

Perspektiven für Mezzanine-Finanzierungen im Frühjahr 2010

Dieser Beitrag beleuchtet ausschließlich Mezzanine-Finanzierungen für Unternehmen, die keinen eigenen Zugang zum Kapitalmarkt haben. Vor wenigen Jahren noch war der Markt für Mezzanine-Finanzierungen ein Milliardengeschäft. Schätzungsweise vier Milliarden Euro wurden im Rahmen von verbrieften Mezzanine-Programmen in den deutschen Mittelstand investiert. Teilweise konnten sich Unternehmen mit einstelligen Zinssätzen finanzieren. Diese Quelle günstiger Finanzierung steht dem deutschen Mittelstand nicht mehr offen.

Der Risikoappetit bei Investoren in verbrieft Forderungen ist versiegt. Der Kapitalmarkt ist in dieser Form bis auf Weiteres nicht mehr zugänglich. Der Beitrag stellt die Situation aus Sicht eines Anbieters von individuellem Mezzanine-Kapital dar. Ziel ist es weniger, eine fundierte Analyse zu liefern, als darzustellen, wie sich der Markt aus Sicht des Autors entwickeln wird.

Nachfrage

In der Vergangenheit war das Angebot groß. Vielen Unternehmen wurde das Mezzanine-Kapital regelrecht aufgedrängt, schließlich mussten die Programmanbieter genügend Unternehmen für ihr Portfolio gewinnen. Aus diesem Grund haben viele Unternehmen zugeschlagen: Nachrangiges Kapital für einen einstelligen Zinssatz gibt es schließlich nicht alle Tage. Es war geradezu töricht, bei diesen Konditionen nicht zuzugreifen. Diese Situation hat dazu beigetragen, dass Mezzanine-Kapital eine bis zu diesem Zeitpunkt nicht vorhandene Bekanntheit erreicht hat. Und zusätzlich ist Mezzanine-Kapital eine äußerst interessante Finanzierungsform, da das Kapital (in der Regel) wie Eigenkapital haftet, aber nur bis zu einer gewissen Höchstgrenze verzinst werden muss.

Gegenwärtig ist dieses Kapital nicht mehr verfügbar wie noch vor ein paar Jahren. Es spricht aber einiges dafür, dass der Bedarf an solchen Finanzinstrumenten in diesem Jahr sogar noch steigen wird. Zum einen haben Unternehmen Investitionen aufgrund der Wirtschaftskrise zurückgestellt. Zum anderen werden bei sich wieder belebender Nachfrage neue Finanzierungen unumgänglich. Allerdings wird das Jahr 2009 in den Bilanzen vieler Unternehmen Schrammen hinterlassen. Diese könnten dann zu einer Ratingverschlechterung führen mit der Folge, dass viele Kreditinstitute bei der Vergabe von Darlehen Zurückhaltung üben. Problematisch wird dies, wenn die Zurückhaltung der Banken zu dem

Zeitpunkt geschieht, an dem die Konjunktur wieder anzieht.

Verstärkend wird sich auswirken, dass bereits im kommenden Jahr die ersten verbrieften Programme enden. In den darauf folgenden zwei Jahren werden die angesprochenen vier Milliarden Euro fällig, die seinerzeit vergeben wurden. Vielen Unternehmen könnte es schwer fallen, die erforderlichen Mittel aufgrund der Krise bis zu diesem Zeitpunkt zu erwirtschaften beziehungsweise zurückzulegen. Diese Refinanzierungen werden zu einer hohen Wahrscheinlichkeit wiederum mit Mezzanine-Kapital getätigt werden müssen, da es den Unternehmen nur schwer gelingen wird, die mezzaninen Mittel durch klassisches Fremdkapital zu refinanzieren.

Dr. Axel Bauer, Vorstand, MIDAS Management AG, Köln

Naturgemäß sieht der Autor als Anbieter entsprechender Finanzierungen einen wachsenden Markt für Mezzanine-Kapital. Die Gründe aus seiner Sicht: Zum einen haben Unternehmen Investitionen aufgrund der Wirtschaftskrise zurückgestellt, wodurch in den nächsten Monaten ein steigender Bedarf an Finanzierungen im Mittelstand zu erwarten ist. Zum Zweiten geht er als Folge angeschlagener Bilanzen von Ratingverschlechterungen und von einer daraus resultierenden Zurückhaltung der Kreditinstitute bei der Vergabe von Darlehen als Finanzierungsalternative aus. Und zum Dritten laufen 2010 die ersten verbrieften Mezzanine-Programme aus – in den folgenden zwei Jahren werden insgesamt vier Milliarden Euro fällig. Bei klammen Kassen benötigen die Mittelständler neue Refinanzierungen. Weil es den Unternehmen aber nur schwer gelingen wird, diese durch klassisches Fremdkapital zu tätigen, bietet sich in diesem Zusammenhang wiederum Mezzanine-Kapital an. (Red.)

Angebotsseite

Es gibt verschiedene Formen von Mezzanine-Kapital. Die bekanntesten Formen sind die typische und die atypische stille Beteiligung sowie das Genussrechtskapital. Für seine Einordnung als Eigenkapital-Ersatz ist nach herrschender Auffassung die qualifizierte Nachrangigkeit Bedingung. Hierzu zählt die längerfristige Überlassung, in der Regel mindestens fünf Jahre. Außerdem muss das Kapital im Insolvenzfall nach allen anderen Gläubigern bedient werden. Eine Teilnahme am Verlust ist nicht zwingend erforderlich, hilft aber dem Unternehmen am meisten.

Genussrechtskapital wird normalerweise entsprechend ausgestaltet. Bei der stillen Beteiligung kann die Teilnahme am Verlust ausgeschlossen werden. Bei der atypischen stillen Beteiligung hingegen sind sowohl die Verlustteilnahme als auch die Teilnahme am Wertzuwachs des Unternehmens kennzeichnend. Entsprechend wird eine stille Beteiligung häufig auch lediglich un-

ter den sonstigen Verbindlichkeiten bilanziert – als wirtschaftliches Eigenkapital. Die anderen Formen des Mezzanine-Kapitals hingegen können problemlos als Eigenkapital in der Bilanz ausgewiesen werden.

Moral-Hazard-Problem

Seit vielen Jahren betätigen sich sowohl die Genossenschaftsbanken als auch die Sparkassen-Finanzgruppe als Anbieter von Mezzanine-Kapital. Auch die mittelständischen Beteiligungsgesellschaften bieten traditionell nachrangiges Kapital für den deutschen Mittelstand an. Die MBG aus Stuttgart ist der wohl größte entsprechende Finanzierer.

Diese Anbieter individuellen Mezzanine-Kapitals hatten es vor vier Jahren schwer, im Markt zu reüssieren: Durch das Angebot der standardisierten Programme waren die Konditionen einmalig günstig. Es war zu diesem Zeitpunkt wenig sinnvoll und Erfolg versprechend, klassische Konditionen für individuelles Mezzanine-Kapital bei Unternehmen zu platzieren. Individuelles Mezzanine-Kapital war zu diesem Zeitpunkt quasi unverkäuflich.

Der Grund hierfür lag aber auch in einem Moral-Hazard-Problem: Die Anbieter der standardisierten Programme haben die Provisionen für das Arrangieren der Programme privatisiert. Durch das Verbriefen und damit einhergehendes Auslagern der Ausfallgefahren wurden die Risiken hingegen sozialisiert. Während die Arrangeure der standardisierten Programme erhebliche Provisionen generieren konnten, sind die Inhaber der verbrieften Papiere nunmehr darauf angewiesen, dass die Unternehmen in der Lage sind, ihre Zinsverpflichtungen und später auch die Rückzahlung zu leisten. Zwar sind die Papiere fungibel. Wenn allerdings das Vertrauen in die Leistungsfähigkeit der Unternehmen fehlt, bricht der Markt für diese Papiere zusammen und die Inhaber der Papiere können nur hoffen, dass sie bei Endfälligkeit ihren Einsatz zurückerhalten. Die Anbieter der Programme hingegen haben ihre Provisionen zu diesem Zeitpunkt längst kassiert.

Wie die Geschichte inzwischen gezeigt hat, goutiert der Markt Derartiges nicht. Daher sind die letzten Verbriefungsversuche im Jahr 2008 gescheitert. Vielleicht waren viele der Unternehmen in den Portfolios

nicht reif für diese Art der Finanzierung und nicht immer ist die Kapitaldienstfähigkeit gewährleistet gewesen. Eine schlechte Ausgangslage für die Inhaber der verbrieften Papiere. So haben zum Beispiel laut „Handelsblatt“ von Anfang letzten Jahres die Teilnehmer des Programmes Mezz-Cap der Commerzbank bereits 17 Prozent des Investitionsvolumens komplett abschreiben müssen. Das ist bislang die höchste Ausfallquote. Von rund 200 Millionen Euro wurden durch Insolvenzen beispielsweise des Schuhherstellers Rohde, des Stofftierfabrikanten Nici und des Elektronikunternehmens Kemmer insgesamt 34 Millionen Euro verloren.

Individuelles Mezzanine-Kapital

Im Markt verblieben sind die Anbieter von individuellem Mezzanine-Kapital. Diese und der neue Mittelstandsfonds für Deutschland werden auch weiterhin entsprechende Gelder an den deutschen Mittelstand vergeben. In vielen Fällen ist diese Finanzierungsform ideal. Die geringen Mitspracherechte der Kapitalgeber kommen dem deutschen mittelständischen Unternehmer und seiner Mentalität sehr entgegen. Hierfür ist er auch bereit, einen höheren Preis zu bezahlen.

Allerdings: Die Natur von Mezzanine-Kapital als Eigenkapital mit Cap in der Vergütung führt zu einer Risikoverlagerung zulasten der Kapitalgeber. Daher muss jedes einzelne Unternehmen, das finanziert werden soll, im Rahmen einer ausführlichen Due Diligence genau analysiert werden. Hierbei ist insbesondere auf die Kapitaldienstfähigkeit der Unternehmen abzustellen. Unternehmen, die nicht die Bereitschaft mitbringen, die erforderliche Offenheit gegenüber ihren Kapitalgebern zu zeigen, werden im Markt für Mezzanine-Kapital keine Chancen haben. Sie müssen ihren Kapitalgebern gegenüber sehr tiefe Einblicke in ihr Unternehmen gewähren und sich dabei viele Fragen, auch zur Corporate Governance, gefallen lassen, die der deutsche Mittelständler in der Regel nicht gerne beantwortet.

Zusammenarbeit von Investoren und Anbietern

Anbieter, die diese Facetten des Geschäftes beherrschen und die Sprache des Mittelstandes sprechen, werden auch in Zukunft in der Lage sein, mit der Vergabe von Mez-

zanine-Kapital eine erfreuliche Rendite zu erwirtschaften. Hierzu müssen aber die in Frage kommenden Unternehmen sehr genau geprüft und anschließend fortlaufend betreut werden. Dies ist in den standardisierten Programmen mit mehreren Hundert teilnehmenden Unternehmen kaum zu leisten gewesen. Es kam lediglich ein Bilanzrating, ein laufendes Monitoring und im Krisenfall ein sogenanntes Recovery-Management zum Einsatz (jeweils durch die Kapitalnehmer externen Dienstleistern gegen Honorar und nicht gegen Erfolgsbeteiligung in Auftrag gegeben). Diese Leistungen sollten hingegen vom Kapitalanbieter erbracht werden, sodass dieser auf den Erfolg der Kapitalvergabe unmittelbaren Einfluss ausübt.

Investoren sollten versuchen, bei einer Investition in Mezzanine-Kapital entsprechend mit Anbietern von individuellem Mezzanine-Kapital zusammenzuarbeiten. Der Bedarf bei Unternehmen ist groß. Einige Anbieter verfügen über die entsprechende Erfahrung und verzeichnen bislang so gut wie keine Ausfälle. Wichtig ist, dass sie keinem Moral-Hazard-Problem unterliegen. Die Herausforderung bei der Kapitalanlage besteht darin, die entsprechenden Anbieter zu identifizieren. Gelingt dies, so ist Mezzanine-Kapital ein für Unternehmen, Investoren und Anbieter gewinnbringendes Geschäft.