

KfW-Research.



WirtschaftsObserver online.

Mezzanine-Finanzierungen für den Mittelstand:
Der Markt ist in Bewegung.
Nr. 1, Juli 2005.

Mezzanine-Finanzierungen für den Mittelstand: Der Markt ist in Bewegung.

Bei der Kreditvergabe an Unternehmen setzen Banken und Sparkassen zur Bonitätsbeurteilung zunehmend moderne interne Ratingverfahren ein, die sich stark an betriebswirtschaftlichen Kennzahlen orientieren. Eine wichtige Rolle spielt dabei auch die Eigenkapitalquote. Kleine und mittlere Unternehmen verfügen häufig über eine nur geringe Eigenkapitalausstattung – dies kann verschlechterte Finanzierungsbedingungen zur Folge haben..Hier kann mezzanines Kapital Abhilfe schaffen, weil es die Aufnahme von wirtschaftlichem Eigenkapital ermöglicht und die weitere Aufnahme von Fremdkapital erleichtert. Im Folgenden werden die charakteristischen Merkmale von Mezzanine-Kapital erläutert und dessen Wirkung auf die Finanzierungsbedingungen für mittelständische Unternehmen untersucht. Der Markt für mezzanines Kapital in Deutschland wird in Zukunft weiter an Bedeutung gewinnen. Hierzu hat nicht zuletzt die "Initiative Finanzstandort Deutschland" (IFD) beigetragen, an der auch die KfW Bankengruppe beteiligt ist.

1. Einleitung.

Im Rahmen der Kreditvergabe wenden Banken und Sparkassen mittlerweile nahezu flächendeckend interne Ratingverfahren zur Beurteilung der Bonität von Unternehmenskunden an. Die internen Ratingverfahren beruhen im Vergleich zur bisherigen Vorgehensweise auf wesentlich ausgefeilteren Risikomessmethoden. Diese modernen Verfahren orientieren sich stärker an Kennzahlen, die mit der Bonität eines Unternehmens in statistisch signifikantem Zusammenhang stehen. Dabei spielt insbesondere auch die Ausstattung eines Unternehmens mit Eigenkapital eine Rolle: Je höher die Eigenkapitalquote, desto besser ist – bei konstanten übrigen Einflussgrößen – das Ratingergebnis. Vom Ratingergebnis der Bank bzw. Sparkasse hängen wiederum die positive Kreditentscheidung sowie die Kreditkonditionen ab. Für viele mittelständische Unternehmen hat dies zur Folge, dass sich die Finanzierungsbedingungen verschlechtern, da deren Eigenkapitalausstattung häufig relativ gering ist. Mezzanines Kapital kann hier eine Lösung darstellen: Es ermöglicht mittelständischen Unternehmen, wirtschaftliches Eigenkapital aufzunehmen, ohne dass die Unternehmer Teilhaberschaften abgeben müssen und dadurch ihre unternehmerische Freiheit verlieren. Zugleich kann dadurch die Aufnahme weiteren Fremdkapitals erleichtert werden.

2. Mezzanine-Kapital als Finanzierungsform.

2.1 Charakterisierung.

Bei Mezzanine-Kapital handelt sich um einen Sammelbegriff für hybride Finanzierungsinstrumente, die zwischen dem reinen Eigenkapital und dem reinen Fremdkapital einzuordnen sind. Mezzanine-Finanzierungen sind sehr flexibel in ihrer Ausgestaltung, so dass sie an die individuellen Bedürfnisse des Kapitalsuchenden angepasst werden können. Dies führt dazu, dass mezzanine Finanzierungsinstrumente sowohl eigenkapitalnah („Equity Mezzanine“) als auch fremdkapitalnah („Debt Mezzanine“) ausgestaltet sein können. Zu den mezzaninen Finanzie-

rungen, die auch für mittelständische Unternehmen in Betracht kommen, zählen hauptsächlich stille Beteiligungen, Nachrangdarlehen sowie Genussrechte.¹

Grafik 1: Abgrenzung gängiger Mezzanine-Finanzierungen

Equity Mezzanine	Debt Mezzanine
• atypisch stille Beteiligung	• typisch stille Beteiligung
• Genussrechtskapital*	• Genussrechtskapital*
	• partiarische Darlehen
	• Nachrangdarlehen

* je nach Ausgestaltung

Gemeinsames Merkmal aller Mezzanine-Finanzierungen ist die vereinbarte Nachrangigkeit der Forderung im Verhältnis zu anderen Forderungen der Fremdkapitalgeber. Im Falle der Insolvenz werden demnach erst alle vorrangigen Forderungen bedient, dann die Mezzanin-Gläubiger und zuletzt die Eigentümer. Damit verbunden ist, dass Forderungen aus mezzaninen Kapitalüberlassungen unbesichert sind.

2.2 Rechtliche Behandlung der Mezzanine-Finanzierung.

Da mezzanine Finanzierungen Eigen- und Fremdkapitalcharakter haben, ist bei der Bilanzierung eine Klassifizierung des Mezzanine-Kapitals als Eigen- oder Fremdkapital vorzunehmen. Nach deutschem Bilanzrecht sind für die Qualifizierung als Eigenkapital v.a. folgende Kriterien relevant: Nachrangigkeit der Forderung, Erfolgsabhängigkeit der Vergütung (einschließlich Verlustbeteiligung) und Längerfristigkeit der Kapitalüberlassung. Da die vorgenannten Kriterien häufig nicht erfüllt sind, muss es handelsrechtlich meist als Fremdkapital bilanziert werden. Steuerlich stellt die Vergütung für die Überlassung des Mezzanine-Kapitals in der Regel Betriebsaufwand dar, der den steuerrechtlichen Gewinn mindert.

Für die Wirksamkeit von Mezzanine-Kapital ist jedoch nicht unbedingt die bilanzielle Behandlung entscheidend, sondern die Beurteilung von z.B. Kreditinstituten: Auch solches Mezzanine-Kapital, das bilanziell als Fremdkapital gehandhabt wird, kann zumindest partiell als so genanntes „wirtschaftliches Eigenkapital“ eingestuft werden. Mezzanines Kapital kann somit in seiner Eigenschaft als wirtschaftliches Eigenkapital bilanzstrukturverbessernd wirken.

2.3 Vergütung der Mezzanine-Finanzierung.

Da das Risiko, das der Kapitalgeber bei einer unbesicherten Mezzanine-Finanzierung eingeht, im Vergleich zu einer besicherten Fremdkapitalfinanzierung höher ist, ist auch die Vergütung von Mezzanine-Kapital dementsprechend höher. Die Gesamtkosten des Mezzanine-Kapitals

¹ Wandel- und Optionsanleihen kommen i.d.R. nur für Großunternehmen in Betracht.

hängen insbesondere von der Bonität des finanzierten Unternehmens ab. Grundsätzlich kann die Vergütung von Mezzanine-Finanzierungen sehr unterschiedlich ausgestaltet werden: Die Verzinsung kann parallel zur Laufzeit oder als aufgelaufene Verzinsung zum Ende der Laufzeit gezahlt werden. Insbesondere bei Mezzanine-Finanzierungen zum Zwecke eines Leveraged Buy-Out (LBO) ist auch eine Schlussvergütung („Kicker“) üblich. Häufig werden die drei genannten Vergütungsformen miteinander kombiniert und können zudem fix oder variabel sein.

Als Bemessungsgrundlage für laufende variable Vergütungskomponenten bieten sich die Cash-Flow-, die Gewinn- oder die Marktrententwicklung an. Die Schlussvergütung kann ebenfalls von der Höhe einer Unternehmenserfolgsgröße zum Vergütungszeitpunkt abhängig sein. Wird der Kicker unternehmenswertbezogen ausgezahlt, spricht man von einem virtuellen Equity Kicker. Stellt der Kicker dagegen das Recht auf den Bezug von Gesellschaftsanteilen dar, so wird diese Form als (echter) Equity Kicker bezeichnet.

3. Mezzanine-Kapital als Finanzierungsalternative für mittelständische Unternehmen.

3.1 Einsatzmöglichkeiten und Grenzen von Mezzanine-Finanzierungen.

Die Wurzeln der Mezzanine-Finanzierungen in Deutschland liegen bei Leveraged-Buy-Out-Transaktionen. Dabei werden Unternehmensübernahmen, Ausgründungen und ähnliche Anlässe über eine Kombination aus Private Equity, hohem Fremdkapitalanteil und ergänzenden Mezzanine-Tranchen finanziert. Mittlerweile setzt sich Mezzanine-Kapital aber immer mehr als ein Instrument zur (laufenden) Finanzierung von Unternehmen auch im mittelständischen Bereich durch. Finanzierungsanlässe, bei denen mezzanines Kapital benötigt wird, sind in der Regel Investitionsprojekte im Rahmen des organischen oder externen Unternehmenswachstums. Ein weiterer gängiger Finanzierungszweck ist die Verbesserung der Bilanzstruktur. In geeigneten Fällen kommen auch Gesellschafterwechsel bzw. Nachfolgeregelungen in Betracht.

Vor allem etablierte Unternehmen in entwickelten Märkten mit wachsenden Cash-Flows und nachhaltig positiven Entwicklungsperspektiven haben Zugang zu Mezzanine-Kapital, da die Kapitalgeber angesichts der unbesicherten Finanzierung besonders auf Risiken achten.² Viele Angebote an Mezzanine-Kapital kommen deshalb zur Restrukturierungs-, Umschuldungs- oder Turn-around-Finanzierung nicht in Frage. Darüber hinaus stellen viele Angebote an mezzaninem Kapital für viele mittelständische Unternehmen meist keine Alternative dar, wenn es sich z.B. um sehr kleine Unternehmen, um Unternehmen in wachstumsschwachen Branchen oder um Existenzgründungen handelt. Allerdings existieren auch für junge Unternehmen und Gründer Angebote, insbesondere durch Förderinstitute wie die KfW Bankengruppe.

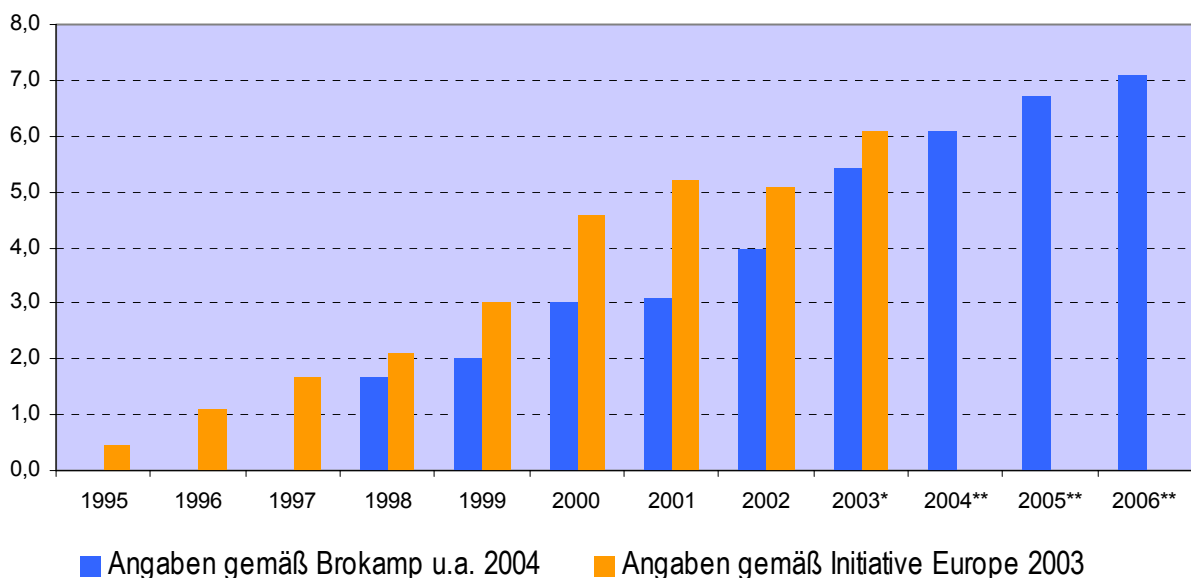
² Vgl. Dörscher 2004, S. 161 oder Pütter 2005, S. 37.

Auch wenn Mittelaufnahmen mit mezzaninem Charakter eine Möglichkeit sind, Eigenkapitallücken zu schließen, so sind sie dennoch auf Dauer kein vollwertiger Ersatz für echtes Eigenkapital, da das Unternehmen die Mezzanine-Finanzierung am Ende der Laufzeit refinanzieren muss. Der Einsatz mezzaniner Finanzierungen hat deshalb vor allem dann Sinn, wenn die Geschäftsbasis des Unternehmens gestärkt und über anschließende Gewinnthesaurierungen die Eigenkapitaldecke ausgebaut wird.

3.2 Derzeitige Bedeutung von Mezzanine-Kapital in Deutschland und Europa.

Eine substantielle Rolle spielt Mezzaninkapital als Finanzierungsinstrument bisher vor allem in entwickelten Risikokapitalmärkten, wie man sie in den USA oder Großbritannien findet. Eine umfassende und verlässliche Datenbasis zur Bedeutung von Mezzanin-Kapital in Deutschland und anderen Ländern existiert aber nicht, da die vielfältigen Erscheinungs- und Ausgestaltungsformen von Mezzanine-Kapital es schwierig machen, genaue Volumina zu erfassen. Das Transaktionsvolumen nahm in Europa in den letzten Jahren stark zu und erreichte im Jahr 2003 einen Wert von etwa 5-6 Mrd. EUR (siehe Grafik 2). Die Entwicklung wurde überwiegend von LBO-Transaktionen getrieben. Zukünftig ist aber mit einer starken Zunahme der Transaktionen in der Unternehmensfinanzierung zu rechnen. Die exakte Erfassung von Transaktionen, bei denen mezzanines Kapital direkt in die Unternehmensfinanzierung fließt, ist jedoch bisher kaum möglich. Beispielsweise lässt sich das Ausmaß stiller Beteiligungen von Privatpersonen nur grob schätzen. Alles in allem dürfte das Marktvolumen an Mezzanine-Finanzierungen in Deutschland - in der Vergangenheit wie auf europäischer Ebene vor allem durch LBO-Transaktionen bestimmt - durch den starken Zuwachs bei den Unternehmensfinanzierungen erheblich zunehmen.

Grafik 2: Marktvolumen (Neuzusagen in Mrd. EUR) für Mezzanine-Finanzierungen in Europa



* Wert für Initiative 2003: eigene Berechnung auf Basis 1. HJ 2003

** Schätzwerte

Einen wesentlichen Beitrag zur gestiegenen Bedeutung von Mezzanine-Finanzierungen in Deutschland hat die „Initiative Finanzstandort Deutschland“ (IFD) geleistet, in deren Aktionsprogramm der Ausbau der Mezzaninfinanzierung als Beitrag zur Entschärfung der mittelständischen Finanzierungsprobleme ein Kernanliegen ist. Viele Kreditinstitute haben ihr Angebot um Mezzanine-Kapital erweitert bzw. ihr bestehendes Angebot ausgebaut.

Das derzeitige Mezzanine-Angebot der an der IFD beteiligten Kreditinstitute und ihrer Beteiligungsunternehmen steht allerdings häufig nur solchen Unternehmen zur Verfügung, die eine bestimmte Umsatzgröße erreichen. Üblich sind hier Mindestgrößen ab etwa 10 bis 20 Mio. EUR p.a. Mittlerweile gibt es jedoch auch durchaus Angebote für kleinere Unternehmen. Fast immer wird an die Unternehmen die Anforderung einer stabilen wirtschaftlichen Entwicklung und das Erreichen einer Mindestrating-Einstufung gestellt. Bezüglich der Mezzanine-Instrumente dominieren stille Beteiligungen, Nachrangdarlehen und Genussscheine. Das Finanzierungsvolumen der unterschiedlichen Produkte variiert zwischen den Anbietern sehr stark. Insgesamt ist eine Spannweite von 0,25 bis 40 Mio. EUR oder mehr pro einzelner Mezzanine-Finanzierung möglich. Die Laufzeit fast aller Produkte liegt i.d.R. im Bereich von 5 bis 8 Jahren. Die Vergütung erfolgt meist durch eine Kombination aus fester und erfolgsvariabler Verzinsung und die Tilgung ist sehr oft endfällig zu leisten.

Auch die KfW Bankengruppe hat als Mitglied der IFD ihr Mezzanine-Angebot erweitert: Die KfW Mittelstandsbank bietet mit dem Förderprogramm „Unternehmerkapital“ ein Produkt an, das die zur Zeit bestehende Lücke für kleine Unternehmen im Markt für Mezzanine-Finanzierungen füllt, da keine Mindestanforderungen an die Unternehmensgröße gestellt werden. Im Rahmen des Förderprogramms wird für Gründer, junge Unternehmen und etablierte Mittelständler Mezzanine-Kapital in Form von standardisierten Nachrangdarlehen zur Finanzierung von Investitionen bereitgestellt.

Zusammengefasst beurteilt hat sich der Mezzanine-Markt in Europa und Deutschland in den letzten Jahren überaus positiv entwickelt. Vor allem das Angebotsspektrum für – im Vergleich zu den Größenordnungen auf dem Private-Equity-Markt – kleinteilige Mezzanine-Finanzierungen im KMU-Bereich ist deutlich breiter geworden.

3.3 Zur zukünftigen Bedeutung der Mezzanine-Finanzierung.

Das Marktvolumen im Mezzanine-Bereich wird sich in den nächsten Jahren weiter erhöhen. Für das Segment der großen Mezzanine-Finanzierungen wird ein Volumen von etwa 7 Mrd. EUR bis zum Jahr 2006 prognostiziert (siehe Grafik 2). Gleichzeitig wird auch die Bedeutung mezzaniner Finanzierungen für den mittelständischen Unternehmensbereich überproportional zunehmen. Das gilt insbesondere für Deutschland, wo die Unternehmensfinanzierung nach wie vor

sehr bankkreditorientiert ist: Einerseits müssen viele deutsche Mittelständler ihre haftenden Mittel stärken, um die Voraussetzung für ein besseres Rating bei ihrer Bank zu schaffen, was die Nachfrage nach Mezzanine-Finanzierungen weiter anregt. Andererseits entwickelt sich das Angebot an Mezzanine-Kapital stetig weiter, so dass über eine Angebotsausweitung auch in den kleinteiligen Bereich hinein sich die Zugangsmöglichkeiten zu Mezzanine-Finanzierungen für kleinere Unternehmen verbessern werden. Mezzanine-Kapital wird daher in der Zukunft einen festen Platz im Finanzierungsmix des Mittelstands in Deutschland einnehmen.

Ansprechpartner: Dr. Tobias Rehbock (069) 7431-2686

Dr. Dirk Plankensteiner (069) 7431-4061

Literatur

Brokamp, J., Hollasch, K., Lehmann, G., Meyer, L. (2004), Mezzanine-Finanzierung „Bridging the Gap“, 2. Aufl., Düsseldorf.

Dörscher, M. (2004), Mezzanine Capital als Wachstumskapital für KMU – Ein Fallbeispiel, in: Finanz Betrieb 6, S. 161-169.

Initiative Europe (2003), The Europe Mezzanine Review 2003. Executive Summary, Redhill 2003.

Initiative Europe (2004), Mezzanine Management Monitor: Q4 2003.

Pütter, T.U.W. (2005), Finanzierungslösungen nach Maß: neue Chancen für den Mittelstand, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 58, S. 36-38.