

Standard-Mezzanine: Refinanzierungsproblematik, Lösungsansätze und Handlungsempfehlungen

Impressum

Herausgeber

KfW Bankengruppe
Palmengartenstrasse 5-9
60325 Frankfurt
Telefon 069 7431-0
Telefax 069 7431-2944
www.kfw.de

Bundesverband deutscher Banken
Burgstraße 28
10178 Berlin
Telefon 030 1663-0
Telefax 030 1663-1399
www.bankenverband.de

Redaktion

KfW Bankengruppe
Abteilung Volkswirtschaft
research@kfw.de

Dr. Margarita Tchouvakhina (Leitung)
Telefon 069 7431-8953

Dr. Georg Metzger
Telefon 069 7431-9717

Autoren

Michael Auracher, HSBC Trinkaus & Burkhardt AG
Stephan Beil, Deutsche Bank AG
Jan-Friedrich Brünings, UniCredit Bank AG
Hendrik Hartenstein, Bundesverband deutscher Banken
Lars Mehrlich, IKB Deutsche Industriebank
Dr. Georg Metzger, KfW Bankengruppe
Klaus Müller, KfW Bankengruppe
Dr. Thorsten Möller, WGZ Initiativkapital GmbH
Rüdiger Rass, Commerzbank AG
Dr. Marcus Richter, IKB Deutsche Industriebank
Dr. Margarita Tchouvakhina, KfW Bankengruppe
Andrea Weinand, Bayern LB

Frankfurt am Main, Mai 2011

Thesenpapier des Expertenkreises: Hintergrund und Zielsetzung

Hintergrund

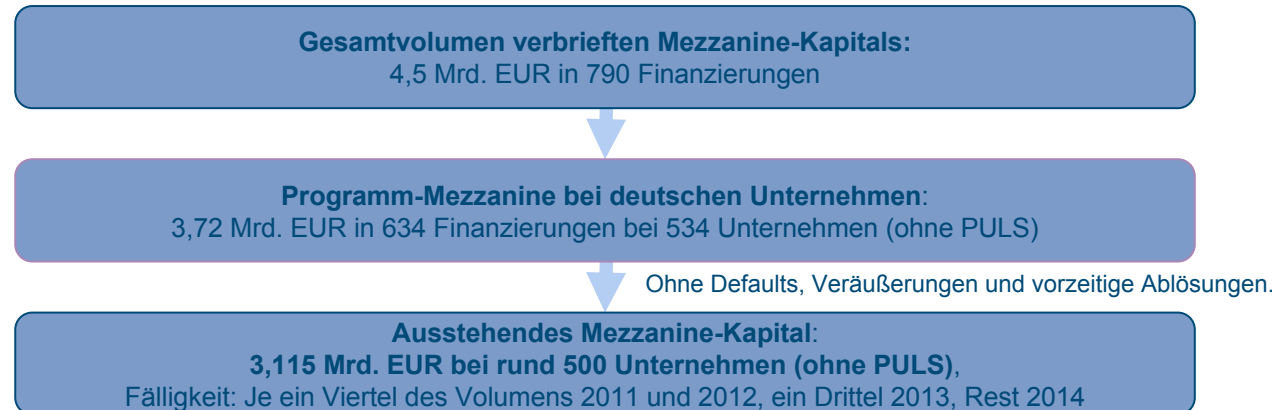
- In den Jahren 2004–2007 wurde verbrieftes Mezzanine-Kapital (Programm-Mezzanine) im Umfang von über 4,5 Mrd. EUR an etwa 700 Mittelständler (davon rund 650 in Deutschland) vergeben. Dieses Mezzanine-Kapital steht in den Jahren 2011–2014 zur Rückzahlung an. In der öffentlichen Diskussion wird die Problematik der Anschlussfinanzierung aufgrund des im Zuge der Finanzkrise nicht mehr vorhandenen vergleichbaren Mezzanine-Angebotes sehr kontrovers diskutiert. Vor dem Hintergrund dieser Diskussion analysierte eine Expertengruppe unter Beteiligung des Bundesverbandes deutscher Banken, der Bayern LB, der Commerzbank AG, der Deutschen Bank AG, der HSBC Trinkaus & Burkhardt AG, der IKB Industriebank AG, der WGZ Initiativkapital GmbH, der UniCredit Bank AG und unter Federführung der KfW Bankengruppe das tatsächliche Ausmaß und Konsequenzen der mit Anschlussfinanzierungen verbundenen Problematik im Bereich standardisierter Mezzanine-Produkte.

Zielsetzung dieses Papiers

Die vorliegende Ausarbeitung will insbesondere folgende Fragestellungen beantworten und bewerten:

- Wie ist der Umfang der Anschlussfinanzierungsproblematik von Programm-Mezzanine aus gesamtwirtschaftlicher Sicht einzuordnen?
- Um welche Unternehmen handelt es sich, bei denen die Fälligkeit des Mezzanine-Kapitals eventuell zu Refinanzierungsschwierigkeiten führen kann?
- Welche Lösungsansätze und Handlungsempfehlungen für Programm-Mezzanine-Nutzer mit Refinanzierungsschwierigkeiten können aufgezeigt werden?

Gesamtwirtschaftliche Einordnung der Anschlussfinanzierungsproblematik (I)



Mit Berücksichtigung von PULS, dürfte Programm-Mezzanine-Kapital von schätzungsweise etwa 3,5 Mrd. EUR bei 550–600 Unternehmen ausstehen.
Quelle: EBS und IKB (2010).

| Quantitative Merkmale | Programm-Mezzanine-Unternehmen* | | Mittelstand insgesamt** | | größerer Mittelstand** | |
|-----------------------|---------------------------------|-------------|-------------------------|-----------|-------------------------------|----------|
| | (Lt. Emissionsprospekt) | | (Kein Mindestumsatz) | | (Mindestumsatz 7 Mio. EUR***) | |
| | Median | Gesamt | Median | Gesamt | Median | Gesamt |
| Anzahl | | 534 | | 3,7 Mio. | | 51.000 |
| Umsatz | 48 Mio. EUR | 43 Mrd. EUR | 0,2 Mio. EUR | | 28 Mio. EUR | |
| Bilanzsumme | 26 Mio. EUR | 25 Mrd. EUR | | | | |
| Mitarbeiterzahl | 210 | 229 Tsd. | 3 | 25,8 Mio. | 140 | 7,8 Mio. |

* Mangels Angaben bleiben hier die Programme PULS und (teilweise) PRIME unberücksichtigt.

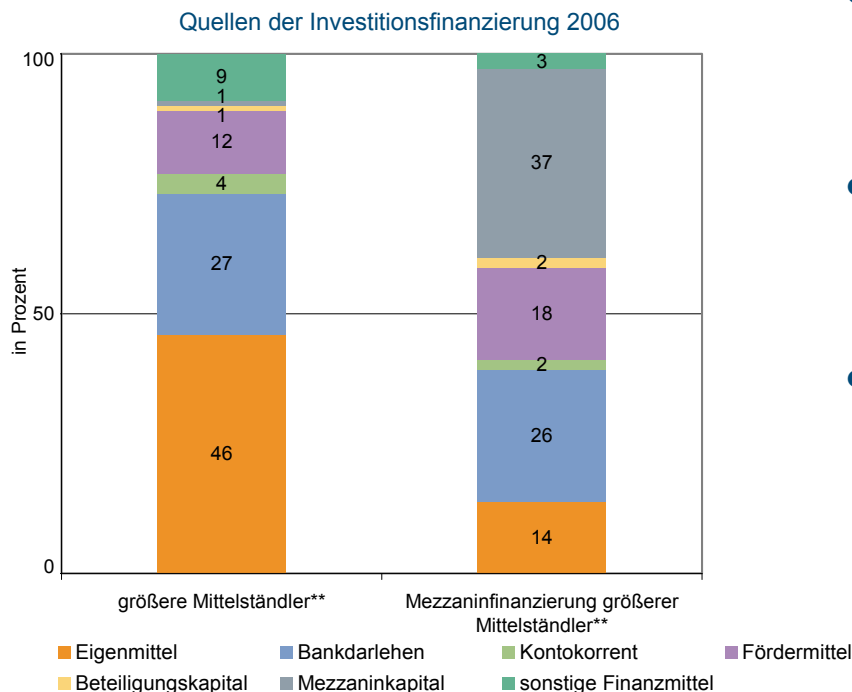
** Unternehmen mit weniger als 500 Mio. EUR Umsatz, Bezugsjahr: 2006.

*** Unternehmen mit weniger als 500 Mio. EUR Umsatz und mindestens 15 Mitarbeiter. Ungefähr 95 % der Programm-Mezzanine-Unternehmen fallen in diesen Bereich.

Quelle: EBS und IKB (2010), KfW-Mittelstandspanel.

Gesamtwirtschaftliche Einordnung der Anschlussfinanzierungsproblematik (II)

- Etwa 0,2 % der Unternehmen des deutschen Mittelstands* (rund 3,7 Mio. Unternehmen) erhielten Kapital aus Mezzanine-Programmen. (Bezogen auf den größeren Mittelstand** steigt der Anteil auf etwa 1 %.)
- Auf Programm-Mezzanine-Nutzer entfallen etwa 1 % der Beschäftigten des deutschen Mittelstands (etwa 3 % bezogen auf den größeren Mittelstand).



Quelle: KfW-Mittelstandspanel.

- Unabhängig von Programm-Mezzanine nutzt nur ein geringer Teil der größeren mittelständischen Unternehmen jährlich Mezzanine-Kapital bei der Finanzierung ihrer Investitionen – 2006 war es 1 %.
- Auch gemessen am Volumen spielt Mezzanine-Kapital bei der Finanzierung von Investitionen in der Gesamtheit des größeren Mittelstands eine untergeordnete Rolle (Volumenanteil 2006: 1 %).
- Bei mezzaninefinanzierten größeren Mittelständlern trägt das Mezzanine-Kapital allerdings einen signifikanten Anteil zur Investitionsfinanzierung bei. Im Jahr 2006 waren es 40 % – auch aufgrund von Programm-Mezzanine.

* Kein Mindestumsatz, aber weniger als 500 Mio. EUR Umsatz, Bezugsjahr 2006.

** Umsatz 7–500 Mio. EUR und mind. 15 Mitarbeiter (rund 95 % der Programm-Mezzanine-Nutzer fallen in diese Gruppe).

Fazit: Gesamtwirtschaftlich hat Mezzanine-Kapital zwar eine geringe Bedeutung, für die Mezzanine-Nutzer ist es allerdings sehr relevant.

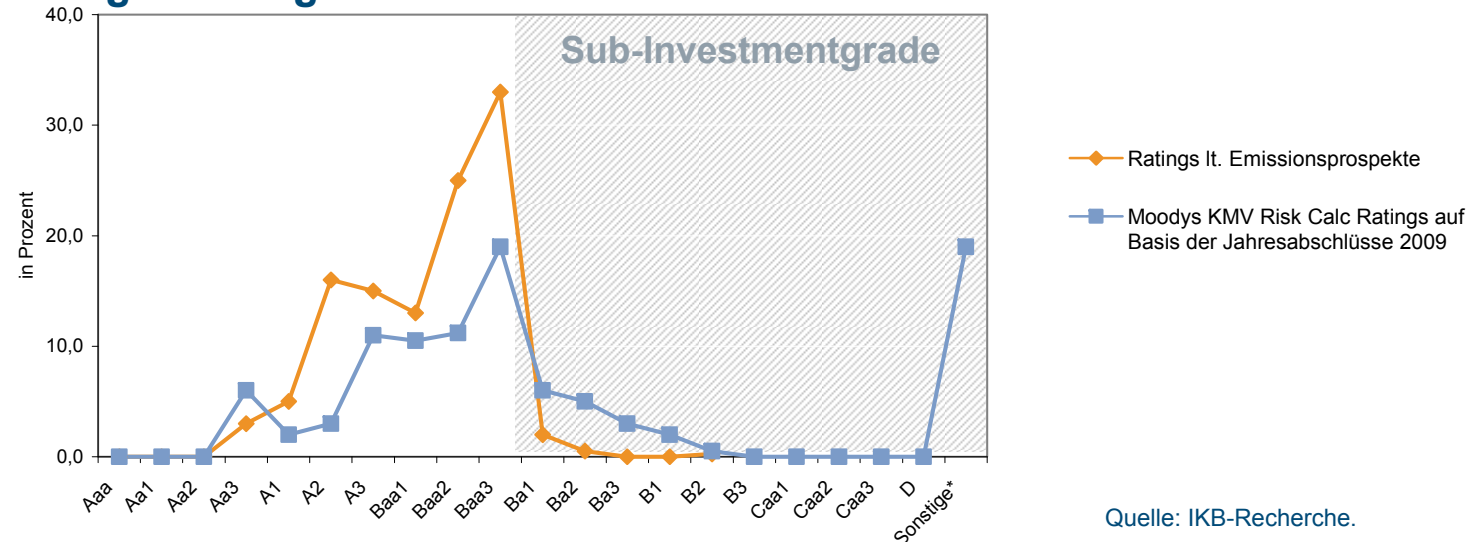
Abgrenzung der Unternehmen mit potenziellen Refinanzierungsschwierigkeiten (I)

Hintergrund für potenzielle Refinanzierungsschwierigkeiten

- Es ist davon auszugehen, dass sich trotz umfangreicher und tendenziell kritischer Medienberichterstattung noch nicht alle Programm-Mezzanine-Nutzer explizit mit der Fälligkeit und Refinanzierung des Kapitals auseinandergesetzt haben.
- Insbesondere Nutzer, bei denen das Programm-Mezzanine (erst) im Jahr 2014 fällig wird (ca. 25 % der Grundgesamtheit), haben vermutlich noch keine weit reichenden Überlegungen angestellt. Da die Haus- und Kernbanken die Notwendigkeit, entsprechende Planungen vorzunehmen, frühzeitig adressieren, kann aber erwartet werden, dass die Refinanzierung auch bald bei diesen Unternehmen thematisiert wird. Die deutliche Mehrheit der Nutzer (mindestens 75 %) hat sich aufgrund der nahenden Fälligkeit bereits explizite Gedanken gemacht.
- Blockfälligkeiten, wie sie beispielsweise auch bei allen Formen von Anleihen oder endfälligen Bankkrediten gegeben sind, fordern von Unternehmen eine erhöhte Aufmerksamkeit bei der Finanzplanung, da sich die Außenstände eben nicht wie gewohnt während der Laufzeit reduzieren.

Abgrenzung der Unternehmen mit potenziellen Refinanzierungsschwierigkeiten (II)

Ratingentwicklung der Programm-Mezzanine-Nutzer



- Verschiebung der Ratings in den Sub-Investmentgrade Bereich geringer als aufgrund der Wirtschaftskrise zu erwarten war.
- Wesentliche Ursache hierfür: viele schwache Unternehmen sind bereits ausgefallen.
- Unter Berücksichtigung der aktuell anziehenden Konjunktur sollte die Bonitätsschwäche kein entscheidendes Hemmnis für eine Anschlussfinanzierung darstellen.
- ABER: Ab einer Restlaufzeit von unter einem Jahr, z. T. sogar unter zwei Jahren, wird Programm-Mezzanine von Banken bilanzanalytisch nicht mehr als wirtschaftliches Eigenkapital anerkannt, wodurch sich die Ratings teilweise deutlich verschlechtern werden; zudem ist bei einer Senior-Anschlussfinanzierung eine dauerhafte Bonitätsverschlechterung aufgrund geringerer Eigenmittelausstattung zu erwarten.

Abgrenzung der Unternehmen mit potenziellen Refinanzierungsschwierigkeiten (III)

Nach Einschätzung von Mezzanine-Experten wird die große Mehrheit der Unternehmen das Programm-Mezzanine mehr oder weniger problemlos refinanzieren:

- Ca. 25–30 % aller Unternehmen können die Refinanzierung alleine aus dem eigenen Cashflow und aus ohnehin verfügbaren, ungenutzten Kreditlinien leisten (Gruppe ①).
- Ca. 10–15 % aller Unternehmen können die Refinanzierung mit dem eigenen Cashflow und einer Anschlussfinanzierung (z. B. einem Kredit) sicherstellen (Gruppe ②).
- Ca. 30–40 % aller Unternehmen werden einen höheren Aufwand mit der Refinanzierung haben, da bei diesen Unternehmen die Passivseite voraussichtlich in weiten Teilen neu gestaltet werden muss. Sie müssen die zur Sicherstellung der Unternehmensfinanzierung erforderliche Liquidität ggf. über eine Kombination von Eigenkapital- und Fremdfinanzierungsprodukte schaffen (Gruppe ②).

Abgrenzung der Unternehmen mit potenziellen Refinanzierungsschwierigkeiten (III)

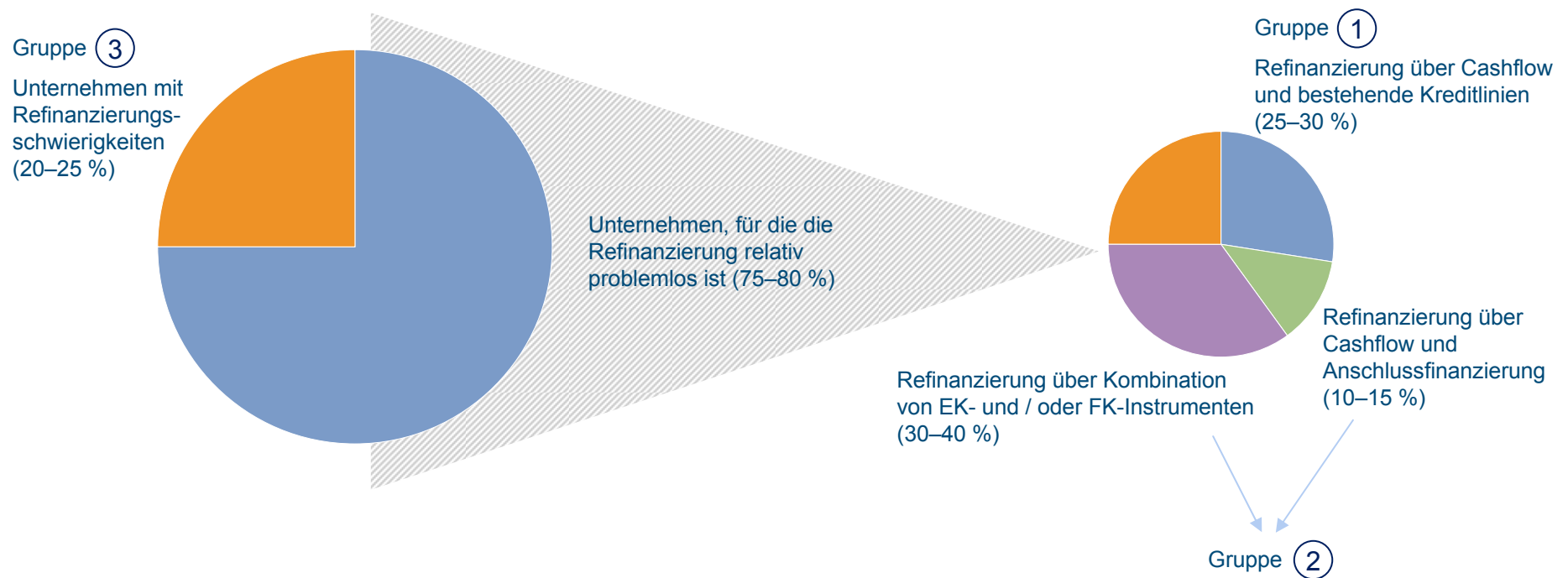
Mit Refinanzierungsschwierigkeiten wird eine Minderheit der Programm-Mezzanine-Nutzer zu kämpfen haben:

- Ihr Anteil wird auf ca. 20–25 % (100–140 Unternehmen) geschätzt. Dies dürfte ca. 15–20 % des zur Refinanzierung anstehenden Volumens entsprechen (500–700 Mio. EUR) (Gruppe③).
- In der Tendenz werden eher kleinere Unternehmen (bis 25 Mio. EUR Umsatz) ein Refinanzierungsproblem haben. Dies liegt daran, dass mit sinkender Unternehmensgröße die Substanz (z. B. in Form bilanziellen Eigenkapitals) sinkt und auch manche Finanzierungsoptionen erst ab Erreichen einer gewissen Mindestgröße des Unternehmens realisierbar sind.

Abgrenzung der Unternehmen mit potenziellen Refinanzierungsschwierigkeiten (IV)

Einordnung der Programm-Mezzanine-Nutzer in die Refinanzierungsproblematik laut Expertenmeinung

Grafische Veranschaulichung
(in Prozent an der Anzahl der Programm-Mezzanine-Nutzer)



Herausforderungen für Finanzierungslösungen (I)

- Besondere Herausforderung im Falle von Programm-Mezzanine ist, dass ein „artgleicher“ Ersatz – wie z. B. die Refinanzierung einer fälligen Anleihe mit einer neuen Anleihe – nicht möglich ist, weil Programm-Mezzanine nicht mehr angeboten wird.*
 - Die Refinanzierungsproblematik wird dadurch verschärft, dass Finanzierungen mit 5-jährigen Laufzeiten aus den Boomjahren sowie Finanzierungen mit 3-jährigen Laufzeiten aus den Krisenjahren, im gleichen Zeitraum fällig werden.
 - Haus- und Kernbanken sind bei einigen Unternehmen mit Krediten in Höhe des 4-fachen Volumens des Programm-Mezzanine-Kapitals involviert. Somit muss nicht nur das Mezzanine-Kapital, sondern auch die Kredittranche „abgelöst“ werden.
 - In vielen Fällen werden auch andere Finanziers neue Finanzierungen oder die Verlängerung vorhandener Finanzierungen von der Klärung der Refinanzierung fällig werdenden Programm-Mezzanine-Kapitals abhängig machen.
 - Es gibt nur kurze Zeitfenster für die Entwicklung unternehmensspezifischer Finanzierungslösungen. Bei den Nachzüglern, die sich erst spät um die Refinanzierung kümmern, ist der Zeitdruck noch deutlich höher.
- * Individuelle Mezzanine-Finanzierungen werden zwar weiterhin angeboten. Von Programm-Mezzanine unterscheiden sie sich jedoch vor allem durch die Auswahlkriterien der Mezzanine-Geber, den Umfang der Prüfungshandlungen, die vertraglichen Regelungen und die Konditionen.

Herausforderungen für Finanzierungslösungen (II)

- Die zu erwartende Verschlechterung des Ratings aufgrund des Wegfalls des EK-Charakters des Programm-Mezzanine-Kapitals zum Laufzeitende hin kann die Einhaltung von Kredit-Covenants erschweren.
- Es besteht die Gefahr der Laufzeitbeschränkung bei neuen / prolongierten Senior-Tranchen durch die anstehende Fälligkeit von Mezzanine-Programmen.
- Die ausstehenden Programm-Mezzanine-Fälligkeiten können Einfluss auf das Verhalten von Kreditversicherern haben.

Fazit: Vor dem Hintergrund der Herausforderungen, denen sich Programm-Mezzanine-Nutzer stellen müssen, ist die Refinanzierungsproblematik bei den 100–140 Unternehmen mit Finanzierungsschwierigkeiten ernst zu nehmen.

Handlungsempfehlungen (I)

Sensibilisierung betroffener Unternehmen und ihrer Hausbanken

- Je nach verbleibender Restlaufzeit des gewählten Programm-Mezzanine besteht für betroffene Unternehmen und ihre Hausbanken bereits heute konkreter bzw. akuter Handlungsbedarf.
- Da die Neuauflage von Programm-Mezzanine aus heutiger Sicht unwahrscheinlich ist, muss der Refinanzierungsbedarf in Abhängigkeit von der Bonität unternehmensindividuell gedeckt werden.

Generierung von Liquidität bzw. Optimierung des Free-Cashflows

- Nutzung der noch verbleibenden Restlaufzeit des Programm-Mezzanine zur Generierung von Liquidität bzw. Optimierung des Free-Cashflows mit dem Ziel, eine vollständige Rückführung oder zumindest eine möglichst hohe Teilrückführung des aufgenommenen Mezzanine-Kapitals mit eigenen Mitteln zu realisieren.
- Potentielle Ansatzpunkte (bspw.): Working Capital, Sale-and-Lease-Back, Maßnahmenprogramme zur Steigerung von Umsatz und Ertragskraft usw.

Handlungsempfehlungen (II)

Situatives Vorgehen je nach Unternehmenslage

- Von der voraussichtlichen wirtschaftlichen Situation des Unternehmens zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Programm-Mezzanine und dem Erfolg der oben dargestellten Maßnahmen hängen die weiteren Schritte ab.

Unternehmensgruppe* ①

- Vollständige Rückführung des Programm-Mezzanine aus dem Free-Cashflow, bestehenden oder problemlos im Markt verfügbaren neuen Finanzierungsfazilitäten (unkritischer Fall).

Unternehmensgruppen* ② und ③ im Allgemeinen

- Erstellung einer integrierten Mittelfristplanung (Bilanz, GuV, Cashflow).
- Zeitnahe Gespräche mit Banken und potenziellen Finanzierungspartnern mit einem Vorlauf von mindestens einem Jahr zum Fälligkeitstermin – bei einer (perspektivisch) eher kritischen wirtschaftlichen Unternehmenssituation besser noch früher.
- Entwicklung ganzheitlicher und individueller Refinanzierungskonzepte im Sinne einer Kombination mehrerer unterschiedlicher „Finanzierungsbausteine“, wobei für sämtliche Unternehmen, die sich nicht durch eigenkapitalähnliche Instrumente refinanzieren, mit einer grundsätzlichen und voraussichtlich dauerhaften Verschlechterung des Ratings zu rechnen ist (mit den entsprechenden Folgen für den Kreditschöpfungsspielraum und evtl. anstehende Wachstumsfinanzierungen).

Handlungsempfehlungen (III)

Unternehmensgruppe ^② im Speziellen

- Klärung der Grundsatzfrage, ob die Anschlussfinanzierung ohne (zusätzliche) externe Finanzierungspartner realisiert werden kann und soll.
- Falls ja, bestehen bspw. folgende Handlungsoptionen:
 - Kapitalerhöhung im bestehenden Gesellschafterkreis (= Bilanzielles Eigenkapital).
 - Langfristige Gesellschafterdarlehen mit einer Laufzeit von mindestens fünf Jahren und einem Nachrangvermerk (= Wirtschaftliches Eigenkapital).
- Falls nein, bestehen bspw. folgende Handlungsoptionen:
 - Externe Eigenkapitalfinanzierung
 - Aufnahme eines neuen Minderheits- oder Mehrheitsgesellschafters (= Bilanzielles Eigenkapital, z. B. von einer Beteiligungsgesellschaft) und / oder
 - Aufnahme von Individual-Mezzanine (= Wirtschaftliches Eigenkapital).
- Instrumente der Fremdfinanzierung (bspw.)
 - Kredite / Club Deal / Borrowing-Base-Finanzierungen,
 - Schuldscheindarlehen, Unternehmensanleihen oder
 - Factoring, Leasing usw.

Handlungsempfehlungen (IV)

Unternehmensgruppe ³ im Speziellen

- Klärung der Grundsatzfrage, ob die Anschlussfinanzierung ohne (zusätzliche) externe Finanzierungspartner realisiert werden kann und soll.
- Falls ja, bestehen bspw. folgende Handlungsoptionen:
 - Kapitalerhöhung im bestehenden Gesellschafterkreis
 - Gewährung langfristiger, nachrangiger Darlehen durch den Gesellschafterkreis.
- Falls nein, bestehen bspw. folgende Handlungsoptionen:
 - Externe Eigenkapitalfinanzierung
 - Aufnahme eines neuen Mehrheitsgesellschafters (strategischer Investor, Finanzinvestor mit Turnaround-Fokus).
 - Verhandlungslösung mit Anbieter des Programm-Mezzanine (sofern die Vertragswerke der betreffenden Programme dies zulassen).
 - In einzelnen Fällen Bundes- oder Landesbürgschaften.

Fazit

Wesentliche Ergebnisse und Handlungsempfehlungen

- Für den breiten Mittelstand hat die Fälligkeit der Standard-Mezzanine-Finanzierungen eine – trotz des in der öffentlichen Diskussion entstandenen Eindrucks – eher geringe Bedeutung. Nur etwa 650 Unternehmen haben Standard-Mezzanine-Produkte in Anspruch genommen. Gemessen an den 3,7 Mio. Mittelständlern in Deutschland ein verschwindend geringer Anteil.
- Nach Einschätzung von Experten ist für den Großteil dieser Unternehmen eine Anschlussfinanzierung bereits gesichert (40 %) oder wird eine Finanzierungslösung relativ problemlos zu finden sein. Derzeit erwartet man, dass nur einem relativ kleinen Anteil – etwa 20 bis 25 % der Unternehmen – die Refinanzierung schwer fallen wird (etwa 500–700 Mio. EUR Gesamtvolumen).
- Die Refinanzierungsschwierigkeiten der „Problemfälle“ ergeben sich oft aus tiefer liegenden strukturellen Problemen der Unternehmen.
- Da diese Unternehmen neben der Mezzanine-Tranche häufig gleichzeitig in der bis zu 4-fachen Höhe eine Kredittranche in ihrer Finanzierungsstruktur aufweisen, ist die Fälligkeit und daraus folgender Finanzierungsbedarf sehr ernst zu nehmen.

Fazit

- Von der Frage der Anschlussfinanzierung betroffene Unternehmen und ihre Hausbanken sind gleichermaßen aufgefordert, die Refinanzierungsproblematik zeitnah zu adressieren.
- Unternehmen sollen sich um ihre Finanzplanung strategisch kümmern und frühzeitig mit ihrer Hausbank Gespräche aufnehmen. Es liegt an den Unternehmen, einen professionellen Finanzierungsprozess (Zeitplan / Informationspaket) frühzeitig zu initiieren.
- Banken sind gefordert, Unternehmen bei der Entwicklung ganzheitlicher und individueller Refinanzierungskonzepte im Sinne einer Kombination mehrerer unterschiedlicher „Finanzierungsbausteine“ zu unterstützen.
- Alle in der Arbeitsgruppe beteiligten Häuser arbeiten bereits an konkreten Lösungen für Ihre Kunden.