

Mezzaninkapital als Finanzierungsinstrument

Flexible Finanzierungsform für den wachstumsstarken Mittelstand

Martin Steininger

Mezzaninkapital mit seinem Ursprung in den anglo-amerikanischen Leveraged-Buy-out-Märkten der 1980er-Jahre ist in den letzten Jahren zu einem interessanten Bestandteil der Finanzierungsstruktur mittelständischer Unternehmen geworden. Gerade für mittelständische Familienunternehmen ohne Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten bietet dieses Finanzierungsinstrument eine Möglichkeit, die wirtschaftliche Eigenkapitalausstattung ohne Abgabe von Gesellschaftsanteilen zu verbessern und so auch in Zeiten der Kreditverknappung die Liquidität für Wachstum sicherzustellen.

Im deutschsprachigen Raum befindet sich Mezzaninkapital aufgrund seiner hohen Flexibilität im Vergleich zu anderen Finanzierungsformen auf dem Vormarsch. Gemäß einer Studie der Münchner Private-Equity-Experten Fleischhacker, Hoyer und Partner wurden Unternehmen in Deutschland im Jahr 2006 rund 3,7 Mrd. Euro Mezzaninkapital zur Verfügung gestellt. Im selben Jahr stattete die gesamte deutsche Private-Equity-Branche Unternehmen mit 3,6 Mrd. Euro Eigenkapital aus.¹

1. Was ist Mezzaninkapital?

Der Begriff „Mezzanin“ ist aus der Architektur vom italienischen Begriff „mezzanino“ entlehnt, der ein Zwischengeschoss bzw. Halbgeschoss zwischen zwei Hauptgeschossen in Gebäuden der Renaissance bezeichnet.² Diese **Zwischengeschossfunktion** zwischen **Eigen- und Fremdkapital** nimmt Mezzaninkapital auch bilanziell und in der Risikobetrachtung in der Finanzierungsstruktur eines Unternehmens wahr. Die typische mezzanine Finanzierungsform gibt es nicht.³ Weder in der Literatur noch in der Lehre existiert eine einheitliche Definition, weshalb der Begriff „Mezzanin(e)“ als Sammelbegriff für diverse **hybride Finanzierungsformen** verwendet wird, die sowohl Charakteristika von Eigenkapital als auch von Fremdkapital aufweisen, wobei die Ausprägung unterschiedlich stark sein kann. Überwiegen Eigenkapitalcharakteristika, so spricht man von *equity mezzanine* (Equity-Mezzanin); anderenfalls von *debt mezzanine* (Debt-Mezzanin).

Mezzaninkapitalinstrumente können nach der **Refinanzierung des Mezzaninkapitalgebers** und dem **Fungibilitätsgrad** des Mezzaninkapitalinstruments in privat platziertes und kapitalmarktorientiertes Mezzaninkapital eingeteilt werden.

Während Anbieter von **individuellem Mezzaninkapital** sich überwiegend über private oder institutionelle Investoren (Banken, Versicherungen etc.) refinanzieren, nutzen Anbieter von **standardisiertem Mezzaninkapital** (Programm-Mezzanin) beinahe ausschließlich den Kapitalmarkt als Re-

finanzierungsquelle, wobei sich aus der Strukturierung der Refinanzierung von Programm-Mezzanin eine gewisse Unflexibilität hinsichtlich der Laufzeit, der Höhe der Mezzanintranchen, der vorzeitigen Tilgungsmöglichkeiten und der Konditionenbestandteile ergibt – daher auch der Name Programm-Mezzanin.

Individuelles Mezzaninkapital bietet weit mehr Gestaltungsmöglichkeiten und ermöglicht den Vertragspartnern, unter Berücksichtigung der (geplanten) zukünftigen Cashflow-Situation des Unternehmens die Konditionen im Hinblick auf laufende Kosten und erfolgsabhängige Komponenten, Laufzeit und vorzeitige Rückzahlungsmöglichkeiten optimal zu gestalten und **Lösungen mit anderen Kapitalgebern bestmöglich abzustimmen** (*structured finance*). Individuelles Mezzaninkapital versteht sich als der Maßanzug unter den hybriden Finanzierungsformen.

Unabhängig von der Gestaltungsform weisen sämtliche Mezzaninprodukte folgende **Kernelemente** auf:

- Nachrangigkeit gegenüber sonstigen Gläubigern;
- Vorrangigkeit gegenüber Eigenkapital;
- höheres Entgelt aufgrund der höheren Risikotragung (insbesondere aufgrund der Nachrangigkeit) im Vergleich zu klassischem Fremdkapital;
- zeitliche Befristung der Kapitalüberlassung;
- Kosten für Mezzaninkapital stellen i. d. R. steuerlich abzugsfähigen Betriebsaufwand dar.

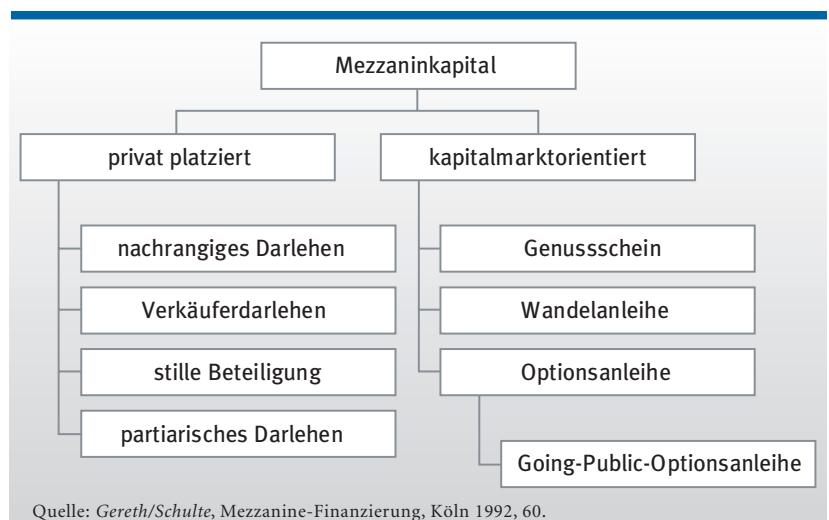
2. Eigen- und Fremdkapitalcharakteristika

Typische Eigenkapitalcharakteristika sind erfolgsabhängige Konditionenbestandteile (*shadow*



Martin Steininger ist Vorstand der Mezzanin Finanzierungs AG, der ersten österreichischen Spezialbank für Mezzaninkapital.

Abb. 1: Einteilung in privat platziertes und kapitalmarktorientiertes Mezzaninkapital



Quelle: Gereth/Schulte, Mezzanine-Finanzierung, Köln 1992, 60.

Aus der Qualifikation als Eigenkapital folgt eine Verbesserung der Bonität im Vergleich zur Vornahme der geplanten Investition mit Fremdkapital, die sich positiv auf sämtliche Finanzierungslinien des Mezzaninkapitalnehmers auswirkt.

warrants), *equity kickers* (Anteilsoptionen für den Fall eines Verkaufs des Unternehmens), eine mittel- bis langfristige Investitionsdauer (jedenfalls mehr als fünf Jahre), Endfälligkeit, umfangreiche Nachrangabreden und ein weitgehender Verzicht auf Kündigungsmöglichkeiten seitens des Mezzaninkapitalgebers – insbesondere für den Fall wirtschaftlicher Verschlechterung des Mezzaninkapitalnehmers bis hin zur Nichteinhaltung des laufenden Kapitaldienstes. Laufende erfolgsunabhängige Vergütungen sowie die Verpflichtung, das Mezzaninkapital am Ende der Investitionsperiode wieder zurückzubezahlen, sind wesentliche Fremdkapitalmerkmale des Mezzaninkapitals.

Die nachstehende Grafik soll das „Spannungsfeld“, in dem sich Mezzaninkapital zwischen Eigen- und Fremdkapital bewegt, verdeutlichen. Jede dieser Eigenschaften kann in einem zu beurteilenden Mezzaninprodukt stärker oder schwächer ausgeprägt sein.

3. Mezzaninkapital ist günstiges Eigenkapital

Überwiegen die Eigenkapitalcharakteristika, dann stellt Mezzaninkapital wirtschaftliches Eigenkapital dar und wird in **Ratingsystemen** von Banken zu einem Großteil bzw. gänzlich zum **Eigenkapital** gerechnet. Dazu sind insbesondere die typischen Eigenkapitalcharakteristika wie generelle Nachrangigkeit, mittel- bis langfristige Kapitalüberlassung (jedenfalls länger als fünf Jahre) und ein weitgehender Kündigungsverzicht – jedenfalls für den Fall der wirtschaftlichen Verschlechterung des Mezzaninkapitalnehmers und der Nichtbedienung laufender Konditionsbestandteile – nötig. Erfüllt das jeweilige Mezzaninprodukt diese Mindestkriterien nicht, ist eine Qualifikation als Eigenkapital abzulehnen; es handelt sich diesfalls lediglich um ein teures Kreditprodukt. Aus der Qualifikation als Eigenkapital folgt eine **Verbesserung der Bonität** im Vergleich zur Vornahme der geplanten Investition mit Fremdkapital, die sich positiv auf sämtliche Finanzierungslinien des Mezzaninkapitalnehmers auswirkt. Obwohl Mezzaninkapital diesfalls zum Ei-

genkapital zählt, sind die **Kosten von Mezzaninkapital**, die üblicherweise zwischen 10 und 15 % per annum liegen, **deutlich unter den Kosten von institutionellem Eigenkapital** angesiedelt. Darüber hinaus erhält der **Mezzaninkapitalgeber** keine Anteile am Unternehmen und hat lediglich **eingeschränkte Mitspracherechte** in jenen Fällen, in denen seine Risikoposition durch unternehmerische Entscheidungen signifikant negativ beeinflusst werden kann (man spricht auch von *non-control equity*).

4. Anwendungsfälle

Mezzaninkapital kommt in der Regel immer dann zum Einsatz, wenn mangels ausreichender Eigenkapitalquote und/oder freier Sicherheiten der **Krediterteilungsspielraum** von Banken **nicht ausreicht**, um eine geplante Investition ausschließlich über Kreditfinanzierung darzustellen. Die sich dadurch ergebende **Finanzierungslücke** kann dann entweder durch Eigenkapital mittels Kapitalerhöhung durch bestehende oder neu hinzutretende Gesellschafter geschlossen werden oder – insbesondere wenn eine Anteilsabgabe an Investoren nicht gewünscht ist – mit Mezzaninkapital. Darüber hinaus bietet Mezzaninkapital dem institutionellen Eigenkapitalinvestor die Möglichkeit, seinen Eigenkapitaleinsatz im Zuge einer Buy-out-Transaktion zu vermindern und einen Teil des Haftkapitals gegenüber Banken durch Mezzaninkapital abzudecken. Dadurch verlängert sich der Finanzierungshebel, was die Rendite des Investors erhöht (**Leverage-Effekt**). Für alle nachstehend abgebildeten Anwendungsfälle sei vorausgeschickt, dass Mezzaninkapital in den seltensten Fällen „stand alone“ zum Einsatz kommt, sondern sich beinahe immer als **Teil des Finanzierungsmix** versteht:

4.1. Expansionsfinanzierungen

Die Erweiterung von Produktionskapazitäten, die Einführung neuer Produkte und die Erschließung neuer Märkte werden unter diesen Finanzierungsanlass subsumiert. Mezzaninkapital kommt hier

	Eigenkapital	Mezzaninkapital	Fremdkapital
Rückzahlungsanspruch	Residualanspruch (Vermögen abzüglich Verbindlichkeiten)	↔	Nominalanspruch
Laufende Vergütung	erfolgsabhängig: Dividendenanspruch	↔	erfolgsunabhängig: Zinsanspruch
Stille Reserven	Teilnahme am Wertzuwachs	↔	keine Teilnahme am Wertzuwachs
Rechtliche Stellung	Eigentümer (Gesellschaftsrecht)	↔	Gläubiger (Schuldrecht)
Rechte	volle Informations-, Kontroll- und Stimmrechte	↔	geringe Informations-, Kontroll- und Mitwirkungsrechte
Verfügbarkeit	unbefristet	↔	befristet
Rangstellung im Insolvenzfall	nachrangig („Haftungskapital“)	↔	vorrangig
Steuerliche Einordnung	Gewinnverwendung	↔	abzugsfähiger Aufwand
Sicherheiten	keine Sicherheiten	↔	Sicherheiten

Abb. 2: Spannungsfeld zwischen Eigen- und Fremdkapital

zum Einsatz, sofern die Expansionsfinanzierung aufgrund des zu geringen Eigenkapitals bzw. einer für Banken unbefriedigenden Sicherheitensituation nur begrenzt durch Fremdkapital vorgenommen werden kann. Hier übernimmt Mezzaninkapital die Aufgabe, die **Finanzierungslücke zwischen Eigen- und Fremdkapital zu schließen**.

4.2. Projektfinanzierungen

Ein hervorragendes Anwendungsfeld für Mezzaninkapital sind Projektfinanzierungen, d. h. die Finanzierung einer isolierten, sich selbst tragenden Projektgesellschaft (SPV, *Special Purpose Vehicle*). Für die Bedienung dieser Projektfinanzierung stehen ausschließlich die zukünftigen Cashflows, als Sicherheiten lediglich die Aktiva des Projekts (die es zumeist erst zu schaffen gilt) zur Verfügung. Darüber hinaus handelt es sich regelmäßig um so genanntes *non-recourse financing*, d. h. **für die Kapitalgeber besteht keine Möglichkeit, auf die Gesellschafter der Projektgesellschaft zurückzugreifen**. Die Möglichkeit, Mezzaninkapital für einen gewissen Zeitraum zinsfrei zur Verfügung zu stellen und einen großen Teil der Gesamtkondition erfolgsabhängig und endfällig darzustellen, sowie die endfällige Kapitalrückzahlung, die während der Laufzeit den Cashflow extrem entlastet, sind die Eigenschaften, die Mezzaninkapital geradezu wie geschaffen für diesen Finanzierungsanlass machen. Wenn das Projekt erfolgreich angelaufen ist und über eine gewissen Zeitraum **Nachhaltigkeit** bewiesen hat (*track record*), kann das Mezzaninkapital aufgrund des nunmehr besser abschätzbaren Risikos durch günstigeres Fremdkapital ersetzt werden und dadurch die Eigenkapitalrendite der Projektbetreiber weiter steigern.

4.3. Buy-outs

Buy-outs stellen den traditionellen **Kernanwendungsbereich** für Mezzaninkapital dar; letztendlich hat Mezzaninkapital seinen Ursprung in den Buy-out-Märkten der 1980er-Jahre. Ein Buy-out ist die Übernahme eines Unternehmens durch das bisherige Management (MBO, *Management-Buy-out*) bzw. durch externe Manager, die bislang nicht zum Management des Zielunternehmens gehört haben (MBI, *Management-Buy-in*). Üblicherweise verfügt das Management nicht über das nötige Eigenkapital, um alleine durch die Aufnahme von Fremdkapital den gesamten Kaufpreis aufbringen zu können. Gleichzeitig möchte das Management jedoch so wenig wie möglich Anteile an Beteiligungspartner abgeben, um den Einfluss auf das Unternehmen so hoch wie möglich zu gewährleisten. Das Schließen dieser Finanzierungslücke ist schlechthin der klassische Anwendungsfall für Mezzaninkapital.

4.4. Gesellschafterwechsel

Auch im Rahmen der **Unternehmensnachfolge** bietet Mezzaninkapital eine interessante Alternative zu Eigenkapitalprodukten. Derzeit kommt in vielen gesellschaftergeführten Unternehmen die Nachfolgeproblematik zutage, zumal die Gründergeneration aus der Unternehmensführung ausscheiden will. Die Unternehmer suchen daher nach einer

Lösung, die mehreren Zielsetzungen gerecht wird. Hierzu zählen u. a. Unternehmenskontinuität, die finanzielle Einbeziehung und Absicherung von Familienangehörigen sowie die Optimierung der Familiensteuerbelastung.⁴ Obwohl großes Interesse daran besteht, das Unternehmen an die nächste Generation weiterzugeben, möchten die Gründer jedoch sehr wohl die Früchte ihrer oftmals jahrzehntelangen Aufbauarbeit genießen, d. h. der **Generationenwechsel** soll mit einem **Kapitalzufluss bei den ausscheidenden Gesellschaftern** verbunden sein. Aus den gleichen Überlegungen wie beim Buy-out bietet sich Mezzaninkapital für die Finanzierung des Gesellschafterwechsels hervorragend an. Im Unterschied zum Buy-out helfen die „Verkäufer“ jedoch dahin gehend mit, dass für die Berechnung des Verkaufspreises ein deutlich niedrigerer *EBIT-Multiple* als bei Transaktionen zwischen fremden Dritten zur Anwendung kommt.

4.5. Rekapitalisierung/Owners-Buy-out

Bei der Rekapitalisierung steht die **Finanzierung bestehender bzw. künftiger Bilanzgewinne ohne negative Beeinträchtigung der Bonitätssituation** im Hinblick auf das Bankenrating und die damit verbundene allfällige Verteuerung der bestehenden Finanzierungslinien im Vordergrund. Mezzaninkapital steht hierbei in Konkurrenz zu Private Equity und kommt einerseits aus Kostengründen, andererseits aus dem Interesse, den Einfluss auf das Unternehmen nicht mit einem Beteiligungspartner teilen zu müssen, zum Einsatz. Oftmals ist es jedoch die **Vorstufe zu einem (teilweisen) Verkauf** an institutionelle bzw. strategische Investoren.

4.6. Pre-IPO-Finanzierung (Bridge Loan)

Hierbei handelt es sich um in der Regel **kurzfristige** (bis zu einer Dauer von 24 Monaten) Mezzaninfinanzierungen vor dem Hintergrund eines **bevorstehenden Börsegangs (IPO, Initial Public Offering)**. Gerade in einem ungünstigen Börseumfeld wie derzeit gewährleistet die mezzanine Pre-IPO-Finanzierung, dass das Unternehmen (teilweise) die benötigten langfristigen Finanzmittel erhält und dadurch nicht gezwungen ist, den Börsegang auch in einem sehr ungünstigen Umfeld durchzuführen. Üblicherweise sind derartige Mezzaninfinanzierungen **sehr niedrig verzinst**. Im Gegenzug erhält der Mezzaninkapitalgeber Optionen, mit welchen er am Erfolg des zukünftigen Börsegangs partizipieren kann.

Anmerkungen

- ¹ Vgl. Venture Woche 30/2007.
- ² Vgl. u. a. *Nelles/Klusemann*, Die Bedeutung der Finanzierungsalternative Mezzanine-Capital im Kontext von Basel II für den Mittelstand, Finanz Betrieb 2003, 1 (3).
- ³ Vgl. *Volk*, Mezzanine Capital: Neue Finanzierungsmöglichkeit für den Mittelstand, BB 2003, 1224 (1224 f.).
- ⁴ *Häger/Elkemann-Reusch*, Mezzanine Finanzierungsinstrumente, Berlin 2004, 46.

Buy-outs stellen den traditionellen Kernanwendungsbereich für Mezzaninkapital dar; letztendlich hat Mezzaninkapital seinen Ursprung in den Buy-out-Märkten der 1980er-Jahre.

Auch im Rahmen der Unternehmensnachfolge bietet Mezzaninkapital eine interessante Alternative zu Eigenkapitalprodukten.