

## Die Ablösung von Standard- Mezzanine

Umfrage und Expertenbeiträge:  
Wie deutsche Mittelständler  
Standard-Mezzanine refinanzieren

## c. Maßgeschneidertes Mezzanine-Kapital

Programm-Mezzanine hat sich als Sackgasse erwiesen. In Zukunft wird es wichtig sein, die Interessen der Unternehmen mit den Anforderungen der Mezzanine-Geber besser in Einklang zu bringen. Mit individuell zugeschnittenem Mezzanine-Kapital ist das durchaus möglich.

*Von Dr. Frank Golland und Joachim Raefler*

In den ersten Jahren des aktuellen Jahrtausends hatte der nicht öffentlich geförderte Mezzanine-Markt (ohne die Finanzierung von LBOs) ein Investitionsvolumen von jährlich rund 400 Millionen Euro. Die Wachstumsraten lagen im einstelligen Prozentbereich, waren aber kontinuierlich. Ab 2004 schien eine Möglichkeit gefunden zu sein, den Appetit der Investoren und der Unternehmen substantiell zu erhöhen: Standardisiertes Mezzanine am Fließband mit Finanzierungskosten von 6,5 bis 8,5 Prozent p.a. Bekanntlich ist dieser Markt im Verlauf der Subprime-Krise ab 2007 komplett ausgetrocknet und in mannigfaltige Probleme geraten. Die Analyse der Problemfelder gibt eine Antwort darauf, welche Spielregeln in einem sowohl für Unternehmen als auch für Investoren gesunden Markt vorherrschen müssen:

- >> Vergütungs- und Finanzierungsstrukturen waren nicht risikoadäquat, sondern hatten zum Teil den Charakter von Dumping-Finanzierungen. Bereits kleinere Störungen führten zu Teilausfällen einzelner Refinanzierungstranchen.
- >> Risikoprüfung und -haftung fielen auseinander („Moral Hazard“). Die auf der Vertriebsseite agierenden Finanzinstitutionen wurden

nicht an Ausfällen gemessen, da die Risiken über Zweckgesellschaften gebündelt und an den Kapitalmarkt weitergereicht wurden.

- >> Die Anreizsysteme auf Initiatorensseite – immer mehr Banken sind auf den fahrenden Zug aufgesprungen – waren überwiegend orientiert am Volumen und an den Provisionen. Je höher das Fondsvolumen, desto attraktiver waren die zu vereinnahmenden Provisionen der Structured-Finance und Capital-Market-Abteilungen. Risikoaspekte hatten in diesem Denkschema so lange keinen Platz, wie die Papiere platziert werden konnten.
- >> Hierdurch fanden so gut wie keine Prüfungshandlungen statt. Eine Due Diligence – selbst in Ansätzen – existierte nicht. Alleiniges Kriterium stellten überwiegend vereinfachte Ratingverfahren dar. Dabei handelte es sich um auf historischen und rudimentären Daten basierende Kennzahlensysteme, mit deren Hilfe jedoch allein Aussagen über statistische Ausfallwahrscheinlichkeiten getroffen werden konnten. Doch das Investitionsportfolio der einzelnen Programme stellte keinen repräsentativen Querschnitt der Unternehmens-Grundgesamtheit dar.

- >> Vorherrschend war eine weiche Standarddokumentation ohne Platz für Kontrollmechanismen und individuelle Sachverhalte.

### Intelligentes individuelles Mezzanine

Gerade in dem aktuellen Wirtschaftsumfeld stellt Mezzanine über seinen eigenkapitalähn-

lichen Charakter einen wichtigen Finanzierungsbaustein dar. Wie muss individuelles Mezzanine ausgestaltet sein, um – auch aus den Negativerfahrungen des Standard-Mezzanine – sowohl für Investoren als auch für Unternehmen eine attraktive Option zu sein?

Ähnlich einem demokratischen politischen System sind extreme Interessenlagen nicht regierungsfähig. Die für beide Seiten akzeptable Schnittmenge ist jedoch konsensfähig.

**Vergütung:** Die angesichts des Risikoprofils von Investoren geforderte Gesamrendite liegt durchschnittlich bei rund 15 Prozent im Jahr. Diese Vergütung sollte jedoch aus einzelnen Komponenten bestehen, die sich in ihrer Ausgestaltung an den unternehmensspezifischen Gegebenheiten und am unternehmerischen Erfolg orientieren. So zeichnet sich individuelles Mezzanine üblicherweise dadurch aus, dass erfolgsabhängige Komponenten und virtuelle Equity-Kicker (Partizipation an der Wertsteigerung des Eigenkapitals) einen hohen Stellenwert haben. Gerade auch bei Expansionsszenarien sollte die Cashflowbelastung in der Anfangszeit gering sein, beispielsweise über kapitalisierende PIK-Konstruktionen („Payment-in-kind“).

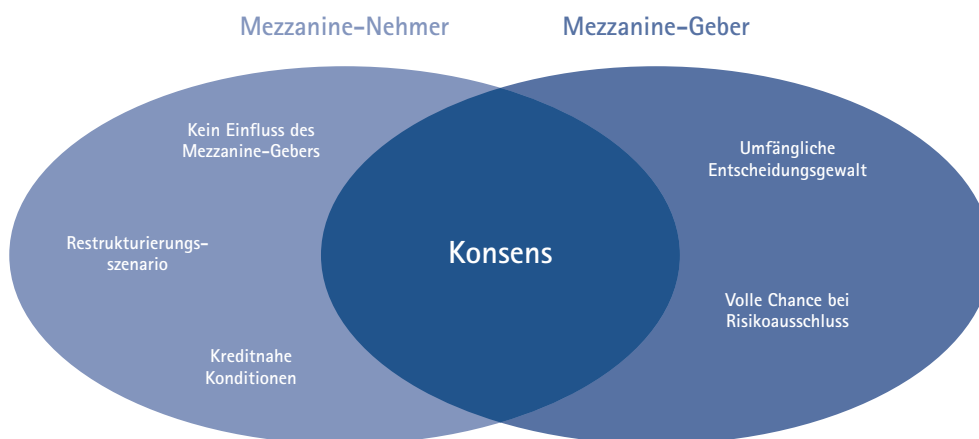
**Laufzeit/Rückzahlung:** Mezzanine-Kapital sollte langfristig zur Verfügung stehen, um als solide Finanzierungsbasis zu dienen. Eine Grundlaufzeit von sieben Jahren ist sowohl für Unternehmen (und deren Hausbanken) als auch für Investoren eine akzeptable Größe. Wichtig hierbei ist, dass den Unternehmen die Möglichkeit gegeben wird, die (Teil-)Rückzahlungen am verfügbaren Cashflow auszurichten. So kann auf der Basis einer Grundlaufzeit von beispielsweise fünf Jah-

ren eine Rückzahlungsperiode von sich anschließenden zwei Jahren definiert werden, während deren das Unternehmen seine Zahlungen je nach Cashflowverfügbarkeit frei und ohne Vorfälligkeitsentschädigungen steuern kann.

**Flexibilität:** Das Kapital sollte kein Standardprodukt „von der Stange“ sein, sondern eine maßgeschneiderte Finanzierungslösung, die an der Interessenlage des Unternehmens ausgerichtet ist. Die Ausgestaltung der Genussrechte, vor allem auch hinsichtlich der Strukturierung als bilanzielles oder wirtschaftliches Eigenkapital, sollte sich an den unternehmerischen Implikationen orientieren. Soll etwa das neu aufzunehmende Mezzanine zur Refinanzierung von Standard-Mezzanine-Finanzierungen dienen, kann der Mezzanine-Prozess bereits jetzt beginnen. Bei einem positiven Ergebnis erhält das Unternehmen schon heute eine belastbare Finanzierungszusage. Über einen Abruf der Mittel erst im unmittelbaren Vorfeld der Rückzahlung vermeidet das Unternehmen die Zahlung von Mezzanine-Zinsen, kann aber seinen Hausbanken die Refinanzierungszusage mit einem entsprechenden positiven Ratingeffekt vorweisen. Ein anderer Aspekt ist die Kombination von Mezzanine und Direktkapital (oder diesbezügliche Wandlungsmöglichkeiten), durch die die Finanzierungsstruktur optimal auf die Unternehmensstrategie ausgerichtet werden kann. Dies bedingt aber eine entsprechende Flexibilität des Kapitalgebers, sowohl Mezzanine als auch Direktkapital anbieten zu können.

**Prüfungsprozess:** Mezzanine ist unternehmerisches Kapital, das über seine Ausgestaltung einen starken Eigenkapitalcharakter aufweist. Vor diesem Risikoprofil muss der Mezzanine-

## Interessen von Mezzanine-Nehmern und -Gebern



Quelle: M Cap Finance

Geber sich im Vorfeld intensiv mit dem unternehmerischen Chancen- und Risikoprofil auseinandersetzen. Die Involvierung von externen Due-Diligence-Partnern ist obligatorisch. Hierbei muss aber die Interessenlage des familienunternehmerischen Mittelstandes berücksichtigt werden. Ein selektives und kostenbewusstes Vorgehen ist Pflicht. Im Normalfall sind die Konzentration auf die Commercial-Due-Diligence sowie eine kombinierte Financial-, Legal- und Tax-Due-Diligence und damit zwei Prüfungspartner ausreichend. Der Prozess muss so transparent und zielführend gestaltet sein, dass auch das Unternehmen (und damit mittelbar der Financier) einen größtmöglichen Nutzen erzielt.

**Kapitalpartnerschaft:** Der Financier und möglichst ein nicht wechselnder Personenkreis sollte über die gesamte Laufzeit als Ansprechpart-

ner für das Unternehmen agieren. Nur hierdurch wird ein Vertrauensverhältnis aufgebaut. Der Mezzanine-Geber kann dabei eine Sparringspartner-Funktion wahrnehmen. Eine hohe Entscheidungskompetenz des Mezzanine-Gebers und nicht ein anonymes, im Ausland sitzendes Gremium gewährleistet zudem, dass bei einem geänderten Geschäftsplan (beispielsweise in konjunkturellen Rezessionszeiten) zeitnah und flexibel Lösungsmöglichkeiten gefunden werden. Kapitalpartnerschaft impliziert auch, dass das Unternehmen das Geschäft im Rahmen des Geschäftsplans verantwortet, der Mezzanine-Geber jedoch bei substantiellen Abweichungen ein Kontrollrecht hat und bei großen Fehlentwicklungen unterstützend eingreifen kann.

Die vom Standard-Mezzanine-Hype ausgelösten Probleme sind kurzfristig belastend gewesen.

Die Branche hat aus den Fehlern aber gelernt. So besteht jetzt Einigkeit darüber, dass im jetzigen konjunkturellen Umfeld individuelles Mezzanine, auch als Katalysator für weitere Kredite, den Aufschwung im mittelständischen Umfeld unterstützen kann.

**„2010 führen aber die deutlich gestiegenen Auftragseingänge zu Finanzierungserfordernissen, bei denen Mezzanine als Expansionskapital essentiell ist.“**

Gerade bei gutaufgestellten und grundsätzlich auch rentablen Unternehmen, die in konjunktursensiblen Sektoren agieren, stellt sich der Kapitalbedarf erst jetzt ein. Im Jahr 2009 ist es vielen Unternehmen trotz deutlicher Umsatzrückgänge über ein striktes Kostenmanagement, Investitionszurückhaltung und den Abbau von

Working-Capital-Positionen oftmals gelungen, sogar einen Cashflowüberschuss zu erzielen. 2010 führen aber die deutlich gestiegenen Auftragseingänge und damit die „Wachstumsstory“ zu Finanzierungserfordernissen, bei denen Mezzanine als Expansionskapital essentiell ist, das die Interessenlage sowohl der Unternehmen als auch der Kapitalgeber berücksichtigt.

#### Die Autoren



Dr. Frank Golland (links) ist Senior Partner und Joachim Raefler (rechts) Direktor bei M Cap Finance in Frankfurt am Main.