

Aktuelle Trends im Mezzanine-Markt

Finanzierungsformen in Deutschland, Europa und den USA unter der Lupe

Von Uwe Fleischhauer und Dominik Sauter, FHP Private Equity Consultants

Sowohl für Investoren als auch für Kapital suchende Unternehmen ist Mezzanine längst kein Fremdwort mehr, wenn es um alternative Finanzierungsformen geht. Der aus dem Italienischen „Mezzanino“ abgeleitete Begriff, der ein Zwischengeschoss in der Architektur beschreibt, wurde für die Kategorisierung hybrider Finanzierungsformen sinngemäß übernommen. Der Mezzanine-Markt entwickelt sich weiter dynamisch, verliert dabei aber sukzessive an Transparenz für Investoren und Mezzanine-Nehmer.



Uwe Fleischhauer



Dominik Sauter

Weshalb Mezzanine? – die Unternehmersicht

In Zeiten von Basel II und dessen Auswirkungen auf die zunehmend restriktive Kreditvergabepolitik der Banken wird die Investitionssituation des Mittelstandes neben der ohnehin eklatant geringen Eigenkapitalausstattung zusätzlich geschwächt. Die hieraus resultierenden externen und

bankinternen Ratings erschweren vordergründig kleinen und mittelständischen Unternehmen die Kapitalbeschaffung mittels klassischer Fremdfinanzierung in Form von Bank-

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 (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

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

Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner; FHP Private Equity Consultants; April 2007

kreditieren durch hohe Zinsbelastungen oder machen eine Realisierung innovativer Ideen und Expansionsengagements mangels Investitionsmittel letzten Endes unmöglich. Parallel erfolgt die Vergabe von „reinem“ Eigenkapital (Private Equity) sehr selektiv, wobei nur wenige Unternehmen in diesen Genuss kommen. Dem Dilemma von Pro und Contra zwischen Eigen- und Fremdkapital kann mittels mezzaninen Finanzierungen entgegengewirkt werden. Denn als hybride Finanzierungsform, die je nach vertraglicher Konstellation der Finanzierungsinstrumente einen eigenkapital- oder fremdkapitalorientierten Charakter besitzt, ist Mezzanine ein geeignetes Mittel, um existenzielle und expansionsbedingte Investitionsbedarfe zu decken oder Investitionslücken zu schließen.

Zielgruppe und Instrumente

Mezzanine-Kapital richtet sich insbesondere an (mittelständische) Unternehmen mit einem Jahresumsatz von mindestens 5 Mio. Euro, wovon es derzeit etwa 80.000 in Deutschland gibt. Im Prinzip kommen diese Unternehmen als potenzielle Mezzanine-Nehmer in Frage, wobei die Beschränkungen vieler Anbieter von Mezzanine-Programmen problematisch sind. Denn entweder reichen sie erst ab einem gewissen Unternehmensumsatz (> 20 Mio. Euro) Kapital aus oder investieren nur in bestimmte Branchen. Zudem werden reife Unternehmen mit guter Bonität und vorteilhaftem Rating als mögliche Zielkunden seitens der Kapitalgeber präferiert. Der weitaus größte Anteil an mezzaninen Finanzierungen entfiel bislang auf die Finan-

ZU DEN PERSONEN: UWE FLEISCHHAUER UND DOMINIK SAUTER

Uwe Fleischhauer (fleischhauer@fhpe.de) ist Managing Partner und Dominik Sauter (sauter@fhpe.de) Consultant bei Fleischhauer, Hoyer & Partner FHP Private Equity Consultants. FHP ist ein Beratungsunternehmen mit den Schwerpunkten Venture Capital und Private Equity. www.fhpe.de

zierung von Leveraged Buyout (LBO)-Transaktionen. Die typischen Finanzierungsanlässe aus dem Umfeld der Expansions- und Wachstumsfinanzierungen oder die Nachfolgefinaanzierungen durch Management Buyouts (MBO) dienen vordergründig zur Optimierung der Bilanzstruktur und einer nachhaltigen Wertsteigerung. Die dominierenden mezzaninen Finanzierungsinstrumente sind stille Beteiligungen, Nachrangdarlehen und Genussscheine. Größtenteils werden durch standardisierte Programme Genussscheine als ungesicherte „Beteiligungen“ ausgereicht, wobei sich die Zinsen bzw. die Rendite in einer Bandbreite von 5,5% bis 13% bewegen. Der Risikoaufschlag von Mezzanine-Instrumenten, der aufgrund des Nachrangs als Vergütung für den Verzicht auf Sicherheiten gewährt wird, verteuert die Kapitalbeschaffung und ist darüber hinaus meist mit sogenannten Bilanzrelationsklauseln (Covenants) verbunden, wodurch die Kapitalnehmer verpflichtet werden, bestimmte Kennzahlen zu erfüllen. Mezzanine

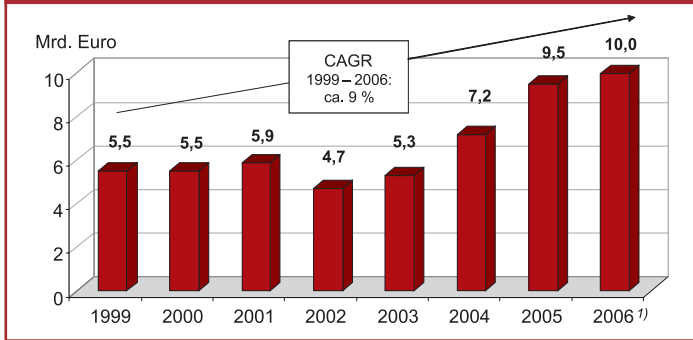
Summe mit Mezzanine finanzierten Unternehmen 2006	Summe ausge-reichtes Mezzanine-Kapital 2006 (in Mio. Euro)	Finanzierungs-schwerpunkt (Tranche in Mio. Euro)	Mindestumsatz Zielunternehmen (in Mio. Euro)	Bandbreite Zinsen p.a. 4) bis 8)
60	180	1 bis 8	10	ab 7,4%
17	150	2,5 bis 15	25	7,5 - 9,0%
34		3,5 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 West LB bieten neben ihren Mezzanine Standard-Programmen auch individuell strukturierte Mezzanine-Finanzierungslösungen an.

Abb. 1: Marktwachstum Mezzanine Investitionen in Europa



1) Prognosewert von FHP Private Equity Consultants, basierend auf der Entwicklung des Private Equity-Marktes, dessen Wachstum etwa 6% betrug.
Quelle: Initiative Europe

stellt sicherlich eine interessante Alternative dar, dennoch muss man sich bewusst sein, dass es im Verhältnis zu reinem Fremdkapital im Durchschnitt etwa 3% teurer ist. Die Laufzeit der Ausreichungen von Mezzanine-Darlehen beträgt i. d. R. fünf bis sieben Jahre und erfolgt meist unter Ausschluss eines Kündigungsrechtes.

Aktuelle Marktentwicklungen – die Angebotsseite

Nachdem Mezzanine-Finanzierungen in den USA seit den 90er Jahren etabliert sind, erhält diese Finanzierungsoption auch in Kontinentaleuropa immer mehr Zuspruch. Dies wird an kontinuierlich steigenden Angeboten und der wachsenden Nachfrage von Unternehmerseite deutlich. Das europaweit investierte Mezzanine-Kapital belief sich im vergangenen Jahr 2006 auf etwa 10 Mrd. Euro – somit ist der Markt über die letzten acht Jahre durchschnittlich um 9% p. a. gewachsen.

Zurückzuführen ist die Zunahme des Marktvolumens vor allem auf die gestiegenen großen Transaktionen im Buy-out-Segment, wohingegen die Mid-Market-Investitionsvolumina weitestgehend konstant geblieben sind. Auch in Deutschland ist das durch Standardprogramme ausinvestierte Kapital weiter angestiegen. Im Vergleich zum Jahr 2005 (ca. 2 Mrd. Euro) stieg das im Jahr 2006 investierte Kapital um etwa 75% auf ca. 3,5 Mrd. Euro. Insgesamt wurden im Jahr 2006 damit rund 1.300 Unternehmen finanziert, durchschnittlich erhielt jedes Unternehmen 2,7 Mio. Euro. Zum Vergleich: Die gesamte deutsche Private Equity-Branche stattete 2006 etwa 970 Unternehmen mit etwa 3,6 Mrd. Euro Kapital aus – ein deutliches Zeichen für die Bedeutung der Mezzanine-Finanzierung.

Im Umfeld der Standardprogramme sind neue Anbieter wie die L-Bank auf den Markt gekommen, andere Anbieter wie PREPS haben inzwischen ihre sechste Generation aufgelegt (siehe auch Tab. 1 auf S. 92-93). Im Allgemeinen öffnen sich die Programme zunehmend neuen Zielgruppen (z. B. Kleinstunternehmen), wie beispielsweise auch die beiden Programme „Kapital für Arbeit und Investitionen“ und „ERP-Innovationsprogramm“ der KfW Bankengruppe. Parallel ist das Angebot an und die Nachfrage nach Individual-Mezzanine gestiegen:

Standardprogramme (Genussscheine)

Standardisierte Programme stellen meist kapitalmarktorientierte Programme dar, die sich aus einem Portfolio unterschiedlicher Unternehmensbeteiligungen, meist mittels Genussscheinen, in einer CDO-Struktur („Collateralized Debt Obligations“) zusammensetzen. Die Genussscheine werden an Unternehmen ausgereicht, die Refinanzierung erfolgt in einer Verbriefungsstruktur an internationalen Kapitalmärkten. Das wachsende Interesse an standardisierten Mezzanine-Programmen in Form von Fonds und CDO-Strukturen wird einerseits durch das steigende Angebot und andererseits durch die zunehmenden Investitionsvolumina von bankennahen Anbietern

deutlich. Einige der zwölf namhaften Programme, die bislang aufgelegt wurden, befinden sich bereits in der zweiten oder „älteren“ Generation. Beispielsweise das von HSBC aufgelegte Programm HEAT Mezzanine befindet sich derzeit in der dritten Generation, und das 2005 erstmals von der WestLB ausgereichte Programm S-Mezzanine (I) ging mit seinem Nachfolger S-Mezzanine II im vergangenen Jahr bereits in die zweite Generation. Der Nachteil dieser Programme aus Unternehmersicht sind die fehlende Flexibilität, das umfangreiche standardisierte Regelwerk und die nicht immer einwandfreie Gewährleistung der wirtschaftlichen Anerkennung als Eigenkapital. Versteckte Kostentreiber wie Disagio, Kosten für Due Diligence-Prüfungen sowie einmalige und/oder wiederkehrende Ratingkosten müssen bei der Auswahl eines Programms und der Investitionsentscheidung Berücksichtigung finden. Als vorteilhaft erweisen sich insbesondere für den Mittelstand die günstigen Konditionen, weshalb die Nachfrage zukünftig auch weiterhin steigen wird.

Individual Mezzanine

Ergänzend zu den angebotenen Standardprogrammen entwickelt sich seitens der Banken, Captive-Anbieter oder unabhängiger Mezzanine-Fonds parallel ein Angebot individuell strukturierter Mezzanine-Lösungen, um auch flexiblere Gestaltungsmöglichkeiten in ihre Produktpalette aufzunehmen. Beispielsweise bieten mittelständische Beteiligungsgesellschaften der Bundesländer neben Krediten und Risikokapitalfonds ebenfalls individuelle Mezzanine-Finanzierungen in Form stiller Beteiligungen unter anderem für Existenzgründungen und Expansions- oder Innovationsfinanzierungen an. Darüber hinaus gibt es noch weitere auf Individual-Mezzanine fokussierte Fonds ohne Verbriefung mit regionaler Ausrichtung, wie beispielsweise der von DZ Equity Partner gemanagte IFD Hessenfond, der gemeinsam durch die sechs Investoren Commerzbank, Deutsche Bank, DZ Bank, HELABA, KfW und Morgan Stanley aufgelegt wurde. In Deutschland gibt es bislang nur wenige Beispiele unabhängiger Mezzanine-Fonds wie EQT in der zweiten Generation oder MCap Finance in der ersten Generation. Individual Mezzanine wird langfristiger konzeptioniert, weshalb oftmals eine Mitbestimmung des Investors gegeben ist. Damit stellen sie gegenüber den

standardisierten Programmen aus Unternehmenssicht eine finanzierungsintensivere Alternative dar. Die vertragliche Ausgestaltung der „nachrangigen“ Beteiligung erfolgt unternehmensabhängig und ist daher flexibler und nicht an relativ stark vorformulierte und fixierte Vertragsbestandteile gebunden. Zusätzlich sprechen Cashflow-orientierte Gestaltungsspielräume, wie die höheren Thesaurierungen und individuelle Investitionsvolumina, für Individual-Mezzanine.

Konsolidierungsgefahr und Risiken

Aufgrund der Vielzahl von Anbietern erschwert sich die Differenzierung der Programme, was zu einem harten Preiskampf geführt hat. Neu abgeschlossene Transaktionen machen auch deutlich, dass die Fondsvolumen abnehmen wie beispielsweise die Neuauflage von Equinotes II mit 220 Mio. Euro im Vergleich zum Volumen von 370 Mio. Euro der ersten Equinotes-Generation. Durch das wachsende Angebot an Standardprogrammen und die hohen Investitionen sind auch Rückschläge für Programme eingetreten, die durch Insolvenzen einzelner Portfoliounternehmen verursacht wurden. Ein Mangel an Risikosteuerung kann zu Pleiten ganzer Programme oder zu herben Rückschlägen führen. Zu nennen ist hier beispielsweise die Insolvenz der Nici AG im Mai 2006, von der insgesamt vier Mezzanine-Programme (CB Mezzcap, Equinotes 1, PREPS I und II) mit insgesamt 40 Mio. Euro

Verlust betroffen waren. Auch das standardisierte Programm HEAT Mezzanine I der HSBC Trinkaus musste durch den insolventen IT-Distributor Krystaltec Lynx einen Rückschlag von 3 Mio. Euro hinnehmen.

Fazit:

Ob die Erfolge der vergangenen Jahre mit stabilen Renditen auch in Zukunft Bestand haben werden, ist angesichts der teilweise unterschätzten Risiken fraglich. Eine Konsolidierungsgefahr sehen wir aber ausschließlich für die steigende Anzahl an Standardprogrammen in Deutschland, denn die Aufnahmefähigkeit und die Refinanzierung dieser Programme am Kapitalmarkt werden an ihre Grenzen stoßen. Mezzanine bewährt sich zunehmend als Finanzierungsinstrument und mögliche Alternative zu Eigen- und Fremdkapitalfinanzierungen. Die Akzeptanz wird durch das zunehmende Investitionsvolumen auch im Jahr 2006 erneut attestiert. Die unterschiedlichen Ausgestaltungen ermöglichen einen flexiblen Einsatz und können den Finanzierungsanlässen entsprechend angepasst werden. Dabei kann Mezzanine nicht als allein stehendes Finanzierungsinstrument verstanden werden, sondern empfiehlt sich zur Kombination mit anderen Finanzierungen. Von einem reinen Modetrend am Finanzierungs- und Investmentmarkt kann trotz gewisser Risiken mit bestem Gewissen nicht gesprochen werden.

Anzeige

INDIVIDUELL · FLEXIBEL · TRANSPARENT

Mezzanine-Kapital – für mehr unternehmerischen Freiraum

Maßgeschneiderte Eigenkapitallösungen als Grundlage für mehr unternehmerischen Freiraum – dies ist unser Anspruch. Ob Wachstumsfinanzierung, Nachfolgeregelung, Gesellschafterwechsel oder Optimierung der Bilanzstruktur:

Gemeinsam mit Ihnen entwickeln wir eine individuelle, flexible und transparente Mezzanine-Finanzierung und stimmen Kapitalabruf, Laufzeit, Tilgungsplan, Rückführung und Konditionengestaltung auf Ihren Bedarf ab.

Sprechen Sie uns an:
Telefon 02 51 / 706-47 22 (-23)
Sentmaringer Weg 1 · 48151 Münster
E-Mail: info@wgz-initiativkapital.de
www.wgz-initiativkapital.de