

KfW-Research.



WirtschaftsObserver online.

Wann wirkt Mezzanine-Kapital Rating stärkend?
Nr. 23, Mai 2007.

Wann wirkt Mezzanine-Kapital Rating stärkend?

Der Markt für Mezzanine-Kapital hat sich in den letzten Jahren sehr dynamisch entwickelt und bietet mehr und mehr Angebote auch für kleine und mittlere Unternehmen. Ein Feld, auf dem in der Vergangenheit Unsicherheit bei vielen Unternehmen herrschte, war die Frage, welche Anforderungen erfüllt sein müssen, damit Mezzanine-Kapital Rating stärkend wirken kann. Daher hat der Arbeitskreis „Ausbau der Mittelstandsfinanzierung“ der Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD)¹, in dem die KfW Bankengruppe engagiert ist, Ende letzten Jahres eine Übersicht zu relevanten Kriterien erstellt, die Mezzanine-Produkte erfüllen müssen, damit sie im Rahmen der internen Ratingverfahren der einzelnen Institute Rating stärkend wirken bzw. als wirtschaftliches Eigenkapital anerkannt werden können.

Entwicklung des Mezzanine-Marktes.

Bei der Finanzierung des Mittelstandes vollzieht sich in Deutschland derzeit ein Wandel. Mezzanine-Kapital gewinnt zunehmend an Bedeutung, da es mittelständischen Unternehmen ermöglicht, wirtschaftliches Eigenkapital aufzunehmen, ohne dass die Unternehmer Teilhaberschaften abgeben müssen und dadurch ihre unternehmerische Freiheit eingeschränkt wird. Zugleich kann dadurch die Aufnahme weiteren Fremdkapitals erleichtert werden. Die in der Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD) vertretenen Kreditinstitute haben deshalb verstärkt Anstrengungen unternommen, das Mezzanine-Angebot in Deutschland auszuweiten und dadurch das Finanzierungsinstrument Mezzanine breiten Unternehmensschichten, insbesondere mittelständischen Unternehmen zugänglich zu machen. Dies hat mit dazu beigetragen, dass sich der deutsche Mezzanine-Markt in den letzten Jahren beeindruckend entwickelt hat. Bei Mezzanine-Produkten handelt es sich meist um Nachrangdarlehen, stille Beteiligungen und Genussrechtskapital. In Deutschland waren es in den letzten Jahren vor allem verbrieftbare (standardisierte) Genussrechte, die zu einem rasanten Wachstum des Mezzanine-Angebotes beigetragen haben. Seit 2004 wurden im Rahmen dieser sog. „Programm-Mezzanine“-Produkte Transaktionen über insgesamt fast 3 Mrd. EUR durchgeführt. Der Markt entwickelt sich nach wie vor sehr dynamisch, da neue Anbieter in den Markt eingetreten sind und die Entwicklung der Produkte noch nicht am Ende ist. Dieses Volumen relativiert sich allerdings angesichts der nach wie vor stark dominierenden klassischen Kreditfinanzierung.

¹ Informationen zur IFD finden sich unter www.ifd.de.

Bisher geringe Transparenz hinsichtlich Beurteilung von Mezzanine durch Kreditinstitute.

Mit dem Marktzutritt neuer Anbieter und der damit einhergehenden breiteren und differenzierteren Produktvielfalt am Markt wird das Angebot für die potenziellen Mezzanine-Nehmer natürlich umfassender und vielfältiger, aber auch weniger überschaubar. Da Mezzanine-Kapital von den nachfragenden Unternehmen oftmals zum Zwecke der Bilanzstrukturoptimierung in Erwartung einer Ratingverbesserung bzw. zur Erweiterung des Finanzierungsspielraums eingesetzt wird, ist es für einen potenziellen Mezzanine-Nehmer sehr wichtig, Klarheit über die Beurteilung der angebotenen Mezzanine-Produkte durch die Kreditinstitute im Rahmen ihrer internen Ratingverfahren zu haben.

Es bestand in der Vergangenheit jedoch noch keine hinreichende Transparenz am Markt hinsichtlich der Kriterien, die Mezzanine-Produkte erfüllen müssen, damit sie bei den internen Ratingverfahren der einzelnen Institute ratingstärkend wirken bzw. als wirtschaftliches Eigenkapital anerkannt werden können. Denn es kann vorkommen, dass ein Mezzanine-Produkt bei einem Kreditinstitut voll als wirtschaftliches Eigenkapital anerkannt wird, bei einem anderen jedoch nicht. Bei vielen Unternehmen herrschte infolgedessen Unsicherheit über die Auswirkungen der Aufnahme von Mezzanine-Kapital auf ihre Ratingeinschätzung bei den Kreditinstituten. Um für mehr Transparenz hinsichtlich der Kriterien zu sorgen, die Mezzanine-Produkte erfüllen müssen, damit sie ratingstärkend wirken bzw. als wirtschaftliches Eigenkapital anerkannt werden können, haben die an der IFD beteiligten Institute und kreditwirtschaftlichen Verbände gemeinsam eine Übersicht zu den am Markt relevanten Kriterien erstellt. Diese soll es den Unternehmen ermöglichen, die richtigen Fragen an ihre Hausbank zu stellen, um die Konsequenzen der Nutzung von Mezzanine-Produkten besser abschätzen zu können. Ziel ist es, die Unternehmen bei der Prüfung und Auswahl von Mezzanine-Produkten zu unterstützen, damit sie die für sie richtige Finanzierungsentscheidung treffen können.

Für Mezzanine relevante Beurteilungs-Kriterien.

Wie das Schaubild zeigt, ziehen die an der IFD beteiligten Kreditinstitute grundsätzlich zunächst drei Kriterien zur Bestimmung der wirtschaftlichen Eigenkapital-Qualität von Mezzanine-Kapital heran: Sind die Kriterien „**Längerfristigkeit der Kapitalüberlassung**“, „**Kündigungsrechte**“ sowie „**Nachrangigkeit**“ erfüllt, geht das Mezzanine-Kapital als Nachrangdarlehen bzw. wirtschaftliches Eigenkapital in die individuellen Ratingverfahren der Institute ein. Ist eines der genannten drei Kriterien nicht erfüllt, wird das Mezzanine-Kapital von Kreditinstituten als Fremdkapital, d.h. als normaler Kredit eingestuft.

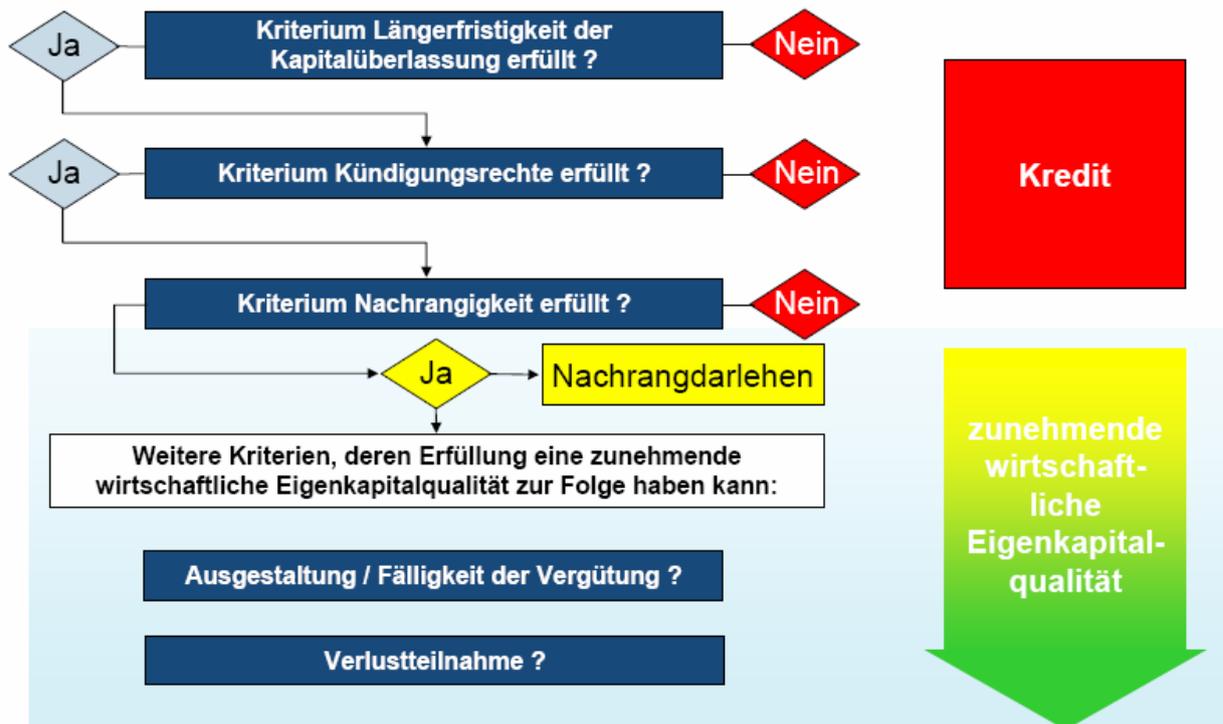


Schaubild: Beurteilung von Mezzanine-Kapital in internen Ratingverfahren der Kreditinstitute

Die konkreten Anforderungen an die Ausprägungen der drei Kriterien sind bei den einzelnen Kreditinstituten allerdings unterschiedlich:

An erster Stelle steht die **Längerfristigkeit der Kapitalüberlassung**, d. h. die Laufzeit der Finanzierung. Das Kriterium ist erfüllt, wenn eine bestimmte Mindestlaufzeit (Ursprungslaufzeit) und Restlaufzeit des Mezzanine-Kapitals gegeben sind. Von den Kreditinstituten werden dabei i. d. R. Mindestlaufzeiten von 5 bis 7 Jahren verlangt. Die geforderte Restlaufzeit liegt bei den meisten Instituten zwischen größer einem Jahr und zwei Jahren. Einige Institute verlangen zudem, dass die Restlaufzeit des Mezzanine-Kapitals die der eigenen Kredite an das Unternehmen wesentlich übersteigt.

Damit das zweite Kriterium „**Kündigungsrechte**“ erfüllt ist, dürfen keine ordentlichen Kündigungsrechte vereinbart sein. Insbesondere eine Kündigung aufgrund der Verschlechterung der wirtschaftlichen Verhältnisse oder eines Zahlungsverzugs darf nicht ohne Weiteres möglich sein. So genannte „financial covenants“, welche z. B. die Kündigung bei Nichteinhaltung bestimmter Unternehmenskennzahlen ermöglichen, dürfen nicht vereinbart werden. Kündigungsrechte bei Verschlechterung der wirtschaftlichen Verhältnisse (z. B. bei Nichtzahlung von Zinsen) können aber unschädlich sein, wenn die Situation des Unternehmens in einer bestehenden Krise dadurch nicht verschärft wird, z. B. durch ausreichend lange Stundungsfristen. Das Bestehen weiterer außerordentlicher Kündigungsrechte - z. B. wegen Verletzung von Informationspflichten oder Wechsel im Gesellschafterkreis - erachten viele Kreditinstitute hingegen als unschädlich.

Bei **Nachrangigkeit** werden erst alle vorrangigen Forderungen bedient, dann die Nachrang-Gläubiger und ganz zum Schluss die Eigentümer. Die Nachrangabrede einer mezzaninen Finanzierung kann sehr unterschiedlich ausgestaltet sein: So kann z. B. die Nachrangigkeit für den Fall der Insolvenz vereinbart sein oder sich auf alle Ansprüche während der Laufzeit beziehen. Die meisten Kreditinstitute fordern eine Nachrangklausel, die sich zumindest auf den Fall der Insolvenz bezieht. Die Nachrangigkeit von Mezzanine-Kapital gegenüber bevorrechtigten Gläubigern muss für das Kapital - bei vielen Kreditinstituten auch für Zinsen - unabhängig von der konkreten Ausgestaltung der Nachrangklausel zu jeder Zeit gegeben sein. Nachrangigkeit bedeutet auch, dass Mezzanine-Kapital nicht besichert werden darf.

Einige Kreditinstitute verlangen **zusätzlich** zu den oben genannten drei Kriterien **die Erfüllung weiterer Kriterien**, damit in Abhängigkeit von deren Ausgestaltung dem Mezzanine-Kapital in den Ratingverfahren eine zunehmende wirtschaftliche Eigenkapital-Qualität beigemessen werden kann. Hier sind beispielsweise zu nennen:

- Ausgestaltung/Fälligkeit der Vergütung: Die Vergütung kann so ausgestaltet werden, dass im Falle einer schlechten Geschäftsentwicklung die Bedienung des Mezzanine-Kapitals ganz oder teilweise gestundet wird, um den Cashflow zu entlasten und so die ungünstige Unternehmenssituation etwas zu entschärfen. Als konkrete Kriterien kommen hierbei z. B. in Betracht:
 - Eine Zinsstundung im Krisenfall, die später bei Besserung der Situation nachzuholen ist.
 - Ausreichende Stillhalteperioden, um dem Unternehmen eine Lösung der Krise mit den bevorrechtigten Gläubigern zu ermöglichen, bevor die Mezzanine-Gläubiger agieren.
 - Abhängigkeit der Vergütungszahlungen von vorhandenen freien Eigenkapitalbestandteilen (z. B. Ausweis eines Bilanzgewinns).
 - Ein hoher Anteil variabler Vergütung, die an den Erfolg des Unternehmens – beispielsweise gemessen am Jahresüberschuss – gekoppelt ist.
- Verlustteilnahme: Durch eine Teilnahme des Mezzanine-Gebers am Verlust des Unternehmens schützt das Mezzanine die gesamte Kapitalbasis und trägt damit zur Vermeidung einer bilanziellen Überschuldung bei.

Bilanzielle Einordnung nicht entscheidend.

Eine mögliche ratingstärkende Beurteilung anhand der vorgestellten Kriterien ist unabhängig davon, ob das Mezzanine nach HGB oder IFRS als bilanzielles Eigenkapital anerkannt wird. Das heißt entscheidend ist die Einstufung des Mezzanine-Kapitals als Eigenkapital oder eigenkapitalähnlich in wirtschaftlicher – nicht bilanzieller – Sicht durch die Kreditinstitute im Rahmen

der Bonitäts-/Bilanzanalyse. Kriterien, die für die bilanzielle Einordnung des Mezzanine-Kapitals eine Rolle spielen, weichen durchaus von den hier relevanten ab.

KfW Genussrechtsprogramm erweitert Angebot an eigenkapitalnahem Mezzanine.

Bei der Erweiterung ihrer Förderprodukte um das KfW Genussrechtsprogramm letzten Dezember hat die KfW die hier vorgestellten Kriterien, die die meisten Kreditinstitute beachten, bereits berücksichtigt: Im Rahmen des Programms bietet die KfW Mittelstandsbank Genussrechtskapital ab 0,5 Mio. EUR über Kapitalbeteiligungsgesellschaften an. Das Genussrechtsprodukt wird in der HGB-Bilanz als Eigenkapital eingestuft und es ist aufgrund seiner Ausgestaltung im Hinblick auf die hier vorgestellten Kriterien davon auszugehen, dass es Rating stärkend wirkt und voll als wirtschaftliches Eigenkapital von den Kreditinstituten anerkannt wird. Damit können die Unternehmen sicher sein, dass die Aufnahme des Genussrechtskapitals ihre Bilanzstruktur tatsächlich verbessert.

Fazit.

Die Übersicht zeigt die grundsätzlichen Kriterien, die in den an der IFD beteiligten Kreditinstituten für die Beurteilung der wirtschaftlichen Eigenkapitalqualität von Mezzanine herangezogen werden. Im Detail können sich aufgrund nicht einheitlicher Beurteilung einzelner Ausprägungen der Produkte sowie mit Blick auf die individuellen Ratingsysteme der Institute jedoch unterschiedliche Ergebnisse bei der Auswirkung von Mezzanine auf das Unternehmensrating ergeben.

Wenn ein Unternehmen ein Interesse an der Aufnahme von Mezzanine-Kapital zur Verbesserung der Bilanzstruktur hat, sollte es deshalb immer zuerst mit den Hausbanken klären,

- welche konkreten Anforderungen sie hinsichtlich der Kriterien Längerfristigkeit der Kapitalüberlassung, Kündigungsrechte sowie der Ausgestaltung der Nachrangigkeit stellen,
- ob sie noch weitere Kriterien - und wenn ja, welche – heranziehen und
- ob das Mezzanine-Kapital je nach Ausgestaltung in vollem Umfang (zu 100%) oder nur zu einem Bruchteil (z. B. hälftig) als wirtschaftliches Eigenkapital für das Rating angerechnet wird.

Mit diesem Wissen kann sich das Unternehmen dann nach der konkreten Ausgestaltung der Produkte erkundigen und sich für das Produkt entscheiden, das seine individuellen Anforderungen am besten erfüllt.