

Mezzanine – Modetrend oder nachhaltige Entwicklung ?

Mezzanine ist in letzter Zeit wahrhaftig zu einem Modewort geworden. Nicht nur Romanisten wissen mittlerweile, dass es sich bei diesem aus dem Italienischen („Mezzanino“) abstammenden Begriff eigentlich um ein (niedriges) Zwischengeschoss eines Gebäudes handelt, aber auch eine alternative (hybride) Finanzierungsform für Unternehmen beschreibt. Die Nachfrage aus Anleger- als auch aus Unternehmersicht ist groß, das Angebotsspektrum wächst signifikant. Warum nun diese aufkommende Trend in Richtung Mezzanine-Finanzierungen und wie nachhaltig ist diese Entwicklung ?

Die Unternehmer-Brille

Als „Zwischengeschoss“ zwischen Fremdkapital und Eigenkapital schließt Mezzanine eine im Markt existente Finanzierungslücke vieler mittelständischer, aber auch junger Unternehmen. Banken halten sich aktuell bekanntermaßen bei der Vergabe von Krediten sehr restriktiv – parallel wird Eigenkapital nur sehr selektiv an wenige ausgewählte Unternehmen ausgereicht und findet 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 ausgereicht – auch als wirtschaftliches Eigenkapital anerkannt wird, hilft es dem Mittelstand auch sehr, seine eklatante Eigenkapitalschwäche wenigstens teilweise zu beheben.

Problemlöser Mezzanine

Mittelständler zeigen ein steigendes Interesse für alternative Finanzierungsinstrumente

**Mezzanine
aus Sicht der Mittelständler**



**KMUs-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 Mitsprachrechte der Inhaber |
| ✓ Meist recht starre Kreditkonditionen / Vertragswerke | ➔ | ✓ Hohe Flexibilität bei der Ausgestaltung: „Maßkonfektion“ |

Die Flexibilität bei der Ausgestaltung der Finanzierung ist dabei ein wesentlicher Vorteil von Mezzanine-Tranchen – je nach Unternehmer oder Unternehmen kann die Mezzanine-Finanzierung eine stärkere Eigenkapital (equity)- oder Fremdkapital (debt)-Orientierung aufweisen.

In Deutschland gibt es ca. 80.000 Unternehmen, die einen Umsatz von fünf Mio. Euro oder mehr aufweisen – für viele ist der Zugang zu Fremdkapital und Private Equity-Investoren versperrt, aber alle kommen im Prinzip als potenzielle Mezzanine-Nehmer in Frage.

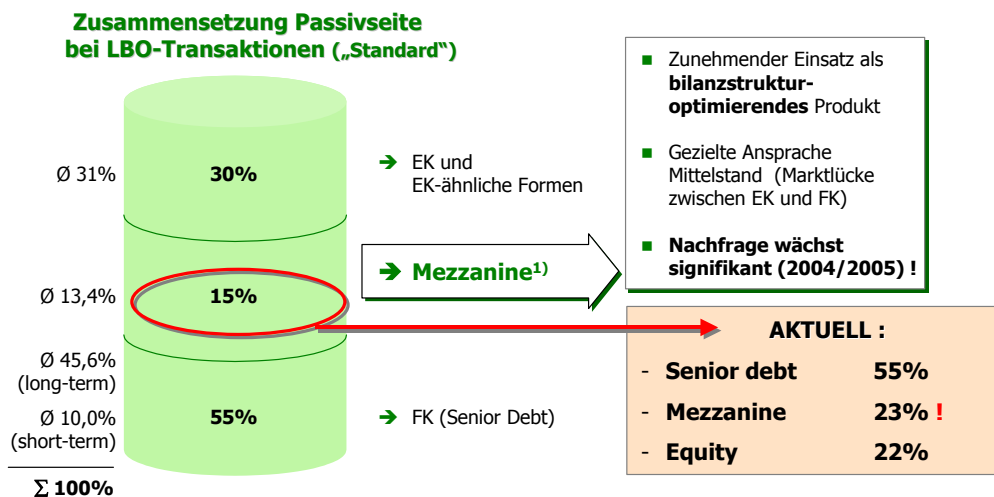
Mezzanine trifft den Zeitgeist vieler Unternehmer – insofern sind auch im Bankenumfeld viele (captive) Mezzanine-Initiativen im Markt entstanden. Aktuell existieren alleine in Deutschland etwa 20 „captive-Anbieter“ (bankennahe Initiativen), die Mezzanine im Rahmen von Genussscheinprogrammen (CDO-

Strukturen“) oder aber auch als individuell strukturierte Finanzierungslösung anbieten. Diese Anbieter kommen alle aus dem Bankenumfeld. In diesem „Dschungel“ an Anbietern und Finanzierungsinstrumenten ist es für einen Kapital suchenden Unternehmer aber nicht immer leicht, auf das richtige Pferd zu setzen. Neben der Auswahl des Finanzierungsinstrumentes variieren auch die Konditionen signifikant: Zwischen 12% und 25% können die Zinskonditionen schwanken – dabei gilt es einmalige Transaktionsgebühren, laufende und endfällige Zinszahlungen als auch die Nutzung von „warrants“ (erfolgsabhängige Komponenten) zu berücksichtigen. Das aktuell wachsende Angebot an Mezzanine-Kapital führt aber automatisch zu einem Margendruck – zum Vorteil der Kapital suchenden Unternehmen.

Mezzanine-Tranchen finden auch 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. Im Jahr 2004 wurden so über fünf Mrd. Euro „Mezzanine-Kapital“ in Europa investiert – so viel wie noch nie !

Deal-Struktur

Mezzanine-Tranchen repräsentieren bereits – mit steigender Tendenz – um die 15 Prozent der Gesamtfinanzierung an Buyout-Transaktionen



1) Subordinated debt (inkl. High Yield Bonds; Schuldscheine)
Quelle: Fitch Ratings Report on the European Leveraged Loan Market 2003; Transaktionen seit 1999

Die am Markt aktiven Mezzanine-Fonds sind meist angelsächsischer Herkunft und orientieren sich eher an der „Private Equity-Philosophie“ – sie investieren ausschließlich im Sog großer LBO-Transaktionen, als Co-Investor bei kleineren und mittleren Private Equity deals oder reichen Mezzanine als Wachstumsfinanzierung aus (so genannter „sponsorless deal“). Neben bekannten Fonds aus dem Bankenumfeld sind es im Prinzip nur gut zehn führende unabhängige Mezzanine-Fonds, die in Europa investiv tätig sind und überwiegend in den neunziger Jahren aufgelegt wurden (Fondsvolumina bis eine Mrd. Euro); in den USA existieren dagegen etwa 130 Fonds – viele mit Erfahrungen, die bis in die sechziger Jahre reichen.

Institutionelle Sichtweise

Die starke Belegung 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.

Mezzanine wird als attraktive Anlageklasse entdeckt und gewinnt im Rahmen der Portfolio-Beimischung auch für Institutionelle an Bedeutung. Das hat handfeste Gründe: Mezzanine charakterisiert sich durch sehr geringe Ausfallquoten bei gleichzeitig attraktiven Renditen – ein Rendite-/Risikoprofil, was den Zeitgeist vieler institutioneller Anleger trifft. Bei einer Analyse von knapp 1.500 Mezzanine-Transaktionen über die letzten Jahre wurde beispielsweise eine durchschnittliche Brutto-

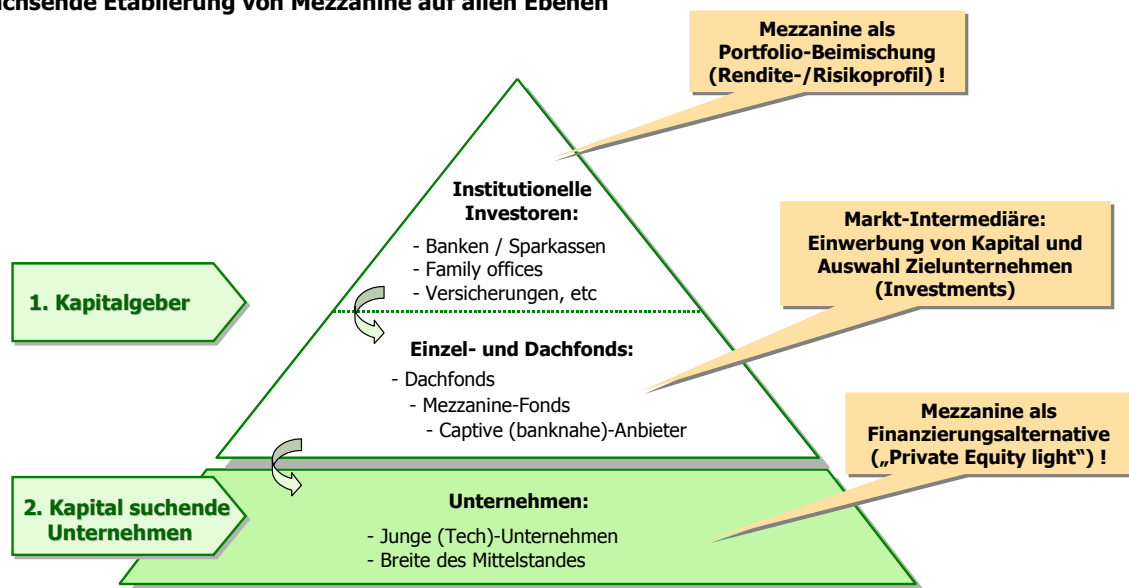
Rendite von gut 20% über alle Transaktionen (inkl. Ausfälle) erzielt (*Quelle: CEPRES/VCM*) – auf Fondsebene liegen die Netto-Renditen nach Abzug aller Kosten und Carry (Erfolgsvergütung für das Management) durchschnittlich knapp um die zehn Prozent über die letzten zehn bis zwanzig Jahre (*Quelle: Thomson Financials/Venture Economics*). Und das bei Ausfallquoten, die in der Regel nicht über fünf Prozent liegen, aktuell sogar nur um etwa ein Prozent. Aufgrund vielfältiger Sicherheitsmechanismen (so genannte „downside protection“) ist das Risiko bei Mezzanine-Transaktionen sehr begrenzt, laut vorhandener Analysen selbst in Rezessionsjahren.

Fazit

Aufgrund der am Markt existierenden „Schwarz-Weiß-Lösungen“ (Bankkredit oder Private Equity) wird sich Mezzanine unserer Ansicht nach als nachhaltiges Finanzierungsinstrument in unterschiedlichen Ausgestaltungen und Varianten am Markt etablieren.

Die Mezzanine-Pyramide

Wachsende Etablierung von Mezzanine auf allen Ebenen



→ Mezzanine als Anlageklasse und Finanzierungsinstrument !

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 fünf bis zehn Mio. Euro Anwendung finden – somit werden auch künftig verstärkt kleinere Tranchen ab eine Mio. Euro ausgegeben.

Je mehr Bereitschaft auch seitens der Institutionellen aufkommt, desto mehr Finanzierungen werden auf der Unternehmensseite gestemmt werden können – eine „Mezzanine-Infrastruktur“ wird sich zunehmend entwickeln. Ein wachsendes Angebot als auch steigende Nachfrage nach Mezzanine wird den Markt somit auch in den kommenden Jahren nachhaltig charakterisieren – von einer reinen Modeerscheinung dürfte somit keine Rede sein.

Auszug aus einer Studie zum Mezzanine-Marktumfeld, November 2005; Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP), Private Equity Consultants, München.

Kontakt:

FHP Private Equity Consultants
Nördliche Auffahrtsallee 25
80 638 München

Tel.: 089 – 15 92 79 – 0
Fax: 089 – 15 92 79 – 79
eMail: office@fhpe.de
Internet www.fhpe.de