

Individual-Mezzanine auf Expansionskurs

Ergebnisse des zweiten „Mezzanine-Panel“

Von Uwe Fleischhauer und Anne Kaluza, FHP Private Equity Consultants

Auf Basis einer empirischen Untersuchung mit 30 führenden Mezzanine-Anbietern – nachfolgend „FHP Mezzanine-Panel“ – wurde nach 2006 für das Jahr 2007 erneut der Markt für Mezzanine-Finanzierungen in Deutschland im Detail analysiert. Die Angebotsseite des Marktes wurde dabei sowohl in Richtung Standard-Programme als auch individuelles Mezzanine untersucht. Nachgefragt wird gegenwärtig verstärkt Individual-Mezzanine zu Lasten von Standard-Mezzanine, auch bedingt durch die derzeit begrenzte Platzierungsfähigkeit von Standard-Mezzanine auf der Angebotsseite. Gleichzeitig etabliert sich ein wachsendes Angebot für „individuelles Mezzanine“ am Markt, wodurch das Spektrum potenzieller Mezzanine-Nehmer erweitert wird.



Uwe Fleischhauer



Anne Kaluza

Sinkendes Marktvolumen

Das gesamte deutsche Marktvolumen lag im Jahr 2007 im Vergleich zum Vorjahr signifikant niedriger: 2006 wurden von den Panel-Teilnehmern noch 3,6 Mrd. Euro ausgereicht – im Jahr 2007 waren es nur noch 2,2 Mrd. Euro, wobei der Einbruch des Marktes schwerpunktmäßig durch den Volumenrückgang bei Standard-Mezzanine begründet ist. Individual-Mezzanine gewinnt dagegen stark an Bedeutung. Über das Stadium eines einfachen Modetrends sind Mezzanine-Finanzierungsformen längst hinaus. Dies zeichnete sich insbesondere an zunehmend expansiven Marktentwicklungen und steigenden Angeboten ab. Dennoch hat der Markt trotz seiner jungen Historie bereits tief greifende strukturelle Veränderungen erfahren.

Standard-Mezzanine: Ungewisse Zukunft

Konnten wir im Jahr 2006 noch über eine Vielfalt an Anbietern und Programmen berichten – damals gab es sechs neue Verbriefungen und insgesamt zwölf Standard-Programme –, hat sich dieser Ansturm, so schnell er auch gekommen ist, wieder gelegt. So konnten im Jahr

ZU DEN PERSONEN: UWE FLEISCHHAUER UND ANNE KALUZA

Uwe Fleischhauer (fleischhauer@fhpe.de) ist Managing Partner, Anne Kaluza (kalu-za@fhpe.de) ist Leiterin Research bei Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP) Private Equity Consultants, München. www.fhpe.de

2007 „nur“ zwei Programme neu verbrieft werden: PREPS von der HVB (in der 6. Generation) und H.E.A.T von HSBC (in der 3. Generation) mit einem Verbriefungsvolumen von insgesamt knapp 600 Mio. Euro bei 113 finanzierten Unternehmen, wodurch etwa 5 Mio. Euro jedem einzelnen Unternehmen zugeflossen sind. Ansonsten waren noch Standard-Programme der IKB (mit Equinotes) sowie das Produkt Smart Mezzanine (als Kooperation von HSH, LBBW, HASPA) als einzige Standard-Anbieter im Jahr 2007 am Markt aktiv – neben der KfW und den Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften der Bundesländer (MBGs), die wir inhaltlich aber eher dem Individual-Mezzanine zurechnen (siehe Abb. 1) – und haben im kleinen Umfang noch Mezzanine-Tranchen aus ihren laufenden Programmen ausgereicht. 2007 haben somit die Standard-Programme bereits die fehlenden Finanzierungsmöglichkeiten am Kapitalmarkt zu spüren bekommen. So haben die Folgen der Subprimekrise sicherlich im Einzelfall konkret die Auflegung bzw. die Platzierung von neuen Mezzanine-Programmen (siehe Beispiel Conpair) verhindert. Die Zukunft von einzelnen Programmen erscheint somit fraglich. Individual-Finanzierungen sind dagegen nicht abhängig vom Kapitalmarkt und lassen den Anbietern Spielraum bei der Ausgestaltung der Finanzierung. Insofern erwarten wir eine weiterhin wachsende Bedeutung von Individual-Mezzanine, was aktuell in einer außerordentlich starken Nachfrage Bestätigung erfährt.

ABB. 1: PRODUKTANGEBOT – INDIVIDUAL-MEZZANINE

Drei Gruppierungen im Bereich "Individual-Mezzanine"

Banken / Sparkassen	MBGs	Unabhängige
<ul style="list-style-type: none"> Bayern Mezzanine Kapital CBG Commerz Gruppe Dresdner Bank IKB Private Equity L-Bank Baden-Württemberg NRW,BANK Mittelstands Fonds West LB WGZ Investivkapital 	<ul style="list-style-type: none"> Bayerische Beteiligungsgesellschaft MBG Baden-Württemberg MBG Berlin Brandenburg MBG Hessen MBG Niedersachsen MBG Sachsen MBG Schleswig Holstein MBG Thüringen Saarländische Beteiligungsgesellschaft 	<ul style="list-style-type: none"> Buchanan DAM Capital M Cap Finance MML Capital Partners

Anmerkung zur KfW (drei Programme): Bei den Programmen KfW-Kapital für Arbeit und Investitionen sowie ERP-Innovationsprogramm handelt es sich um Finanzierungspakete bestehend aus einer Fremdkapitaltranche und einem Nachrangdarlehen. Im ERP-Innovationsprogramm sind auch reine Fremdkapitalfinanzierungen möglich. Die Volumenangaben beziehen sich jeweils auf die Finanzierungspakete bzw. die Programme. Die Finanzierung im Rahmen des KfW-Genussrechtsprogramms erfolgt in Zusammenarbeit mit Kapitalbeteiligungsgesellschaften (KBGs) und ist daher eher der Rubrik „Individual-Mezzanine“ zuzuordnen. KfW und KBG übernehmen jeweils 50% der Finanzierung; der Genussrechtsvertrag wird von der jeweiligen KBG ausgefertigt. Künftig soll das KfW-Genussrechtsprogramm auch im Rahmen des „Mezzanine-Panels“ unter „Individual Mezzanine“ ausgewiesen werden, wobei wir das KfW-Genussrechtsprogramm in diesem Jahr noch einmal nachrichtlich unter den Standardprogrammen erwähnt haben.

Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP), Private Equity Consultants – Mezzanine Panel 2008

Anbieter. Verstärktes Angebot kann langfristig letztendlich auch dem Mezzanine-Nehmer wieder zu Gute kommen, da sich möglicherweise die Anbieter in ihren Konditionen wieder nach „unten“

Zwei „Versuchsballone“ für Standard-Mezzanine

Das aktuelle Angebot an Standard-Mezzanine ist für Mezzanine-Nehmer im Moment mit zwei neuen, teilweise schon ausgereichten Programmangeboten sehr limitiert: So starten derzeit gerade die beiden größten Anbieter HSBC und CEG/HVB im Rahmen einer Kooperation erneut einen Versuchsballon mit dem Ziel, gemeinsam genau 250 Mio. Euro am Verbriefungsmarkt für Standard-Mezzanine einzusammeln. Conpair plant das damals Ende 2007 mit Lehman Brothers verschobene Mezzanine-Programm nun mit dem Ankerinvestor ACP Capital (Jersey) aufzulegen und auch rund 250 Mio. Euro (für 80 Unternehmen) kurzfristig am Kapitalmarkt zu platzieren. Zwei wegweisende neue Platzierungen, die anderen Anbietern als Indikator für die gegenwärtige Platzierungsfähigkeit von verbrieftem Mezzanine dienen dürften – der Markt für Standard-Mezzanine scheint somit nicht tot zu sein.

bewegen müssen. Mezzanine-interessierte Unternehmer können unter einer Vielzahl von individuellen Finanzierungslösungen auswählen: Dabei reicht das Angebot von regional fokussierten MBGs über banken-/sparkassen-eigene Mezzanine-Programme bis hin zu unabhängigen Anbietern – bei einzelnen Häusern (meist Banken) findet man sowohl Standard-Mezzanine als auch Individual-Mezzanine im Warenkorb.

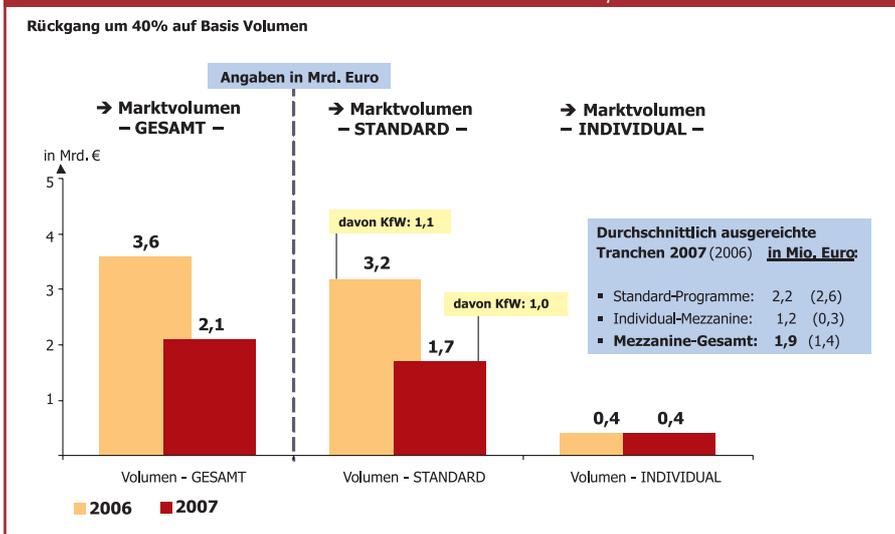
Grenzfälle

Die Produktlösungen der MBGs sind überwiegend auch recht standardisiert, aber im eigentlichen Sinne trotzdem keine Standard-Programme wie PREPS, Equinotes oder andere – auch die drei Programme der KfW sind inhaltlich eher dem Individual-Mezzanine zuzurechnen, wurden aber diesmal noch bei Standard-Mezzanine (gesondert) erfasst.

Individuelles Mezzanine ist en vogue

Stärkere Nachfrage erfährt gegenwärtig das Individual-Mezzanine: So wollen auch Anbieter wie NIBC wie auch Buchanan noch im Jahr 2008 Fonds für individuelles Mezzanine aufsetzen. Jetzt, wo die Banken mit der Vergabe von Krediten kritischer geworden sind und Standard-Mezzanine kaum am Markt platzierbar ist, wird individuelles (maßgeschneidertes) Mezzanine verstärkt nachgefragt, so auch die Prognosen dieser beiden

ABB. 2: MARKTVOLUMEN MEZZANINE IN DEUTSCHLAND – 2006/2007



Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP), Private Equity Consultants – Mezzanine Panel 2008

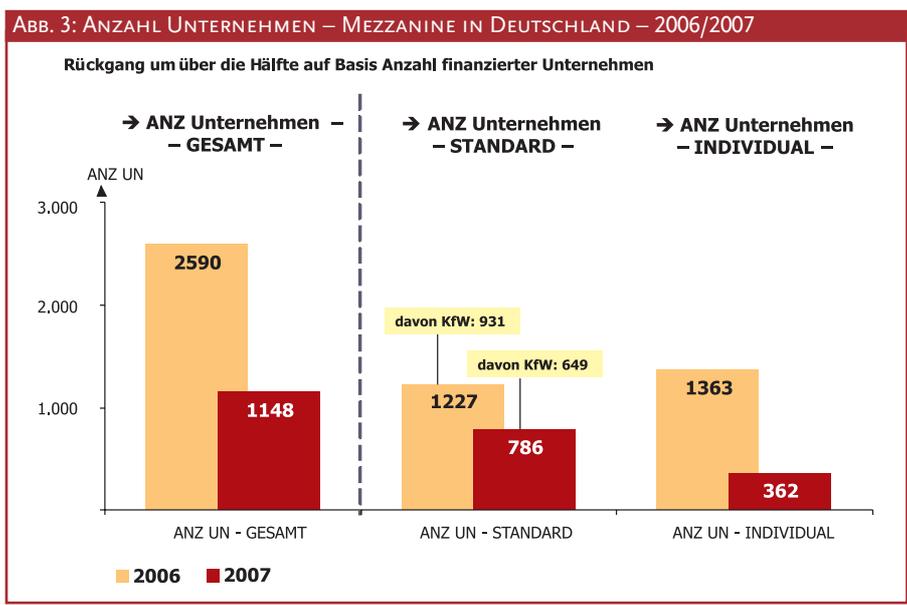
Der Mezzanine-Markt 2007 in Zahlen – Rückgang um 40%

Wurden nach dem Ergebnis des „Mezzanine-Panels“ 2006 noch mehr als 3,6 Mrd. Euro an Mezzanine-Kapital in Deutschland ausgereicht, fiel das Volumen 2007 auf etwa 2,2 Mrd. Euro (Basis: Angaben von insgesamt 30 Mezzanine-Anbietern, davon neun Standard-Programme inklusive KfW und 21 Individual-Mezzanine-Anbieter). Dies bedeutet einen Rückgang um etwa 40% auf Basis des Finanzierungsvolumens. Da das Panel in etwa einer Abdeckung des gesamten Marktvolumens von gut drei Viertel entspricht, ergäbe sich für das Jahr 2007 ein geschätztes Gesamtvolumen in Höhe von um die drei Mrd. Euro in Deutschland (siehe Abb. 2).

Weniger Unternehmen finanziert

Im Jahr 2007 wurden seitens unserer Panel-Teilnehmer insgesamt 1.200 Unternehmen mit Mezzanine-Kapital ausgestattet – bei einem Finanzierungsvolumen von gut 2 Mrd. Euro: Somit wurden einem Unternehmen durchschnittlich etwa 2 Mio. Euro Mezzanine gegeben (Vorjahr 1,5 Mio. Euro). Auf Basis der Anzahl der Unternehmen sieht der Rückgang aber noch dramatischer aus:

Wurden im Jahr 2006 noch etwa 2.500 Unternehmen mit Mezzanine ausgestattet, so waren es 2007 „nur“ noch 1.200 – ein Rückgang um mehr als die Hälfte. Somit scheint sich das Prinzip „Selektion“ – determiniert durch das eingeschränkte Angebot an Mezzanine-Kapital bzw. Programmen – wie bei Private Equity auch bei Mezzanine durchzusetzen. Das Gießkannenprinzip der vorherigen Jahre gehört der Vergangenheit an (siehe Abb. 3). Berücksichtigt man zudem noch, dass etwa 50% des Volumens als auch der finanzierten Unternehmen von der KfW getragen wurden, so sieht man den Rückmarsch von Mezzanine im Jahr 2007 bei unabhängigen bzw. Captive-Anbietern. Ohne KfW (1,03 Mrd. Euro für 649 Unternehmen) hätte das Volumen der Standard-Programme im Jahr 2007 „nur“ 700 Mio. Euro betragen – im Vergleich zu den etwa 450 Mio. Euro Individual-Mezzanine. Die Anzahl finanzierten Unternehmen (137) wäre auch deutlich niedriger ausgefallen und hätte etwa die Hälfte der mit Individual-Mezzanine finanzierten Unternehmen entsprechen. Auffällig ist auch, dass trotz des scheinbar zunehmenden Angebots an kleinen Tranchen für Individual-Mezzanine das durchschnittliche Volumen im Vergleich zum Vorjahr von 1,5 auf 2,0 Mio. Euro ausgereichtes Mezzanine angestiegen ist. Der Trend geht scheinbar wieder zu leicht größeren Tranchen und Finanzierungsrunden bei geringerer Anzahl an Firmen – ein weiterer Indikator für die verstärkte Selektion und „Individualisierung“ von Mezzanine.

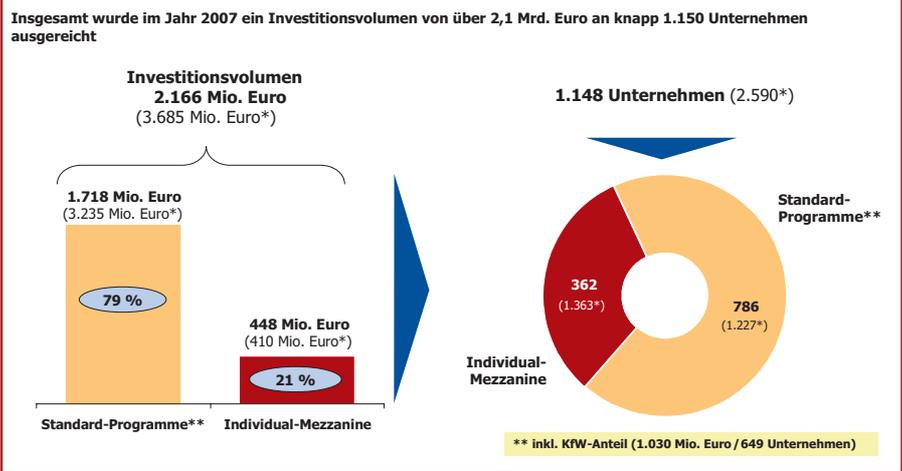


Anzahl mit Mezzanine-Kapital finanzierten Unternehmen
Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP), Private Equity Consultants – Mezzanine Panel 2008

Standard-Programme vs. individuelles Mezzanine

Im Rahmen des „1. FHP-Mezzanine-Panels“ wurde noch deutlich, dass der Löwenanteil des Investitionsvolumens im Jahr 2006 mit über drei Mrd. Euro zu mehr als 85% aus den standardisierten Programmen resultierte. Andererseits erhielten durch

ABB. 4: MEZZANINE STANDARD-PROGRAMME VERSUS INDIVIDUAL-MEZZANINE



*) Werte in Klammern weisen 2006 aus
Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP), Private Equity Consultants – Mezzanine Panel 2008

Tranchen-Durchschnitt liegt bei 2 Mio. Euro

Für die Wahl zwischen einem Standard-Programm und einer individuellen Mezzanine-Finanzierung sind mehrere

das individuelle Angebot – hauptsächlich von Seiten der MBGs – mehr als 1.300 Unternehmen Mezzanine-Finanzierungsmittel, wohingegen durch standardisierte Lösungen „nur“ 1.200 Unternehmen Mezzanine-Kapital erhielten (siehe Abb. 4). Ein ähnliches Bild ergibt sich für 2007: Allerdings machte Individual-Mezzanine im Jahr 2007 bereits knapp ein Viertel des Volumens aus, und somit schon deutlich mehr als im Vergleich zum Vorjahr (2006), wo es sich nur für 15% des Finanzierungsvolumens verantwortlich zeigte – ein Indikator für die wachsende Bedeutung von Individual-Mezzanine. Auf Basis der Anzahl der Unternehmen gewinnt Individual-Mezzanine – wie schon im Vorjahr – mit etwa einem Drittel im Vergleich zu Standard-Mezzanine an Bedeutung, da es durch seine individuelle Vergabe auch deutlich kleinere Tranchen ausreichen kann.

Einflussfaktoren, wie die Erforderlichkeit eines (quantitativen) Ratings, ein geforderter jährlicher Mindestumsatz oder auch qualitative Bewertungen von Anbieterseite etc. zu ermitteln. Vor allem die Höhe des Finanzierungsbedarfes ist für eine Erstorientierung entscheidend. Denn bei „Mikro-Tranchen“ können Standard-Programme bereits ausgeschlossen werden, da diese aktuell erst ab einer Mio. Euro Mezzanine-Kapital ausreichen. Selbstverständlich variieren die Bandbreiten der ausgereichten Tranchen, die sich derzeit zwischen einer und 15 Mio. Euro bei den angebotenen Standard-Programmen bewegen und bei individuellen Lösungen von 50.000 Euro bis zu 50 Mio. Euro in extremis reichen. Mehrheitlich bzw. bei den meisten Anbietern bewegen sich die Unter- und Obergrenzen für Mezzanine-Kapital bei einer Mio. Euro bzw. 10 Mio. Euro. So liegen die im Jahr 2007 durchschnittlich ausgereichten Mezzanine-Tranchen eher am unteren Ende: Dabei unterscheiden sie sich durchaus wesentlich, denn gegenüber den 1,2 Mio. Euro bei individuellen Angeboten sind die ausgereichten Tranchen mit durchschnittlich 2,2 Mio. Euro seitens der Standard-Anbieter fast doppelt so hoch. Die kleinen Tranchen bei Individual-Mezzanine sind in hohem Maße durch die Ausreichung von Mezzanine-Kapital bei MBGs determiniert, die bei 50.000 Euro „anfangen“.

Anzeige

2007 hat die KfW über 28.000 Existenzgründern zur Selbstständigkeit verholfen.

www.kfw-chancen.de/gruenden



Finanzierungsanlässe: Expansion an erster Stelle

Bevor sich ein Unternehmer mit der Frage „Standard-Programm oder Individual-Mezzanine“ auseinandersetzt, muss er sich über das Ziel der Finanzierung, deren Anlass und vor allem deren Auswirkungen im Klaren sein. Im Rahmen des „Mezzanine-Panels“ wurde deutlich, dass Mezzanine-Kapital größtenteils – und mit wachsender Bedeutung – zur Wachstums- und Expansionsfinanzierung verwendet wird: Knapp ein Drittel der Finanzierungen (31% – zum Vergleich: 2006 waren es 27%) bezogen sich auf diesen konkreten Finanzierungsanlass. Dabei wird von Anbieterseite

ABB. 5: VERTEILUNG DER FINANZIERUNGSANLÄSSE



*) Werte in Klammern weisen 2006 aus

Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP), Private Equity Consultants – Mezzanine Panel 2008

bevorzugt in „reife“ Unternehmen in fortgeschrittenen Unternehmensphasen (Later Stage) investiert, die mit einem geringeren Risiko für den Investor behaftet

sind als Innovationsfinanzierungen (Early Stage). Dies wurde auch dadurch attestiert, dass Wachstumsfinanzierungen wie 2006 auch im Jahr 2007 das größte Investitionsvolumen umfassten (siehe Abb. 5). Daneben waren – insbesondere bei individuellen Mezzanine-Finanzierungen – auch die Innovationsfinanzierungen mit 17% von großer Relevanz, gefolgt von Kapital zum Zwecke von Restrukturierungen (auch der Passiva) mit 15%. Nachfolgefinanzierungen mit 11% sowie MBO-Finanzierungen mit 10% spielen ebenfalls eine bedeutende Rolle: Besonders kleine und mittelständische Unternehmen (KMU) haben bei Nachfolgeregelungen hohen Finanzierungsbedarf, da bei Ausscheiden eines Gesellschafters dessen Kapitalanteil ausgezahlt werden muss oder durch Erbfolge die Steuerbelastung eine Finanzierungslücke nach sich ziehen kann. So kann Mezzanine-Kapital aber auch bei Unternehmensverkäufen dazu verwendet werden, die Gesellschaftsanteile des austretenden Gesellschafters aufzukaufen.

Turnaround- und Start-up-Finanzierungen

Des Weiteren finden Mezzanine-Finanzierungsformen generell auch bei Turnaround-Finanzierungen und Frühphasen- bzw. Start-up-Finanzierungen Anwendung. Auch unsere Auswertung hat gezeigt, dass Mezzanine-Kapital mit 10% auch bei Start-up-Finanzierungen wachsende Bedeutung zukommt. So bieten gerade stille Beteiligungen eine Möglichkeit, Finanzmittel für „risikobehaftete“ Investitionen aufzunehmen, ohne dabei weitere Unternehmensanteile abzugeben. Aktuell gehen insbesondere die allein stehenden Mezzanine-Finanzierungen – das sogenannte „sponsorless Mezzanine“ – als Gewinner aus der Kreditkrise hervor. Aber auch im Gesamtkonstrukt von Buyout- und Eigenkapital-Transaktionen gewinnt Mezzanine wieder deutlich an Bedeutung, da weniger Fremdkapital zur Verfügung steht – das bringt Platz für größere Mezzanine-Tranchen auf der Passivseite der Finanzierung.

Finanzierungsinstrumente: Spitzenreiter Stille Beteiligungen

Insgesamt wurden im Jahr 2006 stille Beteiligungen als Form der Mezzanine-Finanzierung in knapp einem Drittel der Fälle am häufigsten verwendet bzw. ausgereicht, gefolgt von Nachrangdarlehen und Genussscheinen (die vorwiegend Anwendung bei Standard-Mezzanine finden, siehe Abb. 6). Das Finanzierungsinstrument der Genussscheine wird größtenteils in standardisierten Programmen angeboten und stellt dabei die Verbriefung von Genussrechten dar. Die Refinanzierung erfolgt durch Bündelung der einzelnen Genussscheine, die als Portfolio in einer Fondsstruktur am Kapitalmarkt platziert werden kann. Bei den Anbietern von Standard-Programmen waren ausschließlich Genussrechte und Nachrangdarlehen – etwa jeweils zur Hälfte – im Einsatz. Die

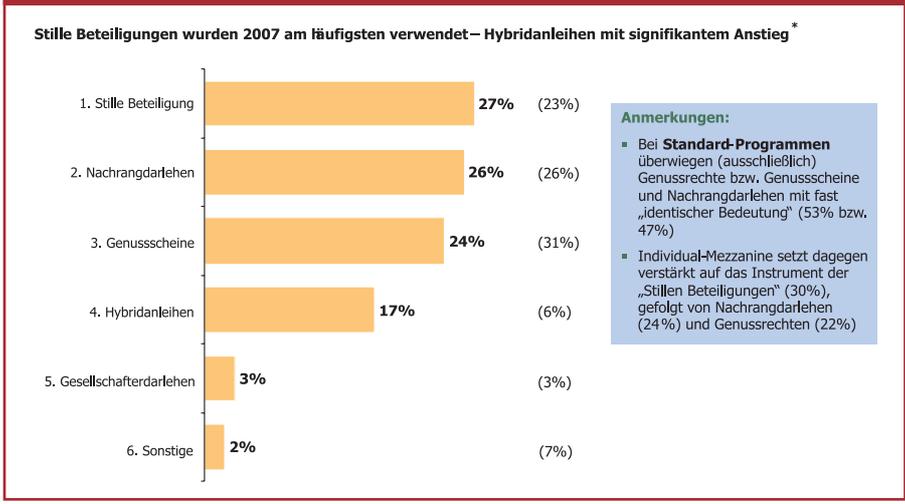
Anzeige

Im Jahr 2007 engagierte sich die KfW bei fast jeder zweiten mittelständischen Beteiligungsfinanzierung. So verhelfen wir jungen Unternehmen zu Wachstum.

www.kfw-chancen.de/beteiligungsfinanzierung



ABB. 6: FAVORISIERTE MEZZANINE FINANZIERUNGSMITTEL



*) Werte in Klammern weisen 2006 aus
Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP), Private Equity Consultants – Mezzanine Panel 2008

Ein weiteres wichtiges Anforderungskriterium an ein potenzielles Zielunternehmen ist oftmals ein geforderter Mindestumsatz. Einige wenige Anbieter (etwa ein

Vielfalt der genutzten Finanzierungsinstrumente ist bei Individual-Mezzanine dagegen höher: Von Seiten der Individual-Anbieter werden stille Beteiligungen zu etwa 30% favorisiert, neben den Nachrangdarlehen und Genussrechten. Von wachsender Bedeutung im Jahr 2007 waren Hybridanleihen (bei Individual-Mezzanine), die als eigenkapitalähnliche, nachrangige Unternehmensanleihe ohne Laufzeitbegrenzung fungieren und gewisse flexible, aber auch risikobehaftete Eigenschaften aufweisen: Die Kündigung durch den Emittenten zu einem vorher festgelegten Termin ist möglich. Außerdem können die vereinbarten Kuponzahlungen unter bestimmten Bedingungen ausgesetzt bzw. verschoben werden. Durch einen Zinsaufschlag von bis zu 2% und mehr gegenüber konventionellen Unternehmensanleihen soll der Anleger einen Ausgleich für das erhöhte Risiko erhalten, das bis zum Totalverlust zum Beispiel im Insolvenzfall des Emittenten reichen kann.

Rating als wesentliche Voraussetzung für die Aufnahme von Mezzanine

Nicht nur Standard-Anbieter setzen ein Rating als ein Entscheidungskriterium für die Vergabe von Mezzanine-Tranchen voraus, sondern auch Anbieter zugeschnittener Individual-Lösungen, allerdings in geringerem Maße: Erstgenannte fordern zu 75% (90% noch im Jahr 2006) ein Rating – Individual-Anbieter setzen „nur“ zu etwa 25% (54% noch im Jahr 2006) ein bestimmtes externes Rating voraus, wobei die Anforderungen eher geringer ausfallen. Allerdings wird seitens der Individual-Anbieter in vielen Fällen auch ein internes Rating durchgeführt. Grundsätzlich scheint die Tendenz zu mehr Sorgfältigkeit erkennbar zu sein – einfache, standardisierte Ratings über die potenziellen Zielunternehmen reichen heute nicht mehr aus: Die Due Diligence nimmt mehr Zeit in Anspruch, die Anforderungen an das Rating steigen bzw. werden zusätzlich – insbesondere bei den Individual-Anbietern – eigene intensive Due Diligence-Prozesse abgefragt (siehe Abb. 7).

Viertel der Anbieter hat für die Vergabe von Mezzanine keine Mindestumsatzgröße definiert) verzichten auf diese Anforderung in ihrer Entscheidung und legen ihr Augenmerk verstärkt auf andere und qualitative Faktoren bei der Bewertung einer Mezzanine-Finanzierung. Mehrheitlich ist die Vergabe von Mezzanine aber an Mindestumsatzgrößen gekoppelt: Die Bandbreite des jährlichen Mindestumsatzes beginnt bei Individual-Mezzanine bei einer Mio. und reicht bis 30 Mio. Euro – durchschnittlich um die 20 Mio. Euro. Dagegen setzen Standard-Programme bei Zugrundelegung dieses Kriteriums 10 bis 50 Mio. Euro voraus – durchschnittlich um die 15 Mio. Euro. Damit können sich Unternehmer einen Überblick verschaffen, in welche Angebotsrichtung sie sich orientieren wollen. Bei Individual-Mezzanine wird gegenwärtig – und verstärkt – mit erfolgsabhängiger Verzinsung (Equity Kicker) gearbeitet: Drei Viertel der Individual-Mezzanine-Anbieter wenden Equity Kicker an – Standard-Programme per se haben vordefinierte Konditionen und sehen die Anwendung von Equity Kickern grundsätzlich nicht vor.

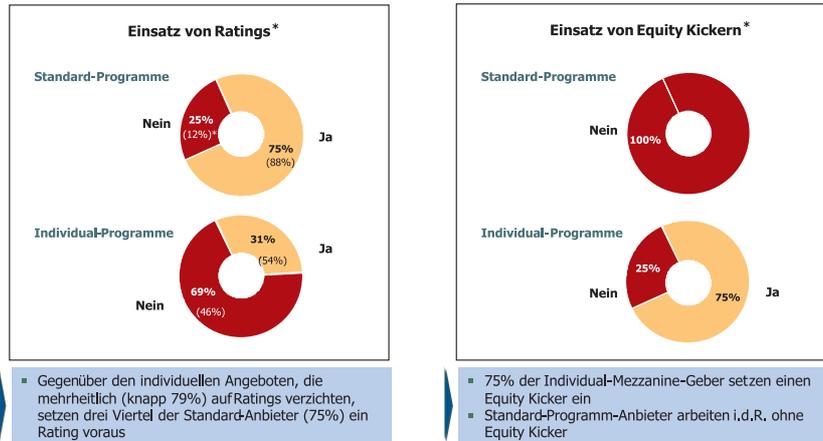
Hohe Bandbreite der Zinsen – aktuell 5 bis 13%

Das Hauptentscheidungskriterium der Unternehmer wird dennoch die Frage sein: „Was kostet mich die Aufnahme der Mezzanine-Finanzierung insgesamt?“ Deshalb kommt der Zins-Bandbreite eine primäre Bedeutung zu. Oft unterscheiden sich die Angebote in ihren effektiven Verzinsungen und vertraglichen Komponenten wie z. B. Zinsfälligkeiten, Gewinnbeteiligung, Finanzierungsfolgekosten oder Höhe des Disagio etc. Im Wesentlichen bewegen sich die laufenden Zinsen zwischen 5% und 10% bei Standard-Programmen und von 9% bis 13% bei individuellen Angeboten. Oftmals verbergen sich aber bei einzelnen Angeboten erst auf den zweiten Blick Zusatzkosten wie der Abzug eines Disagio, Kosten für die Durchführung von einer einmaligen oder jährlich wiederkehrenden Due Diligence, einmalige oder jährlich wiederkehrende Ratingkosten oder endfällige, erfolgsabhängige

ABB. 7: EINSATZ VON RATINGS UND EQUITY KICKERN

Ratings werden von Standard-Programmen verstärkt eingesetzt

Equity Kicker wird von Individual-Mezzanine-Anbietern gerne genutzt



*) Werte in Klammern weisen 2006 aus

Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP), Private Equity Consultants – Mezzanine Panel 2008

Auszahlungen, die nicht in die effektiven Zinsen mit einkalkuliert werden. Das zu Beginn der Finanzierung zu zahlende Disagio schwankt signifikant zwischen 1,5 und 5% des Finanzierungsvolumens.

Sehr variabel verhalten sich die Transaktionskosten, die mit der geforderten Due Diligence verbunden sind – diese können sich zusätzlich auf bis zu 3% des Transaktionsvolumens belaufen. Tendenziell ist derzeit aufgrund des nachlassenden Wettbewerbs und als Folge der steigenden Leitzinsen bzw. Credit Spreads sowie be-

sonders aufgrund eines zunehmend größeren Risikobewusstseins mit steigenden Zinssätzen zu rechnen – Ausfälle bei Mezzanine-Nehmern führen automatisch zu einer risikoadäquateren Verzinsung. So gab es Ausfälle bei prominenten Unternehmen und Mezzanine-Nehmern (wie z. B. die Nici GmbH), die gleich mehrere Darlehen bei

Anzeige

IKB Private Equity GmbH Tel.: +49 (0)211 8221-4041 Fax: +49 (0)211 8221-2041

www.ikb-pe.de



Wer hält einem den Rücken frei, wenn man neue Wege geht?

Seit 1987 sind wir in allen Kernbranchen der mittelständischen Wirtschaft mit Eigenkapitalfinanzierungen erfolgreich tätig. Unsere Finanzierungslösungen orientieren sich an der aktuellen rechtlichen, steuerlichen und unternehmensindividuellen Situation. Gleichzeitig verfügen wir über schlanke und strukturierte interne Entscheidungswege, die uns zu einem kalkulierbaren und verlässlichen Finanzierungspartner machen.

IKB. Die unternehmerische Entscheidung.

So verstehen wir unsere Rolle:

- Finanzinvestor ohne industrielle Interessen
- Keine operative Einflussnahme
- Zeitliche Befristung des Engagements
- Partner von Management und Gesellschaftern
- Synergieeffekte durch Nutzung unserer Netzwerke

DAS „MEZZANINE-PANEL“ 2007/08

Das „Mezzanine-Panel“ wird von der Münchener Beratungsgesellschaft Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP), Private Equity Consultants, in Kooperation mit der Unternehmeredition seit 2007 erhoben. 30 führende und in Deutschland aktive Mezzanine-Anbieter werden jährlich per Fragebogen über ihre Mezzanine-Aktivitäten (Investitionsvolumina, Finanzierungsinstrumente/-konditionen, Finanzierungsanlässe, Zielunternehmen etc.) befragt. Teilnehmer sind sowohl die Anbieter von Standard- als auch von Individual-Mezzanine:

Die Teilnehmer – Mezzanine-Panel 2007/2008

30 führende Mezzanine-Anbieter für Standardprogramme und Individual-Mezzanine.
FETT: Teilnehmer 2008

**9 Anbieter
Standardprogramme**

- CBG Commerz Gruppe (CB Mezzanine Capital)
- **ConPair Corporate Finance** (SME Growth)
- DZ Bank (GEMIT, DZ Mezzanine)
- **HASPA / HSH Nordbank / LBBW**(SmartMezzanine)
- **HSBC Trinkhaus** (H.E.A.T Mezzanine)
- **HVB HypoVereinsbank** (PREPS)
- **IKB Private Equity/Deutsche Bank** (equinotes)
- **KfW Bankengruppe*** (KfW Genussrechtsprogramm)
- WestLB / BayernLB / Helaba (STEM)

Anm.: Die ausführliche Übersichtstabelle über Standard-Mezzanine-Anbieter aus dem Vorjahr wurde in diesem Jahr aufgrund des aktuell sehr limitierten Angebotes an Standard-Mezzanine nicht aufgenommen.

**21 Anbieter
Individual-Mezzanine**

- **Bayern Mezzanine Kapital**
- **Bayerische Beteiligungsgesellschaft mbH**
- Buchanan
- CBG Commerz Gruppe
- **DAM Capital**
- **Dresdner Bank**
- **IKB Private Equity**
- L-Bank Baden Württemberg
- **MBG Baden-Württemberg**
- **MBG Berlin Brandenburg**
- **MBG Hessen**
- MBG Niedersachsen
- **MBG Sachsen**
- MBG Schleswig Holstein
- **MBG Thüringen**
- **M CAP Finance**
- **MML Capital Partners**
- **NRW.BANK Mittelstandsfonds**
- Saarländische Beteiligungsgesellschaft
- WestLB
- **WGZ Investivkapital**

*) siehe Abb. 1

Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP), Private Equity Consultants – Mezzanine Panel 2008

Die Teilnehmer haben kumuliert insgesamt etwa neun Mrd. Euro in Form von Mezzanine-Beteiligungen investiert und repräsentieren ca. 75% des deutschen Gesamtmarktes.

verschiedenen Programmen aufgenommen haben. Die ersten Anbieter haben durch Aufnahme einer sogenannten Exklusivitätsklausel darauf reagiert und dies berücksichtigt.

Ausblick aus erster Hand: Die Meinung der Panelteilnehmer

Laut den Angaben unserer Panelteilnehmer wird einstimmig mit einer erhöhten Nachfrage nach (Individual-)Mezzanine in den kommenden Jahren gerechnet. Da die Eigenkapitalposition des Mittelstandes weiterhin noch zu schwach ist und aufgrund von Basel II sowie globaler Expansionsstrategien des Mittelstandes wird die Nachfrage nach langfristigen Partnern und eigenkapitalähnlichen Finanzierungen tendenziell ansteigen. Die Kreditkrise hat den Anbietern zufolge dabei sogar einen teilweise positiven Einfluss, da dadurch die Nachfrage nach kapitalmarktunabhängigem Individual-Mezzanine steigt – auch bei kleineren Transaktionen. Negativ drückt die Kreditkrise aber auf den Markt für standardisiertes Mezzanine: Dies liegt in der Zurückhaltung der Investoren bei CDO-Strukturen. Aufgrund gestiegener Risikoaversion

nehmen erwarten, dass Standard-Mezzanine im Laufe dieses Jahres, spätestens 2009, wieder langsam am Kapitalmarkt „platzierfähig“ wird: Marktteilnehmer wie HSBC/CEG prognostizieren die Auflegung weiterer Standardprogramme aus ihrem Hause. Andere Marktteilnehmer erwarten dagegen die komplette Ablösung von Standard-Mezzanine, da dies keine Lösung für die Finanzierungssorgen der mittelständischen Unternehmen darstellt und da die Refinanzierungsquellen – in Folge der Subprimekrise, aber auch in Folge der schlechten Performance der standardisierten Mezzanine-Fonds – nicht mehr zur Verfügung stehen.

Selektivere Auswahl und höhere Konditionen

Auf jeden Fall wird eine deutlich selektivere Auswahl der zu finanzierenden Unternehmen stattfinden (müssen) und das alles, so die Erwartung der Panelisten, zu höheren Konditionen. Bzw. werden die künftigen Konditionen das darunter liegende (Unternehmens-)Risiko stärker zu berücksichtigen haben. Somit dürfte Standard-Mezzanine, so die allgemeine Einschätzung aller Teilnehmer, für Kunden

der Investoren sind künftig lediglich größere oder granulare Portfolien platzierbar – folglich werden weitere Fusionen unter den Platzierungsplattformen oder eine engere Zusammenarbeit zwischen den Banken erwartet, was zu einer zunehmenden Angleichung einzelner Programme führen wird. So hat die Kreditkrise bereits zu einer starken Konzentration der Anbieter für kapitalmarktfinanziertes Mezzanine geführt (Anmerkung: 2007 konnten im Prinzip nur die zwei großen Programme PREPS und H.E.A.T aufgelegt werden – im Jahr 2008 kommt es zudem zur Kooperation zwischen CEG und HSBC). Sicherlich wird sich auch so manche Bank aus dem Markt für Standard-Programme wieder verabschieden, da Banken einerseits verstärkt das Kreditrisiko tragen müssen (Warehousing) und andererseits ihren Kunden auch keine verbindlichen Zusagen mehr zu dem Zeitpunkt des Kapitalzuflusses machen können. So manche Marktteil-

bzw. Mezzanine-Nehmer teurer werden. In diesem Zusammenhang wird auch ein stärkerer Einsatz von „warrants“ erwartet. Gleichzeitig müssen die Standard-Mezzanine-Anbieter eben aufgrund der deutlich höheren „credit spreads“, die bei bestehenden Verbriefungen im Sekundärmarkt gehandelt werden, mit den Unternehmensspreads nachziehen bzw. auch erhöhen, um den heutigen und neuen Markterfordernissen gerecht zu werden. Wie bei Private Equity wird auch bei Mezzanine nun das Selektionsprinzip stärker im Vordergrund stehen.

Fazit:

Mezzanine bleibt aufgrund des weiterhin erschwerten Zugangs zu Krediten eine willkommene Ergänzung in der Finanzierung. Insbesondere in Deutschland fiel die hohe Bedeutung der Standard-Programme auf, die auf Basis des Volumens gut 85% des Marktes repräsentierten, allerdings auf Basis finanzierter Unternehmen „nur“ knapp 50%. In dieser Hinsicht fand 2007 eine Marktberichtigung zu Gunsten von Individual-Mezzanine statt. Trotz Rück-

gang spielt Mezzanine mit einem Marktvolumen von aktuell etwa 3 Mrd. Euro in Deutschland weiterhin eine sehr große Rolle. Zum Vergleich: Der gesamte deutsche Private Equity-Markt meldete im Jahr 2007 ein Investitionsvolumen von gut vier Mrd. Euro. Zukünftig rechnen wir in Übereinstimmung mit den Panel-Teilnehmern mit einer weiteren Konsolidierung unter den Standard-Programmen – weitere Zusammenschlüsse wie der von HSBC und CEG sind zu erwarten. Bankennahe Mezzanine-Geber werden Mezzanine verstärkt nicht nur als eine Stand-alone-, sondern als Paketlösung mit der Hausbank/Sparkasse anbieten. Gleichzeitig gewinnen flexiblere Gestaltungsformen und kundenindividuelle Mezzanine-Lösungen weiter an Bedeutung. Denn die Entwicklung auf der Nachfrageseite darf weiterhin als positiv eingeschätzt werden. Laut der KfW-Unternehmerbefragung im Jahr 2006 nutzten erst 5% aller Unternehmen Mezzanine-Finanzierungsmittel, obwohl es mit großer Mehrheit als geeignetes Finanzierungsinstrument für den Mittelstand angesehen wird.

Anzeige

Mehr Spielraum in der Finanzierung

Mezzanine-Kapital – eine innovative Finanzierungsform, die inzwischen viele mittelständische Unternehmen nutzen, um ihren finanziellen Spielraum zu erweitern und ihre Bonität zu verbessern. Doch wie sehen die Voraussetzungen aus? Wie ist Mezzanine-Kapital steuerlich, rechtlich und bilanziell zu beurteilen? Welche Mezzanine-Instrumente und -Anbieter gibt es? Das Praxis-Handbuch liefert Antworten...

„...eine rundum gelungene Einführung in das Thema...“ *Börsen-Zeitung*

2006. 290 S., 25 s/w Abb., 12 Tab.
Kart. € 49,95
ISBN 978-3-7910-2502-5



**SCHÄFFER
POESCHEL**

Jetzt gleich bestellen: info@schaeffer-poeschel.de | www.schaeffer-poeschel.de