



## Standard- versus Individual-Mezzanine

Von Peter Pauli

Geschäftsführer BayBG Bayerische Beteiligungsgesellschaft

***Die Mezzanine-Programme waren auf dem Papier ein gutes Produkt, aber den Praxis-test haben sie nicht bestanden. Jetzt rücken die Vorteile von Individual-Mezzanine wieder in den Blick.***

Der deutsche Mittelstand ist speziell: Die Eigenkapitalquote im deutschen Mittelstand ist aus vielerlei Gründen im internationalen Vergleich relativ niedrig – eine Tatsache, die eigentlich für Private Equity spricht. Aber er wird von eigentümergeführten Unternehmen und Unternehmern dominiert, für die unternehmerische Unabhängigkeit und Entscheidungsfreiheit einen hohen Wert darstellen. Dies hat dazu geführt, dass Private Equity bislang nur in Ausnahmefällen und -situationen – zum Beispiel bei einer ungelösten Nachfolgeregelung – eine Lösung der Eigenkapitalproblematik darstellte.

Mezzanine – diese Erkenntnis ist nicht neu – stellt häufig den besten „Match“ zwischen den Interessen und Anforderungen von Kapitalgebern und eigenkapitalsuchenden mittelständischen Unternehmern dar. Allerdings war das Angebot an Mezzanine-Kapital lange Zeit begrenzt und ist – angesichts von deutlich zweistelligen Renditevorstellungen der Kapitalgeber –

zumindest aus der Perspektive der Unternehmer (zu) teuer.

### **Was war**

Ab 2004 gab es für dieses Problem eine Lösung: standardisiertes Mezzanine mit Finanzierungskosten von 7 bis 9 Prozent pro Jahr. Intelligent konstruiert und über Kreditinstitute vertrieben, stellte sich der Markterfolg rasch ein. Es war das passende Angebot für die Nachfrage nach eigenkapitalähnlichen Finanzierungsinstrumenten. Inzwischen ist jedoch die Erkenntnis gereift, dass Standard-Mezzanine in der bisher praktizierten Form für Investoren unzureichende Renditen bietet und die standardisierte Fälligkeit für die finanzierten Unternehmen zum Problem wird. Damit rücken die Vorteile von Individual-Mezzanine wieder ins Blickfeld. Der größte: Die „Terms & Conditions“ einer mezzaninen Finanzierung können auf den Kapitalbedarf und die Situation des Unternehmens zugeschnitten werden. Im Wesentli-

chen bestehen dabei folgende Stell-schrauben:

- Vergütungskomponenten: Die Komponenten fixe Verzinsung, erfolgsabhängige Vergütung und endfällige „Equity-kicker“ erlauben ein hohes Gestaltungspotential hinsichtlich der Struktur (fix vs. erfolgsabhängig) und des zeitlichen Anfalls der Vergütung (laufend vs. Laufzeitende)
- Laufzeit: Ist die Rückzahlung zum Zeitpunkt der Fälligkeit problematisch, können Laufzeitverlängerungen verhandelt werden.
- Eigenkapitalcharakter: Ausgestaltung als wirtschaftliches oder bilanzielles Eigenkapital. Über Wandlungsrechte können auch Mechanismen festgelegt werden, die zu „echtem“ Eigenkapital führen.
- Zustimmungsrechte: Der Katalog der Zustimmungsrechte kann individuell zugeschnitten werden.

Weil Individual-Mezzanine-Geber das Investment in der Regel auf die eigenen Bücher nehmen und mit ihren Mitarbeitern betreuen, können Probleme auf persönlicher Ebene direkt mit den Entscheidungsträgern besprochen werden.

Die Kehrseite der Medaille: (Individual-) Mezzanine ist eine Form von Risikokapital, das zumindest teilweise Eigenkapitalfunktionen übernimmt. Kapitalgeber investieren in die zukünftige Entwicklung des Un-

ternehmens. Daher prüfen sie ein Investment intensiv und behalten sich zumindest bei wichtigen unternehmerischen Entscheidungen Zustimmungsrechte vor. Auch lagen in der Vergangenheit die Renditevorstellungen von Individual-Mezzanine deutlich über den Konditionen von Programm-Mezzanine.

Dies liegt an der effizienteren Gestaltung der Mezzanine-Programme. Durch die Zusammenstellung eines Portfolios von standardisierten Mezzanine-Tranchen, ausgereicht an mittelständische Unternehmen unterschiedlicher Branchen mit definierten Mindestbonitäten, sinken ohne Verringerung der zu erwartende Rendite die Risikokosten – Markowitz lässt grüßen. Wird dieses Portfolio dann verbrieft, in risikoarme A-Tranchen und risikoreichere First-Loss oder Equity-Pieces aufgeteilt, kann man den Anlegern am Kapitalmarkt jeweils adäquate Anlageformen anbieten. Dies führte dazu, dass dem deutschen Mittelstand ein Eigenkapitalprodukt zu – aus seiner Sicht – akzeptablen Konditionen geboten werden konnte.

Doch die Realität hat gezeigt, dass standardisierte, ratingbasierte Prüfungsprozesse bei mittelständischen Unternehmen mitunter zu kurz greifen. Dass einige Unternehmen aus den Mezzanine-Programmen kurz nach der Aufnahme des Kapitals Insolvenz beantragen mussten, dient als Beleg. Darüber hinaus ist wohl auch die Zusammenstellung der Portfolios

über vertriebsorientierte, provisionsincentivierte Firmenkundenbetreuer von Kreditinstituten misslungen. So haben sich die kontrahierten Konditionen als zu niedrig erwiesen. Weil die Erwartungen der Anleger enttäuscht wurden, können verbriefte Standard-Mezzanine-Portfolios seit einiger Zeit nicht mehr am Kapitalmarkt platziert werden und stehen damit als Instrument der Unternehmensfinanzierung bis auf weiteres nicht mehr zur Verfügung. Im Gegenzug werden bei den finanzierten Unternehmen in den nächsten Jahren aber 4 bis 5 Milliarden Euro zur Rückzahlung fällig, für die eine gleichwertige Anschlussfinanzierung fehlt.

#### **Was kommt**

Diese Entwicklung zeigt, dass sich mittelständische Unternehmen mit ihren spezifischen Risiken nur bedingt für kapitalmarktorientiertes Mezzanine-Kapital eignen. Individual-Mezzanine bietet mehr Möglichkeiten, auf die individuelle Finanzierungssituation in den einzelnen Unternehmen einzugehen. Mittelständische Unternehmer und Manager werden jedoch akzeptieren müssen, dass Mezzanine als eine Form von Risikokapital entsprechen-

de Renditechancen und bestimmte Mindestmitspracherechte braucht. Wichtig ist jedoch, dass ein professionelles und ausreichendes Angebot an Individual-Mezzanine für mittelständische Unternehmen entsteht, auch um oligopolistische Übertreibungen bei den Renditeforderungen der Kapitalgeber zu vermeiden.

Dass sich Akzeptanz und Verbreitung dieser Instrumente im Mittelstand erhöht haben, ist eine positive Wirkung der wenig erfolgreichen Mezzanine-Programme. Mit einem realistischeren Pricing und sorgfältigeren Platzierungsmechanismen im Unternehmenssektor könnte standardisiertes Mezzanine zu einer sinnvollen Finanzierungsalternative in erster Linie für den gehobenen, kapitalmarktnahen Mittelstand werden, sobald respektive sofern der Kapitalmarkt für Verbriefungen wieder aufnahmebereit wird.

München, Juli 2010