

# Höhenflug bei Individual-Mezzanine – keine Neuauflage bei Standard-Mezzanine

Ergebnisse des 4. Mezzanine-Panels

Von Uwe Fleischhauer und Michael Olkowski,  
FHP Private Equity Consultants

Auf Basis einer empirischen Untersuchung unter rund 40 führenden Mezzanine-Anbietern (Programmen) – nachfolgend „FHP Mezzanine-Panel“ – wurde nach den Jahren 2006, 2007 und 2008 für das Jahr 2009 zum vierten Mal der Markt für Mezzanine-Finanzierungen in Deutschland im Detail analysiert. Die Angebotsseite des Marktes wurde dabei sowohl in Richtung Programm-Mezzanine als auch individuelles Mezzanine untersucht.

## Highlights

Infolge der Finanzkrise ist der Markt für Standard-Mezzanine seit 2008 nicht mehr vorhanden: Es war keine einzige Verbriefung und Platzierung über den Kapitalmarkt für Standard-Mezzanine mehr möglich – in naher Zukunft ist auch keine zu erwarten. Insofern wurden, wie im Jahr 2008, auch 2009 so gut wie keine Unternehmen aus Standard-Programmen, also in Form der Verbriefung standardisierter Nachrangdarlehen, finanziert. Parallel ist das Angebot für individuelles Mezzanine gewachsen. Das gesamte deutsche Mezzanine-Marktvolumen ist 2009 im Vergleich zum Vorjahr um mehr als das Doppelte auf fast 4 Mrd. EUR gestiegen. Der Markt im Jahr 2009 wurde ausschließlich durch individuelles Mezzanine bedient. Mit diesem Kapital wurden über 2.700 Unternehmen finanziert. Zum Vergleich dazu lag das Marktvolumen im Jahr 2008 bei nur 1,8 Mrd. EUR bzw. knapp 2.300 finanzierten Unternehmen.

## Standard-Mezzanine nicht mehr existent – hoher Folgefinanzierungsbedarf

Standard-Mezzanine erlebte in den Jahren 2004 bis 2007 seine besten Zeiten: Insgesamt wurden in diesen Jahren

ZU DEN PERSONEN: UWE FLEISCHHAUER UND  
MICHAEL OLKOWSKI

Uwe Fleischhauer (fleischhauer@fhpe.de) ist Managing Partner, Michael Olkowski (office@fhpe.de) Research Analyst beim Beratungsunternehmen Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP) Private Equity Consultants. [www.fhpe.de](http://www.fhpe.de)



Uwe Fleischhauer



Michael Olkowski

zwölf Verbriefungen im Wert von über 4 Mrd. EUR emittiert – damit wurden knapp 700 Unternehmen finanziert (Quelle: Mezzanine-Bericht.de). Dann war Schluss damit: Der Vertrauensverlust in strukturierte Finanzierungsprodukte einerseits und verschiedene Insolvenzen von Mezzanine-finanzierten Unternehmen andererseits haben für verstärkte Unsicherheit im Marktgeschehen aller Beteiligten gesorgt – laut Marktexperten weisen einzelne Programme schon Ausfallraten von bis zu 20% auf. Die Standard-Programme werden aber nun nach siebenjähriger Laufzeit ab 2011 bzw. nachfolgend sukzessive auslaufen. Somit wird die „standardisierte Fälligkeit“ für einige der Unternehmen zum Problem. Der überwiegende Teil unserer Panelteilnehmer geht von keiner Neuauflage im Bereich Standard-Mezzanine für die kommenden Jahre (2010–2012) aus, da Standard-Mezzanine zum einen sicherlich auch die Investorenerwartungen nicht erfüllt hat, zum anderen sich das Interesse – insbesondere von Unternehmen mit guter Bonität – an dieser eher unflexiblen Finanzierungsform merklich abgekühlt hat. Die Ablösung des ehemaligen Standard-Mezzanine geht vermutlich nur „individuell“ vonstatten. Im Rahmen unseres Mezzanine-Panels 2010 zeigte sich bereits ein signifikanter

Nachfrageschub nach individuellen Mezzanine-Lösungen, deutlich zu Lasten von Standard-Mezzanine (siehe hierzu Anm. 1).

### Individual-Mezzanine als Lichtblick

Individual-Mezzanine ist nicht abhängig vom Kapitalmarkt und kann flexibel an die gegebene Finanzierungssituation des Kapitalnehmers angepasst werden. Insofern erfreuen sich individuelle Mezzanine-Produkte größter Beliebtheit, weil sie den besonderen Finanzierungsanforderungen mittelständischer Unternehmen gerecht werden. Die „Terms & Conditions“ der Finanzierung können vollkommen individuell auf das Unternehmen zugeschnitten werden. Nach einhelliger Meinung unserer Panelteilnehmer wird die gegenwärtig starke Nachfrage nach individuellen Mezzanine-Lösungen auch

künftig anhalten. Das hat vielfältige Gründe: Einerseits ist der Verbriefungsmarkt für Standard-Mezzanine völlig

TAB. 1: PRODUKTANGEBOT – INDIVIDUAL-MEZZANINE

#### Drei Gruppierungen im Bereich Individual-Mezzanine (Teilnehmer im Jahr 2010)

Banken/Sparkassen	MBGen	Unabhängige
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bayern Mezzaninekapital</li> <li>• BayernLB</li> <li>• CGB Commerz</li> <li>• CFH (Sachsen LB)</li> <li>• HSH Nordbank (Smart Mezzanine)*</li> <li>• KfW-Bankengruppe*</li> <li>• L-Bank (L-MezzaFin)*</li> <li>• NRW.Bank Mittelstandsfonds</li> <li>• S UBG Aachen</li> <li>• West LB (auch: S-Mezzanine/Stem)*</li> <li>• WGZ Initiativkapital</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bayerische Beteiligungsgesellschaft</li> <li>• MBG Baden-Württemberg</li> <li>• MBG Berlin Brandenburg</li> <li>• MGB Mecklenburg-Vorpommern*</li> <li>• MBG Niedersachsen</li> <li>• MBG NRW (KGB)*</li> <li>• MBG Sachsen*</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Beteiligungskapital Hannover</li> <li>• Belvall Capital</li> <li>• Conetwork</li> <li>• Indigo Capital</li> <li>• L-EA Private Equity</li> <li>• M Cap Finance</li> <li>• MML Capital Partners</li> <li>• Nord Holding</li> </ul>

**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 Programme der KfW werden aufgrund ihrer Eigenschaften dem Individual-Mezzanine zugeordnet

\* auch Anbieter/Produkte, die (laut eigenen Angaben) als Standard-Mezzanine kategorisierbar sind – teilweise zwei Fragebögen ausgefüllt!

Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP), Private Equity Consultants – Mezzanine-Panel 2010

#### ANMERKUNG 1: DEFINITION STANDARD-MEZZANINE

Im Rahmen unseres Panels wird Standard-Mezzanine im Sinne „verbriefter Programme“ definiert. Da 2009 keine Neuauflegung dieser Programme erfolgte, ist das Marktvolumen bei null. Einzelne Anbieter/Panelisten (MBGs, HSH Nordbank, L-Bank) bieten – laut eigenen Angaben – aber sogenanntes Standard-Mezzanine aus der eigenen Bilanz/Fondsstruktur heraus an, da es sich um weitgehend standardisierte Produktlösungen (bspw. Vertragswerk; Stille Beteiligungen) handelt, obwohl die Konditionen, Volumina etc. i.d.R. auch individuell verhandelbar bzw. ausgestaltbar und Auszahlungen meist an Milestones gebunden sind. Insofern haben wir diese Angaben

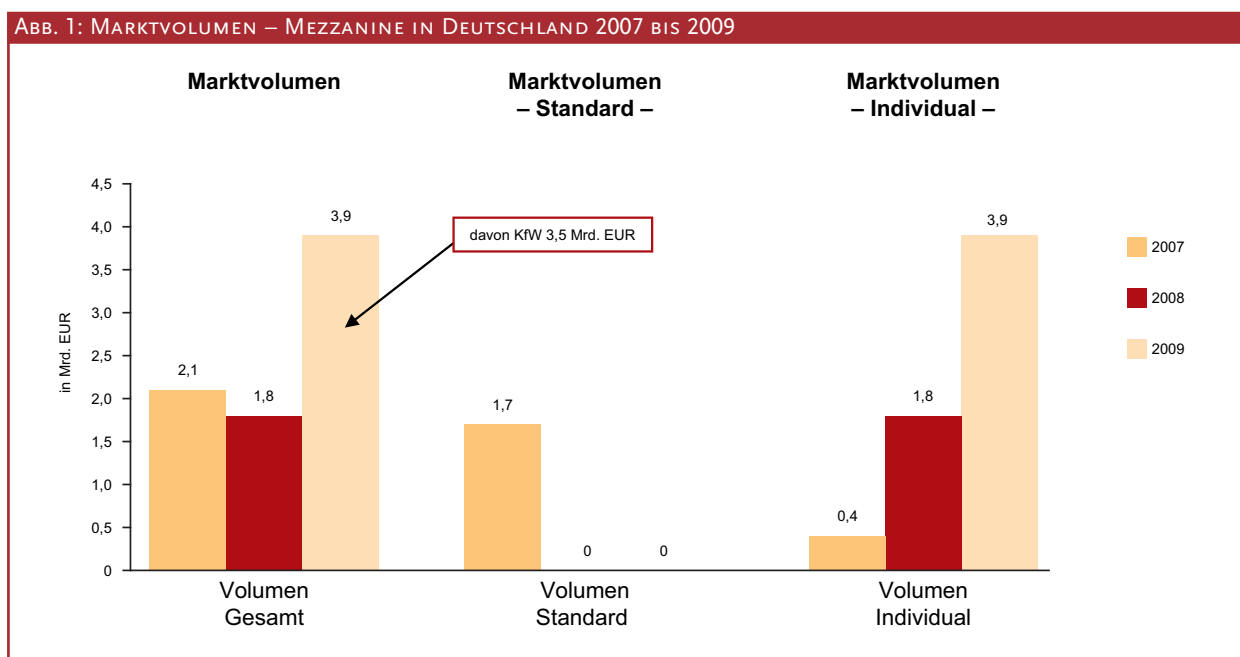
komplett dem Bereich Individual-Mezzanine zugeordnet, da diese Mezzanine-Finanzierungen individuelle Ausprägungen aufweisen und wir sie daher eben nicht als „klassisches“ Standard-Mezzanine á la Genusscheinprogramme wie PREPS etc. betrachten. Das investierte Volumen aus Standard-Mezzanine laut Angaben der Anbieter repräsentiert im Jahr 2009 bspw. aber auch „nur“ mit ca. 35 Mio. EUR weniger als 1% des Gesamtvolumens und somit einen zu vernachlässigenden Anteil. KfW ist komplett Individual-Mezzanine zugeordnet (siehe hierzu auch Tab. 1 bzw. die Anm. zur KfW).

zum Erliegen gekommen, Banken sind weiterhin restriktiv und Eigenkapitalbedarf weiterhin hoch; andererseits wird es zu einer verstärkten Refinanzierung bedingt durch das Auslaufen aktueller Standard-Programme kommen und sich die Nachfrage nach Folgefinanzierungsinstrumenten wie Individuelles-Mezzanine, aber auch Private Equity (Minderheitsbeteiligungen) oder Junior/Senior Debt erhöhen. Es ist davon auszugehen, dass nicht alle Mezzanine-Nehmer bei Inanspruchnahme ihrer Standard-Tickets entsprechende Rücklagen zur Tilgung gebildet haben, um die endfällig strukturierten Produkte abzulösen. Mezzanine-interessierte Unternehmer können dabei unter einer Vielzahl von individuellen Finanzierungslösungen auswählen: Dabei reicht das Angebot von regional fokussierten MBGen, banken-/sparkasseneigenen Mezzanine-Lösungen bis hin zu unabhängigen Anbietern.

**Mezzanine Markt 2009:  
Marktvolumen mehr als verdoppelt**

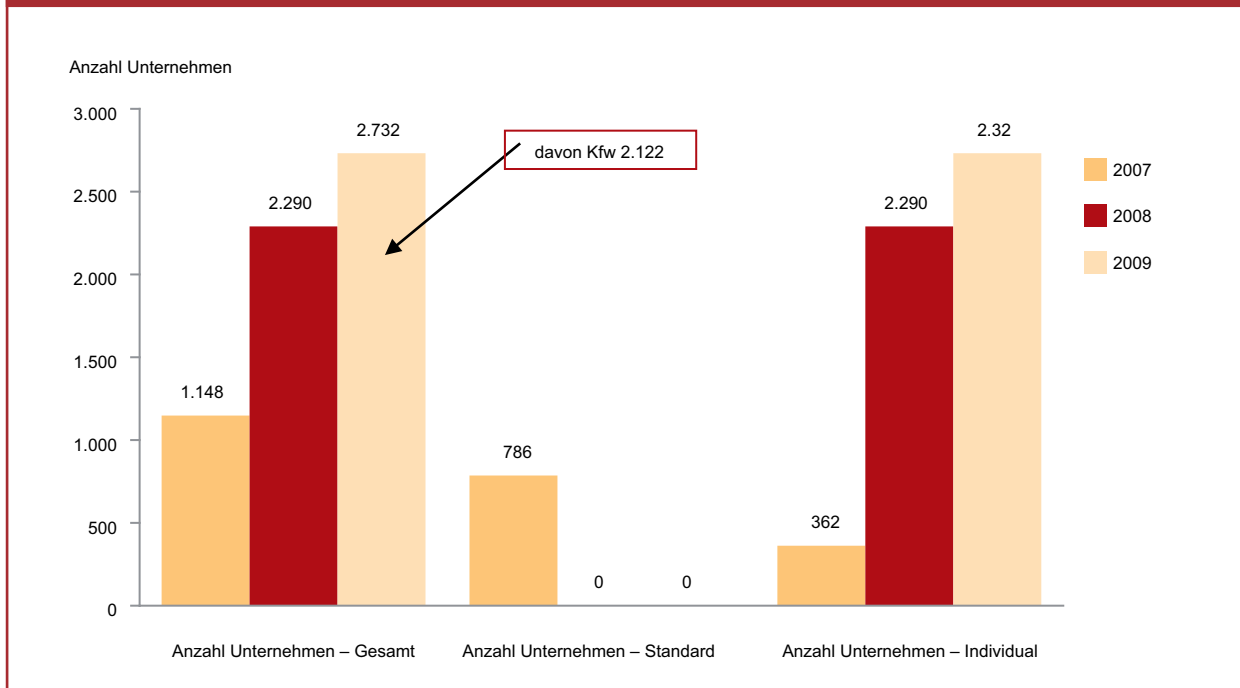
Wie bereits im letztjährigen Panel prognostiziert, hat das gesamte Marktvolumen an ausgereichten mezzaninen

Mitteln stark zugenommen. Sind nach dem „Mezzanine-Panel“ von 2008 noch etwa 1,8 Mrd. EUR an Mezzanine-Kapital in Deutschland ausgegeben worden, stieg das Volumen 2009 auf einen Rekordwert (Anm.: Bis dato wurde im Rahmen des Panels für das Jahr 2006 der höchste Wert mit knapp 3,7 Mrd. EUR ermittelt) von 3,9 Mrd. EUR. Das entspricht einem Zuwachs um mehr als das Doppelte des Finanzierungsvolumens im Vergleich zu 2008. Auslöser für dieses enorme Wachstum liegen zum einen in der Lücke, die durch den Wegfall von Standard-Mezzanine entstanden ist und jetzt durch ein erhöhtes Volumen bei individuellen Mezzanine-Lösungen kompensiert wird. Zum anderen trägt der erhöhte Eigenkapitalverzehr als Folge der Wirtschaftskrise bei sehr vielen mittelständischen Unternehmen dazu bei, dass die Nachfrage nach eigenkapitalnahen Mitteln wie Individual-Mezzanine anhaltend hoch ist. Alleine die KfW stellte 2009 mit ihren Mezzanine-Förderprogrammen, die i.d.R. durch Nachrangdarlehen begeben werden, ein Finanzierungsvolumen von 3,5 Mrd. EUR (für 2.122 Unternehmen) zur Verfügung und bleibt damit wie im Jahr 2008 der Hauptinvestor.



Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP), Private Equity Consultants – Mezzanine-Panel 2010

ABB. 2: ANZAHL DER MEZZANINE NUTZENDEN UNTERNEHMEN 2007 BIS 2009



Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP), Private Equity Consultants – Mezzanine-Panel 2010

**Auch mehr Unternehmen erhielten Mezzanine-Kapital**

Im Jahr 2009 wurden von den Panelteilnehmern 2.732 Unternehmen mit Mezzanine-Kapital finanziert – dies entspricht auch einem Rekordwert (Anm.: Bis dato wurde im Rahmen des Panels für das Jahr 2006 der höchste Wert mit knapp 2.600 Unternehmen ermittelt). Im Jahr 2008 waren es dagegen „nur“ 2.290 Unternehmen. Dies entspricht einem Zuwachs von gut 20%.

**Tranchen-Durchschnitt bei 1,4 Mio. EUR**

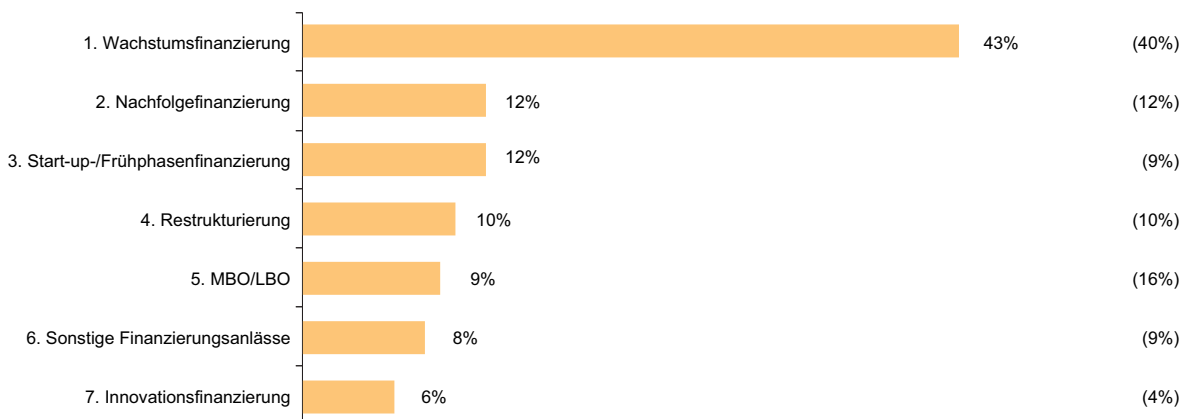
Außerdem ist das durchschnittliche Finanzierungsvolumen pro Unternehmen im Jahr 2008 um durchschnittlich 0,6 Mio. EUR auf 1,4 Mio. EUR 2009 signifikant gestiegen. Damit nähert sich das Volumen wieder langsam dem Stand von 2007 (ca. 2 Mio. EUR) an. Das liegt mitunter daran, dass die ausgereichten Tranchen bei Programm-Mezzanine in der Vergangenheit durchschnittlich höher waren als die Tranchen bei individuellen Angeboten. Die Bandbreiten variieren bei individuellen Finanzierungen zum Teil erheblich und fangen bei „Mikro-Tranchen“ in

Höhe von 12.500 EUR an und können in Einzelfällen – i.d.R. bei großen, unabhängigen Mezzanine-Fonds – bis zu 100 Mio. EUR erreichen. Mehrheitlich bewegen sich bei den meisten Anbietern die Unter- und Obergrenzen für die Ausreichung von individuellem Mezzanine in einer Breite zwischen 1,5 Mio. und 15 Mio. EUR.

**Finanzierungsanlass: Wachstumsfinanzierungen am stärksten**

Als Finanzierungsanlass wurde 2009 mit 43% der größte Teil – mit ähnlicher Bedeutung wie im Vorjahr – für Wachstumsfinanzierungen ausgegeben. Aufgrund der fehlenden Buyout-Finanzierungen wird Mezzanine aktuell zunehmend als sogenannte „sponsorless“-Finanzierung genutzt, d.h. als alleinstehende Wachstumsfinanzierung. An zweiter Stelle folgen Nachfolgefinanzierungen mit 12%, gleichauf mit Start-up- bzw. Frühphasenfinanzierungen. Nachfolgefinanzierungen sind insbesondere bei KMU mit einem hohen Kapitalbedarf verbunden, weil der Altgesellschafter aus dem Unternehmen ausscheiden

ABB. 3: VERTEILUNG DER FINANZIERUNGSANLÄSSE 2009



Anm.: Werte in Klammern stammen aus dem Jahr 2008.

Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP), Private Equity Consultants – Mezzanine-Panel 2010

möchte und dessen Kapitalanteil ausgezahlt werden muss. Hier kann Mezzanine-Kapital zum Rückkauf eigener Anteile aufgewendet werden. Innerhalb von Früh-

phasenfinanzierungen werden mezzanine Mittel oft in Form von Minderheitsbeteiligungen gewährt. An dritter Stelle stehen mit 10% Restrukturierungen. Hier kann

Anzeige

# KRISEN MEISTERN CHANCEN NUTZEN

**IMG - DIE EXPERTEN FÜR RESTRUKTURIERUNG IM MITTELSTAND**

Wir zählen zu den führenden Restrukturierungsberatern für mittelständische Unternehmen in Deutschland. Unser vollumfängliches Leistungsspektrum beinhaltet eine präzise Analyse der Ausgangssituation, die Erstellung ganzheitlicher Sanierungskonzepte und die effektive Implementierung der Optimierungsmaßnahmen. Auf Wunsch übernehmen wir als CEO, CFO oder CRO bei der Umsetzung auch die volle Verantwortung für die Restrukturierung.

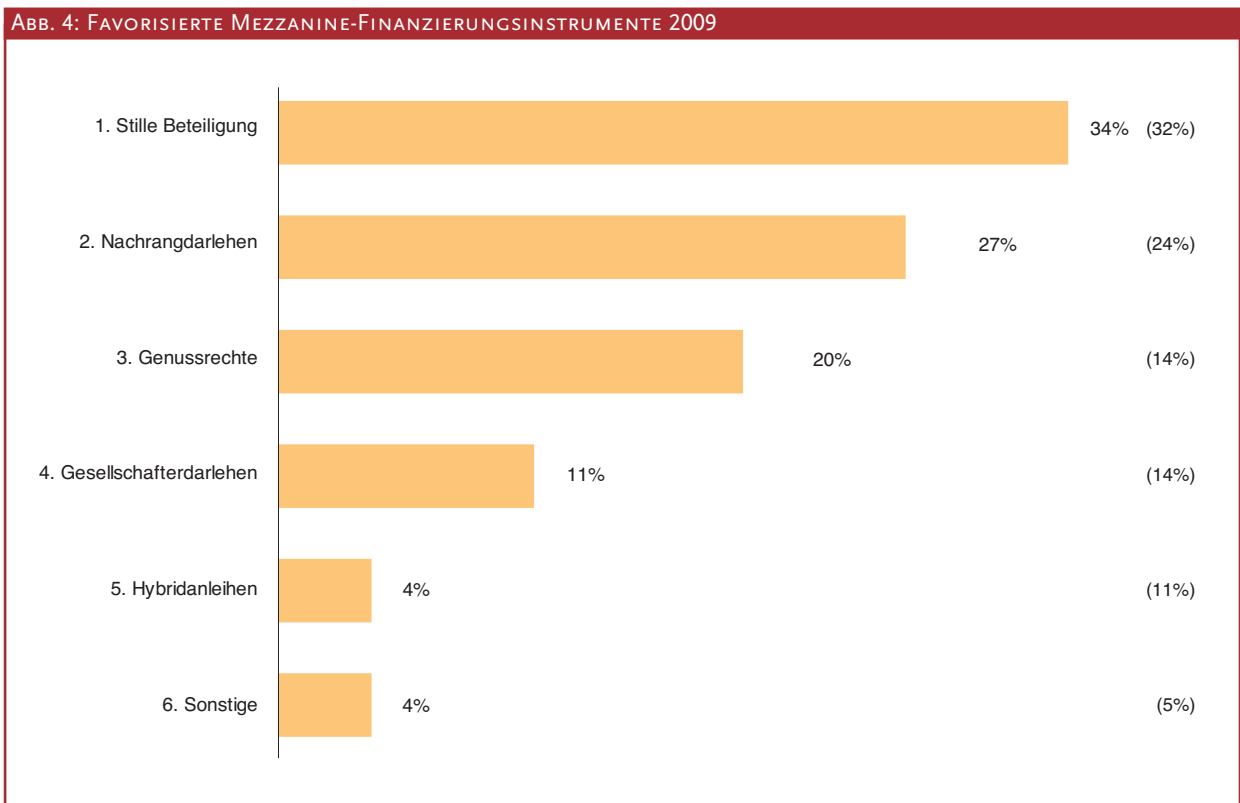


Industrial Management Group

■ LEISTUNGSSTEIGERUNG  
■ SANIERUNGSBERATUNG

■ TURNAROUND MANAGEMENT  
■ RESTRUKTURIERUNG FINANZEN

WWW.IMG-CONSULTING.DE  
PHONE +49 (0)89 790 789 - 30



Anm.: Werte in Klammern stammen aus dem Jahr 2008.  
 Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP), Private Equity Consultants – Mezzanine-Panel 2010

Mezzanine die Bilanzstruktur und infolge dessen das Bilanzrating verbessern, was sich wiederum positiv auf den Kreditrahmen des Unternehmens auswirkt. Der Rückgang von Buyout-Finanzierungen hat auch für einen Einbruch beim sogenannten „sponsored“ Mezzanine („Sponsored Mezzanine“ wird ausschließlich als ergänzendes Finanzierungselement im Rahmen von großen Buyout-Deals mit ausgereicht – diese fanden aber im Jahr 2009 bekanntermaßen so gut wie nicht statt.) gesorgt, das von 16% im Jahr 2008 auf 9% im Jahr 2009 gesunken ist. Sehr eingeschränkt wird Mezzanine mit 6% bei Innovationsfinanzierungen genutzt.

**Finanzierungsinstrumente**

Das in Deutschland mit Abstand beliebteste und am häufigsten angewendete Finanzierungsinstrument sind

weiterhin stille Beteiligungen in über einem Drittel aller Fälle, gefolgt von Nachrangdarlehen mit 27% und Genussrechten mit 20%. Gesellschafterdarlehen markieren mit 11% den vierten Platz. Auffallend ist der signifikante Rückgang bei Hybridanleihen als von den Panelteilnehmern weniger favorisiertes Finanzierungsinstrument von 11% im Jahr 2008 auf 4% im Jahr 2009.

**Rating als Voraussetzung für Mezzanine**

Für die Vergabe von Mezzanine verlangt die Mehrheit der Kapitalgeber ein Rating. In der Vergangenheit haben insbesondere Standard-Anbieter ein (Kurz-)Rating als zwingendes Entscheidungskriterium vorausgesetzt. Auch Individual-Anbieter fühlen sich zunehmend dazu verpflichtet, „präventiv“ durch den Einsatz von Ratings mögliche Risiken besser einzuschätzen. Sie greifen

dabei auch durchaus auf gängige Ratingagenturen zurück, wobei vielfach hier auch konzern-/bankinterne Ratings – individuell gestrickt – zugrunde gelegt werden. Demnach machen 60% (2008: 61%) aller Kapitalgeber die Vergabe von Mezzanine von einem Rating abhängig – die anderen 40% fokussieren sich von vornherein auf individuelle Due Diligence-Prozesse. Dies untermauert die zunehmende Risikosensibilität und kritischere Selektion seitens der Kapitalgeber. Ratings werden zunehmend intern von den Kapitalgebern selbst durchgeführt. Gleichzeitig sind die Anforderungen gestiegen, da neben quantitativen auch vermehrt qualitative Merkmale in den Ratingprozess einbezogen werden. Außerdem werden noch zusätzlich intensive Due Diligence-Prozesse durchgeführt.

von Mezzanine-Kapital in Eigenkapital, also in eine „echte“ Beteiligung, bestehen. Ein sog. Equity Kicker räumt dem Mezzanine-Geber das Recht ein, über vorher definierte Options- oder Wandlungsrechte direkt am Unternehmenserfolg zu partizipieren oder bei entsprechender Ausgestaltung auch Minderheitsgesellschafter des Unternehmens zu werden. 71% aller Mezzanine-Geber befürworten den Einsatz eines Equity-Kickers – 2008 haben dies die Teilnehmer lediglich zu 61% favorisiert. Der signifikante Anstieg um zehn Prozentpunkte ist das Ergebnis einer risikoadäquaten Rendite, um damit ein risikogerechteres Pricing zu erzielen. Die Aufnahme eines Kickers ist entscheidend für die Zuordnung einer Finanzierung zum Equity-Mezzanine-Kapital. Ein Kicker soll dem Mezzanine-Geber ermöglichen, tatsächlich am

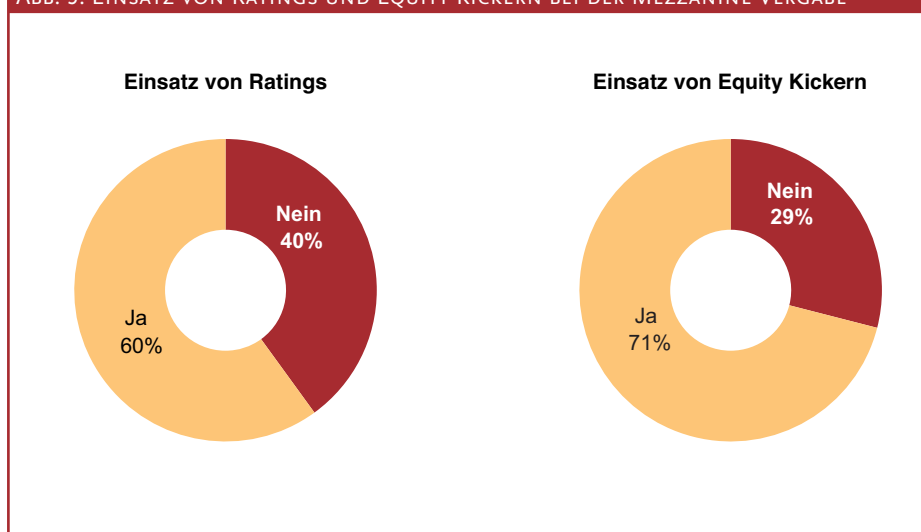
Wertschöpfungspotenzial des zu finanzierenden Unternehmens teil zu haben. In der Regel ist die Verzinsung des Mezzanine-Kapitals geringer, wenn ein Kicker Bestandteil der Vergütung ist.

**Mezzanine wird teurer – Nachfrage steigt**

Die Zinsbandbreite bzw. Renditevorstellungen bei den günstigen Standard-Programmen lag in der Vergangenheit zwischen 7 und 9% pro Jahr und damit meist deutlich unter den Konditionen von Individual-Mezzanine. Dieses wird dagegen anlassbezo-

gen an die Bedürfnisse des Unternehmens angepasst und ausgegeben – die Bandbreite der Zinsen ist hier deutlich größer. Aktuell liegen die Mezzanine-Kosten im Durchschnitt zwischen 9 und 14%: Die Minimalwerte lagen dabei bei um die 6 bis 7% – die Maximalwerte gingen bis zu 20%. Mezzanine-Kosten differieren oft in ihren effektiven Verzinsungen und vertraglichen Bestandteilen. Zinsfälligkeit, Gewinnbeteiligung, Finanzierungsfolgekosten oder

ABB. 5: EINSATZ VON RATINGS UND EQUITY KICKERN BEI DER MEZZANINE-VERGABE



Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP), Private Equity Consultants – Mezzanine-Panel 2010

Als weiteres Vergabekriterium machen Kapitalgeber die Einhaltung bestimmter Umsatzgrößen beim Zielunternehmen zur Bedingung. Die Bandbreiten des jährlichen Mindestumsatzes bei den Zielunternehmen liegen zwischen 50.000 EUR und 20 Mio. EUR – der Durchschnitt liegt bei 14 Mio. EUR. Auch der Einsatz einer am Erfolg des Unternehmens bemessenen Verzinsung ist aus Sicht der Kapitalgeber üblich. Diese kann z.B. in der Wandlung

## DAS MEZZANINE-PANEL 2010

Das Mezzanine-Panel wird von der Münchner Beratungsgesellschaft Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP), Private Equity Consultants, in Kooperation mit der Unternehmeredition seit 2007 erhoben. 45 führende und in Deutschland aktive Mezzanine-Anbieter wurden über die Jahre 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 bis 2010 (Fettgedruckt: Teilnehmer 2010)

45 führende Mezzanine-Anbieter für Standardprogramme und Individual-Mezzanine

#### 8 Anbieter Standardprogramme

- CBG Commerz Gruppe (CB Mezzanine Capital)
- ConPair Corporate Finance (SME Growth)
- DZ Bank (GEMIT, DZ Mezzanine)
- HASPA/HSB Nordbank/LBBW (Smart Mezz)
- HSBC Trinkaus (H.E.A.T. Mezzanine)
- HVB HypoVereinsbank (PREPS)
- IKB Private Equity/Deutsche Bank (equinotes)
- WestLB/BayernLB/Helaba (STEM)

#### 37 Anbieter Individual-Mezzanine

- |  |                                 |  |
|--|---------------------------------|--|
| • <b>BayBG Bayerische Beteiligungsgesellschaft</b> | • Hannover Finanz               | • <b>MBG Sachsen</b>                   |
| • Bayerische Mezzaninekapital                      | • HSH Nordbank                  | • MBG Sachsen-Anhalt                   |
| • BayernLB   | • Indigo                        | • MBG Schleswig-Holstein               |
| • Belvall SA                                       | • KfW Bankengruppe              | • MBG Thüringen                        |
| • Beteiligungskapital Hannover                     | • L-Bank                        | • MML Capital Partners                 |
| • Beteiligungs-Managementgesellschaft Hessen       | • L-EA Private Equity           | • Nord Holding                         |
| • Bremer Beteiligungsgesellschaft mbH              | • M Cap Finance GmbH & Co. KG   | • NRW.Bank                             |
| • BTG Beteiligungsgesellschaft Hamburg mbH         | • MBG Baden-Württemberg         | • Saarländische Investitionskreditbank |
| • <b>CBG Commerz Gruppe (CB Mezzanine Capital)</b> | • MBG Berlin Brandenburg        | • S UBG Aachen                         |
| • CFH/SachsenLB                                    | • MBG Mecklenburg-Vorpommern    | • West LB                              |
| • Conetwork Erneuerbare Energien Management GmbH   | • MBG Niedersachsen             | • WGZ Initiativkapital                 |
| • EQT  | • MBG Nordrhein-Westfalen (KBG) |  |
| • Equinet  | • MBG Rheinland-Pfalz           |  |

Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP), Private Equity Consultants – Mezzanine-Panel 2010

Die Teilnehmer haben 2009 insgesamt fast 4 Mrd. EUR in Form von Mezzanine-Beteiligungen investiert, über 2.700 Unternehmen damit finanziert und repräsentieren gut 80% des Gesamtmarktes. Über die Jahre 2007 bis 2009 wurden knapp 7.000 Unternehmen mit gut 12 Mrd. EUR Mezzanine-Kapital finanziert.



Equity Kicker sind zinstragende Komponenten, die vom Kapitalnehmer sehr gut abgewogen werden müssen, damit das aus seiner Sicht lukrativste Finanzierungsangebot zur Geltung kommt. Zusatzkosten, die nicht unmittelbar in die effektive Verzinsung einkalkuliert werden, können durch den Abzug eines Disagios, die Durchführung von einer einmaligen oder wiederkehrenden Due Diligence oder eines wiederkehrenden Ratings entstehen. Alle Panelteilnehmer sind sich darüber einig, dass der langfristige Finanzierungsbedarf bei mittelständischen Unternehmen auch vor dem Hintergrund einer ohnehin traditionell schwachen EK-Position im Mittelstand grundsätzlich gegeben ist und ansteigen wird. Das beinhaltet sowohl die Nachfrage nach konventionellen langfristigen Bankkrediten als auch nach modernen eigenkapitalähnlichen bzw. eigenkapitalersetzenden Finanzierungsinstrumenten wie Mezzanine-Kapital. Deswegen wird in den nächsten Jahren mit einer erhöhten Nachfrage für kapitalmarktunabhängiges Individual-Mezzanine zu rechnen sein.

### **Die Meinung der Panelteilnehmer – massive Finanzierungslücke bzw. Dealflow ab 2011**

Die Mehrheit der Panelteilnehmer geht davon aus, dass der Kapitalmarkt für Verbriefungen derzeit nicht aufnahmefähig und eine Wiederbelebung bei Programm-Mezzanine sehr unwahrscheinlich ist. In Anbetracht der Tatsache, dass die ersten Mezzanine-Programme 2011 auslaufen, erwarten fast 75% aller Panelteilnehmer einen verstärkten Dealflow für ihr Haus, um Anschlussfinanzierungen zu stemmen und Teilnehmer von ihren damaligen Standard-Programmen abzulösen. Das wird aber nur selektiv von Bedeutung für die Mezzanine-Anbieter sein, da neben gesunden Unternehmen mit guter – teilweise aber auch gefallener – Bonität auch einige Restrukturierungsfälle zu erwarten sind, denen es schwer fallen wird, die Endfälligkeit ihrer Mezzanine-Programme durch neue Mittel abzulösen. Daher wird für die nächsten drei bis vier Jahre im Durchschnitt seitens der Panelisten ein eher konservativerer bzw. selektiverer Finanzierungsbedarf für Mezzanine, abstammend von den Standard-Programmen, von etwa gut 750 Mio. EUR (bzw. 175 Unternehmen) ausgegangen – dies entspricht in etwa 20 bis 25% des gesamten Portfolios der Standard-Programme.

### **Positives Marktumfeld für individuelles Mezzanine**

Das mit Mezzanine zu erwartende Marktvolumen wird in Zukunft laut Panelteilnehmer weiter ansteigen (80% Zustimmung): Mezzanine wird verstärkt nachgefragt, auch weil es zunehmend als etablierte Finanzierungsform seitens der Unternehmensschaft anerkannt wird (75% Zustimmung). Eine selektivere Auswahl von zu finanzierenden Unternehmen mit einer stärkeren Gewichtung von wirtschaftlichem Eigenkapital wird dabei erwartet. Außerdem gehen 62% der Panelisten von positiven Renditeentwicklungen aus Anbietersicht aus. Zu keinem eindeutigen Ergebnis kam es bei der Frage, ob Mezzanine dabei als Anlageklasse für Institutionelle Investoren zur Beimischung ins Unternehmensportfolio geeignet sei oder nicht. 30% der Panelisten erwarten hier eine zunehmende Akzeptanz von Mezzanine als Anlageklasse – 15% eine sinkende. Die Mehrheit war mit 60% allerdings auch „neutral“ eingestellt. Die Meinung der Panelisten resultiert sicherlich aus den negativen Erfahrungen mit Standard-Mezzanine in der Vergangenheit; andererseits bieten gerade unabhängige Mezzanine-Fonds in geschlossenen Fondsstrukturen hier eine attraktive Alternative für die Diversifizierung im (Private Equity-)Portfolio eines Institutionellen Investors.

#### **Fazit:**

Das Angebot an Mezzanine ist aufgrund des Wegfalls der Standard-Programme aktuell auf Individual-Mezzanine beschränkt. Für den Unternehmer heißt das, diese Geldquelle wird teurer, aber auch individueller. Es ist aus heutiger Sicht nicht zu erwarten, dass in naher Zukunft eine zweite Welle von „verbrieftem Mezzanine“ wieder auf dem Markt erscheint. Außerdem müssen Unternehmen akzeptieren, dass individuelles Mezzanine eine Form von Risikokapital darstellt, das mit entsprechenden Renditechancen und bestimmten Mindestmit Spracherechten einhergeht. Der hohe Substanzverlust an Eigenmitteln und die zunehmende Bonitätsverschlechterung infolge der Wirtschaftskrise haben vielen mittelständischen Unternehmen die Aufnahme von Fremdkapital bei Kreditinstituten erschwert. Deswegen wird die Nachfrage nach eigenkapitalnahen Mitteln wie Mezzanine tendenziell weiter zunehmen.