



Thomas Duhnkrack

## Mittelstand und Investmentbanking: Zusammen geht mehr!

Möchte man sich, vor welchem Hintergrund auch immer, dem Thema „Mittelstand“ nähern, gilt es zunächst die Frage zu beantworten, „Wer oder was ist der Mittelstand?“ eigentlich. Dies ist jedoch nicht mit einer allgemein gültigen Definition zu beantworten und liegt nahezu ausschließlich im Auge des Betrachters. So hat die EU-Kommission beispielsweise zum 1. Januar 2005 folgende Definition für kleine und mittlere Unternehmen (so genanntes KMU-Kriterium) eingeführt (die Einhaltung des Kriteriums ist eine wichtige Voraussetzung in vielen Förderprogrammen).

### Unterschiedliche Abgrenzung seitens der Banken

Als Kleinstunternehmen werden Unternehmen eingestuft, die weniger als zehn Mitarbeiter und einen Jahresumsatz oder eine Jahresbilanzsumme von höchstens 2 Millionen Euro aufweisen. Kleine Unternehmen dürfen maximal 50 Mitarbeiter sowie einen Jahresumsatz oder eine Jahresbilanzsumme von höchstens 10 Millionen Euro ausweisen, während als mittlere Unternehmen Firmen mit bis zu 250 Mitarbeitern und einem Jahresumsatz von bis zu 50 Millionen Euro oder einer Jahresbilanzsumme von höchstens 43 Millionen Euro eingestuft werden.

Daneben existiert eine Vielzahl weiterer Definitionen, selbstverständlich auch von Banken. Und da zum heutigen Selbstverständnis jeder Bank auch die Betreuung mittelständischer Unternehmen zählt – nahezu jedes Haus bezeichnet sich auch als „Mittel-

standsbank“ – verwundert es nicht, auch hier verschiedene Definitionen des Begriffs Mittelstand zu finden. So beginnt der Mittelstand bei einer Großbank bei 25 Millionen Euro Jahresumsatz, während das Mittelstandsgeschäft bei einer anderen ab 2,5 Millionen Euro Jahresumsatz anfängt.

Bei den Volks- und Raiffeisenbanken ist dies etwas anders gelagert. Dort findet, und das ist ein Strukturmerkmal des genossenschaftlichen Finanzverbundes, das Mittelstandsgeschäft zu 95 Prozent in einer Unternehmens- beziehungsweise Umsatzgrößenklasse von bis zu fünf Millionen Euro statt. Das ist eine Größenordnung, die

man im Abgleich auch bei der Sparkassengruppe wieder findet. Größere Mittelständler werden seitens der genossenschaftlichen Primärbanken gemeinsam und subsidiär mit der DZ Bank als Zentralbank oder „Bank für Banken“ betreut. Die Zusammenarbeit reicht dabei regelmäßig weit über das reine Kreditgeschäft hinaus. Aus diesen Beispielen wird ersichtlich, dass jeder von einem ganz anderen Mittelstand mit ganz anderen Bedarfsstrukturen spricht.

Die Bedeutung des Mittelstands für die deutsche Wirtschaft wird, gleich welcher Definition man nun auch immer das Wort redet, in nahezu jedem Beitrag über die wirtschaftliche Situation in Deutschland herausgestellt – und das mit Recht. „Wir brauchen Unternehmerpersönlichkeiten, die bereit sind, die volle unternehmerische Verantwortung und das volle unternehmerische Risiko auf sich zu nehmen. Die gibt es. Die gibt es vor allem im Mittelstand, bei Existenzgründern, Handwerkern und in kleinen und mittleren Betrieben“ stellte auch Bundespräsident Horst Köhler anlässlich seiner Rede zum Tag der Deutschen Einheit am 3. Oktober 2004 fest.

### Mittelständische Unternehmen – Offenheit für neue Finanzierungsformen

Zur Beschreibung der Ausgangssituation der Beziehung von Unternehmen und Banken ist die Betrachtung des Kreditmarktes für Firmenkunden in Deutschland, mithin der überwiegend mittelständischen Unternehmen, hilfreich. Um nun eine gewisse Systematisierung in dieses wohl „klas-

*Dr. Thomas Duhnkrack, Mitglied des Vorstandes, DZ BANK AG, Frankfurt am Main*

*Bei aller Bedeutung der Bankkredite bescheinigt der Autor den mittelständischen Unternehmen eine steigende Bereitschaft, sich neuen Finanzierungsformen zu öffnen. Der klassische Bankkredit jedenfalls wird seiner Beobachtung nach verstärkt als Türöffner- beziehungsweise Ankerprodukt in der Kundenbeziehung betrachtet, und zwar in der Erwartung, an möglichen lukrativen Provisionserträgen aus Kapitalmarkt- beziehungsweise Advisory Mandaten zu partizipieren. Mit Investmentbanking-Produkten, so erläutert er am Beispiel seines Hauses, lassen sich typische mittelständische Bedarfslagen lösen – angefangen vom Eigenkapitalmangel über die Nachfolgeproblematik und die Diversifizierung der Fremdkapitalseite bis hin zum Risikomanagement und den Folgen der Internationalisierung. (Red.)*



sichste" aller Bankprodukte für Unternehmen zu erreichen, bietet sich die Unterteilung des deutschen Bankenmarktes in seine größte und zugleich griffigste Form an, das so genannte Drei-Säulen-Modell, bestehend aus privaten, öffentlich-rechtlichen und genossenschaftlichen Kreditinstituten.

Der Kreditmarkt in Deutschland hat gemäß der Bankenstatistik der Deutschen Bundesbank ein Volumen von etwa 1 000 Milliarden Euro. Der Löwenanteil mit zirka 50 Prozent dieses Volumens liegt bei den öffentlich-rechtlichen Kreditinstituten, also den Landesbanken und den Sparkassen. Die Kreditbanken, die, verglichen mit den öffentlich-rechtlichen und genossenschaftlichen Banken keine homogene Säule darstellen, da sie nicht als Verbundsystem organisiert sind, vereinen ein Drittel des Kreditmarktes auf sich. In dieser Säule finden sich die deutschen Großbanken ebenso wieder wie Regionalbanken, sonstige Kreditinstitute sowie Zweigstellen ausländischer Banken.

Die genossenschaftlichen Kreditinstitute weisen schließlich einen Marktanteil von etwas mehr als 17 Prozent auf. Das bedeutet zugleich: Der genossenschaftliche Finanzverbund hat aufgrund seiner Kundennähe deutliches Potenzial, sich noch stärker im Firmenkundengeschäft zu positionieren. In Teilbereichen ist dies bereits gelungen. So beträgt der Marktanteil im Geschäft mit Selbstständigen (ein Teilbereich dieser Statistik mit einem Volumen von rund 350 Milliarden Euro) rund 30 Prozent. Demgegenüber liegt der Marktanteil bei Unternehmenskunden bei lediglich 12 Prozent – eine noch nicht zufriedenstellende Größenordnung.

### Unterschiedliche Zyklen

Die Nachfrage nach Krediten unterliegt, ebenso wie die allgemeine Konjunktur, sehr unterschiedlichen Zyklen. Dabei lässt sich quer durch alle Säulen eine Gemeinsamkeit feststellen: Dem nahezu gleichlaufenden Aufbau der Kreditvolumina folgte der ebenso gleichlaufende Abbau derselben. Von einem oftmals befürchteten und kolportierten „credit crunch“ konnte in Deutschland aber zu keiner Zeit die Rede sein. Sicherlich haben die Banken eine große Flexibilität in der Anpassung an die Marktverhältnisse gezeigt, was nicht zuletzt ganz wesentlich der Risikosituation

geschuldet war, die in den letzten Jahren deutliche Spuren in den Bankbilanzen, auch der genossenschaftlichen Kreditinstitute, hinterlassen hat.

Eine Zahl soll dies verdeutlichen: Allein von 2000 bis 2004 haben deutsche Banken und Sparkassen mehr als 100 Milliarden Euro zur Risikovorsorge aufwenden müssen. Dieses in den Griff zu bekommen ist zunächst einmal, neben anderen Prozess- und Marktpositionierungsthemen, eine ganz wesentliche Voraussetzung, um nicht nur den eigenen Marktanteil im Firmenkundengeschäft zu verteidigen oder gar auszubauen, sondern auch Grundvoraussetzung für eine Verbesserung der Rentabilität des Kreditgeschäftes. Diese ist zurzeit bei allen Wettbewerbern nicht ausreichend gegeben, vielmehr verdient das Kreditgeschäft in der Regel nicht einmal seine Kapitalkosten.

### Keine auskömmliche Marge

Dies soll ein kleines Beispiel verdeutlichen. Wenn unterstellt wird, dass ein 100 Kredit Euro eine Kapitalunterlegung von acht Euro verlangt, bei einer Kapitalverzinsung beziehungsweise einem Verzinsungsanspruch von 12 Prozent, so müsste dieser Kredit alleine hierfür mit 96 Basispunkten bepreist sein. Darüber hinaus sind Vertriebs- und Bearbeitungskosten sowie Risikokosten zu kalkulieren, die zusammen mit weiteren 70 bis 90 Basispunkten eingepreist werden müssten. Werden allerdings Unternehmen im Investment-Grade-Bereich aktuell mit weniger als 50 Basispunkten bepreist, kann von einer auskömmlichen Kreditmarge nicht die Rede sein.

Natürlich haben die unterschiedlichen Banken verschiedene Ertragsansprüche – und dies trotz der Tatsache, dass nach Wegfall von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung mittlerweile alle drei Säulen des deutschen Bankenmarktes sich in etwa auf einem „Level Playing Field“ bewegen. So formuliert etwa die Deutsche Bank den Anspruch von 25 Prozent vor Steuern, bei der DZ Bank sind es 12 Prozent vor Steuern, und einige Landesbanken erreichen heute etwa 12 Prozent bis 15 Prozent vor Steuern, eine, wie vereinzelt zu hören ist, für sie akzeptable Hausnummer. Es bleibt allerdings festzuhalten, je höher die jeweiligen Ziele formuliert werden, desto größer ist die Lücke, die sich bei isolierter Betrachtung aus der Kreditvergabe ergibt.

Allerdings gilt, dass der deutsche Markt wie kaum ein anderer in Europa von einer sehr hohen Wettbewerbsintensität geprägt ist, in dem nicht nur deutsche Banken im Wettbewerb zueinander stehen, in den zunehmend auch Auslandsbanken drängen und in dem sich die KfW als Förderbank des Bundes als Mittelstandsbank positioniert und sich zunehmend als Wettbewerber der kommerziellen Banken entwickelt.

Im Ergebnis besteht in Deutschland ein Käufermarkt, auf dem insbesondere gute Adressen im Firmenkundengeschäft letztendlich die Konditionen durchsetzen können. Dieser seit Jahrzehnten in Deutschland existierende Käufermarkt führt dazu, dass der klassische Bankkredit faktisch zum Eigenkapitalersatz mutiert ist mit der hieraus resultierenden ernüchternden Erkenntnis, „Eigenkapital“ mit einer Marge von 50 Basispunkten zu vergeben. Dies ist ein sehr deutsches Problem. Wagt man einen Blick in das restliche Europa, so ist festzuhalten, dass die durchschnittliche Marge in UK, wo quasi nur noch fünf Banken miteinander im Wettbewerb stehen, im Firmenkundengeschäft ungefähr 250 Basispunkte und in Spanien mehr als 200 Basispunkte beträgt. Dort wird, im Gegensatz zu Deutschland, das dem Kreditgeschäft immanente Risiko angemessen bezahlt.

### Bankkredite als Ankerprodukt

Zunehmend finanziert sich der Mittelstand jedoch nicht nur ausschließlich über Bankkredite. Eine „Sophistication“ der Mittelstandsfinanzierung ist zu beobachten, das heißt die Bereitschaft von Unternehmen steigt, sich neuen Finanzierungsformen zu öffnen. Sie betrachten ihre aktuelle Refinanzierungsbasis zunehmend differenzierter und stehen einer Diversifizierung ihrer zukünftigen Refinanzierungsstruktur aufgeschlossener gegenüber. Im Ergebnis bedeutet dies, dass der klassische Bankkredit immer mehr um andere Finanzierungsprodukte ergänzt wird. Unter diesem Blickwinkel lassen sich auch die aggressiven Konditionen bei der Kreditvergabe erklären. Der Bankkredit wird als Türöffner beziehungsweise Ankerprodukt in der Kundenbeziehung betrachtet in der Erwartung, an möglichen lukrativen Provisionserträgen aus Kapitalmarktbeziehungsweise Advisory-Mandaten zu partizipieren.

Das am deutschen Kreditmarkt wieder zu beobachtende alte „Konditionenspiel“ beim

Bankkredit, bei dem man sich immer auf dem nächst niedrigeren Niveau trifft, ist zweifelsohne gut für den Kunden. Andererseits ist dies für das Kreditgewerbe sicherlich auch ein stetiger marktseitiger Impuls, immer wieder über neue Produkte als Finanzierungslösung für Firmenkunden nachzudenken. Produktinnovationen ermöglichen in einem verteilten Markt, der durch starken Wettbewerb gekennzeichnet ist, sich zu differenzieren und somit Marktanteile zu generieren, jenseits eines Wettbewerbs über den Preis. Das Verhalten der Mittelständler bezüglich einer verstärkten Differenzierung ihrer Finanzierungsstruktur unterliegt dabei einer klaren Ratio, da die Art der Finanzierung Wachstum unterstützen kann.

Dies belegt eine Studie von Ernst & Young (Wege zum Wachstum, 2005), in der 1 000 mittelständische Unternehmen in Deutschland befragt wurden. Sie kommt zu dem interessanten Ergebnis, dass Unternehmen, die sich ausschließlich über klassische Instrumente, wie den Bankkredit, finanzieren, durchschnittlich in der Umsatzentwicklung um fast 3 Prozent zurückfallen. Unternehmen, die eine diversifizierte Finanzierungsstruktur aufweisen, sind mit fast 9 Prozent deutlich im Wachstum gestiegen.

Im weiteren Verlauf dieses Beitrags wird anhand einiger konkreter Fallbeispiele aufgezeigt, wie sich mit Investmentbanking oder mit investmentbankingnahen Produkten effektive, zielorientierte und maßgeschneiderte Problemlösungen für den mittelständischen Kunden darstellen können.

### Investmentbanking-Produkte als Problemlöser

**Eigenkapitalmangel:** Führt man sich die Eigenkapitalquoten deutscher mittelständischer Unternehmen vor Augen, so kommt man nicht umhin, diese als durchschnittlich völlig unzureichend zu bezeichnen. Eine detaillierte Analyse von Zahlen der Creditreform zeigt anhand verschiedener Eigenkapitalquoten-Klassen, dass rund 60 Prozent der mittelständischen Unternehmen eine Eigenkapitalquote von unter 20 Prozent aufweisen, 34 Prozent davon sogar von unter 10 Prozent. Das ist nicht ausreichend, um insbesondere Krisensituationen zu überstehen oder den in einigen Branchen stattfindenden oder sich abzeichnenden notwendigen Strukturwandel zu meistern. Die Insolvenzstatistiken spre-

chen hier eine deutliche Sprache. Da sich mittelständische Unternehmen oftmals überwiegend im deutschen Markt bewegen, sind sie der derzeitigen schwierigen Konjunktursituation voll ausgesetzt. Diese durchzustehen ist natürlich mit einem viel zu hohen Leverage beziehungsweise einer viel zu schwachen Eigenkapitalquote kaum möglich. Allerdings haben die Banken ganz offensichtlich an diesem Leverage kräftig mitgearbeitet und haben schlussendlich das Fremdkapital zur Verfügung gestellt in dem Bestreben, bei der Verteilung der Marktanteile dabei zu sein.

Welche Problemlösungen bietet nun das Investmentbanking diesbezüglich für den Mittelstand an? Zunächst sei das Corporate Advisory betrachtet, also die Beratung von Unternehmen beispielsweise bei Eigenkapitalmaßnahmen oder Unternehmenskauf- oder Verkaufprojekten. Corporate-Advisory-Mandatierungen liegen in der Regel feste Vertrags- und Provisionsvereinbarungen zugrunde. Der Mittelstand ist allerdings oft nicht bereit, für Beratungsleistungen zu zahlen. Im Übrigen ist der Projektumfang bei kleineren Mittelständlern häufig zu gering, so dass der Einsatz teurer Spezialisten nicht wirtschaftlich wäre.

Im Großkundengeschäft spielt diese Thematik eher eine untergeordnete Rolle, da die Beratung einerseits über Provisionsregelungen und andererseits über die Margen bezahlt wird. Zudem gibt es in der Regel Cross-Selling-Möglichkeiten über das gesamte Produktangebot, das mit dem jeweiligen Kunden realisiert wird. Auf den Punkt gebracht kann festgehalten werden, dass die Größe des Unternehmens mit dem Spektrum der Produktnutzung korreliert und damit die Möglichkeiten der Bank erhöht, eine Kundenverbindung profitabel zu gestalten. Dies wird bei kleineren Adressen immer schwieriger, was bankseitig die Notwendigkeit zur Standardisierung von Produkten oder Prozessen auslöst.

### „Königsweg“ Börsengang

Der Börsengang ist als prominenteste Möglichkeit zu nennen, um sich Eigenkapital zu beschaffen und ist durchaus auch eine Option für wachstumsstarke oder größere mittelständische Unternehmen, letztendlich aber immer eine Einzelfallentscheidung. Dieser „Königsweg“ erfordert allerdings auch außerordentliches Umdenken

in einem mittelständischen Unternehmen. Die meist familiengeführten oder familien-dominierten Unternehmen sehen sich plötzlich mit umfangreichen Transparenz-anforderungen konfrontiert. Ein Börsengang ist nun einmal keine Einbahnstraße, auf der nur das Geld vom Investor zum Emittent fließt. Die Investoren erwarten zu Recht als Gegenleistung Informationen, da sie als Eigenkapitalgeber das unternehmerische Risiko mittragen. Dies ist ein Umstand, dem es sich im Vorfeld eines IPOs zu stellen gilt, da dies für die Familienunternehmen oftmals einer „Kulturrevolution“ gleichkommt.

Das in seinen Anforderungen neue Börsensegment „Entry Standard“ hilft, die erweiterten Anforderungen eines „Prime Standard“ zu reduzieren. Aktuell gibt es daher speziell im Entry Standard viele neue Börsennotierungen, die Wachstum finanzieren sollen, gerade auch von kleinen Unternehmen. Allerdings muss darauf geachtet werden, dass Exzesse, wie sie zu Zeiten des Neuen Marktes zu beobachten waren, sich nicht wiederholen. Hier sind alle Marktteilnehmer gefordert, für eine ausreichende Markthygiene Sorge zu tragen. Es gibt aber auch gegenläufige Bewegungen, die nicht unerwähnt bleiben sollen. So streben vermehrt börsennotierte Familienunternehmen ein „Delisting“ an, da insbesondere die erforderlichen Reportinganforderungen als überzogen erachtet werden oder auch kein direkter Nutzen mehr aus einer Börsennotierung, zum Beispiel bei zu geringem Fee Float, abgeleitet werden kann.

### Hessenfonds als Beispiel

Neben einem Börsengang bietet sich, je nach Bedarfslage, auch eine Partnerschaft auf Zeit in Form einer Beteiligungsfinanzierung an. Dies ist gerade bei familiengeführten Unternehmen oftmals passgenauer als ein IPO, da es zu keinen substanziellen Veränderungen der grundsätzlichen Unternehmenskultur führt. Dies trifft im Besonderen auf Minderheitsbeteiligungen oder Nachrangfinanzierungen zu, da hier die Möglichkeiten der Investoren relativ gering sind, auf Entscheidungen Einfluss zu nehmen. Hier ist ein für Banken hochinteressanter Markt entstanden, der jedoch am kleinteiligeren Ende unter Kostenaspekten nur schwer zu bearbeiten ist. Standardisierungsmöglichkeiten bieten sich als Lösungsansatz an.



Als Beispiel kann hier der IFD Hessen-Fonds genannt werden, mit dessen Management die Private Equity Tochtergesellschaft der DZ Bank, die DZ-Equity-Partner, betraut wurde. Der Fonds, der von sechs Banken aus dem Kreis der „Initiative Finanzstandort Deutschland IFD“ und dem Land Hessen unterstützt wird, wurde als Pilotprojekt im Frühjahr 2005 gestartet. Dieser soll den breiten Mittelstand beim Eigenkapitalaufbau unterstützen und somit einen wichtigen Beitrag zur Sicherung des zukünftigen Wachstums dieser Unternehmen leisten. Der Fonds stellt mittelständischen hessischen Firmen eigenkapitalähnliche Mittel in Größenordnungen zwischen ein und fünf Millionen Euro zur Verfügung (Mezzanine-Kapital). Dies geschieht in Form von stillen Beteiligungen und anderen nachrangigen Finanzierungsinstrumenten, die als wirtschaftliches Eigenkapital gelten. Das Fondsvolumen von 53 Millionen Euro wird gemeinsam von Commerzbank, Deutsche Bank, DZ Bank, KfW, Landesbank Hessen-Thüringen und Morgan Stanley bereitgestellt.

Mezzanine Finanzierungsformen erlebten in der nahen Vergangenheit sowohl auf der Angebots- wie auf der Nachfrageseite eine wahre Renaissance. Die Produktpalette erlaubt dank vielfältiger Strukturierungsmöglichkeiten eine maßgeschneiderte Anpassung an die Bedürfnisse des jeweiligen Unternehmens. So ist es bei entsprechender Ausgestaltung mittels Genussscheinen möglich, eine Anerkennung des Kapitals als Eigenkapital gemäß den internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS zu erreichen. Neben Genussscheinen lässt sich dies auch durch die Emission eines Hybridbonds, wie den der Südzucker AG, darstellen. Hybridbonds sind als Perpetuals strukturiert, also Papiere mit (theoretisch) unendlicher Laufzeit, die nur durch den Emittenten kündbar sind und nicht zuletzt dadurch dem Eigenkapital zugerechnet werden.

### **Bilanzentlastende Maßnahmen**

Weitere klassischere Mezzanine-Produkte wie Nachrangkapital, stille Beteiligungen sowie Wandelanleihen, Optionsanleihen und Umtauschanleihen runden das breit gefächerte Instrumentarium ab. Im Ergebnis gibt es eine Vielzahl von Instrumenten, die der Markt je nach Bedarfslage bereithält, welche allerdings vollumfänglich nicht für jedes Unternehmen verfügbar sind – auch nicht für jede Bonität.

Die DZ Bank hat einen Genussscheinkapitalfonds für den Mittelstand mit der Zielsetzung lanciert, eine Brücke zwischen institutionellen Kapitalinvestoren und Eigenkapital suchenden Unternehmen zu bauen. Der Fonds hat ein Volumen von 350 Millionen Euro und wurde inzwischen voll investiert. Die Bank legt derzeit einen neuen Fonds, den so genannten „DZ Mezzanine Invest 1“ mit einem Volumen von zirka 300 Millionen Euro auf, der in ähnlicher Struktur Genussscheinkapital zur Verfügung stellt. Die Eigenkapitalproblematik des Mittelstands wird hiermit erfolgreich adressiert.

Der guten Ordnung halber sollen bilanzentlastende Maßnahmen in dieser Aufzählung nicht vergessen werden. Leasing (VR-Leasing AG) und Factoring (VR Factorem GmbH) werden im Rahmen des Allfinanzangebotes eingesetzt, um durch eine Entlastung der Aktivseite bessere Bilanzrelationen herzustellen. Hierauf soll jedoch im Einzelnen nicht näher eingegangen werden, da es sich hier um Alternativen zum klassischen Kredit, nicht aber um Investmentbanking-Produkte handelt. Darüber hinaus gewinnt Asset Backed Securitization (ABS) mit dem Ziel, Bilanzentlastung zu betreiben, zunehmend an Bedeutung.

Mittels einer Genussscheifinanzierung soll im Folgenden anhand eines konkreten Beispiels der Einsatz eines Investmentbanking-Produkts zur Eigenkapitalfinanzierung aufgezeigt werden. Ziele der Transaktion waren, neben der Freisetzung von Mitteln für die internationale Expansion, die Sicherung des aktuellen Zinsniveaus, die Neustrukturierung der Passiv-Seite, die Ablösung einer heterogenen Bankenstruktur und nicht zuletzt die Verbesserung der Eigenkapitalausstattung. Kernpunkt der Gesamttransaktion war eine Genussscheifinanzierung mit einem Nominalvolumen von 60 Millionen Euro, einer Laufzeit bis 2012 mit einer Vergütung von 11,0 Prozent p.a. und einer zusätzlichen Komponente von 2 Prozent p.a., die am Laufzeitende gezahlt werden muss. Das Nominalvolumen wurde durch die DZ-Equity-Partner bereitgestellt.

Die durch die Genussscheifinanzierung verbesserte Eigenkapitalausstattung und die dadurch entstandenen Finanzierungsspielräume ermöglichten letztendlich die Gesamttransaktion, die folgende Finanzierungstranchen beinhaltete: einen syndi-

zierten Kredit in Höhe von 170 Millionen Euro, ein Nachrangdarlehen als Private Placement in Höhe von 140 Millionen Euro sowie die oben bereits beschriebene Genussscheifinanzierung in Höhe von 60 Millionen Euro mit Laufzeiten zwischen fünf und sieben Jahren. Betrachtet man die Finanzierungskosten über alle Tranchen anhand einer Mischkalkulation, so konnte im Ergebnis ein attraktiver Finanzierungsmix für das Unternehmen dargestellt werden.

### **Nachfolgeproblematik**

Neben der Eigenkapitalthematik ist die Nachfolgeproblematik ein weiteres wichtiges Thema für den Mittelstand und bietet zugleich auch Geschäftsansatzpunkte für Banken. Dabei ist Nachfolge nichts, was man üben kann. Sie ist im Leben eines jeden Unternehmers einmalig. Für einen Unternehmer, der sein Lebenswerk irgendwann in andere Hände übergeben muss, vielleicht in die Hände der nächsten Generation oder aber in die Hände von Dritten, ist dies sehr oft ein schwieriger Schritt. Es gibt genügend prominente Fälle, in denen dies misslang, vor allem mit schmerzhaften Folgen für die Unternehmer beziehungsweise das Unternehmen, aber eben manchmal auch für Banken. Es ist ein Themenkomplex, der beizeiten geordnet und strukturiert werden muss und bei dem Banken einen wichtigen Beitrag leisten können.

Von Unternehmensnachfolgefragen ist in den nächsten fünf Jahren eine große Anzahl von Familienunternehmen betroffen. So geht das Institut für Mittelstandsforschung (IfM) von jährlich zirka 71 000 Unternehmen aus, bei denen Nachfolgefragen zu lösen sind. Interessant ist die Struktur der Nachfolgelösungen. So gehen die Forscher des IfM davon aus, dass 31 000 Unternehmen an Familienmitglieder weitergegeben werden. Somit bleibt die klassische Familiennachfolge der häufigste Lösungsansatz. Immerhin 15 000 Unternehmen gehen in den Verkauf, an Mitarbeiter und externe Führungskräfte werden 19 000 Unternehmen weitergegeben. Von einer Stilllegung mangels Nachfolger werden etwa 6 000 Unternehmen betroffen sein. Hiervon sind bedauerlicherweise oftmals Unternehmen aus den Segmenten Handwerk oder (Klein-)Gewerbe betroffen, wo das Investmentbanking keine Lösungen anbieten kann, da aufgrund der Größenklasse dieser Unternehmen die Kosten von Investmentbanking-



Produkten ökonomisch nicht zu rechtfertigen wären.

Welche Instrumente stellt das Investmentbanking nun bereit, um Lösungen für Unternehmensnachfolgen anzubieten? Es sind das klassische M&A, Lösungen mittels Management Buyout (MBO) beziehungsweise Management Buy-in (MBI), die hiermit einhergehende Akquisitionsfinanzierung (Leveraged Finance) sowie das Going Public.

Es soll nun eine Transaktion zur Gestaltung einer Unternehmensnachfolge, die von der DZ-Equity-Partner strukturiert und durchgeführt wurde, in einer Case Study näher betrachtet werden. Für eine beabsichtigte Unternehmensnachfolge sollte eine externe Lösung gefunden werden, da kein Familienmitglied für die Nachfolge in Frage kam. Dabei galt es zwei Zielsetzungen zu berücksichtigen: Ein angemessener Preis für das Lebenswerk des Unternehmers war zu erzielen, und gleichzeitig sollte die langfristige Unternehmensfortführung sichergestellt werden. Gerade Familienunternehmen sehen sich hier in einer besonderen Verpflichtung.

### Case Study

Konkret galt es, 100 Prozent der Anteile an der AB-GmbH sowie die Mehrheit an der AC-GmbH zu veräußern. Die Einbindung des geschäftsführenden Gesellschafters der AC-GmbH als Buyout Manager war ebenso erwünscht, wie die Einbeziehung eines externen Geschäftsführers, der zusätzlich internationales Know-how mit einbringen sollte. Im Ergebnis stand eine kombinierte Transaktion aus einem Management Buyout und einem Management Buy-in. Der DZ-Equity-Partner fiel die Aufgabe zu, einen MBI-Manager zu finden. Der Kaufpreis für beide Unternehmen betrug insgesamt 51 Millionen Euro und wurde so strukturiert, dass man zunächst eine „NewCo“ gründete, also eine neue Gesellschaft, die sodann beide Unternehmen übernommen hat.

Der von der New-Co zu zahlende Kaufpreis wurde wie folgt finanziert: 11,5 Millionen Euro bilanzielles Eigenkapital, 10,5 Millionen Euro wirtschaftliches Eigenkapital und 29 Millionen Euro als Senior Loan. Im Ergebnis ist das also eine sehr solide Finanzierungsstruktur. Das wirtschaftliche Eigenkapital bestand zum Teil aus einem Verkäuferdarlehen und aus Mezzanine-Kapital, das von der DZ-Equity-Partner zur

Verfügung gestellt wurde. Am Stammkapital der New-Co ist die Gesellschaft mit 40 Prozent beteiligt, der MBO- beziehungsweise der MBI-Manager halten jeweils 30 Prozent und somit die Mehrheit am Unternehmen. Im Ergebnis ist das also eine hochinteressante Konstruktion zur Lösung einer typisch mittelständischen Problemstellung, die dazu führte, dass alle ex ante formulierten Ziele des mittelständischen Unternehmers erreicht wurden, insbesondere weiteres Know-how eingebunden und die langfristige Unternehmensfortführung gesichert werden konnte. Nicht zuletzt bleibt der Altgesellschafter „seinem“ Unternehmen über ein Verkäuferdarlehen weiterhin verbunden.

### Diversifizierung der Fremdkapitalseite

Ein weiterer zunehmend erkennbarer Bedarf betrifft die Diversifizierung der Fremdkapitalseite. Die oft bei Mittelständlern anzutreffende Situation, dass bis zu 90 Prozent der Passivseite sozusagen den Banken und Lieferanten „gehört“, erzeugt eine erhebliche Abhängigkeit und sollte aus Unternehmenssicht eine überfällige Revision der Refinanzierungspolitik auslösen. Weitere gute Gründe sind die Schaffung von zusätzlichen Finanzierungsspielräumen und damit nicht zuletzt die Finanzierung von Wachstum. Ein Trend hin zu einer Diversifizierung der Refinanzierung kann anhand konkreter Zahlen belegt werden. So nahm der Umlauf von Unternehmensanleihen deutscher Unternehmen von 14,4 Milliarden US-Dollar in 1999 auf 117,2 Milliarden US-Dollar in 2005 deutlich zu.

Auch das Marktvolumen von Asset Backed Securities, kurz ABS, hat in den vergangenen Jahren in Deutschland deutlich zugenommen, allerdings von einem sehr geringen Niveau ausgehend. Von einem Marktvolumen, wie es insbesondere in den USA vorzufinden ist, wo allerdings der Verkauf von Forderungen eine seit Jahrzehnten etablierte Finanzierungsform darstellt, um Unternehmensbilanzen zu entlasten und Eigenkapitalquoten zu verbessern, ist Deutschland noch sehr weit entfernt. Weitere Diversifizierungsalternativen neben Unternehmensanleihen sind Schuldscheindarlehen, die genannten Genussscheine oder Hybridbonds.

Als Fallbeispiel soll nachfolgend die Begebung eines Schuldscheindarlehens eines Markenartiklers dienen, den die DZ Bank in

2005 strukturiert und platziert hat. Die Transaktion ist aus folgenden Gründen als Beispiel besonders geeignet. Zum einen handelt es sich um einen renommierten Markenartikler, einen familiengeführten Mittelständler, der mit einem relativ kleinen Kapitalmarktinstrument ausgestattet werden sollte und noch nie irgendeine Kapitalmarkt- oder kapitalmarktnahe Transaktion durchgeführt hat. Zum anderen fällt das aus Kapitalmarktsicht kleine Volumen von 20 Millionen Euro ins Auge, für das ein Londoner Investmentbanker nicht in die Provinz anreisen würde. Das Unternehmen konnte erste Kapitalmarkterfahrung mit einem kapitalmarktnahen Produkt sammeln.

Zielsetzung für die Begebung des Schuldscheindarlehens war einmal die Verbreiterung der Finanzierungspalette sowie die Finanzierung von Investitionen zum Zweck des internen Wachstums. Daneben wollte man, was für jedes Unternehmen eine Selbstverständlichkeit ist, eine vergleichsweise günstige Finanzierung durchführen, aber auch testen, wie Kapitalmarktinvestoren dem Unternehmen gegenüberstehen.

### Risikomanagement

Abschließend soll aufgezeigt werden, welche Instrumente das Investmentbanking zur Verfügung stellt, um mittelständischen Unternehmen ein effektives Risikomanagement ihrer Währungs- und Zinspositionen zu ermöglichen. Sowohl auf der Devisen- als auch auf der Zinsseite steht hier ein breites Spektrum von Produkten zur Verfügung. Im Ergebnis geht es darum, Preisschwankungen zu begrenzen beziehungsweise zu eliminieren. Hier ließe sich einwenden, dass sich beispielsweise durch Währungseffekte auch Gewinne erzielen lassen. Dem ist entgegenzusetzen, dass ein Unternehmen grundsätzlich gut beraten ist, die Gewinnerzielung über das operative Geschäft anzustreben und eben nicht über beispielsweise Währungsspekulationen.

Auf der anderen Seite kann natürlich ein klares Commitment zum Hedging auch negative Auswirkungen haben. Als Beispiel sei hier der Importeur genannt, der sein Währungsrisiko absichert und der Wettbewerber, der dies nicht tut und in drei oder vier Monaten mit einem Discount von 20 Prozent die gleiche Ware einkauft (typisches „Importeurs-Dilemma“). Letztlich ist die Erwartung des Unternehmens entscheidend, sicherlich unterstützt durch die



Einschätzungen seiner Banken, wie sich zukünftig Zinsen oder Währungen entwickeln werden.

### **Komplexe Strukturen**

Im konkreten Risikomanagement-Fall ging es um die Prolongation eines Darlehens mit zehnjähriger Laufzeit. Mit Hilfe einer „Korridor-Klassik-Struktur“ wurde dem Unternehmen über die gesamte Laufzeit die Partizipation an dem niedrigen Sechs-Monats-Euribor-Zinssatz ermöglicht, der bei Abschluss der Struktur bei 3,06 Prozent lag (zuzüglich der individuellen Kreditmarge, die für die hiesige Betrachtung nicht relevant ist). Der zu diesem Zeitpunkt gültige Zehn-Jahres-Swap-Satz lag bei 4,10 Prozent, also im Zeitpunkt des Abschlusses konnte das Unternehmen mehr als einen Prozentpunkt einsparen. Die Partizipation am niedrigen Sechs-Monats-Euribor Zinssatz erfolgt allerdings lediglich in einem Korridor (daher der Name der Struktur) von 2,80 Prozent bis 4,98 Prozent. Sollte der Euribor über 4,98 Prozent ansteigen, so ist weiterhin 4,98 Prozent zu bezahlen, das heißt 4,98 Prozent ist in diesem Fall die Zinsobergrenze. Sollte der Euribor unter 2,80 Prozent fallen, muss das Unternehmen ebenfalls 4,98 Prozent Zinsen zahlen.

Neben der oben beschriebenen Korridor-Klassik-Struktur beinhaltet das Produktportfolio der DZ Bank auch weitere komplexe Strukturen, wie beispielsweise Memory Swaps und Constant Maturity Swaps, wahlweise mit Kündigungsoptionen, Obergrenzen oder Spreadkomponenten ausgestattet sowie selbstverständlich zahlreiche „Plain Vanilla“-Produkte, wie Swaps, Caps oder Outrights, um nur einige zu nennen.

### **Internationalisierung**

Neben den oben exemplarisch beschriebenen konkreten Bedarfslagen sehen sich Unternehmen weiteren globalen Herausforderungen gegenüber, beispielsweise Unternehmenswachstum auch international abzusichern, um die Wettbewerbsposition gegen globale Konkurrenten zu verteidigen, eine kritische Unternehmensgröße zu erreichen, die Leistungsfähigkeit bei F&E zu steigern, Produktionsverlagerungen im Rahmen von Kostensenkungsprogrammen zu finanzieren oder auch auf den Trend der OEMs zu reagieren, Risiken zunehmend auf Zulieferer zu verlagern. Aus diesen vielfältigen Finanzierungsanlässen seien an die-

ser Stelle folgende Beispiele genannt – ohne Anspruch auf Vollständigkeit. So organisierten und strukturierten die M&A-Experten der DZ Bank für einen großen deutschen Filialisten eine Akquisition in Frankreich oder waren an Zukäufen von Pharmahandelsunternehmen in Osteuropa zur geographischen Expansion eines deutschen Pharmagroßhändlers als Mandated Lead Advisor beteiligt.

Solche Transaktionen müssen selbstverständlich auch finanziert werden. Die Akquisitionsfinanzierung, also die Finanzierung und Strukturierung des Kaufs eines Unternehmens oder von Unternehmensteilen, bietet hierzu das probate Instrumentarium, das die Banken insbesondere in der jüngeren Vergangenheit als sehr lukratives Geschäftsfeld für sich entdeckt haben. Hierfür gab es viele prominente Beispiele: Die Mehrheitsübernahmen von BOC durch die Linde AG oder von O<sub>2</sub> durch die spanische Telefonica. Aber auch viele Mittelständler nutzen die Möglichkeiten, eine Auslandsexpansion durch Kreditaufnahme im Rahmen einer international syndizierten Finanzierung darzustellen, die hochprofessionell durchstrukturiert werden muss.

Für Banken ist dieses Geschäftsfeld deshalb von besonderem Interesse, da solche strukturierten Finanzierungen, im Gegensatz zum klassischen Bankkredit, adäquat gepreist werden. Um allerdings eine vernünftige Akquisitionsfinanzierung darstellen zu können, muss ein Transaktionsvolumen vorliegen, das über 20 Millionen Euro pro Bank liegt, da die Strukturierungskosten, wie beispielsweise für die Rechtsberatung oder Due Diligence, erst ab einem gewissen Transaktionsvolumen zu rechtfertigen sind.

Die DZ Bank gewährleistet mit ihrer internationalen Präsenz und der damit einhergehenden Kundennähe und lokalen Marktexpertise, Unternehmen bei ihren globalen Herausforderungen ein kompetenter und verlässlicher Partner zu sein. So ist die Bank in den wichtigen Finanzzentren, London, New York, Singapur und Hongkong mit Auslandsfilialen vertreten. Des Weiteren werden Repräsentanzen in Istanbul, Moskau, Sao Paulo, Mexico-City, Teheran, Mumbai, Tokio, Beijing und Schanghai unterhalten. Die im August 2005 unterzeichnete Kooperationsvereinbarung mit der Bank of East Asia (BEA), der größten unabhängigen Bank in Hongkong, stärkt die Po-

sition der Bank auf dem Wachstumsmarkt China.

Um den Unternehmen aufgrund der oben aufgezeigten komplexen Anforderungen ein verlässlicher und kompetenter Partner zu sein, ist ein ganzheitlicher Beratungsansatz erforderlich. Daneben ist es für eine Bank im Corporate-Finance-Geschäft unerlässlich, mit einer breiten Produktpalette auf alle Bedarfslagen maßgeschneidert reagieren zu können. Nur so wird man seitens der Unternehmen als kompetenter Partner wahrgenommen und – Banken sind keine Altruisten – können über beratungsintensive Geschäftsabschlüsse auskömmliche Erträge generiert werden.

### **Kundenfokussierte organisatorische Voraussetzungen**

Die DZ Bank sieht sich hier in einer guten, wenn auch noch ausbaufähigen Position. Sie verfolgt einen Relationship-Ansatz mit Branchenexpertise bei der Marktbearbeitung, der von einem vielfach ausgezeichneten Research unterstützt wird. Das Aktienresearch hat seinen Analyseschwerpunkt auf deutsche Small- und Midcaps ausgerichtet. Derzeit beobachten zirka 40 Analysten rund 290 deutsche und internationale Unternehmen, das heißt, es besteht ein durchschnittliches Verhältnis von Analyst zu Aktie von eins zu acht.

Die im Aktienresearch ermittelten und analysierten Branchentrends bieten oftmals erste Ansatzpunkte für zukünftige Bedarfslagen von Unternehmen, die sodann im Corporate Finance aufgenommen und in adäquate Problemlösungen für den Kunden umgesetzt werden. Dies gewährleistet einerseits, dass der Corporate-Finance-Betreuer dem Kunden auf „Augenhöhe“ begegnet, da er neben dem Finanzierungsinstrumentarium gleichfalls die „Welt“ des Unternehmens kennt und versteht. Der Relationship-Ansatz gewährleistet den Unternehmen die zwingend notwendige Produktneutralität ihres zentralen Ansprechpartners und ist Garant für eine Beratung, die ausschließlich auf die Kundenbedürfnisse ausgerichtet ist.

\* Vergleiche auch: Dr. Thomas Duhnkrack, Investment Banking für den Mittelstand – Herausforderungen für den genossenschaftlichen Finanzverbund, in: Die strukturelle Ertragsschwäche der Banken – Strategische Neuausrichtung in gesättigten Märkten, ecfS-Schriftenreihe (european center for financial services 2006; Hrsg.: Hans Tietmeyer/Bernd Rolfs)