

Mezzanine-Finanzierungen in Deutschland – ein Milliardenmarkt

Das erste „Mezzanine Panel“ – Orientierungshilfe nicht nur für kapitalsuchende Unternehmer

Von Uwe Fleischhauer und Dominik Sauter, FHP Private Equity Consultants

Auf Basis einer empirischen Untersuchung mit 22 führenden Mezzanine-Anbietern – nachfolgend „Mezzanine Panel“ – wurde erstmalig der Markt für Mezzanine-Finanzierungen in Deutschland im Detail analysiert. Die Angebotsseite des Marktes wurde dabei vor allem bezüglich Kostenstrukturen, Finanzierungsinstrumente und Finanzierungsvoraussetzungen evaluiert. Es zeichnet sich ab, dass sich ein wachsendes Angebot an kleineren Tranchen bzw. Investitionssummen am Markt etabliert, wodurch das Spektrum potenzieller Mezzanine-Nehmer erweitert wird. Gleichzeitig wächst das gesamte deutsche Marktvolumen signifikant (2006 wurden bis zu 5 Mrd. Euro ausgereicht), worin sich die zunehmende Bedeutung mezzaniner Finanzierungsformen widerspiegelt. Doch das Angebot unterscheidet sich hinsichtlich Anlass, Ausgestaltung und Kosten signifikant – alles wichtige Indikatoren für die Nehmerseite, die Unternehmer.

Angebot wird immer komplexer und unübersichtlicher

Um der momentanen Intransparenz des Mezzanine-Marktes entgegenzuwirken und dem Unternehmer bei der Suche nach Möglichkeiten im Bereich der Finanzierungsalternativen zu helfen, sind Entscheidungsparameter zu bestimmen, mit denen die Vor- und Nachteile von mezzaninen Finanzierungsinstrumenten anforderungsspezifisch bewertet werden können. Denn nicht selten sind den kapitalsuchenden Unternehmen die prinzipiell bestehenden Alternativen der Kapitalbeschaffung neben traditionellen Bankkrediten bekannt, aber deren konkrete Zielsetzung, Bewertung, Auswirkungen und entstehende Kosten sind noch oft mit fehlender Transparenz verbunden. Über das

NEU: DAS „MEZZANINE PANEL“

Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP), u. a. bekannt durch das seit 1999 quartalsweise erhobene „VC Panel“, analysiert ab sofort zweimal jährlich über das „Mezzanine Panel“ den Markt für Mezzanine-Finanzierungen in Deutschland. In der vorliegenden Erstveröffentlichung wurden 22 Mezzanine-Anbieter vor allem hinsichtlich Kostenstrukturen, Finanzierungsinstrumenten und Finanzierungsvoraussetzungen untersucht. Die nächste Erhebung soll im Januar 2008 stattfinden.



Uwe Fleischhauer



Dominik Sauter

Stadium eines einfachen Modetrends sind mezzanine Finanzierungsformen als eine Kombination aus Eigenkapital und Fremdkapital längst hinaus. Dies zeichnet sich insbesondere an zunehmend expansiven Marktentwicklungen und steigenden Angeboten ab.

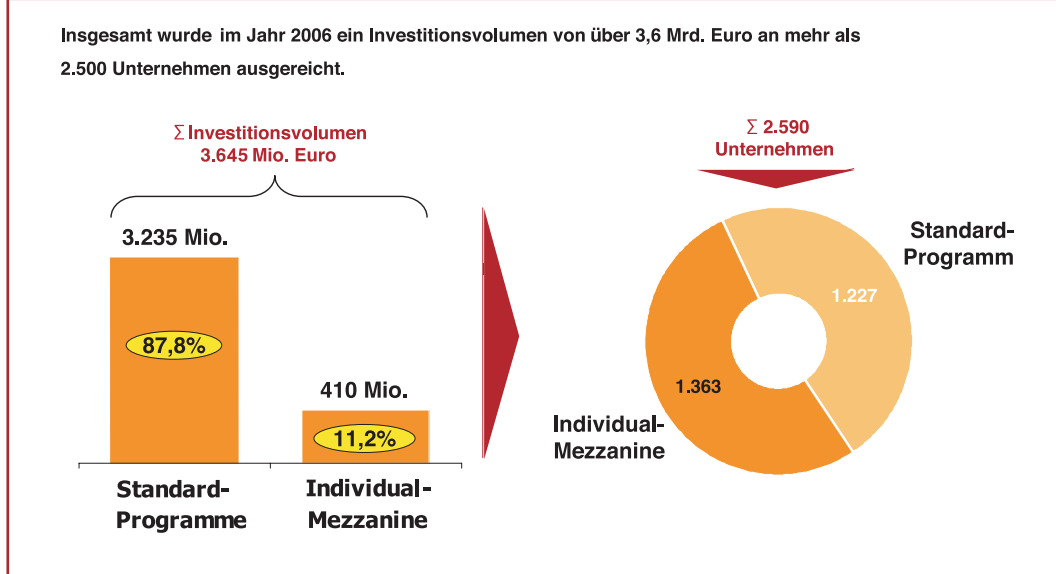
Ausgangslage

Im Zuge der Auswirkungen von Basel II, wodurch die Kreditvergabepolitik der Banken aufgrund der Risiko-Ertragsrelation zunehmend restriktiver geworden ist, sind alternative Finanzierungsmöglichkeiten besonders für kleine und mittelständische Unternehmen (KMU) in Deutschland immer wichtiger geworden. Ein weiterer Indikator für diese Entwicklung ist zudem die traditionell eklatant geringe Eigenkapitalausstattung des klassischen Mittelstandes. Notwendige Investitionsmaßnahmen bringen KMUs mit geringer und mittlerer Bonität oft an finanzielle Grenzen. Hier kann der Einsatz von Mezzanine-Kapital helfen, die erforderlichen Finanzierungsmittel aufzubringen. Denn es bietet in seiner flexiblen Ausgestaltbarkeit einen fairen Interessen- und Risikoausgleich zwischen Unternehmen und Investoren im unternehmerischen Wachstumsprozess.

Wirtschaftliches Eigenkapital

Grundsätzlich stellt Mezzanine unabhängig von seiner Ausgestaltung als bilanzielles Eigenkapital oder Fremdkapital aufgrund seiner Nachrangigkeit für den Kapitalnehmer haf-

ABB. 1: MEZZANINE STANDARD-PROGRAMME VERSUS INDIVIDUAL-MEZZANINE



Quelle: Mezzanine Panel 2007, Fleischhauer, Hoyer & Partner Private Equity Consultants

tendes Kapital dar und wird wirtschaftlich als Eigenkapital betrachtet. Dadurch kann die Unabhängigkeit eines Unternehmens mittels höherer Eigenkapitalausstattung gestärkt und die wichtigen Bonitätsanforderungen besser erfüllt werden. Infolgedessen verbessert sich das Rating-Ergebnis, was eine erweiterte Kreditfähigkeit und eine generelle Ausweitung des unternehmerischen Handlungsspielraums mit sich bringt. Die Aufnahme von Mezzanine-Kapital ist nicht an Mitbestimmungs- und Stimmrechte der Kapitalgeber gebunden, weshalb eine Verwässerung der Gesellschafterstruktur als weiterer Vorteil ausgeschlossen wird. Lediglich Kontroll- und Informationsrechte werden dem Mezzanine-Investor eingeräumt. Die Qualifizierung von Mezzanine als bilanzielles Eigenkapital wird an die kumulative Erfüllung der Kriterien Nachrangigkeit sowie der Langfristigkeit, Gewinnbeteiligung und Verlustteilnahme gebunden. Von großer Bedeutung ist, dass Mezzanine im Gegensatz zu reinen Kreditfremdfinanzierungen ohne die Erbringung von Sicherheiten gewährt werden kann. Zusätzlich verbessert es in einem weiteren Schritt die Aufnahmemöglichkeiten von klassischem Fremdkapital durch das generierte wirtschaftliche und/oder bilanzielle Eigenkapital.

Es ist zu beachten, dass Mezzanine weder eine „Ersatz-Finanzierung“ gegenüber Fremdkapital aus Bankkrediten darstellt noch dazu bestimmt ist, langfristige Eigenkapitaldefizite auszugleichen. Deshalb ist es vielmehr als ein wich-

tiger zusätzlicher Finanzierungsbaustein in der Finanzierungsstruktur eines Unternehmens zu verstehen und wird daher in Kombination mit anderen Finanzierungen verwendet.

Ein Fünf-Milliarden-Markt

Im Prinzip lassen sich die Angebote des Mezzanine-Marktes in zwei Bereiche unterteilen: einerseits die Angebote an konfektionierten Standardprogrammen, andererseits das breite Spektrum an individuellen Mezzanine-Lösungen. Der wesentliche Unterschied zwischen diesen Alternativen liegt in der vertraglichen Ausgestaltbarkeit, die bei Individual-Mezzanine flexibler erfolgen kann.

Insgesamt wurden nach dem Ergebnis des „Mezzanine Panels“ im vergangenen Jahr mehr als 3,6 Mrd. Euro an Mezzanine-Kapital ausgereicht, was einer Abdeckung des gesamten Marktvolumens von ca. 75% entspricht. Danach ergibt sich in Deutschland für das Jahr 2006 ein geschätztes Gesamtvolumen in Höhe von etwa 4,5 bis 5 Mrd. Euro.

Deutsches Phänomen: Schwerpunkt Standardprogramme

Im Rahmen des „Mezzanine Panels“ wurde deutlich, dass der Löwenanteil des Investitionsvolumens im Jahr 2006 mit über 3 Mrd. Euro zu mehr als 85% aus den standardisierten Programmen resultierte. Andererseits erhielten durch das individuelle Angebot – hauptsächlich von Seiten der Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften der Bundesländer (MBGen) – mehr als 1.300 Unternehmen mezzanine Finanzierungsmittel, wohingegen durch standardisierte Lösungen „nur“ 1.200 Unternehmen Mezzanine-Kapital erhielten. Individualfinanzierungen lassen somit

ZU DEN PERSONEN: UWE FLEISCHHAUER UND DOMINIK SAUTER

Uwe Fleischhauer (fleischhauer@fhpe.de) ist Managing Partner, Dominik Sauter (sauter@fhpe.de) Consultant bei FHP Private Equity Consultants, München. www.fhpe.de

Tab. 1: ÜBERBLICK ANBIETER MEZZANINE STANDARD-PROGRAMME

	Produktname	Anzahl Generationen (aktiv seit)	Kum. Volumen 2) (in Mio. Euro)
WestLB, BayernLB, Helaba*	S-Mezzanine II, STEM II, MezzaFine II	II (seit 2005)	> 200 *
Buchanan Capital Group	Buchanan Genussschein/Anleihe für den Mittelstand	II (seit 2004)	290
Commerzbank	CB Mezzanine Capital I	I (seit 2005)	200 (IST)
Commerzbank	CB Mezzanine Capital II	II (seit 2006)	250 (Soll)
Dresdner (JV Anschutz)	Dresdner Anschutz Mezzinvest	I (seit 2003)	300
DZ Bank/DZ Equity Partner	DZ Mezzanine Invest	II (seit 2004)	520 (inkl. gemit)
HASPA, HSH, LBBW	Smart Mezzanine/Smart Mezzanine 100	I (seit 2005)	196,5
HASPA, HSH, LBBW (NEU!)	SmartMezzanine 100, SmartMezzanine 50, SmartSub	2007	angestrebt 200-250
HSBC	H.E.A.T Mezzanine	III (seit 2005)	814
HVB	PREPS (I bis VI)	VI (seit 2004)	2107 (I-VI)
IKB/Deutsche Bank	equiNotes (I+II)	II (seit 2005)	587 (I + II)
KfW Bankengruppe	KfW-Genussscheinsprogramm	seit 2007	
KfW Bankengruppe	Kapital für Arbeit und Investitionen	seit 2003	621
KfW Bankengruppe	ERP-Innovationsprogramm	seit 2005	1704
Nord Holding (u. weitere Partner)	Mittelstands-Mezzanine	I (seit 2005)	ab 35 Kapitalmarktplatzierung
West LB (Sparkassen)*	S-Mezzanine	I (seit 2005)	200 (Soll)*
Marktangebot: 12 Standard-Programme			ca. 8 Mrd. Euro

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

3): EDF = Expected Default Frequency's (Moodys 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 2007

den Anbietern Spielraum für kleinere Tranchen und Finanzierungen.

Die Standardprogramme sind in ihrer Vertragsausgestaltung dadurch gekennzeichnet, dass sie durch ein relativ fixiertes Regelwerk nur wenig Handlungsspielraum zulassen, dafür aber meist mit geringeren Zinsanforderungen für den Unternehmer insgesamt kostengünstiger sind. Innerhalb dieser Programme werden meist standardisierte Genussscheine in einer CDO-Struktur („Collateralized Debt Obligations“) an unterschiedliche Unternehmen ausgereicht, wodurch ein diversifiziertes Portfolio an Unternehmensbeteiligungen entsteht, das für den Anbieter eine Risikostreuung zur Folge hat. Dadurch können die mezzaninen Finanzierungsmittel oftmals zu niedrigeren Zinsen vergeben werden als bei individuellen Angeboten. Die Refinanzierung erfolgt bei den Programmen in einer Verbriefungsstruktur an internationalen Kapitalmärkten.

Andererseits gibt es ein zunehmendes Interesse und auch Angebot an „Individual-Mezzanine“, das flexiblere Vertragsausgestaltungen zulässt und somit auf unternehmensspezifische Anforderungen besser angepasst werden kann. Aufgrund dieser Vorteile sind individuell strukturierte Mezzanine-Finanzierungen aber oft mit höheren Zinsen behaftet und damit unterm Strich für den Unternehmer häufig teurer. Nicht nur Banken, sondern auch Captive-Anbieter und private Beteiligungsgesellschaften reagieren auf die gesteigerten Anforderungen und weiten ihr Angebot auf individuelle Lösungen aus.

Finanzierungsanlässe

Bevor sich ein Unternehmer mit der Frage „Standardprogramm oder Individual-Mezzanine“ auseinandersetzt, muss er sich über das Ziel der Finanzierung, deren Anlass und vor allem deren Auswirkungen im Klaren sein.

Wachstumsfinanzierungen

Im Rahmen des „Mezzanine Panels“ wurde deutlich, dass Mezzanine-Kapital größtenteils zur Wachstums- und Expansionsfinanzierung verwendet wird – mehr als ein Viertel (26,5%) der befragten Teilnehmer nannten dies als konkreten Finanzierungsanlass. Dabei wird von Anbieterseite 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 2006 das größte Investitionsvolumen umfassten.

Zur Erweiterung des Kreditpielraums innerhalb einer Wachstumsfinanzierung zielen generell viele Unternehmer darauf ab, die Eigenkapitalquote des Unternehmens zu verbessern. Neben dem Finanzierungseffekt und unter Ausschluss einer Verwässerung der Gesellschafteranteile wird die Wahl bei dieser Konstellation auf ein Finanzierungsinstrument des Equity-Mezzanine fallen, da beispielsweise Genussrechte bzw. Genussscheine als Eigenkapital im Sinne des HGB bilanziert werden können.

Summe mit Mezzanine finanzierten Unternehmen 2006	Summe ausge-reichtes Mezzanine-Kapital 2006 (in Mio. Euro)	Finanzierungs-schwerpunkt (Tranche in Mio. Euro)	Mindestumsatz Zielunternehmen (in Mio. Euro)	Bandbreite Zinsen p. a. 4) bis 8)
60	180	1 bis 8	10	ab 7,4%
17	150	2,5 bis 15	25	7,5 - 9,0%
34		3,5 bis 15	25	6,4 - 9,0%
37	100	2 bis 10 (in Ausnahmefällen auch 15)	20	5,6 - 8,5%
		10 bis 50	50	7,0 - 1%
5	40	2 bis 15	20	7,5 - 9,5% (HGB) 8,75 - 10,75% (IFRS)
29	196	1 bis 15	50	5,5 - 9,5% (einschl. erfolgsabhängige Vergütung)
	0	1 bis 10	15	1,8 bis 5,75% Marge über jew. Swap Satz (einschl. erfolgsabhängige Vergütung)
60	314	1 bis 12	12 bis 15	7,75 bis 11,25%
61	321			6,8-7,9%
49	216	1,5 bis 12,5	25	6,75 - 9,00% (II)
		0,5 bis max. 5,0	5	7,08-12,88%
321	308	bis max. 4,0	nicht vorgesehen	5,77-9,47%
610	1.633	bis max. 5,0	nicht vorgesehen	4,42-9,68%
		1 bis 7	5	8,5 - 9,5%
30	100	ab 1,0	10	7,0-7,5%
1.313	3.558	0,5 bis 50	5 bis 50	5,5% bis 11,75%

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

**) Zahlen von Nord Holding und Dresdner (JV Anschutz) sind aus 2005, keine Aktualisierung in 2006 nach Rücksprache und somit keine Berücksichtigung im Wachstum.

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 fokussierten Mezzaninefonds 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 WestLB bieten neben ihren Mezzanine Standard-Programmen auch individuell strukturierte Mezzanine-Finanzierungslösungen an.

Nachfolgen

Daneben waren – insbesondere bei individuellen Mezzanine-Finanzierungen – auch die Nachfolgefina- nzierungen mit über 15% von großer Relevanz. Somit haben Unternehmen, die sich am Markt etabliert haben, oft bessere Chancen auf Mezzanine-Kapital zu guten Konditionen für ergänzende Finanzierungsmittel als die mit höherem Risiko behafteten Start-up-Unternehmen. Besonders KMU haben Probleme bei der Nachfolgefina- nzung, da beispielsweise bei Ausscheiden eines Gesellschafters dessen Kapitalanteil ausgezahlt werden muss oder wenn durch Erbfolge die Steuerbelastung eine Finanzierungslücke nach sich zieht.

MBOs und LBOs

Die an dritter Stelle von den Teilnehmern als ebenfalls wichtig genannten Finanzierungsanlässe waren das Buyout-Segment (MBO und LBO) und die Innovationsfinanzierung mit einem Anteil von jeweils über 12%. Des Weiteren finden mezzanine Finanzierungsformen generell auch bei Turnaround-Finanzierungen, Frühphasen- bzw. Start-up-Finanzierungen und Restrukturierungen der Passiva Anwendung.

Um einem möglicherweise drohenden Unternehmensverkauf im Rahmen einer Auktion im Zuge einer Merger-Akquisition-Transaktion zu vermeiden, kann Mezzanine-Kapital dazu verwendet werden, die Gesellschaftsanteile des austretenden Gesellschafters aufzukaufen. Dies kann mittels eines Management Buyout (MBO) erfolgen, sofern die vorhandenen Finanzmittel und das Eigenkapital der

anderen Gesellschafter ausreichen. Sollte dies nicht möglich sein, kann eine Leveraged Buyout (LBO)-Transaktion ein Lösungsweg sein.

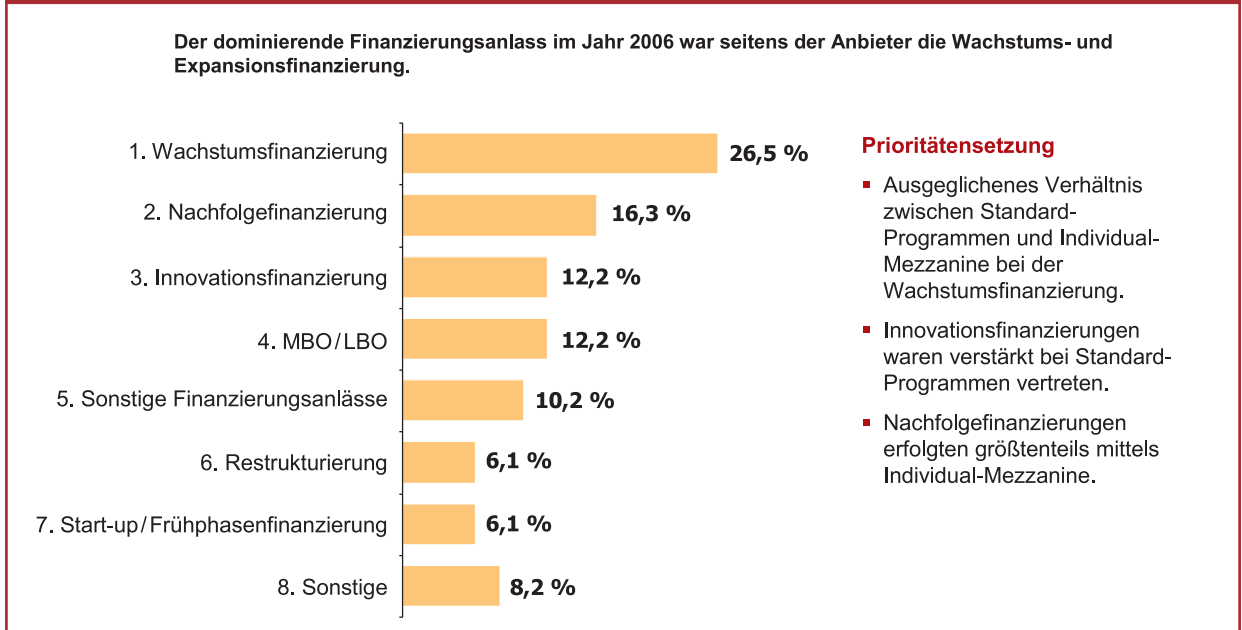
Mezzanine für frühe Phasen

Im Zusammenhang mit Start-up-Finanzierungen oder Innovationsfinanzierungen sehen sich speziell „junge“ Unternehmen immer mit dem Problem konfrontiert, dass Fremdkapital in Form von Darlehen zur Erweiterung der eigenen Finanzierungsmittel nur selten von Banken gewährt wird. Denn innovativen Entwicklungen stehen traditionelle Finanzierungsinstrumente aufgrund der damit in Verbindung stehenden höheren Risiken nur selten zur Verfügung, zudem mangelt es oft an Sicherheiten. Deshalb ist besonders in dieser Phase der Unternehmensentwicklung (Early Stage) eine Mezzanine-Finanzierung sinnvoll, da eine höhere Risikobereitschaft besteht und keine Sicherheiten erbracht werden müssen. Auch unsere Auswertung hat gezeigt, dass Mezzanine-Kapital zu mehr als 12% bei Innovationsfinanzierungen als Finanzierungsanlass genannt wurde. Denn oftmals bieten beispielsweise stille Beteiligungen die Möglichkeit, Finanzmittel für „risikobehaftete“ Investitionen aufzunehmen, ohne dabei weitere Gesellschafter aufzunehmen, auch wenn die Konditionen über denen einer klassischen Fremdfinanzierung liegen.

Durchschnittstranche um die 1,5 Mio. Euro

Für die Auswahl zwischen einem Standardprogramm und einer individuellen Mezzanine-Finanzierung sind mehrere Einflussfaktoren wie die Erforderlichkeit eines (quantitati-

ABB. 2: VERTEILUNG DER FINANZIERUNGSANLÄSSE



Quelle: Mezzanine Panel 2007, Fleischhauer, Hoyer & Partner Private Equity Consultants

ven) Ratings, ein geforderter jährlicher Mindestumsatz oder auch qualitative Bewertungen von Anbieterseite etc. zu eruieren. Vor allem die Höhe des Finanzierungsbedarfes ist für eine Erstorientierung entscheidend. Denn bei kleineren Tranchen können Standardprogramme bereits ausgeschlossen werden, da diese erst ab 500.000 Euro Mezzanine-Kapital ausreichen. Des Weiteren sind die Anforderungen des Mindestumsatzes bedeutend, wobei inzwischen insgesamt über 25% der Anbieter Mezzanine auch ohne eine Mindestgrenze beim jährlichen Umsatz ausreichen. Selbstverständlich variieren die Bandbreiten der ausgereichten Tranchen, die sich derzeit zwischen 0,5 und 20 Mio. Euro bei den angebotenen Standardprogrammen bewegen und bei individuellen Lösungen von 50.000 Euro bis zu 50 Mio. Euro in Ausnahmefällen reichen. Zwei Drittel des Marktes liegen im Umfeld 50.000 bis 10 Mio. Euro – die durchschnittliche Tranche liegt bei knapp 1,5 Mio. Euro. Dabei unterscheiden sich auch die durchschnittlich ausgereichten Tranchen wesentlich, denn gegenüber den etwa 0,3 Mio. Euro bei individuellen Angeboten sind die Tranchen mit ca. 2,6 Mio. Euro seitens der Standardanbieter um ein Vielfaches höher.

Genussscheine als wichtigstes Finanzierungsinstrument

Insgesamt wurden im Jahr 2006 Genussscheine als Form der Mezzanine-Finanzierung in knapp ein Drittel der Fälle am häufigsten verwendet bzw. ausgereicht, gefolgt von Nachrangdarlehen und stillen Beteiligungen.

Bei den Anbietern von Standardprogrammen werden standardisierte Genussrechte mit über 45% präferiert und finden gemeinsam mit den Nachrangdarlehen (ca. 36%) die meiste Anwendung. Von Seiten der Individualanbieter

werden stille Beteiligungen zu etwa 30% favorisiert, neben den Genussrechten (ca. 26%) und Nachrangdarlehen (ca. 21%).

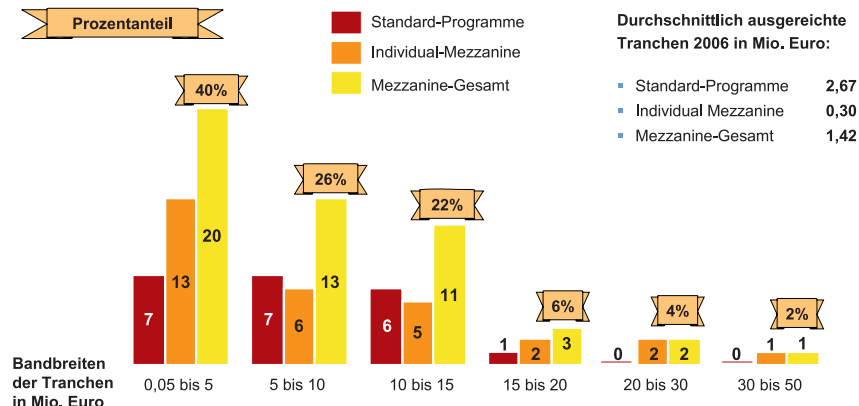
Das Finanzierungsinstrument der Genussscheine wird größtenteils in standardisierten Programmen angeboten und stellt dabei die Verbriefung von Genussrechten dar. Die Refinanzierung erfolgt durch Bündelung der einzelnen Genussscheine, die als Portfolio in einer Fondstruktur am Kapitalmarkt platziert werden können. Dabei stellen Genussscheine eine Form des Equity-Mezzanine dar und können daher unter bestimmten Voraussetzungen als Eigenkapital bilanziert werden, wodurch sich die Eigenkapitalbasis verbreitert. Diese Art der Mezzanine-Finanzierung hat den Vorteil, dass sich aufgrund der gestiegenen Eigenkapitalquote auch das (externe) Ratingergebnis verbessert. Gleichzeitig wird dadurch der Kreditrahmen für die Aufnahme von weiterem Fremdkapital vergrößert und das Haftungskapital gegenüber Fremdkapitalgläubigern erhöht, was die Verhandlungsposition des Unternehmens gegenüber Kreditinstituten stärkt und günstigere Konditionen zur Folge hat oder eine weitere Kreditaufnahme erst ermöglicht.

Bei einer LBO-Transaktion oder einem MBO im Zusammenhang mit einer Nachfolgefiananzierung ist beispielsweise auch die Aufnahme von Mezzanine-Kapital durch Debt-Mezzanine z. B. in Form eines Nachrangdarlehens denkbar. Dieses ist als Fremdkapital zu klassifizieren und zu bilanzieren. Bei einem Nachrangdarlehen wird eine Verlustbeteiligung grundsätzlich ausgeschlossen und es stellt Haftkapital dar, auch wenn ein vereinbarter Rangrücktritt lediglich eine faktische Haftung im Insolvenzfall darstellt. Das Kriterium

ABB. 3: BANDBREITE DER MEZZANINE-TRANCHEN DES GESAMTMARKTES

Insgesamt 66% der angebotenen Tranchen bewegen sich zwischen 50.000 Euro und 10 Mio. Euro. (Mehrfachnennungen sind aufgrund der Bandbreiten möglich)

► 22 Teilnehmer / 50 Nennungen



Quelle: Mezzanine Panel 2007, Fleischhauer, Hoyer & Partner Private Equity Consultants

der Nachrangigkeit bleibt bestehen, das, kombiniert mit dem Verzicht auf Sicherheiten im Vergleich zu gewöhnlichen Darlehen, eine höhere Verzinsung zur Folge hat.

Rating als wesentliche Voraussetzung für die Aufnahme von Mezzanine

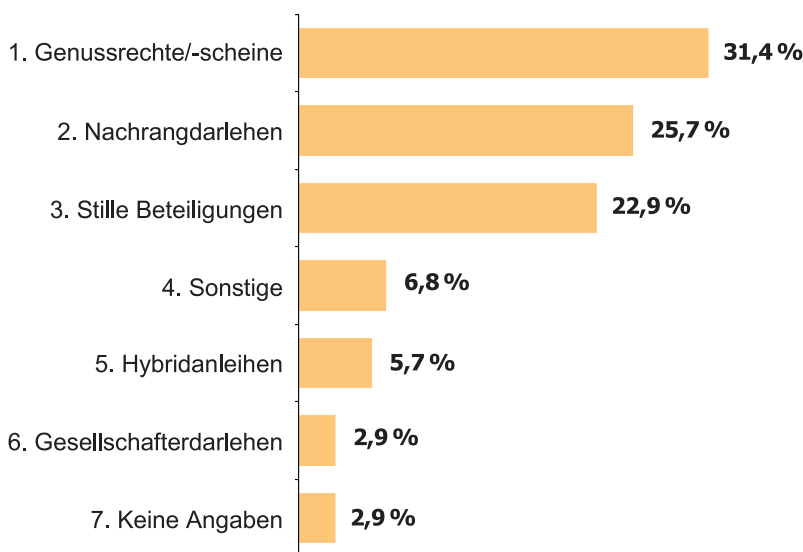
Nicht nur Standardanbieter setzen ein Rating als ein Entscheidungskriterium für die Vergabe von Mezzanine-Tranchen voraus, sondern auch Anbieter zugeschnittener Individuallösungen. Erstgenannte fordern zu fast 90% ein Rating mit mittlerer bis guter Bonität (S&P Rating BBB- bis BB) als Entscheidungsgrundlage – Individualanbieter setzen „nur“ zu etwa 50% ein bestimmtes externes Rating voraus, wobei

die Anforderungen teilweise etwas geringer ausfallen. Allerdings wird seitens der Individualanbieter in vielen Fällen ein internes Rating durchgeführt.

Ein weiteres wichtiges Anforderungskriterium ist oftmals ein geforderter Mindestumsatz. Einige wenige Anbieter verzichten auf diese Angabe in ihrer Entscheidung und legen ihr Augenmerk verstärkt auf andere und qualitative Faktoren bei der Bewertung einer Mezzanine-Finanzierung. Die Bandbreite des jährlichen Mindestumsatzes beginnt bei Individual-Mezzanine bei 0,5 Mio. und reicht bis 30 Mio. Euro. Dagegen setzen Standard-Programme bei Zugrundelegung dieses Kriteriums 10 bis 50 Mio. Euro voraus. Damit

ABB. 4: FAVORISIERTE MEZZANINE FINANZIERUNGSTRANSCHEN

Genussrechte und Nachrangdarlehen wurden 2006 insgesamt am häufigsten verwendet (innerhalb der Detailbetrachtung sind Mehrfachnennungen möglich)



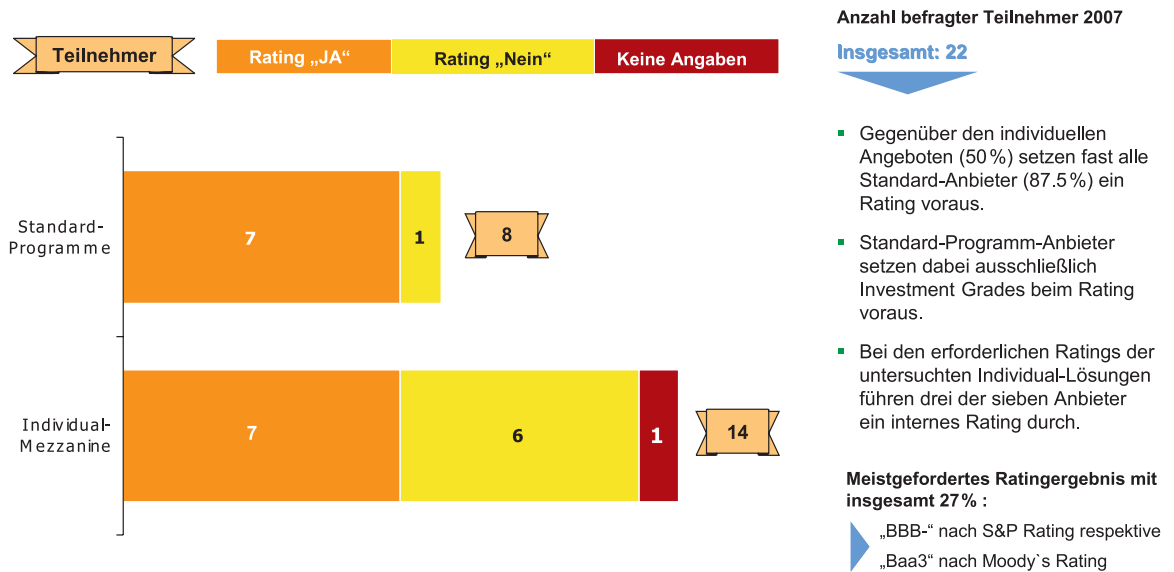
Detailbetrachtung: Standard oder Individual?

- Standard-Programme: Es überwiegen Genussrechte bzw. Genussscheine (45%) und Nachrangdarlehen (36%)
 - Individual-Mezzanine: Stille Beteiligungen (29%), Genussrechte (25%) und Nachrangdarlehen (20%) werden bevorzugt verwendet.
- Die variable und flexible Ausgestaltung ist bei allen Finanzierungsinstrumenten gegeben. Eine Abgrenzung oder Zuordnung ist somit nicht abschließend möglich!

Quelle: Mezzanine Panel 2007, Fleischhauer, Hoyer & Partner Private Equity Consultants

ABB. 5: BEDEUTUNG DES RATINGS

Bei Standard-Programmen ist die Ausreichung von Mezzanine-Kapital nahezu immer an ein Rating als Entscheidungsgrundlage gebunden



Quelle: Mezzanine Panel 2007, Fleischhauer, Hoyer & Partner Private Equity Consultants

können sich Unternehmer einen Überblick verschaffen, in welche Angebotsrichtung sie sich orientieren wollen.

Hohe Bandbreite an Zinsen – 10 bis 20% p.a. insgesamt

Das Hauptentscheidungskriterium der Unternehmer wird dennoch die Frage sein: „Was kostet mich die Aufnahme der Mezzanine-Finanzierung insgesamt“? Deshalb kommt

der Zinsbandbreite 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 Zinsen auf einen „ersten“ Blick zwischen 4,4% und 10,75% bei Standard-Programmen und von 6,5% bis 15% bei individuellen Angeboten. Dabei sind vor allem die Rating-Ergebnisse für die letztlich angebotenen Konditionen ausschlaggebend.

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, Ratingkosten oder endfällige, erfolgsabhängige Auszahlungen, die nicht in die effektiven Zinsen mit einkalkuliert werden.

Das zu Beginn der Finanzierung zu zahlende Disagio schwankt zwischen 2 bis 4% des Finanzierungsvolumens, wobei teilweise zusätzliche Bearbeitungsgebühren bis zu 2% veranschlagt, dabei aber in Einzelfällen auch auf maximal 15.000 bis 25.000 Euro beschränkt werden. Sehr variabel verhalten sich die Transaktionskosten, die mit der geforderten Due Diligence verbunden sind – diese können sich zusätzlich auf zwischen 2 und 5% des Transaktionsvolumens belaufen, was die Liquiditätsbelastung der Finanzierung deutlich erhöht. Insgesamt können die Transaktionskosten somit nochmals 4 bis 8% betragen, wodurch die zunächst günstigen Zinskonditionen erheblich verteuert werden. Infolgedessen können die Finanzierungskosten insgesamt schnell über die Laufzeit der Mezzanine-Finanzierung 10% bis in extremen Fällen zu 20% p. a. betragen.

DIE KOSTEN EINER MEZZANINE-FINANZIERUNG

Best Case-Szenario

Für das ausgereichte Mezzanine-Kapital in Höhe von 5 Mio. Euro müssen einmalige Transaktionskosten mit 25.000 Euro und ein im Vorfeld zu zahlendes Disagio in Höhe von 150.000 Euro aufgebracht werden. Die jährlichen fixen Zinsbelastungen beliefen sich so auf 375.000 Euro. Über die Laufzeit von acht Jahren würden für die Finanzierung Aufwendungen in Höhe von 3,175 Mio. Euro anfallen, was in etwa einer effektiven Verzinsung von 8% p. a. entspricht.

Worst Case-Szenario

Für das Nachrangdarlehen in Höhe von 5 Mio. Euro müssten einmalige Transaktionskosten und Kosten für eine Due Diligence von jeweils 50.000 Euro und zusätzliche Rating-Kosten über 35.000 Euro aufgebracht werden. Daneben ist ebenfalls im Vorfeld ein Disagio über 200.000 Euro zu leisten. Die jährliche Fixzinsbelastung würde sich auf 625.000 Euro belaufen. Über die Laufzeit von acht Jahren würden somit Aufwendungen in Höhe von 5,335 Mio. Euro anfallen. Dies würde einer Effektivverzinsung von ca. 14% p. a. entsprechen.

DAS MEZZANINE PANEL VON FHP:

Das Mezzanine Panel wird von der Münchener Beratungsgesellschaft Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP), Private Equity Consultants und der GoingPublic Media AG seit 2007 erhoben. 22 führende und in Deutschland aktive Mezzanine-Anbieter werden halbjährlich 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:

Bayern Mezzanine Kapital, Bayerische Beteiligungsgesellschaft, Buchanan, Commerzbank, DZ Bank, HASPA/HSH Nordbank/LBBW, HSBC Trinkhaus, HypoVereinsbank, IKB Private Equity, KfW Bankengruppe, L-Bank Baden-Württemberg, M CAP Finance, MBG Baden-Württemberg, MBG Hessen, MBG Niedersachsen, MBG Schleswig Holstein, NRW.Bank, Saarländische Beteiligungsgesellschaft, WestLB/BayernLB/Helaba, WestLB/IKB Private Equity/Deutsche Bank

Die Teilnehmer haben insgesamt über 9,3 Mrd. Euro in Form von Mezzanine-Beteiligungen investiert und repräsentieren ca. 75% des deutschen Gesamtmarktes.

ABB. 6: DIE TEILNEHMER – MEZZANINE PANEL 2007

22 der führenden und großen Mezzanine-Anbieter von Standardprogrammen und Individual-Mezzanine.

8 Anbieter Standardprogramme	14 Anbieter Individual-Mezzanine
■ CB Commerzbank Aktiengesellschaft	■ Saarländische Beteiligungsgesellschaft mbH
■ IKB Private Equity GmbH / Deutsche Bank AG (Equinotes Management GmbH)	■ MBG Schleswig Holstein GmbH
■ HASPA / HSH Nordbank / LBBW	■ MBG Niedersachsen mbH
■ HSBC Trinkhaus	■ MBG Baden-Württemberg mbH
■ KfW Bankengruppe	■ MBG Hessen mbH
■ DZ Bank	■ Bayerische Beteiligungsgesellschaft mbH
■ HVB Hypo Vereinsbank	■ M CAP Finance GmbH & Co. KG
■ WestLB / BayernLB / Helaba	■ L-Bank Baden Württemberg
	■ IKB Private Equity GmbH
	■ Buchanan
	■ Bayern Mezzanine Kapital
	■ NRW.Bank Mittelstandsfond GmbH & Co. KG
	■ CBG Commerz Gruppe
	■ WestLB AG

Quelle: Mezzanine Panel 2007, Fleischhauer, Hoyer & Partner Private Equity Consultants

Fazit:

Einer der wichtigsten Vorteile der Mezzanine-Finanzierung ist und bleibt die hohe Flexibilität der Ausgestaltung der einzelnen Finanzierungsinstrumente. Besonders im Hinblick auf die Restriktionen von Basel II bietet sie für kleine und mittelständische Unternehmen die Möglichkeit, Finanzierungslücken zu schließen, die Eigenkapitalausstattung zu verbessern oder den weiteren Finanzierungsspielraum auszudehnen. Eine Anpassung an unternehmensspezifische Besonderheiten ist speziell bei individuellen Mezzanine-Lösungen ein Hauptargument, das für diese Finanzierungsform spricht. Insbesondere in Deutschland fällt die hohe Bedeutung der Standardprogramme auf, die auf Basis des Volumens gut 85% des Marktes repräsentieren, allerdings auf Basis finanzierter Unternehmen „nur“ knapp 50%.

Mit einem Marktvolumen von etwa 5 Mrd. Euro spielt Mezzanine in Deutschland bereits eine sehr große Bedeutung. Zum Vergleich: Der deutsche Private Equity-Markt berichtete im Jahr 2006 ein Investitionsvolumen von gut 3,5 Mrd. Euro.

Zukünftig rechnen wir in Übereinstimmung mit den befragten Branchenexperten aus unterschiedlichen

Angebotsbereichen mit einer langfristig stabilen, sogar eher leicht rückläufigen Entwicklung der Standardprogramme, aber einer zunehmenden Bedeutung für Individual-Mezzanine. Insbesondere Individualanbieter werden auch von privater Anbieterseite zunehmen, womit die Nachfrage nach alternativen Finanzierungsinstrumenten zum einen gestärkt und andererseits besser befriedigt werden kann.

Dennoch ist auch eine gewisse Sättigungstendenz des Marktes nicht auszuschließen, was aus dem stetigen Marktwachstum resultiert. Kritische Meinungen sehen eine Konsolidierungsgefahr in der Zunahme von mezzaninen Standardprogrammen, was den Vorteil von günstigeren Konditionen für die Kapitalnehmer zur Folge haben kann. Von einem stetigen bis hohen Bedarf an alternativen Finanzierungsmitteln wird besonders auf Seiten des breiten Mittelstandes ausgegangen. Um die Unternehmensfinanzierung mittels Mezzanine-Kapital als einen Finanzierungsbaustein zu optimieren, können die verschiedenen Instrumente auch in Kombination eingesetzt werden, so dass sich ein Unternehmer weder nur für ein Finanzierungsinstrument wie Genussrechte oder Nachrangdarlehen noch ausschließlich für Standardprogramme oder Individual-Mezzanine entscheiden muss.