Stand der Technik“ (best practice) kennen – aus eigener Tätigkeit in Beratung, Unternehmen und Verwaltung. In diesen Arbeitsgebieten stehen P+P-Partner regelmäßig an der Spitze internationaler und nationaler Ranglisten:

Transaktionen

Unternehmenskauf, -gründung, -nachfolge (mit Private Equity, Venture Capital, Fonds-Strukturierung und Screening, Listing/Delisting, Nachfolge- und Steuergestaltung) und Immobilien

Asset Management

Vermögensanlage, -planung, -nachfolge (mit Family Office, Großvermögen, Investmentbanken, Fonds, Finanzprodukten, Trusts, Stiftungen, Steuerzusagen/-prüfungen)

P+P ist völlig unabhängig. Wir arbeiten freundschaftlich zusammen, untereinander, mit fachlich führenden Kollegen anderer Sozietäten und mit Beratern, Banken usw. Über die Hälfte unserer Mandate ist auslandbezogen.

www.pplaw.com

P+P Berlin

Potsdamer Platz
Linkstraße 2
D-10785 Berlin
Tel.: +49 (0)30 – 253 53 - 0
Fax: +49 (0)30 – 253 53 - 999
E-mail: ber@pplaw.com

P+P Frankfurt/Main

Hauptwache
Zeil 127
D-60313 Frankfurt/Main
Tel.: +49 (0)69 – 24 70 47 - 0
Fax: +49 (0)69 – 24 70 47 - 30
E-mail: fra@pplaw.com

P+P München

Fünf Höfe
Kardinal-Faulhaber-Straße 10
D-80333 München
Tel.: +49 (0)89 – 24 240 - 0
Fax: +49 (0)89 – 24 240 - 999
E-mail: muc@pplaw.com