

IFZ Working Paper Series ISSN 1662-520X

IFZ Working Paper No. 009/2009

April 2009

Mezzanine und dessen aktuelle Situation am deutschen Kapitalmarkt

Autoren:

Christoph Banik

Institute of Financial Services Zug, Lucerne University of Applied
Sciences and Arts, CH-6305 Zug
Email : christoph.banik@hslu.ch, Phone: +41-41-724-65-77

Guido Bruch

www.Mezzanine-Bericht.de; Josef-Kyrein-Str. 4, D-85579 Neubiberg/
München, Deutschland
Email : info@Mezzanine-Bericht.de; Phone: +49 170 834 08 16

Abstract:

Dieses Working Paper soll die gegenwärtige, praktische Relevanz von mezzaninen Finanzierungen für Kapitalgeber und –nehmer aufzeigen und das Finanzierungskonzept von mezzaninem Kapital darstellen. Im ersten Teil werden zunächst die Grundlagen von mezzaninen Finanzierungen vorgestellt. Diese umfassen die charakteristischen Züge von Mezzanine, deren funktionale Elemente und Erscheinungsformen. Der zweite Teil beschreibt die Marktentwicklung (Marktteilnehmer, Volumen) separiert bis zum Beginn der Finanzmarktkrise und dem Zeitraum seitdem. Es wird gezeigt, dass die Krise des Programm-Mezzanine nicht nur in der Finanzmarktkrise, sondern auch in den hohen Ausfällen und den beachtlichen Ratingverschlechterungen der bereits finanzierten Unternehmen begründet ist. Im sich hieran anschliessenden Ausblick werden einige Thesen zur weiteren Marktentwicklung aufgestellt.

Key Words : Mezzanine, Unternehmensfinanzierung, Hybridkapital, PREPS,
Kapitalmarkt, Finanzmarktkrise, Rating

JEL Classification: G21, G30, G31, O16

Mezzanine und dessen aktuelle Situation am deutschen Kapitalmarkt

Christoph Banik¹
Guido Bruch²

Version: 11. Januar 2009

Abstract:

Dieses Working Paper soll die gegenwärtige, praktische Relevanz von mezzaninen Finanzierungen für Kapitalgeber und –nehmer aufzeigen und das Finanzierungskonzept von mezzaninem Kapital darstellen.

Im ersten Teil werden zunächst die Grundlagen von mezzaninen Finanzierungen vorgestellt. Diese umfassen die charakteristischen Züge von Mezzanine, deren funktionale Elemente und Erscheinungsformen.

Der zweite Teil beschreibt die Marktentwicklung (Marktteilnehmer, Volumen) separiert bis zum Beginn der Finanzmarktkrise und dem Zeitraum seitdem. Es wird gezeigt, dass die Krise des Programm-Mezzanine nicht nur in der Finanzmarktkrise, sondern auch in den hohen Ausfällen und den beachtlichen Ratingverschlechterungen der bereits finanzierten Unternehmen begründet ist. Im sich hieran anschließenden Ausblick werden einige Thesen zur weiteren Marktentwicklung aufgestellt.

Schlagworte: Mezzanine, Unternehmensfinanzierung, Hybridkapital, PREPS, Kapitalmarkt, Finanzmarktkrise, Rating

JEL Klassifikation: G21, G30, G31, O16.

¹ Christoph Banik, IFZ Institut für Finanzdienstleistungen Zug, Hochschule Luzern, Grafenauweg 10, 6304 Zug, Schweiz, Telefon: +41 41 724 65 77, E-Mail: christoph.banik@hslu.ch, Homepage: www.mezzanine.li

² Guido Bruch, Josef-Kyrein-Str. 4, 85579 Neubiberg/ München, Deutschland, Telefon: +49 170 834 08 16, E-Mail: info@Mezzanine-Bericht.de, Homepage: www.Mezzanine-Bericht.de

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	1#
I.# Hintergrund von mezzaninen Finanzierungen	3#
I.1.# Mezzanine Finanzierungen als Mischform der charakteristischen Elemente von Eigen- und Fremdkapital	3#
I.2.# Erscheinungsformen mezzaniner Instrumente und deren Behandlung nach IFRS	5#
I.3.# Abgrenzung von Mezzanine zu anderen Finanzierungsarten	6#
I.4.# Funktionale Elemente von mezzaninen Finanzierungen	7#
I.4.a.# Laufende Basisverzinsung	7#
I.4.b.# Einmalige Zahlung zur Maturität der Finanzierung	7#
I.4.c.# Equity Kicker	8#
II.# Aktuelle Situation von Mezzanine am deutschen Kapitalmarkt	10#
II.1.# Marktentwicklung	10#
II.1.a.# Entwicklung bis Mitte 2007	10#
II.1.b.# Entwicklung seit Mitte 2007	12#
II.2.# Fehlerhafte Zukunftsprognosen	14#
II.2.a.# Insolvenzen von Mezzanine-finanzierten Unternehmen	14#
II.2.b.# Wirtschaftliche Entwicklung von Mezzanine-finanzierten Unternehmen	16#
II.3.# Ausblick	17#
Zusammenfassung	18#
Abbildungsverzeichnis	19#
Tabellenverzeichnis	19#

Einleitung

Unternehmen müssen sich je länger je mehr in einem dynamischen Marktumfeld behaupten, das durch einen beschleunigten Wandel, steigende internationale Konkurrenz und Liberalisierung geprägt ist. Mezzanine Finanzierungen haben in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen, dies nicht zuletzt durch Fortschritte in der Risikobeurteilung von Schuldnern, regulatorischen Veränderungen und erhöhter Risikoaversion auf den Kapitalmärkten. Heute stellt die, u. a. durch Basel II vorgeschriebene, risikoadjustierte Ausgestaltung des Schuldzinssatzes Unternehmen mit mittlerer oder schlechterer Bonität vor neue Herausforderungen in Bezug auf ihre Finanzierung und Liquidität. So bewirkt die restriktivere Kreditvergabepolitik der Banken bei Firmen mit einer überdurchschnittlichen Ausfallwahrscheinlichkeit eine Reduktion ihres Kreditvolumens, indem beispielsweise bestehende Kreditvereinbarungen nicht verlängert oder nur in kleinerem Umfang fortgeführt werden.

In diesem Zusammenhang rücken vermehrt alternative Finanzierungsmöglichkeiten in das Blickfeld von Firmen und Banken. Insbesondere für Firmen mit unterdurchschnittlicher Bonität, die nur beschränkt Bankkredite erhalten würden, ermöglichen mezzanine Finanzierungen überhaupt erst die Überwindung ihrer Finanzierungslücke.

Die Mittelherkunft ist ein wesentliches Unterscheidungskriterium der Finanzmittel: Im Bereich der Aussenfinanzierung wird zwischen Beteiligungs- und Fremdfinanzierung unterschieden.

	Fremdfinanzierung	Eigenfinanzierung	Verflüssigungsfinanzierung
Aussenfinanzierung	Kreditfinanzierung	Beteiligungsfinanzierung	Vermögensverflüssigung
	Mezzanine Finanzierung		
Innenfinanzierung	Rückstellungsfinanzierung	Selbstfinanzierung	Finanzierung aus Abschreibungen

Tabelle 1: Übersicht über die Finanzierungsmöglichkeiten eines Unternehmens³

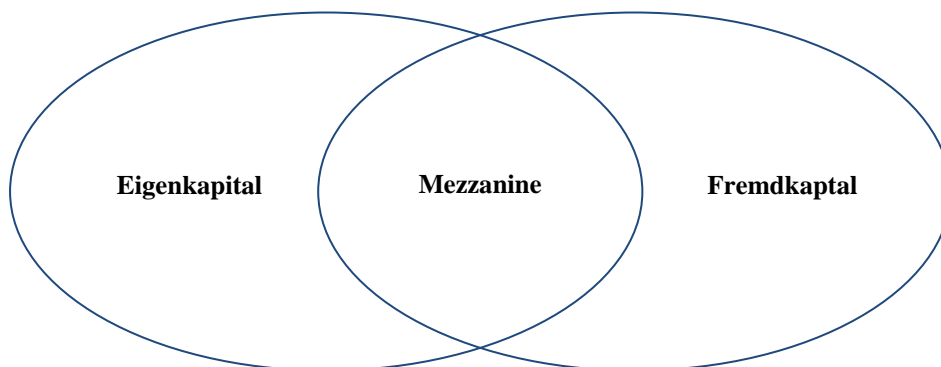


Abb. 1: Mezzanines Kapital als Schnittmenge von Eigen- und Fremdkapital

³ Quelle: Volkart, Corporate Finance: Grundlagen von Finanzierung und Investitionen, Zürich: Versus, 2003 S. 442.

Dieses Working Paper soll die gegenwärtige, praktische Relevanz von mezzaninen Finanzierungen für Kapitalgeber und –nehmer aufzeigen und das Finanzierungskonzept von mezzaninem Kapital darstellen.

Im ersten Teil werden zunächst die Grundlagen von mezzaninen Finanzierungen vorgestellt. Diese umfassen die charakteristischen Züge von Mezzanine, deren funktionale Elemente und Erscheinungsformen.

Der zweite Teil beschreibt die Marktentwicklung (Marktteilnehmer, Volumen) separiert bis zum Beginn der Finanzmarktkrise und dem Zeitraum seitdem. Es wird gezeigt, dass die Krise des Programm-Mezzanine nicht nur in der Finanzmarktkrise, sondern auch in den hohen Ausfällen und den beachtlichen Ratingverschlechterungen der bereits finanzierten Unternehmen begründet ist. Im sich hieran anschließenden Ausblick werden einige Thesen zur weiteren Marktentwicklung aufgestellt.

I. Hintergrund von mezzaninen Finanzierungen

I.1. Mezzanine Finanzierungen als Mischform der charakteristischen Elemente von Eigen- und Fremdkapital

Mezzanine Finanzierungen sind kein selbstständiges Finanzierungsparadigma. Sie stellen eine komplementäre Verwendung zu der konventionellen Unternehmensfinanzierung aus Fremd- und Eigenkapital dar. Mezzanine Finanzierungen mischen gezielt charakteristische Elemente von Eigen- und Fremdkapital, um deren jeweilige Eigenschaften situationsgerecht zu kombinieren.⁴

Als Fremdkapitalelemente gelten die Tilgungsverpflichtung und die grundsätzlich unternehmenserfolgsunabhängige Basisverzinsung, die steuerlich meistens absetzbar ist. In den entsprechenden Geschäftskreisen auch als Cash-Interest Pay bezeichnet. Das Engagement des Investors ist in der Regel zeitlich befristet: Die lange Laufzeit bewegt sich je nach verwendeter Literaturquelle im Intervall von 5 und 12 Jahren. Die Nachrangigkeit gegenüber konventionellem Fremdkapital, wodurch bei einer Liquidation zuerst vorrangige Fremdkapitalgeber bedient werden. Übersteigt der verbleibende Unternehmenswert diesen Tilgungsbetrag, werden nachrangige Fremdkapitalgeberansprüche wie Mezzanine aus dem verbleibenden Liquidationserlös bedient. Abschliessend wird der residuale Liquidationserlös an die Eigenkapitalgeber ausgeschüttet.⁵ Je nach Vereinbarung können auch Zinszahlungen aufgeschoben (Cumulative Interest Payment) werden oder ausfallen (Non-Cumulative Interest Payment), falls im Voraus bestimmte Ereignisse eintreten. Grundsätzlich stellt Mezzanine mitspracheloses gewährtes Gläubigerkapital dar.⁶ Je nach Vereinbarung kann der Emittent seine Zinsverpflichtung entweder aufschieben (kumulativer Zinsaufschub) oder ganz ausfallen lassen (nicht-kumulativer Zinsaufschub).

Als Eigenkapitalelemente gelten jene Eigenschaften, wonach mezzanine Finanzierungen als langfristiges ökonomisches Haftungskapital gelten: dies aufgrund ihrer Subordination gegenüber Fremdkapitalpositionen und durch die höchstens partielle Deckung durch Sicherheiten. Aus Sicht eines Fremdkapitalgebers ist Mezzanine nachrangig und erhöht somit die Verschuldungskapazität. Je nach eingesetzten Instrumenten kann mezzanines Kapital in Eigenkapital gewandelt werden.⁷ Hierin zeigt sich der Sachverhalt, dass mezzanine Finanzierungen weder dem Fremd- noch dem Eigenkapital der Aussenfinanzierung eindeutig zugeordnet werden können. Mezzanine Finanzierungen partizipieren an einer potentiellen Unternehmenswertsteigerung oder besitzen einen

⁴ Vgl. z. B. *Barthold/Müller/Pedernana (Hrsg.)*, in: Schriften aus dem IFZ Institut für Finanzdienstleistungen Zug, Bd. 4, Luzern: IFZ-HSW, 2004 S. 8 und *Häger/Elkemann-Reusch (Hrsg.)*, *Mezzanine Finanzierungsinstrumente*, Berlin: Erich Schmidt Verlag, 2004 S. 22.

⁵ Vgl. *Volkart*, a.a.O. (Fn. 3), S. 441 – 444 und *Müller*, *Mezzanine Finance – Neue Perspektiven in der Unternehmensfinanzierung*, Bern, Stuttgart, Wien: Haupt, 2003 S. 12 und S. 24 mit eigenen Ergänzungen.

⁶ Vgl. beispielsweise *Volkart*, a.a.O. (Fn. 3), S. 441 – 444 und *Müller*, a.a.O. (Fn 5), S. 12.

⁷ Diese Charakterisierung gilt für die meisten mezzaninen Finanzierungen, wobei Ausnahmen existieren. Vgl. *Volkart*, a.a.O. (Fn. 3), S. 441 – 444 und *Müller*, a.a.O.(Fn 5), S. 12.

(zeitlich verzögerten) Anspruch auf Beteiligungspapiere. Der Einsatz erfolgt somit meistens bei ausgeschöpfter Verschuldungskapazität. Hybride⁸ Finanzierungsinstrumente ermöglichen Transaktionen und Instrumente mehrerer Märkte miteinander zu kombinieren.

Während der Laufzeit weisen mezzanine Finanzierungen eine im Verhältnis zum Ausfallrisiko tiefe Verzinsung auf, was bedeutet, dass sie einen periodischen, geringeren fixen Coupon verglichen mit einem konventionellen Bankkredit aufweisen.⁹ Dadurch wird der Cash-Flow des finanzierten Unternehmens während der mezzaninen Finanzierung entlastet. Die individuelle Ausgestaltung lässt sich somit auf die Bedürfnisse von Investoren und Unternehmen ein. Mezzanine Finanzierungen werden aufgrund ihrer Subordination erst nach Amortisation von vorrangigem Fremdkapital rückerstattet um eine strukturelle Nachrangigkeit von vorrangigem Fremdkapital gegenüber der mezzaninen Finanzierung zu vermeiden.¹⁰

Mezzanine Finanzierungen lassen sich in einen enger und in einen weiter gefassten Sinn einteilen: Dem engeren Sinn nach müssen mezzanine Finanzierungen zu einem bestimmten zukünftigen Zeitpunkt (oder während einer bestimmten Periode) zwingend ein Recht zur Partizipation am Eigenkapital aufweisen. Eine Verwässerung der bestehenden Beteiligungsverhältnisse ist somit von der Ausübung dieses Rechts abhängig.

In einer weiter gefassten Definition ist eine Wandlungsmöglichkeit nicht zwingend notwendig: Mezzanines Kapital bezieht sich vielmehr auf das breite juristische Spektrum an Erscheinungsformen zwischen vorrangigem Fremdkapital (Senior Debt) und Stammaktienkapital. Entscheidend sind somit der subordinierte Charakter gegenüber vorrangigem Fremdkapital und die Berücksichtigung vor dem Beteiligungskapital bei Insolvenz und ordentlichen Zahlungsströmen.¹¹ Mezzanines Kapital hält meist rund einen Anteil von einem Fünftel einer strukturierten Finanzierung.¹²

Die Terminologie „Mezzanine“ ist der deutschen Gesetzgebung nicht bekannt. Die verschiedenen im deutschen Recht Mezzanine-nahen Begriffe wie Stille Beteiligung, Genussrecht, Wandelschuldverschreibungen, Nachrangdarlehen und partiarisches Darlehen werden bilanzrechtlich wie steuerrechtlich z. T. unterschiedlich behandelt.¹³

⁸ Der Begriff „hybrid“ wird synonym für Mischung, Kreuzung oder „von zweierlei Herkunft“ verwendet. Vgl. *Bassermann*, Deutsches Wörterbuch – Fremdwörterbuch, Niederhausen: Bassermann'sche Verlagsbuchhandlung, 1997 S. 150.

⁹ Vgl. *Betsch/Groh/Lohmann*, Corporate Finance - Unternehmensbewertung, M & A und innovative Kapitalmarktfinanzierung, 2. Auflage, München: Valen, 2000 S. 301 ff. und *Fischer*, a.a.O. (Fn. 9), S. 233.

¹⁰ Vgl. *Fischer*, a.a.O. (Fn. 9), S. 228 f. und *Helbling*, Corporate Finance Letter, Februar 2007.

¹¹ Vgl. *Müller*, a.a.O. (Fn 5), S. 18 f. und S. 28.

¹² Vgl. *Fischer*, a.a.O. (Fn 9), S. 227.

¹³ Vgl. *Bösl/Sommer*, in: Bösl/Sommer (Hrsg.), Mezzanine Finanzierung, München: C.H. Beck, 2006.

Für mezzanines Kapital existieren in der Schweiz keine speziellen gesetzlichen Grundlagen. Die Regelungen der Darlehen (Art. 312 ff. OR¹⁴) und Anleihen (Art. 1156 ff. OR) werden entsprechend angewendet. Der Regulator regelt hybrides und mezzanines Kapital durch die Eigenmittelverordnung (Art. 16 – 29 ERV) und die Aufsichtsverordnung (Art. 39 und 48 f AVO).

Einordnungs-kriterium	Kreditfinanzierung	Mezzanine Finanzierung	Eigenkapital
Rechtliche Stellung	Fremdkapital	Fremdkapital	Eigenkapital
Ökonomische Betrachtung	Fremdkapital	Partielles Eigenkapital	Eigenkapital
Mitbestimmung	Nicht direkt oder keine	Nicht direkt	Direkt
Effektive Laufzeit	Weniger als 5 Jahre	5 bis 12 Jahre	Grundsätzlich unbefristet
Sicherheiten	Mehrheitlich besichert	Höchstens partiell besichert	Unbesichert
Finanzierungs-zweck	Bilanzielles Anlagevermögen	<ul style="list-style-type: none"> - Eigentümerwechsel (MBO, MBI) - Wachstumsfinanzierung (Ergänzung bei Expansions- und Akquisitionsfinanzierung, Projektfinanzierung) - Refinanzierung (Sanierung) - Optimierung der Bilanzstruktur 	Risikokapital

Tabelle 2: Kategorisierung von Mezzanine, Eigen- und Fremdkapital

I.2. Erscheinungsformen mezzaniner Instrumente und deren Behandlung nach IFRS

Die Erscheinungsformen lassen sich anhand verschiedener Kriterien einordnen. Die im Rahmen von mezzaninen Finanzierungen verwendeten Instrumente lassen sich anhand der oben aufgestellten Definition in einen engeren und einen weiteren Sinn kategorisieren. Aufgrund der theoretisch unbeschränkten Ausgestaltungsmöglichkeiten der eingesetzten Instrumente ist eine abschliessende Auflistung unmöglich.

Nach IAS 32.15 f. muss jede Finanzierung nach Eigen- und Fremdkapital unterschieden werden. Ausschlaggebend ist, ob das Kapital vom Kapitalgeber unbedingt zurückgefordert werden kann oder ob die vereinbarte Laufzeit befristet ist. Sollte folglich das Kapital zeitlich unbefristet oder der Kapitalnehmer die Rückzahlung der Finanzierung ablehnen können, sind die Mittel grundsätzlich als Eigenkapital zu bilanzieren. Die Nachrangigkeit des Kapitals, eine potentielle Verlustbeteiligung und eine erfolgsabhängige Vergütung sind buchhalterisch irrelevant.

¹⁴ Schweizer Obligationenrecht.

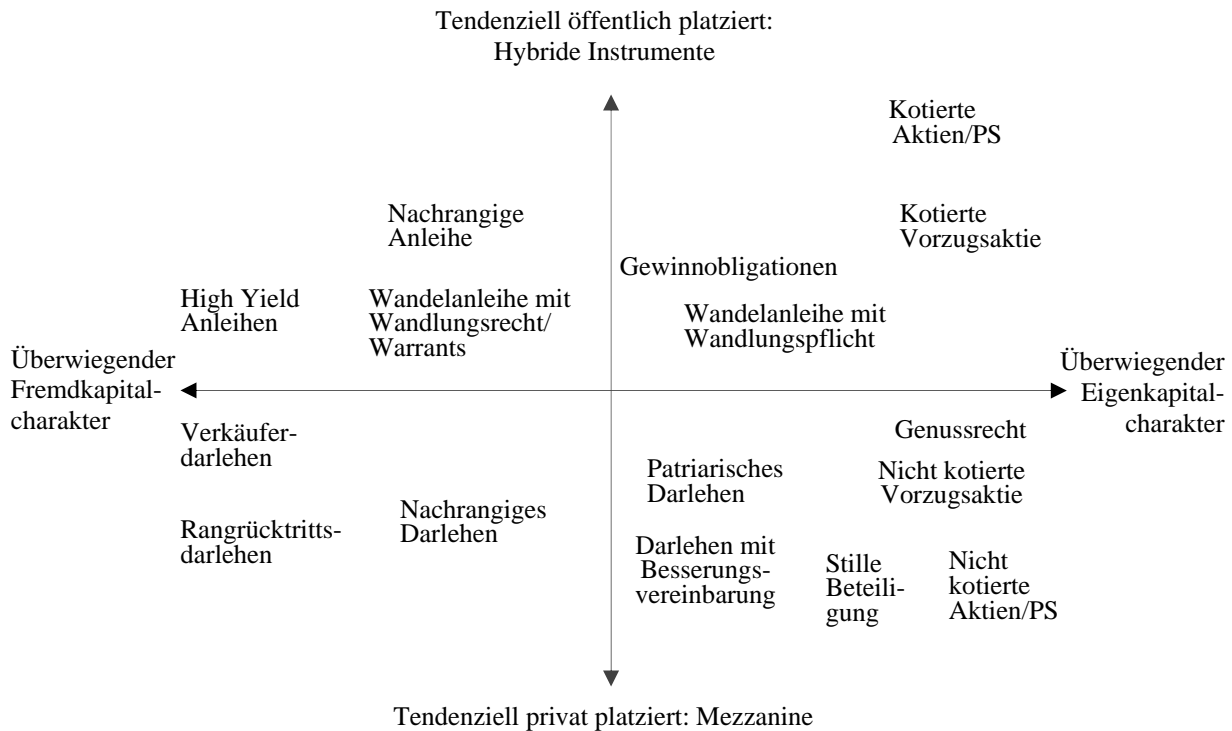


Abb. 2: Ausgewählte mezzanine Finanzierungsinstrumente

I.3. Abgrenzung von Mezzanine zu anderen Finanzierungsarten

Der Begriff **Leveraged Finance** wird für Finanzierungen mit generell umfangreichem Einsatz von Fremdkapital verwendet, wobei die Beteiligung am Eigenkapital stets ausgeschlossen bleibt. Abgrenzend hierzu kombinieren mezzanine Finanzierungsinstrumente gezielt Eigen- und Fremdkapitalelemente, die im engeren Sinne zu einer Beteiligung am Aktienkapital führen können und gegenüber Fremdkapital nachrangig sind.

Venture Capital ist als Finanzierungsart definiert, die Wachstumsunternehmen ohne Kapitalmarktzugang und mangelndem Umfang an Sicherheiten mittel- bis langfristig Eigenkapital in Kombination mit Führungsunterstützung bereitstellt. Der Venture Capital-Investor partizipiert bereits zu Beginn der Transaktion am Eigenkapital mit den entsprechenden Rechten auf Mitbestimmung. Mezzanine Finanzierungen nehmen dagegen eine Position zwischen Eigen- und vorrangigem Fremdkapital ein und sehen eine Managementunterstützung lediglich in Ausnahmefällen vor; als Beispiel liesse sich eine drohende Insolvenz nennen. Ferner können Kapitalgeber erst zeitlich verzögert und nur durch eine entsprechende Tilgungsvereinbarung (wie Wandlung) zu Miteigentümern werden. Durch mezzanine Finanzierungen kann

entweder eine Beteiligungsposition angestrebt oder gezielt vermieden werden. Dadurch kann eine mezzanine Transaktion immer juristisches Fremdkapital bleiben.¹⁵

Factoring als Instrument zum schnellen Liquiditätszufluss stellt im Gegensatz zu Mezzanine eine Möglichkeit zur kurzfristigen Fremdfinanzierung dar. Die Vorteile liegen hierbei neben der unangetasteten Liquidität und der Konzentration auf das Kerngeschäft. Factoring sieht keine längerfristige Finanzierung vor und schliesst aufgrund seiner Beschaffenheit eine Beteiligungsfinanzierung stets aus. In wachsenden Volkswirtschaften finanziert Factoring die ansteigenden Unternehmensumsätze. Des Weiteren kann die Factoring-Gesellschaft über umfassendes Wissen in (insbesondere ausländischen) Märkten verfügen und dadurch die asymmetrische Informationsverteilung zwischen Verkäufer und Debitor zu einem bestimmten Grad überwinden: Durch die allfällige Übernahme des gesamten Ausfallrisikos, des Mahnwesens und des Inkassos der Debitorenforderungen kann das Exportgeschäft sicherer und mit geringerem administrativem Aufwand betrieben werden.

I.4. Funktionale Elemente von mezzaninen Finanzierungen

Der idealtypische Aufbau von mezzaninen Finanzierungsinstrumenten besteht aus 3 verschiedenen funktionalen Elementen, die je nach Instrument unterschiedlich stark ausgeprägt sind:

I.4.a. Laufende Basisverzinsung

Die feste oder vom unternehmerischen Erfolg unabhängige Zinskomponente stellt die laufende Basisverzinsung dar, die dem Investor periodische Zinserträge generiert. Dieses Element lehnt sich somit an einer Obligation oder einen Bankkredit an. Grafisch lässt sich diese Funktion folgendermassen darstellen:



I.4.b. Einmalige Zahlung zur Maturität der Finanzierung

Daneben findet eine einmalige Zahlung hauptsächlich zur Maturität Anwendung, welche mit einer einmaligen Zero-Coupon-Anleihe vergleichbar ist und in den entsprechenden Investoren-Kreisen oft als Roll-up, Bullet-Risk, B-Term-Loan, Loan with Rolled-up Interest oder Loan with Deferred Interest bezeichnet wird. Alternativ

¹⁵ Vgl. *Boemle/Stolz*, Unternehmensfinanzierung, Zürich: Verlag SKV, 2002 S. 404 und *Barthold/Müller/Pedergnana*, a.a.O. (Fn. 4), S. 23.

kann diese einmalige Prämie auch als Honorarzahlung oder als Zinszahlung einer Zero-Coupon-Anleihe zu einem beliebigen Zeitpunkt ausgestaltet sein. Diese Zahlung ist gegenüber periodischen Zahlungen nachrangig und kann an vertraglich vereinbarte Bedingungen geknüpft sein. Dadurch können Zinszahlungen partiell an das Ende der geplanten Laufzeit der Mezzanine-Finanzierung verlegt und die Cash-Flow während der Laufzeit der Finanzierung entlastet werden. Diese Komponente wird auf dem europäischen Kapitalmarkt immer populärer und gehört z.B. in Grossbritannien zur ordentlichen Struktur einer mezzaninen Finanzierung:¹⁶



I.4.c. Equity Kicker

Schliesslich wird eine dritte Komponente verwendet, die an der Wertsteigerung des Investitionsobjektes partizipiert, häufig als Equity Kicker bezeichnet. Der Investor steigert damit im Erfolgsfall seinen Ertrag. Der Besitzer hat das Recht (aber nicht die Verpflichtung), in einem vertraglich bestimmten Umfang eine Beteiligungposition zu einem vereinbarten Kaufpreis zu einem zukünftigen Zeitpunkt¹⁷ zu erlangen. Dabei wird das bestehende Aktienkapital bei Ausübung verwässert. Eine Verlustbeteiligung ist ausgeschlossen. Sämtliche Modalitäten werden bereits vor Beginn der Transaktion geregelt. Der Equity Kicker ist für mezzanine Finanzierungen **im engeren Sinn** notwendig. Hierbei gilt anzumerken, dass der Equity Kicker normalerweise nicht ausgeübt, sondern kurz vor Verfall glattgestellt wird.¹⁸ Der mezzanine Kapitalgeber hat in den wenigsten Fällen ein aktives Interesse an einer Beteiligungposition, weshalb diese dritte Komponente in der Regel vor Ausübung glatt gestellt wird; in Fachkreisen wird in diesem Fall von einem „virtuellen“ Equity Kicker gesprochen. Sein Interesse beschränkt sich meistens auf die Partizipation am Wertschöpfungspotential eines Unternehmens, um dadurch seine Rendite zu erhöhen.¹⁹ Die bedingte Kapitalerhöhung ist meistens das Instrument, welches im Rahmen eines Equity Kickers die benötigte Flexibilität ermöglicht: Jeweils zum Zeitpunkt der Ausübung des Equity Kickers kann das Aktienkapital erhöht werden.²⁰

Mezzanine Finanzierungen mit Equity Kicker werden bei Unternehmen mit entsprechendem Potential zur Wertsteigerung des Unternehmenswerts eingesetzt. Dazu zählen Betriebe, die in Wachstumsmärkten operativ

¹⁶ Vgl. Müller, a.a.O. (Fn. 5), S. 213.

¹⁷ In Kontinentaleuropa; in Nordamerika kann diese Komponente innerhalb einer vereinbarten Zeitperiode ausgeübt werden.

¹⁸ Vgl. Müller, a.a.O. (Fn. 5), S. 230 f.

¹⁹ Vgl. Tönies, in: Unternehmeredition, Sonderausgabe Mittelstandsfinanzierung, 2006 S. 81.

²⁰ Vgl. Barthold/Müller/Pedergnana, in: Schriften aus dem IFZ Institut für Finanzdienstleistungen Zug, Bd. 4, Luzern: IFZ-HSW, 2004 S. 26.

tätig sind, ihren Wert durch Akquisitionen signifikant erhöhen können und ergänzend oder alternativ durch Kosteneinsparungen eine deutliche Rentabilitätserhöhung erzielen können.

In Familienunternehmen kann eine unerwünschte Beteiligung des Investors durch Einsatz von Phantom-Warrants verhindert werden: Der Investor erhält anstelle von Beteiligungspapieren einen Rückzahlungsbetrag, der von einer unternehmerischen Grösse (wie z.B. vom EBITDA) abhängt. Die Zahlung erfolgt aus der Veräusserung von nicht betriebsnotwendigen Vermögensbestandteilen.²¹

In gesättigten Märkten mit lediglich geringem Wachstum bevorzugen Kapitalgeber Mezzanine ohne Equity Kicker, wodurch eine Verschiebung der Eigentümerverhältnisse ausgeschlossen ist. Ohne Equity Kicker orientiert sich Mezzanine mehr am Fremdkapital als am Eigenkapital. Die Wertentwicklung dieser dritten Komponente liesse sich grafisch etwa folgendermassen darstellen, wobei der Equity Kicker einer beliebigen, streng monoton steigenden Funktion der Netto-Unternehmenswertentwicklung entspricht:

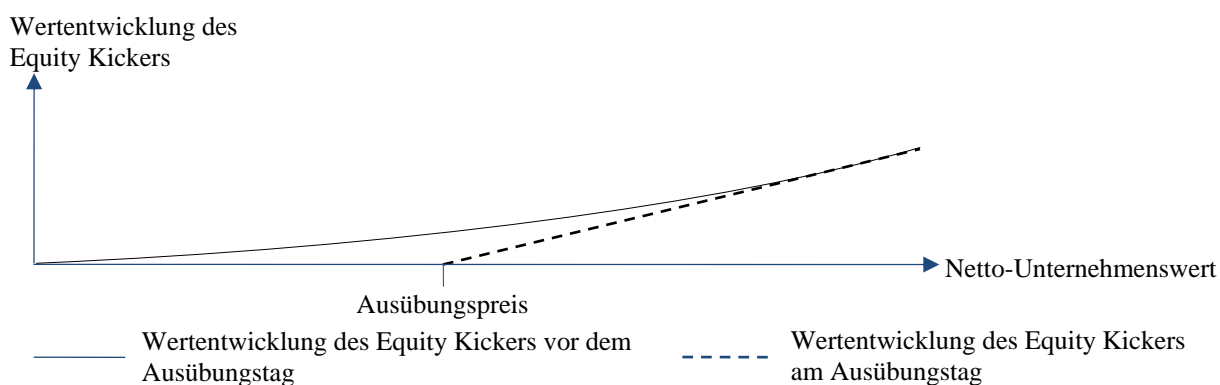


Abb. 3: Equity Kicker als Funktion des Netto-Unternehmenswerts

²¹ Vgl. Fischer, a.a.O. (Fn 9), S. 228 f.

II. Aktuelle Situation von Mezzanine am deutschen Kapitalmarkt

II.1. Marktentwicklung

II.1.a. Entwicklung bis Mitte 2007

Mezzanine Finanzierungsinstrumente werden schon seit einigen Jahrzehnten angeboten. Die auf stille Beteiligungen spezialisierte BayBG Bayerische Beteiligungsgesellschaft mbH gibt beispielsweise auf Ihrer Website²² eine „Erfahrung von 35 Jahren“ an. Regelrecht populär wurde diese Finanzierungsform für den breiten Mittelstand jedoch erst mit der Initiierung von PREPS 2004-1. Hierbei handelte es sich um die erste Verbriefung von Standard-Mezzanine, d.h. die zu unverhandelbaren Konditionen (Standard) ausgereichten Mittel werden zunächst gebündelt und dann am Kapitalmarkt nach dem Ausfallrisiko differenziert platziert. Typisch unverhandelbar sind beim Standard Mezzanine die fixe Laufzeit von 7 Jahren sowie der am jeweiligen Rating von Moody's KMV RiskCalc gebundene Zinssatz. Durch die besondere Art der Risikoverteilung konnten risikobereite Investoren bei PREPS 2004-2 für die Junior Note, welche die ersten Ausfälle zu tragen hat, einen theoretischen Zins von 19,7 % erwarten, nach Abzug der zu erwartenden Ausfälle und Kosten von 16,5 %.²³ Die finanzierten Unternehmen zahlten hingegen durchschnittlich nur 7,5 %.²⁴ Diese scheinbare Diskrepanz erklärt sich damit, dass rund $\frac{3}{4}$ des Portfolios vor Ausfällen fast 100 % gesichert erschien und entsprechend mit der Note AAA geratet wurde.²⁵ Die Verzinsung für diese Tranche des Gesamtportfolios lag nur geringfügig über der von sicheren Staatsanleihen.

Entwickelt wurde PREPS von der Capital Efficiency Group AG, der Vertrieb erfolgte in Deutschland über die damalige Hypo Vereinsbank, in Österreich über die Bank Austria und in der Schweiz über die Credit Suisse. Die starke Nachfrage, der schnelle Abschluss der ersten Transaktion, sowie die hohen Margen der Vermittler bei geringem, weitgereichem Risiko führten schnell zu weiteren PREPS-Transaktionen und in der Folge zum Eintritt von Nachahmern. Die hohe Zahl der Nachfolger führte verbunden mit einer leichten Sättigung der Nachfrage bereits vor dem Ausbruch der Finanzmarktkrise zu einem verstärkten Wettbewerb zwischen den Anbietern, der sich in abnehmenden Losgrößen (und somit tendenziell ansteigendem Einzelrisiko in jeder

²² BayBG, Medieninformation, in: Internet http://www.baybg.de/cms/presse_/pressemat20081107091934.pdf, Zugriff am 07.01.2009.

²³ Vgl. JP Morgan, PREPS 2004-2 - Präsentation für vermögende Privatkunden, 2004 S. 1, in: Internet http://www.w.fh-giessen.de/downloads/Mod_ID/70/PREPS%20%20Kundenpr%E4sentation%20Junior%20JPM%20Final.pdf, Zugriff am 05.01.2009.

²⁴ Capital Efficiency Group AG, in: Internet <http://www.ceg-ag.com/index.phpssid=4>, Zugriff am 05.01.2009.

²⁵ Vgl. JP Morgan, a.a.O. (Fn. 23).

Verbriefungstransaktion), im sich abschwächenden Durchschnittsrating, in niedrigen Zinssätzen sowie auch bei den Gebühren zeigte. Während die PREPS-Interessenten anfangs noch Prüfgebühren bis 50.000 € zahlen mussten, lagen die Prüfungskosten beim (wie sich 2008 herausstellte) nicht mehr platzierbaren SME Growth 2007-1 bei nur noch 5.000 € Dieser Rückgang von 90 % war für die Initiatoren akzeptabel, da sie regelmässig zusätzlich zu den Prüfungseinnahmen noch Monitoringgebühren sowie ein Disagio zwischen 3 % und 4 %²⁶ oder gar 5 % erhielten, welches sich Initiatoren und Vertrieb in etwa teilten.²⁷

Die nachfolgende Tabelle gibt den starken Anstieg und das ebenso abrupte Ende von Standard-Mezzanine wider:

Anbieter	Verbriefung	Volumen Mio. €	finanzierte Unternehmen	Durchschnitt Mio. €
CEA-AG mit HVB/ CS	PREPS 2004-1	249	34	7,3
CEA-AG mit HVB/ CS	PREPS 2004-2	616	67	9,2
Summe/Ø 2004		865	101	8,6
HSBC	Heat I/2005	220	32	6,9
CEA-AG mit HVB/ CS	PREPS 2005-1	313	51	6,1
CEA-AG mit HVB/ CS	PREPS 2005-2	360	62	5,8
IKB/ Deutsche Bank	Equinotes I/2005	371	57	6,5
Summe/Ø 2005		1.264	202	6,3
BayernLB/ WestLB	S-Mezzanine STEM/2006	178	51	3,5
Commerzbank	CB Mezzcap I/2006	200	35	5,7
HSBC	Heat II/2006	280	47	6,0
CEA-AG mit HVB/ CS	PREPS 2006-1	321	61	5,3
IKB/ Deutsche Bank	Equinotes II/2006	215	49	4,4
Merill Lynch (teilw. Schuldschein)	Puls 1/2006	260	45	5,8
LB Baden-Würt./ HSH / Haspa	PRIME 2006-01	197	29	6,8
Summe/Ø 2006		1.651	317	5,2
CEA-AG mit HVB/ CS	PREPS 2007-1	264	53	5,0
HSBC	Heat III/2007	314	60	5,2
Summe/Ø 2007		578	113	5,1
2008	keine Transaktionen			
Summe/Ø 2004 - 2007 (Stand 09.01.2009)		4.357	733	5,9

Quelle: Guido Bruch/www.Mezzanine-Bericht.de

Tabelle 3: Entwicklung der Standard-Mezzanine-Programme von 2004 bis 2008

²⁶ Vgl. *Fleischhauer/Sauter*, Deutschland – ein Milliardenmarkt, in: *Unternehmeredition Mezzanine*, 2007 S. 22.

²⁷ Vgl. zu den Konditionen u.a. *Brezski*, in: *Brezski/Böge/Lübbehüsen/Rohde/Tomat*, *Mezzanine-Kapital für den Mittelstand*, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2006 S. 241.

Der Non-Investment-Bereich (mindestens BB- nach Moody's KMV Risk Calc) wurde mit dem Programm Puls von Merrill Lynch/Advisum erschlossen.

Der Erfolg des für die kapitalsuchenden Unternehmen niedrig verzinsten Standard-Mezzanine ging zu Lasten der klassischen Mezzanine-Finanzierer wie Beteiligungsgesellschaften oder Fonds. Diese sind zumindest zu einem beachtlichen Teil Eigenkapital finanziert und berechnen für ihre Ausleihungen einen entsprechend höheren Zinssatz. Im Gegensatz zum Programm-Mezzanine treffen diese Finanzierer ihre Investitionsentscheidung selten auf Basis von Moody's Rating, sondern primär auf Basis interner, bisweilen komplexer Ratingverfahren. BayernMezzaine, die 100 Mio. € umfassende Mezzanine-Tochter der BayernLB, benutzt als Entscheidungsgrundlage ein Unternehmensrating der Euler Hermes Rating GmbH. Die mit diesem Rating verbundenen Kosten von rund 20.000 € hat das Unternehmen unabhängig von einer Finanzierungszusage zu tragen. Im Gegensatz zu dem scheinbar günstigen Programm-Mezzanine sind die Anbieter des Individual-Mezzanines in der Vertragslaufzeit inkl. Verzinsung wesentlich flexibler. Bei entsprechender Ausgestaltung lag die für das Rating interessante Eigenkapitalzuordnung beim Individual-Mezzanine über der des Programm-Mezzanine.²⁸

II.1.b. Entwicklung seit Mitte 2007

War die Durchführung neuer Verbriefungen als Folge der gesunkenen Nachfrage bereits in den ersten Monaten des Jahres 2007 schwieriger geworden, ist die Platzierung seit Ausbruch der Finanzmarktkrise unmöglich geworden²⁹. Initiatoren wie ConPair (350 Mio. € Volumen mit 108 Unternehmen³⁰) waren ebenso erfolglos wie die seit Mai 2008 zusammenarbeitenden Anbieter Capital Efficiency Group AG und HSBC-H.E.A.T.^{31,32} Zweck der Zusammenarbeit ist „dem Markt ein ausgewogenes Portfolio mit geringen Einzelrisiken (anzu-) bieten“³³. Der Misserfolg der beiden Marktführer zeigt, dass der Kapitalmarkt standardisierte Mezzanine-Produkte derzeit

²⁸ Vgl. Hofacker, in: Zeitschrift Unternehmeredition „Mezzanine 2007“, S. 56-58, 2007 S. 57. Nach Meinung des Verfassers hat dieser Vorteil seit dem Beginn der Finanzmarktkrise abgenommen, da Banken die Eigenkapitalstruktur heute kritischer hinterfragen als zuvor.

²⁹ Vgl. Bastian/Nagl, in: Handelsblatt Nr. 185, 25.09.2007 S. 28, mit einem ersten umfangreichen Bericht in der Wirtschaftspresse über die Verbriefungsprobleme auf Basis eines gemeinsamen Gespräches mit Vertretern führender Standard-Mezzanine-Programme.

³⁰ Vgl. Helios, Preliminary Investor Presentation Subordinated Notes, unveröffentlichter Verkaufsprospekt, 2007 S. 1.

³¹ Vgl. Bruch, Aktuelle Entwicklungen im Mezzanine-Markt – Stand August 2008, in: Internet <http://www.foerderland.de/fachbeitraege/beitrag/Aktuelle-Entwicklungen-im-Mezzanine-Markt-Stand-August-2008/aecb55912a>, Zugriff am 05.01.2008.

³² Vgl. zu PREPS und H.E.A.T auch Banik/Ogg/Pedernana, Hybride und mezzanine Finanzierungsinstrumente, Bern, Stuttgart, Wien: Haupt, 2008 S. 82-93.

³³ Rust, Mezzanine-Kapital: Zusammenarbeit der Marktführer, gemeinsame Presseerklärung der Capital Efficiency Group und der HSBC Trinkaus, 2008 S. 1, in: Internet <http://www.hsbc-heatmezzanine.de/ssg/tiles/displayssdef=05,01,00#>, Zugriff am 05.01.2009.

nicht akzeptiert. Als Gründe hierfür können neben der Finanzmarktkrise an sich das über den Erwartungen liegende Risiko der Anleger genannt werden. Per saldo gab es bis heute mehr Insolvenzen als prognostiziert (mit entsprechender Unterschreitung der erwarteten Rendite). Negativbeispiel dürfte die 2006 erfolgte Verbriefung von CB Mezzcap (Commerzbank) sein: Vom investierten Kapital in Höhe von 200 Mio. € sind bereits 34 Mio. € ausgefallen.³⁴ Auf die bisherigen Insolvenzen wird später noch eingegangen. Der Anbieter von Individual-Mezzanine Buchanan Mezzanine GmbH hat sich Mitte 2008 vom Markt mangels erfolgloser Refinanzierung zurückgezogen. Buchanan war zuvor Anlageberater des SilverLake-SICAV-Fonds, auch besser bekannt als GeMit – Genusscheinfonds. Laut Jahresbericht 31. August 2006 sank der Anteilswert des erst 2004 aufgelegten Fonds binnen Jahresfrist um fast 30 % als Folge von Wertberichtigungen.³⁵

Andere Anbieter von Individual-Mezzanine sowie die typischen mittelständischen Beteiligungsgesellschaften sind weiter am Markt aktiv und liquide. Die BayBG Bayerische Beteiligungsgesellschaft mbH meldet für das am 30.09.2008 abgeschlossene Geschäftsjahr 2007/08 mit 51 Mio. € bei 86 Unternehmen einen Rekord bei Neuengagements.³⁶ Das hieraus ableitbare Durchschnittsvolumen je Beteiligung von 600.000 € zeigt, dass die BayBG (wie auch andere mittelständische Beteiligungsgesellschaften) eine teilweise andere Zielgruppe als das Programm-Mezzanine hat. 2007 lag das durchschnittliche Engagement beim Standard-Mezzanine (s.o.) bei 5,1 Mio. € Insofern ist davon auszugehen, dass sich kleinere mittelständische Unternehmen (je nach Bundesland) gegenwärtig leichter mittels Mezzanine finanzieren können als grössere Unternehmen. Bei den Beteiligungsgesellschaften würde es nicht überraschen, wenn sie in Zeiten der Finanzmarktkrise und Rezession primär bestehende Engagements bei ihren seit längerem bekannten Unternehmen aufstocken würden.

Eine beachtliche Mittelaufstockung gibt es seit Anfang 2009 bei der staatlichen Kreditanstalt für Wiederaufbau KfW. Teile ihres neuen 15-Mrd.-€-Programms zur Stützung des deutschen Mittelstands beinhalten eine Haftungsfreistellung von bis zu 90 %.³⁷ Sollten diese Mittel „grosszügig“ vergeben werden, wären Marktverschiebungen nicht auszuschliessen. Im Markt kursieren Prognosen, wonach das 15-Mrd.-€-Programm bereits zur Jahresmitte 2009 ausgeschöpft sein könnte.

Die kapitalsuchenden Unternehmen dürften die „extrem unflexible Handhabung verbrieftter Mezzanineprodukte in der Unternehmenskrise“³⁸ vor dem Hintergrund der aktuell drastischen Absatzeinbrüche negativer gewichten

³⁴ Vgl. *PeopleandDeals*, Armin Schuler wird BWK-Sprecher, 2008, in: Internet <http://www.peopleanddeals.de/article/8461/armin-schuler-wird-bwk-sprecher>, Zugriff am 06.01.2009.

³⁵ Vgl. *Silverlake*, Jahresbericht per 31. August 2006, 2006 S. 2, in: Internet <http://www.ipconcept.lu/PDF/bericht.A0B6XW.pdf>, Zugriff am 06.01.2009.

³⁶ Vgl. *BayBG*, a.a.O. (Fn. 22).

³⁷ Vgl. *KfW*, KfW-Sonderprogramm 2009, in: Internet http://www.kfw-mittelstandsbank.de/DE_Home/Kredite/Die_Foerderprogramme_im_Einzelnem/KfW-Sonderprogramm_2009/index.jsp, Zugriff am 07.01.2009.

³⁸ *Raab/Sasse*, in: Concentro Management AG (Hrsg.), *Concentro Turnaround Investment Guide 2009*, München: Eigenverlag, 2008 S. 21.

als noch vor einigen Monaten. In Zeiten von Absatzeinbrüchen und hiermit angespannter Liquidität selbst bei Unternehmen mit normalerweise guter bis sehr guter Bonität ist die Möglichkeit, um eine Tilgungsverzögerung zumindest bitten zu können, ein grosser Vorteil bzw. zumindest beruhigend. Bei Standard Mezzanine ist diese Möglichkeit nicht gegeben; das Fremdkapital muss nach 7 Jahren definitiv zurückgezahlt werden. Diese Unflexibilität führt möglicherweise dazu, dass Unternehmen mit besserer Bonität künftig Standard Mezzanine meiden. Ein weiterer Grund für eine voraussichtlich sinkende Nachfrage dürfte das gestiegene Risiko-Bewusstsein der Kapitalgeber sein. Als Folge davon verteuert sich Mezzanine zunehmend. Die Aufnahme von Mezzanine zur Rating-Verbesserung rentiert sich hierdurch in Zukunft noch weniger. Bereits vor Beginn der Finanzmarktkrise (also noch zum Zeitpunkt relativ niedriger Risikoaufschläge) stellte die Deutsche Vereinigung für Finanzanalysen und Asset Management fest: „Die Wirkung des Einsatzes mezzaninen Kapitals auf die Ratingnote hängt von zahlreichen Faktoren ab. Es empfiehlt sich stets den Einzelfall zu beurteilen. Der Einsatz mezzaninen Kapitals kann vorteilhaft sein; er muss es aber nicht.“³⁹ Der Autor hat zudem die Erfahrung gemacht, dass Banken bei Kreditverhandlungen im Gegensatz zur vorherigen Praxis Mezzanine-Kapital heute mit zum Verschuldungsgrad zählen, selbst wenn die Rückzahlung erst in fünf Jahren oder später ansteht.

II.2. Fehlerhafte Zukunftsprognosen

Insbesondere in den Boom-Jahren des Programm-Mezzanine gingen die Initiatoren des Standard-Mezzanine sowie deren Investoren von einem kalkulierbaren und eher geringen Insolvenzrisiko und einer insgesamt zumindest stabilen bis positiven Entwicklung der finanzierten Unternehmen aus. Beide Annahmen haben sich als falsch erwiesen, wie z.T. schon oben ausgeführt wurde.

II.2.a. Insolvenzen von Mezzanine-finanzierten Unternehmen

Wie am Beispiel des Fonds CB Mezzcap dargestellt, gab es bereits vor Beginn der gegenwärtigen Rezession weitaus mehr Ausfälle in den Portfolios diverser Mezzanine-Programme als prognostiziert. Mit einer Verschärfung der Situation ist vor dem Hintergrund der Rezession sowie den anstehenden Rückzahlungen zu rechnen. Die ersten in 2004 aufgelegten Mezzanine-Programme sind 2011 zu tilgen. Mit einer Liquiditätsverknappung bei den betroffenen Unternehmen ist somit bereits in 1 bis 2 Jahren zu rechnen. Die Hausbanken sind sensibilisiert und dürften die gewährten Linien bereits vorher zurückführen bzw. bei der Neuvergabe von Investitionskrediten restriktiver sein. Der anstehende Zusammenschluss der Commerzbank mit der Dresdner Bank dürfte zudem zu einer Senkung der Kreditlinien führen.⁴⁰

³⁹ DVFA, Mezzanine Finanzierungsformen und Bilanzrating, in: DVFA-Finanzschriften 05/07, 2007 S. 34.

⁴⁰ Ein Unternehmen, das zuvor bei beiden Banken je eine Linie von EUR 1 Mio. hatte, wird nach dem Zusammenschluss vielleicht nur noch eine Linie von EUR 1,5 Mio. halten können.

Durch die Rezession erscheinen insbesondere Autozulieferer besonders gefährdet. In einer Branchenzuordnung von 450 Teilnehmern von Programm-Mezzanine⁴¹ (Stand 16.01.2007) waren u.a. 30 Automobilzulieferer durch Programm-Mezzanine finanziert.

Von den überraschend schnell nach der Mezzanine-Vergabe in Insolvenz gegangenen Unternehmen hat ein beachtlicher Teil das Mezzanine mittels unwahrer Unterlagen wie fehlerhafte Bilanzen, Vermögensaufstellungen etc. erhalten.

Jahr	Unternehmen	Branche	Information	Betroffene Mezzanine-Programme
2006	Nici AG	Spielwaren	Betrug	CB Mezzcap I, PREPS 2004-2, PREPS 2005-1
2006	Kristalltech Lynx	Elektronik		H.E.A.T I
2006	Hucke AG	Mode		H.E.A.T I
2007	Schieder Möbel	Möbel	Betrug	GeMit (Individual-Mezzanine)
2007	ISE Innomotive Systems Europe GmbH	Autozulieferer		EquiNotes, StaGe Mezzanine
2007	Erich Rohde AG Schuhfabriken	Mode	Betrug	CB Mezzcap I, PREPS 2005-2
2007	ODS Optical Disk Service GmbH	DVD		CB Mezzcap I, PREPS 2005-2
2007	Kemmer Technology AG	Elektronik		CB Mezzcap I
2008	Ricö Logistik und Transport	Logistik	Betrug	EquiNotes
2008	Geiger Technik GmbH	Autozulieferer	Auftragseinbruch	CB Mezzcap I
2008	Hans Haugg Antriebstechnik GmbH & Co. KG	Maschinenbau		BayernMezzanine (Individual-Mezzanine)

Quelle: Guido Bruch/www.Mezzanine-Bericht.de

Tabelle 4: Ausgewählte Insolvenzen von Mezzanine-Nehmern von 2006 bis 2008

Bei Unternehmen, die Mezzanine nur mit manipulierten Unterlagen erhalten haben, stellt sich die Frage nach der Sittenwidrigkeit des abgeschlossenen Vertrags. Einzelne Mezzanine-Investoren lassen diesen Sachverhalt offenbar juristisch prüfen und fechten die abgeschlossenen Verträge an. Falls sie Recht erhalten, könnte die Akzeptanz von Mezzanine bei den Hausbanken erheblich sinken. Denn werden die Verträge erfolgreich angefochten, partizipieren die Investoren erstrangig von der Insolvenzmasse, was entsprechend zu Lasten der anderen Gläubiger ginge. Jede Mezzanine-Finanzierung könnte somit die Insolvenzmasse schmälern, wenn ein Betrug nachgewiesen werden kann; das Ausfallrisiko für die besicherten Gläubiger stiege an, da die strukturelle Nachrangigkeit von Mezzanine nicht mehr gegeben ist.

⁴¹ Vgl. *Finance-Magazin*, Nutzer der Mezzanine-Programme PREPS, EquiNotes, CB Mezzcap und StaGe Mezzanine, 2007 S. 1-9, Publikation ist nicht mehr im Internet verfügbar.

II.2.b. Wirtschaftliche Entwicklung von Mezzanine-finanzierten Unternehmen

„Macht Mezzanine überlegen“ lautet die plakative Überschrift eines Aufsatzes, die sodann in der Titelunterschrift positiv beantwortet wurde: „Die Auswertung der Jahresabschlüsse 2002-2004 von 420 Unternehmen des verarbeitenden Gewerbs belegt, dass mezzanine finanzierte Unternehmen dynamischer und erfolgreicher am Markt agieren als Vergleichsunternehmen.“⁴² Die PREPS-Initiatoren sahen die Entwicklung der finanzierten Unternehmen kritischer, wie nachfolgender Rating-Vergleich des Portfolios zum Zeitpunkt der Transaktion und 2 Jahre später zeigt:⁴³

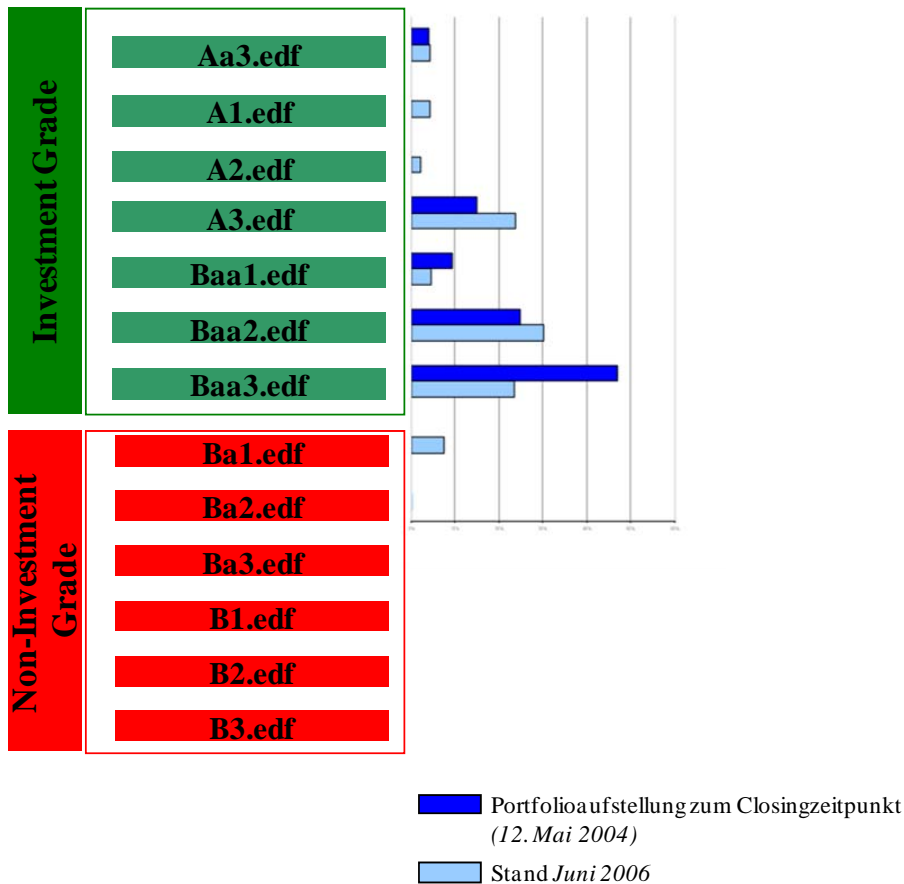


Abb. 4: Veränderung der Volumen pro Rating des Portfolios PREPS 2004-1 zwischen Emission und Juni 2006

Trotz Hochkonjunktur der vergangenen Jahre hat sich die wirtschaftliche Situation einiger Mezzanine-finanzierter Unternehmen offenbar zwischen 2004 und 2006 verschlechtert. Entsprechend einer Ende 2008 veröffentlichten Untersuchung der Rating-Agentur Euler Hermes auf Basis der verfügbaren Bilanzen „befinden

⁴² Guthoff, IKB-Sonderdruck aus BankPraktiker 02/2006, 2006 o.S., in: Internet http://www.ikb.de/content/de/branchen_und_maerkte/downloadcenter/Themenauswahl/Analysen/Unternehm_erthemen/Mezzanine_Sonderdruck_02_2006.pdf, Zugriff am 07.01.2009.

⁴³ Vgl. Göbel/Kleine, Standardisierte Mezzanine-Programme am Beispiel von PREPS, Präsentation 07.09.2006 Folie 12.

sich mehr als 40 Prozent der Unternehmen derzeit nicht mehr im Investmentgrade, über 3 Prozent sind bereits insolvent.⁴⁴ Als Gründe für die zu unkritische Selektion werden neben den hohen Provisionen genannt: „Gerade in der Phase 2005/06, als es sehr viele Programme gab, die eine kritische Masse für den Kapitalmarkt brauchten, schauten viele Anbieter nicht mehr so genau auf die Risiken.“⁴⁵

II.3. Ausblick

Als Folge der Finanzmarktkrise und somit der ausgeprägten Aversion von potentiellen Investoren gegenüber verbrieften Produkten und der tendenziellen Ratingsverschlechterung der finanzierten Unternehmen dürfte es auf absehbarer Zeit zu keiner Neuauflage des Programm-Mezzanines kommen. Eine Neuauflage erscheint allenfalls bei deutlich höheren Zinssätzen denkbar, doch würden diese von Unternehmen mit guter Bonität nur schwer akzeptiert werden. Per saldo darf Programm-Mezzanine die Kosten klassischer Firmenkredite oder von Schuldscheindarlehen nur um wenige Prozentpunkte überschreiten; keinesfalls aber mehr als um 5 %.

Vom faktischen Marktaustritt des Programm-Mezzanines profitieren sicherlich die Anbieter von Individual-Mezzanine. Der Prüfungsaufwand ist hier i.d.R. höher, so dass allein die Angst vor einer möglichen Absage und dem damit verbundenen Kosten (Geld und Zeit) zu einer Vorselektion führen dürfte.

Unabhängig vom Kapitalgeber wird es auf jeden Fall zu einer Verteuerung des Mezzanine kommen. Aus heutiger Sicht sind die ausgesprochen tiefen Zinssätze der Jahre 2005 bis 2006 kaum mehr machbar.

Bedingt durch die gegenwärtig bestehende Rezession wird die Nachfrage nach Mezzanine zur Wachstumsfinanzierung deutlich abnehmen; Mezzanine dürfte insbesondere für Umfinanzierungen an Bedeutung gewinnen.

Mittelfristig werden die Beurteilungen der gängigen Ratings-Tools von Moody's und S&P auf Grund der Jahre 2008 und 2009 von Interesse werden.

⁴⁴ *Denzl*, in: Finance-Magazin, November 2008 S. 36.

⁴⁵ *Denzl*, a.a.O. (Fn. 44), S. 39.

Zusammenfassung

Mezzanine Finanzierungen stellen filigrane Flechtwerke aus Finanzierungsstrukturen dar, die (in einer weiter gefassten Definition) durch die beiden Grenzen von vorrangigem Fremdkapital und Stammaktienkapital beschränkt sind. Oder anders formuliert dient Mezzanine als Oberbegriff für verschiedene Finanzierungsformen, die alle gegenüber Fremdkapital subordinär in Bezug auf den Rang der Gläubigeransprüche und entsprechend unvollständig (oder überhaupt nicht) besichert sind.⁴⁶ Andererseits sind sie gegenüber Stamm-Beteiligungskapital vorrangig. Der Grundsatz, wonach eine Ausgewogenheit zwischen Verschuldung und Ertragskraft zu existieren hat, lässt sich mit mezzaninen Finanzierungen nicht umgehen.⁴⁷

Mezzanine Finanzierungen mischen gezielt charakteristische Elemente von Eigen- und Fremdkapital, um deren jeweilige Eigenschaften situationsgerecht zu kombinieren.⁴⁸ Die betriebswirtschaftliche und juristische Beurteilung von mezzaninen Instrumenten können sich somit unterscheiden. Durch den hybriden Charakter von mezzaninen Finanzierungen kann die ökonomische Trennung zwischen Beteiligungskapital und vorrangigem Fremdkapital aufgehoben werden.⁴⁹ Da mezzanine Finanzierungen Eigenkapitalrisiken tragen, wird die wirtschaftliche Eigenkapitalquote erhöht und die Liquiditätslage des Unternehmens verbessert, was die Bonität des Unternehmens steigern kann. Durch die Erhöhung der Verschuldungskapazität weitet sich der Finanzierungsspielraum für Fremdkapital aus.⁵⁰

Bereits vor der Finanzmarktkrise ist die Nachfrage am Kapitalmarkt als Folge von Insolvenzen und der hiermit unter den Prognosen liegenden Renditen nach Standard-Mezzanine gesunken. Seit dem Ausbruch der Finanzmarktkrise gilt Standard-Mezzanine als nicht mehr refinanzierbar. Der Zusammenschluss der beiden grössten Mezzanine-Anbieter änderte hieran nichts. Gleichzeitig wurden die Fallstricke der Standardisierung den gut geführten Unternehmen bewusst: Das mezzanine Kapital muss nach 7 Jahren zwingend zurückgeführt werden; es besteht anders als beim klassischen Firmenkredit kein Verhandlungspotential.

Der bedingt durch die Rezession gesunkene Finanzierungsbedarf von Investitionen kann durch die Anbieter von Individual-Mezzanine mitbefriedigt werden. In Deutschland wird der Mittelstand vom 15-Mrd.-€KfW-Sonderprogramm profitieren. Für Umfinanzierungen gewünschtes Mezzanine wird nur erheblich schwerer erhältlich sein.

⁴⁶ Vgl. Müller, a.a.O. (Fn. 5), S. 13 und S. 248 und Fischer, a.a.O. (Fn. 9), S. 225.

⁴⁷ Vgl. Helbling (Hrsg.): Corporate Finance Letter, Februar 2007.

⁴⁸ Vgl. Müller, a.a.O. (Fn. 5), S. 12.

⁴⁹ Vgl. Gugglberger/König/Mayer, in: Stadler, W. (Hrsg.), Die neue Unternehmensfinanzierung: strategisch Finanzieren mit bank- und kapitalmarktorientierten Instrumenten, Frankfurt am Main: Redline Wirtschaft, 2004 S. 130.

⁵⁰ Vgl. Fischer, a.a.O. (Fn. 9), S. 231 f.

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: #	Mezzanines Kapital als Schnittmenge von Eigen- und Fremdkapital	1#
Abb. 2: #	Ausgewählte mezzanine Finanzierungsinstrumente.....	6#
Abb. 3: #	Equity Kicker als Funktion des Netto-Unternehmenswerts	9#
Abb. 4: #	Veränderung der Volumen pro Rating des Portfolios PREPS 2004-1 zwischen Emission und Juni 2006.....	16#

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: #	Übersicht über die Finanzierungsmöglichkeiten eines Unternehmens	1#
Tabelle 2: #	Kategorisierung von Mezzanine, Eigen- und Fremdkapital.....	5#
Tabelle 3: #	Entwicklung der Standard-Mezzanine-Programme von 2004 bis 2008	11#
Tabelle 4: #	Ausgewählte Insolvenzen von Mezzanine-Nehmern von 2006 bis 2008.....	15#