

# Mezzanine-Kapital: Maßarbeit ist angesagt

**MITTELSTANDSFINANZIERUNG:** Bis 2014 müssen mittelständische Unternehmen Mezzanine-Kapital in Höhe von 4,6 Mrd. € tilgen beziehungsweise refinanzieren. Viele Firmen stehen damit vor einer großen Herausforderung, einigen bereitet die Refinanzierung ernsthafte Probleme. Wie es dazu kommen konnte und welche Lösungsansätze greifen können, erklärt Dr. Volkhard Emmrich von der Münchner Unternehmensberatung Dr. Wieselhuber & Partner im folgenden Beitrag.

VDI nachrichten, München, 18. 3. 11, ps

Mit der Einführung von Programm-Mezzanine im Jahr 2004 schien die Quadratur des Kreises gelungen. Gegen vergleichsweise geringe Zinsen, meist Fixverzinsung deutlich unter 10 %, erhielten die Unternehmen Mezzanine-Kapital, das gebündelt und tranchiert als handelbare Wertpapiere an den Finanzmärkten platziert wurde.

Die Tranchen der Platzierung umfassen in aller Regel eine Junior-Tranche (Eigenkapitalcharakter mit hoher Verzinsung, deutlich über 15 %), mit der Ausfälle durch Insolvenzen einiger Unternehmen ausgeglichen werden können. Außerdem eine Senior-Tranche, mit ca. 5 % Verzinsung, die insbesondere von institutionellen Anlegern gezeichnet wurde.

Das Produkt leistete für jeden das Erwartete: Für Unternehmen Eigenkapital zum Fremdkapitalzinssatz, für die Anleger als Zeichner der Junior-Tranche sehr hohe und gefühlt sehr sichere Rendite sowie für institutionelle Anleger ein weiteres marktgängiges Papier mit guter Verzinsung zur Verbreiterung der Risikostreuung.

Alle Beteiligten waren zufrieden – was sich auch in der Geschwindigkeit der von den Emittenten immer neu aufgelegten Programme zeigte. Für alle schien klar: Die Konstruktion funktioniert auch als „Perpetuum mobile“ – das heißt, die Refinanzierung würde problemlos durch ein revolving aufgelegtes Programm-Mezzanine gelöst werden können.

Aber mit der Finanzmarktkrise war ab Mitte 2007 die Mezzanine-Party vorbei. Finanzierungszusagen in Höhe von 500 Mio. € konnten nicht mehr am Finanzmarkt platziert werden. Und dabei blieb es bis heute. Doch was genau war Schuld am Untergang des Produkts „Programm-Mezzanine“? War es allein die Finanzkrise oder auch die Risikostruktur des Produktes selbst?

Die Finanzkrise leistete sicherlich den grundsätzlichen Anstoß – öffnete den Anlegern jedoch auch die Augen für die spezifischen Risiken. Faktoren wie unzureichende Bonitätsprüfungen, die geringe Anzahl von Unternehmen je Platzierungstranche, eine falsche Verwendung des Mezzanine-Kapitals – z. B. zur Verlustfinanzierung – sowie die rasende Geschwindigkeit, mit der ständig neue und immer weniger geeignete Unter-

nehmen für Mezzanine-Kapital geworben wurden, ließen die Risiken weit über das vorgesehene Maß hinaus ansteigen.

Klar ist: Die letzten Jahre haben ihre Spuren in den Bilanzen hinterlassen und erschweren durch fremdfinanzierte Verluste, reduziertes Eigenkapital und konjunkturbedingt wachsendes Working-Capital die anstehende Refinanzierung der Programm-Mezzanine.

Zwar verfügen circa 40 % bis 50 % der gut 700 Programm-Mezzanine-finanzierten Unternehmen heute über eine ausreichend gute Bonität, um die Anschlussfinanzierung problemlos zu bewerkstelligen. Bei 30 % bis 40 % jedoch wird die Refinanzierung aufgrund der eher schlechten Bonität schwierig, rund 15 % der Mezzanine-finanzierten Unternehmen sind aus heutiger Sicht gefährdet.

Für sie gilt an erster Stelle, das Thema Refinanzierung so früh wie möglich in Angriff zu nehmen, denn im letzten Jahr vor der Refinanzierung wird das Programm-Mezzanine als Fremdkapital behandelt. Damit werden Rating und Bonität zweifach belastet – zum einen durch die Reduzierung des wirtschaftlichen Eigenkapitals, zum anderen durch die Tilgungserfordernis.

Stehen während dieses letzten Jahres

## Mezzanine-Kapital: Auf die Vertragsgestaltung kommt es an

- ▶ Mezzanine (italienisch für Zwischengeschoss) bezeichnet eine Mischform aus Eigen- und Fremdkapital. Als Equity-Mezzanine (eigenkapitalähnlich) werden Genussrechte, verbrieftete Genussscheine oder stille Beteiligungen bezeichnet. Zu Debt-Mezzanine (fremdkapitalähnlich) gehören nachrangige partiari-sche Darlehen oder Gesellschafterdarlehen.
- ▶ Die Möglichkeiten zur Ausgestaltung des Mezzanine-Kapitals sind vielfältig. Sie umfassen die Laufzeit (meist 7 bis 10 Jahre), die Verzinsung (bei Individual-Mezzanine deutlich über 10 % als Fixverzinsung), zusätzliche Gewinn- und Verlustbeteiligung sowie Equity-Kicker (Partizipation an Unternehmenswertsteigerung).
- ▶ Die Zurechnung zum wirtschaftlichen Eigenkapital erfolgt, weil

Mezzanine-Kapital unbesichert ist. Die komplette Aktivseite steht damit weiterhin dem Fremdkapital als Sicherheit gegenüber.

- ▶ Individual-Mezzanine sind ein traditionelles Finanzierungsinstrument für junge oder schnell wachsende Unternehmen, oder auch zur Nachfolgeregelung, um das Eigenkapital zu stärken, ohne den Gesellschafterkreis zu verändern. vh



**Große Herausforderung:** Viele Mittelständler stehen vor der Refinanzierung von Mezzanine-Kapital. Experten raten dazu, sich frühzeitig damit zu beschäftigen. Im letzten Jahr vor der Refinanzierung wird das Programm-Mezzanine nämlich als Fremdkapital behandelt. Foto: Fotolia

vor dem Auslaufen des Programm-Mezzanines Finanzierungen zur Prolongation an, stellt sich die Frage, ob das Unternehmen wirklich „durchfinanziert“ ist, ob überhaupt eine ausreichende Basis für die Finanzierung besteht oder vielmehr die Insolvenz droht.

Um Lücken in der Durchfinanzierung zu verhindern, können Unternehmen auf die komplette Klaviatur der Finanzierungstools zurückgreifen – vom Free-Cash-Flow über echtes Eigenkapital, Individual-Mezzanine und Corporate Bonds bis hin zum klassischen Fremd-

kapital oder auch der Neugestaltung der Passivseite durch einen „Clubdeal“ mit einem Bankenkonsortium.

Droht trotz all dieser Maßnahmen die Zahlungsunfähigkeit, eröffnet sich die Möglichkeit, das Mezzanine-Kapital mit hoher Quote abzulösen und damit einen „Sanierungsgewinn“ zu realisieren – denn als wirtschaftliches Eigenkapital bzw. unbesichertes Darlehen geht der Schuldscheininhaber des Programm-Mezzanines bei einer Insolvenz vollständig leer aus. Somit sind sowohl Planverfahren, als auch Verhandlungen bei akuter Insolvenzbedrohung probate Mittel, um die Mezzanine-Finanzierung loszuwerden.

Bei den verbleibenden 30 % bis 40 % der Unternehmen mit mäßiger Bonität heißt es, alle Möglichkeiten der Bonitätsverbesserung, der Innenfinanzierung sowie alternativer Finanzierungsinstrumente auszuloten.

Straffes Liquiditätsmanagement, die Optimierung aller liquiditätsrelevanten Prozesse von der Auftragsabwicklung, der Fakturierung bis zu Kreditoren- und Debitorenmanagement können entscheidende Beiträge leisten. Sie müssen zudem alles daran setzen, um ihren Betriebsgewinn (EBIT) kurz- und mittelfristig nachhaltig zu steigern und die Un-

ternehmensperformance zu verbessern.

Zu den Hausaufgaben, die die Unternehmen erledigen sollten, gehören außerdem: Alle unternommenen Aktivitäten sind in einer Mittelfristplanung mit entsprechender Risiko- und Sensitivitätsanalyse zu dokumentieren, um auf dieser Basis eine Rekapitalisierung der Passivseite zu ermöglichen. Denn wie bei allen Finanzierungsfragen, so gilt auch bei Programm-Mezzaninen: Je besser die Bonität, desto einfacher die Refinanzierung.

Auch die im letzten Jahr von einigen Banken aufgelegten Fonds zur Eigenkapitalstärkung (Deutsche Bank, Commerzbank/KfW) sind nur für Unternehmen mit guter Bonität geeignete Mittel, um ihre Eigenkapitalbasis zu stärken. Sie sind jedoch keineswegs ein Allheilmittel gegen falsch platzierte Programm-Mezzanine.

Doch egal von welcher Seite man das Thema beleuchtet, bei individuellen Refinanzierungsproblemen helfen nur Effizienzsteigerung, Liquiditätsgenerierung und damit Verbesserung der Cash-Flow- und Bilanzrelationen – oder die Aufnahme von echtem Eigenkapital, was natürlich auch mit dem Verlust der Gesellschafterposition verbunden sein kann. VOLKHARD EMMRICH