

Mezzanine-Kapital: eine interessante Beimischung für Investoren und Unternehmer

Es wäre eine Achterbahnfahrt, wollte man die Entwicklung der Reputation von Mezzanine-Kapital bei deutschen Investoren beschreiben. Auflegende Institute priesen standardisierte Mezzanine-Programme als Finanzinnovation. Anleger fühlten sich später dagegen schlecht informiert und getäuscht. Diese Kritik bezieht sich vor allem auf eine in Deutschland etablierte Subgruppe standardisierter Mezzanine-Programme.

Kritik am Vertrieb des Standard-Mezzanine-Angebots

Bei vielen Investoren wurde jedoch nicht differenziert und somit hat auch das Image des individuellen Mezzanine-Kapitals leider darunter gelitten – zumindest bei deutschen Anlegern. Auch wenn professionellen Kapitalmarktteilnehmern der Unterschied zwischen einem standardisierten und einem individuellen Mezzanine-Kapital vertraut sein sollte, kämpft das Finanzprodukt „Mezzanine“ in der deutschen Berichterstattung mit seinem Image. Richtig eingesetzt ist individuelles Mezzanine-Kapital jedoch ein sinnvolles und wettbewerbsfähiges Finanzierungsinstrument für Unternehmen und ein attraktives Investment für Investoren.

Kritiker verfolgen eine Argumentationskette, die sich ausschließlich aus den Gegebenheiten des Standard-Mezzanine-Kapitals ableitet: Mezzanine-Finanzierungen seien im Vergleich zu Kreditfinanzierungen zu teuer. Deshalb nähmen ausschließlich die Unternehmen Mezzanine-Finanzierungen in Anspruch, die keinen Kredit mehr erhielten. Und dies erkläre letztlich auch die hohen Ausfallraten von 30 bis 40 Prozent bei einigen standardisierten Mezzanine-Programmen, über die berichtet worden ist. Die Realität sieht allerdings anders aus: Nach der Einführung des ersten Stan-

dard-Mezzanine-Programmes „Preps“ gab es zahlreiche weitere Anbieter. Sie standen im Wettbewerb und versuchten, die Programme möglichst zügig zu füllen. Denn nur so konnte die Platzierung am Kapitalmarkt umgesetzt und den Unternehmen die vereinbarte Liquidität zur Verfügung gestellt werden. In knapper Zeit waren möglichst viele Unternehmen zu berücksichtigen. Bei Standard-Mezzanine erfolgte die Prüfung oftmals ausschließlich anhand vom Unternehmen vorgelegter Zahlen, qualitative Aspekte wurden mit Fragebögen evaluiert.

Daraus abzuleiten, das Produkt „Mezzanine-Kapital“ hätte sich disqualifiziert, ist zu kurz gesprungen. Vielmehr mangelte es bei der Vergabe im Rahmen dieser Programme offenbar teils an der notwendigen Sorgfalt,

Ole Klose, Geschäftsführer, Lampe Capital Finance GmbH, Düsseldorf, und Dr. Daniel Schmidt, geschäftsführender Gesellschafter, CEPRES GmbH, München

Ähnlich wie ABS leidet auch das Instrument des Mezzanine-Kapitals an unbestreitbaren früheren Fehlentwicklungen des Marktes sowie unter einer undifferenzierten Betrachtung des Umfeldes und der Einsatzbereiche. Die Autoren wollen die Entscheidung für diese Finanzierungsform sowohl unter betriebswirtschaftlichen als auch strategischen und persönlichen Aspekten der Gesellschafter sorgfältig vorbereitet wissen. Und unter gebührender Einbeziehung all dieser Dimensionen halten sie Mezzanine-Kapital für ein durchaus ernst zu nehmendes Instrument der Unternehmensfinanzierung. Ihre These: Für Tausende von Unternehmen im deutschen Mittelstand, die eine Finanzierung eines bestimmten Vorhabens benötigen, kann Mezzanine durchaus eine Alternative sein. (Red.)

und letztlich war das Angebot einfach zu verführerisch. Die Unternehmen erhielten einmalig günstiges Nachrangkapital, die Investoren glaubten ein diversifiziertes Portfolio von Investment-Grade-Bonitäten zu zeichnen, und die Anbieter hatten ein neues Produkt kreiert: Standard-Mezzanine.

Nicht Äpfel mit Birnen vergleichen

Bleibt das Argument, Mezzanine-Kapital sei zu teuer – vor allem angesichts eines nach wie vor historisch niedrigen Zinsniveaus. Anleihen großer Unternehmen mit guter Bonität werden mit einem Spread von unter einem Prozent emittiert, Mezzanine-Kapital liegt mit einem teils zweifeligen Kupon deutlich darüber. Ein Vergleich der Zahlen ist jedoch unzulässig, denn: Mezzanine-Kapital ist ein Nachrangkapital, das in der Bilanz einen eigenkapitalähnlichen Charakter hat. Das Mezzanine-Kapital muss daher mit einer minderheitlichen offenen Beteiligung verglichen werden.

Die Unternehmensanleihe oder ein Bankkredit sind dagegen Fremdkapital. Die Bilanz verlängert sich, die Eigenkapitalquote sinkt und damit möglicherweise die Bonitätsbewertung der kreditgebenden Banken. Das Konkurrenzprodukt zu vielen Mezzanine-Spielarten ist somit nicht allein der Kredit. Es sind auch alle Finanzierungsformen, die das Eigenkapital stärken. Der Vergleich muss also differenzierter ausfallen, um eine Entscheidung treffen zu können.

Verbindung von Berechenbarkeit mit Unabhängigkeit

Wer Eigenkapital benötigt, kann im Wesentlichen unter vier Optionen wählen:

1. Die Gesellschafter investieren zusätzliche Mittel, sei es unmittelbar durch Kapi-

talerhöhung oder mittelbar durch Thesaurierung der Gewinne.

2. Der Unternehmer beteiligt einen strategischen Investor.

3. Eine Beteiligungsgesellschaft oder ein Private-Equity-Fonds investiert minderheitlich, und

4. das Unternehmen erhält bei entsprechenden Bilanzspielräumen bestimmte Formen des Mezzanine-Kapitals als Eigenkapitalsurrogat.

Die Entscheidung für eine Finanzierungsform ist sicherlich eine betriebswirtschaftliche Entscheidung, aber nicht nur. Es ist auch eine strategische und vor allem persönliche Entscheidung des Gesellschafters. Denn jede Option spiegelt eine individuelle Motivation wider. Hinter Variante 1 steht die individuelle Vermögensplanung der Gesellschafter beziehungsweise des Unternehmers und seiner Familie. Diese kann, muss aber nicht zur Entwicklung des eigenen Unternehmens passen. Es bedarf der Entscheidung, ob sie ihr Engagement erhöhen wollen. Erfahrungsgemäß ist die Unternehmensbeteiligung bereits ein Klumpenrisiko. Ist der Gesellschafterkreis größer, wird zugleich die Frage der Machtverhältnisse aufgeworfen.

Die Option 2 ist vielfach der Einstieg in den Ausstieg, also den vollständigen Verkauf des Unternehmens. Denn ein strate-

gischer Investor sucht in der Regel eine Mehrheitsbeteiligung, verbunden mit der operativen Führung beziehungsweise der letzten Entscheidungsgewalt. Es ist am Ende eine Vertrauensfrage. Gelingt es, eine gemeinsame Vision von der Zukunft des Unternehmens zu entwickeln? Und vor allem: Haben Alt-Gesellschafter und strategischer Investor dauerhaft gleichgerichtete Interessen?

Optionen 1 und 2 ist gemeinsam, dass die Entscheidung weniger auf Zahlen, denn auf weichen Faktoren basiert. Stimmt die viel zitierte Chemie zwischen den handelnden Personen nicht, kann die geplante Stärkung des Unternehmens in eine Lähmung münden.

Fonds als Gesellschafter des Unternehmens

Auch bei dem Einstieg einer Beteiligungsgesellschaft oder eines Private-Equity-Fonds, Option 3, spielt das Thema Unternehmensführung eine Rolle, denn der Fonds wird Gesellschafter des Unternehmens. Dies, wie die vorhergehende notwendige Unternehmensbewertung, kann mit Diskussionen oder mit einem Konflikt verbunden sein. Der wesentliche Aspekt für die Finanzierungsentscheidung ist jedoch, dass der PE-Investor eine hohe Rendite beim Verkauf seiner Unternehmensanteile erzielen will. Er wird also alles daran setzen, den Erfolg auf seinen Ausstiegszeitpunkt auszurichten.

Hieraus ergeben sich zwei Implikationen: Die Fokussierung auf ein konkretes Ausstiegsdatum kann, muss jedoch nicht den Interessen des Unternehmens und/oder des Unternehmers entsprechen. Zudem braucht der PE-Investor eine fungible Unternehmensbeteiligung, was in der Regel einen Verkauf einer teils signifikanten operativen Mehrheit oder sogar von 100 Prozent des Unternehmens bedingt. Zudem kommt es dann zu einem Gesellschafterwechsel.

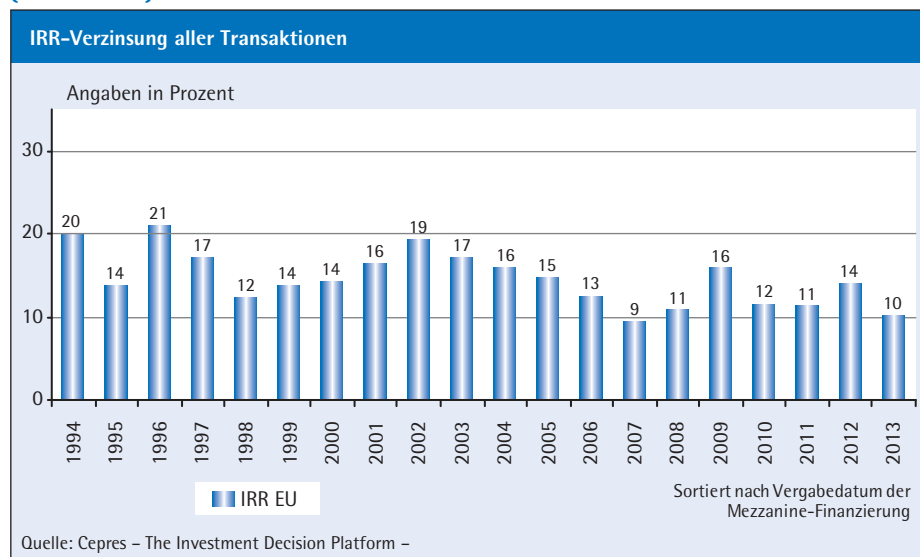
Mit Mezzanine-Kapital, das im Rahmen einer Wachstumsfinanzierung vergeben wird (sponsorless), sind die finanziellen Erwartungen des Investors von Anfang an transparent und bekannt. Sein Ertrag fällt über die gesamte Laufzeit und in Teilen am Ende als Zinszahlung an, zum Laufzeitende muss die Darlehenssumme zurückgezahlt werden. Vor Darlehensvergabe erfolgt eine vertiefte Prüfung des Unternehmens. Da die Prüfung auf die Rückzahlungsfähigkeit des Mezzanine-Kapitals abstellt, ist sie nicht so umfassend wie bei einem Investor für eine offene Unternehmensbeteiligung. Die Verträge sehen meist detaillierte Informationsrechte vor, aber kein Investor wird sich aktiv in die Unternehmensführung einbringen. Bei einem Mezzanine-Fonds agieren die Fondsmanager als professionelles Bindeglied zwischen Unternehmen und Investoren.

Wollte man die Finanzierungsmöglichkeiten mit Etiketten versehen, ergäbe sich folgendes Bild: Option 1: Die Gesellschafter „schießen“ Eigenkapital nach, wenn das Unternehmen „in der Familie“ bleiben soll. Option 2: Ein strategischer Investor „begeistert“ sich für das Geschäftsmodell und erwirbt die Mehrheit. Option 3: Der Unternehmer holt sich mit einem Private-Equity-Investor Kapital und Managementexpertise ins Haus. Im Mittelpunkt steht die Wertsteigerung des Unternehmens, um einen möglichst ertragreichen Exit zu realisieren. Und Option 4: Der Unternehmer wählt individuelles Mezzanine-Kapital, weil die Finanzierung berechenbar sein soll und er unabhängig bleiben möchte.

Flexibilität durch Mezzanine-Kapital

Mezzanine-Kapital kann theoretisch in allen Unternehmenssituationen eingesetzt werden, meist sind die Anlässe jedoch Wachstumssituationen und Unternehmenstransaktionen. Unter dem Oberbegriff

Abbildung: Brutto-Rendite von Mezzanine-Investitionen auf Unternehmenslevel (Median IRR)



Wachstum können Expansion, Internationalisierung oder der Erwerb von Unternehmen fallen. Unternehmenstransaktionen können Gesellschafterauskäufe, Nachfolgelösung oder Management-Buy-in sein. Dies sind originär Situationen, die der Unternehmer auch selbst steuern will und muss. Dazu zwei vereinfachte Beispiele:

Management-Buy-out: Ein Unternehmen gehört zwei Geschwistern. Ein Gesellschafter hat die Managementverantwortung übernommen und ist seit mehreren Jahren als Geschäftsführer im Unternehmen tätig. Der andere war im Unternehmen beschäftigt, ist aber schon vor mehreren Jahren ausgeschieden. Die Unternehmensbelange kennt er nur noch aus Erzählungen des Bruders. Strategische Entscheidungen möchte er nicht mehr fällen und die Verantwortung abgeben. Man einigt sich darauf, dass der geschäftsführende Gesellschafter den Anteil übernimmt. Auf Gesellschafterebene stehen jedoch nicht genügend Mittel zur Verfügung, insofern soll das Unternehmen die eigenen Anteile erwerben. Der Kaufpreis könnte über die Kreditlinien bei den Banken finanziert werden. Diese wären dann allerdings ausgeschöpft und würden nicht mehr für das operative Geschäft zur Verfügung stehen. Das Unternehmen nimmt stattdessen Mezzanine-Kapital in der benötigten Höhe auf und erwirbt die Geschäftsanteile des ausgeschiedenen Gesellschafters.

Prüfung – mehr als eine Due Diligence

Wachstum: Ein Unternehmen plant, das organische Wachstum deutlich zu steigern. Wachstum bedingt Liquidität für die notwendigen Investitionen und den Aufbau des Working Capital. Eine reine Fremdkapitalfinanzierung scheidet aus, da die daraus resultierende Bilanzverlängerung die Eigenkapitalquote „dahin schmelzen“ lassen würde. Also benötigt das Unternehmen – zumindest temporär – zusätzliches, nachrangiges Kapital. Und zwar so lange, bis ein eingeschwungener Zustand erreicht ist und die Abschreibungen den Cash-Bedarf für die laufenden Investitionen decken und auch der Working-Capital-Bedarf dargestellt werden kann.

Ein Ausfall ist für keinen Beteiligten erstrebenswert – nicht für das Unternehmen, nicht für das aufliegende Institut und schon gar nicht für den Investor. Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen kann

Fachsprache in Bankmarketing und -management

Tilman Jürg_Pixelio.de

Durch neue Produkte, Methoden und Konzepte in den Bereichen Bankmarketing und Bankmanagement etablierten sich in den letzten Jahren immer mehr neue Begriffe in der Fachsprache, die oft nicht eindeutig definiert sind und damit zu Missverständnissen führen können.

Hier Klarheit zu schaffen, ist Ziel dieses Glossars, das ein breites Themenspektrum umfasst: von „Acquiring“, einem Teilbereich des Kartengeschäfts, der sich in den letzten Jahren stark entwickelt hat, über „Intuitives Management“, das in betrieblichen Entscheidungsprozessen immer bewusster wahrgenommen wird, bis hin zu „Zweite Sparkasse“, einem Geldinstitut, das all jenen eine Kontoverbindung bietet, denen sie ansonsten verwehrt wird.

Das Buch zeichnet sich durch die hohe Praxisrelevanz der aufgenommenen Fachbegriffe und die wissenschaftlich fundierten, dennoch allgemein verständlichen Definitionen aus, die dem Leser einen leichten Zugang zur Materie ermöglichen.

NEU!

Bankmarketing & Bankmanagement
125 Glossare zu Produkten, Methoden und Konzepten
Herausgegeben von Ewald Judt und Claudia Klausegger.
2014. 284 Seiten, broschiert, 24,80 Euro.
ISBN 978-3-8314-0858-0.



Fritz Knapp Verlag | 60046 Frankfurt am Main

Postfach 11 11 51 | Telefon (069) 97 08 33-21 | Telefax (069) 707 84 00
E-Mail: vertrieb@kreditwesen.de | www.kreditwesen.de

niemand beeinflussen, deshalb muss geprüft werden, wie „robust“ ein Unternehmen ist. Das lässt sich anhand qualitativer und quantitativer Kriterien im Rahmen einer sogenannten „Due Diligence“ prüfen. Basis der quantitativen Prüfung sind die letzten Jahresabschlüsse, ergänzt um aktuelle Reports und Analysen. Sie werden daraufhin analysiert, ob die zu erwartende Profitabilität ausreichend Cashflow für den Kapitaldienst erwarten lässt. Es ist sinnvoll, vom Ende zu denken, also die Rückzahlungsfähigkeit zum Laufzeitende im Blick zu haben und sich die Frage zu stellen, ob dafür alle Voraussetzungen geschaffen sind.

Hieraus abgeleitet liegt der Schwerpunkt der qualitativen Prüfung auf der Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells, etwa in Anbetracht von technologischem, demografischem Wandel und der Fähigkeit des Managements mit Veränderungen oder schwierigen Situationen umzugehen. Eine solide Entscheidungsgrundlage kann der Kapitalgeber nur nach intensiven Gesprächen bekommen. In diesen muss auch das Geschäftsmodell kritisch diskutiert werden. Vor allem in Branchen, die sich stark verändern oder sich sogar im Umbruch befinden, wie beispielsweise Handelsunternehmen im Hinblick auf den Online-Handel. Eine gute Positionierung und eine klare Strategie sind das Fundament einer nachhaltig positiven Entwicklung.

Entscheidend aus Sicht des auflegenden Instituts ist, sich Zeit zu nehmen. Bei der Vergabe von Mezzanine-Kapital darf es nicht darum gehen, ein bestimmtes Volumen innerhalb weniger Wochen zu vergeben. Die standardisierten Programme haben dies versucht, indem mehrere 100 Millionen Euro innerhalb weniger Monate platziert wurden. Tatsächlich muss das Verhältnis genau umgekehrt sein. So wird die Lampe Capital Finance 100 Millionen Euro innerhalb von drei Jahren an rund 15 bis 20 Unternehmen vergeben.

Stabilisierung der Portfoliorenditen durch Mezzanine

Aus Investorensicht kann Mezzanine als Assetklasse einen eigenständigen Beitrag zur Glättung von Renditen leisten – auch zu Zeiten volatiler Märkte. Betrachtet man die von Cepres gemessenen historischen Renditeverläufe europäischer Mezzanine-Investitionen vor Fondsgebühren (Abbil-

dung) ist ein antizyklischer Verlauf zu den Renditen der öffentlich gehandelten Eigenkapitalmärkte zu erkennen. In Zeiten einer generellen Bankenschwäche wie 2001 oder zuletzt im Jahr 2009 konnten unabhängige Mezzanine-Fonds die damals stark aufklaffende Finanzierungslücke schließen und besonders gute Konditionen für die Unternehmensfinanzierung aushandeln. In solchen Zeiten können Mezzanine-Renditen für den Investor durch eine optimale Gestaltung der Finanzierungsvertragsparameter maximiert werden.

Zu erkennen ist allerdings auch eine Renditeabsicherung nach unten: In Zeiten extrem niedriger Marktzinsen und einer Überschwemmung der Märkte mit billigem Fremdkapital durch die Banken haben Unternehmer das spezielle Nachrang-Angebot der Mezzanine-Geber weiterhin geschätzt und doppelstellige Verzinsungen gezahlt. So war es auch bei Transaktionen, die im Jahr 2013 eingegangen wurden. Der generelle „Spread“ zum Marktzins konnte beibehalten und eine absolute Mezzanine-Rendite von 10 Prozent im europäischen Markt erzielt werden.

In Deutschland haben die Auswirkungen der Standardmezzanine-Programme eventuell auch das Bild von individuellem Mezzanine getrübt. Weltweit wird Mezzanine allerdings bei großen Investoren wie Pensionskassen oder Versorgungswerken sehr erfolgreich und konstant zum „Hedging“ von Portfoliorenditen in Zeiten von Makroschocks eingesetzt. So hat sich Mezzanine über die Zyklen der letzten 20 Jahre immer wieder bei Marktturbulenzen als das Investitionsinstrument erwiesen, das negative Renditeentwicklungen in anderen Assetklassen ausgleichen konnte.

Es gibt im deutschen Mittelstand Tausende von Unternehmen, die eine Finanzierung eines bestimmten Vorhabens benötigen

und für die Mezzanine eine Alternative sein kann. Je mehr Alternativen der Unternehmer jedoch auch auf Seiten einer gewöhnlichen Fremd- oder Eigenkapitalfinanzierung hat, desto höher ist der Druck auf die vom Finanzier durchsetzbaren Zinsen. Je mehr Flexibilität der Mezzanine-Geber in der Ausgestaltung der Mezzanine-Finanzierung im Konkurrenzkampf zu reinem Fremd- oder Eigenkapital gibt, umso besser kann er auf den genauen Bedarf des Unternehmers reagieren und einen Preis über der üblichen Preisspanne setzen.

Hohe zweistellige Gesamtrenditen möglich

Die Prognose zukünftiger Mezzanine-Renditen wird sich deswegen auch in dem in der Abbildung ersichtlichen Korridor entwickeln. Besteht weiterhin eine durch die EZB stabil gehaltene Situation mit einer Überflutung der Fremdkapitalmärkte und tiefen Marktzinsen, wird Mezzanine am historisch unteren, aber trotzdem sehr attraktiven Renditeende tendieren. Wird es eventuell aufgrund der vielen schwelenden Konflikte und des weiterhin anfälligen Bankensegments zu einem Rückgang der Bankkreditvergabe kommen, steigt die Verhandlungsmacht der Mezzanine-Geber und es können höhere Verzinsungen oder vermehrt Optionen auf Unternehmensbeteiligung durchgesetzt werden.

Auf Basis dieses Mixes sind Gesamtrenditen im hohen zweistelligen Bereich, wie historisch bewiesen, möglich. Die dafür einzugehenden Risiken sind überschaubar. Der Cepres-Datensatz zeigt eine mittlere Ausfallrate von 11 Prozent bei europäischem Mezzanine-Kapital. Das heißt, etwa jedes zehnte Unternehmen zahlt das erhaltene Mezzanine-Kapital nicht komplett zurück. Im 20-jährigen Schnitt bekommen die Investoren in diesen Fällen eines „Ausfalls“ nur 25 Prozent des Finanzierungsvolumens zurück. Dieser Wert ist die sogenannte „Recovery Rate“. In einem Mezzanine-Fonds können die Renditen anderer Investments diese Verluste meist ausgleichen. Die Risiken eines Kapitalausfalls liegen für den Fondsinvestor deshalb auf vergleichsweise sehr niedrigem Niveau. Aufgrund all dieser Tatsachen hat Mezzanine somit in den meisten institutionellen Portfolios seinen festen Platz gefunden und trägt zur Stabilisierung von Renditen im Mix der alternativen Assets bei.

Kennen Sie auch unsere Fachbücher?

Unser Programm finden Sie im Internet unter

www.kreditwesen.de

Fritz Knapp Verlag | Frankfurt a. M.