

Renaissance des individuellen Mezzanine-Kapitals

Von Martin Steiniger

Individuelles Mezzanine-Kapital zeichnet sich durch seine eigenkapital-ähnliche Struktur aus. Unternehmen im Lower-Midcap-Bereich nutzen es derzeit deshalb verstärkt für Wachstumsfinanzierungen.



Martin Steiniger
ist Vorstand der
Mezzanin Finanzierungs
AG in Wien.

Viele mittelständische Unternehmen im deutschsprachigen Raum kämpfen mit der Sicherung der Liquidität und der restriktiven Kreditvergabepolitik der Banken bei Investitions- und Expansionsfinanzierungen. Die Versuche der EZB, durch die Absenkung des Leitzinses Euribor die Liquiditätsversorgung zu verbessern, waren nur eingeschränkt erfolgreich. Die Kombination aus gestiegenen Risiko- und Liquiditätskosten führt dazu, dass Unternehmen mittlerer Bonität nicht im vollen Umfang vom stark gesunkenen Leitzins profitieren können.

Gerade in dieser Situation erlebt individuelles Mezzanine-Kapital eine Renaissance, bietet es doch mittelständischen Unternehmen eine Möglichkeit, die Haftkapitalbasis des Unternehmens ohne die Aufnahme neuer Gesellschafter zu verbreitern. Experten gehen daher davon aus, dass in den nächsten Monaten dieses Instrument an Bedeutung bei der Finanzierung von Mittelständlern gewinnen wird. Standard-Mezzanine, das über einige Jahre hinweg zu Dumpingkonditionen ohne gründliche Due Diligence im Einzelfall vergeben und im Wege strukturierter Verbriefungen über den Kapitalmarkt refinanziert wurde, ist hingegen im deutschsprachigen Raum vollkommen verschwunden.

Finanzierungsanlässe – M&A versus organisches Wachstum

Vor allem bei Unternehmen im Lower-Midcap-Bereich gibt es Bedarf für individuelles Mezza-

nine-Kapital im Rahmen von Wachstumsfinanzierungen und Corporate Mergers and Acquisitions. Denn viele gesunde Unternehmen sehen in der Krise eine Chance zu wachsen und wollen mit einer Wachstumsfinanzierung in bestehende und neue Märkte investieren. Die durch den stark verminderten Risikoappetit der Banken hervorgerufene Finanzierungslücke kann durch individuelles Mezzanine-Kapital geschlossen werden.

Individuelles Mezzanine-Kapital zeichnet sich dadurch aus, dass es endfällig und generell nachrangig ist. Im Rahmen der Gesamtkondition werden erfolgsabhängige Komponenten stark gewichtet. Denn üblicherweise besteht die Gesamtkondition einer Mezzanine-Finanzierung aus laufenden Zinsen (Euribor plus Aufschlag), aus einem während der Laufzeit kapitalisierten, endfälligen Zins („PIK“ – Payment in Kind), einer erfolgsabhängigen Komponente (EBIT-abhängig, „Shadow-Warrant“/„Warrant“) und einem Equity-Kicker (Anteils Optionen für den Fall eines Unternehmensverkaufs). Die Financial Covenants (Finanzkennzahlen, deren Verfehlung den Kapitalgeber berechtigen, beispielsweise die Kapitalkosten zu erhöhen oder auf Unternehmensentscheidungen Einfluss zu nehmen) sind bei individuellem Mezzanine-Kapital üblicherweise erreichbar. Darüber hinaus gibt es transparente Regelungen, falls der Kapitalgeber die vertraglichen Pflichten nicht erfüllt, beispielsweise die Financial Covenants nicht einhält oder das Mezzanine-Kapital hin-

sichtlich laufender Verzinsung und Rückzahlung am Laufzeitende nicht bedient.

Die Veränderungen an den Finanzmärkten haben unmittelbare Auswirkungen auf die Finanzierungsstruktur von Unternehmen. Es hat eine Redefinition der „Maximum Lending Capacity“ stattgefunden – jener Verschuldung, bei der die Finanzierungsstruktur eines Unternehmens als tragfähig angesehen wird. Außerdem sind die Eigenkapitalanforderungen gestiegen und der zur Verfügung gestellte Senior-Leverage gesunken. Durch diese gleichläufigen Effekte gewinnt Mezzanine-Kapital an Bedeutung im Rahmen der Finanzierungsstruktur. Die Abbildung – wenngleich auf M&A-Transaktionen ausgerichtet – verdeutlicht diese Entwicklung.

Die Rückkehr der Equity-Kicker

In den letzten Jahren ist individuelles Mezzanine-Kapital wegen der Standard-Mezzanine-Programme und Junior-Loans hohem Margendruck ausgesetzt gewesen. Kapitalsuchende Unternehmen rückten oft bei der Bewertung von Finanzierungsalternativen die reinen Kosten als das alleinentscheidende Kriterium in den Mittelpunkt und schenken der Qualität des Kapi-

tals bezüglich Nachhaltigkeit und Krisenbeständigkeit wenig Beachtung. Damit einhergehend waren risikoadäquate Konditionen und erfolgsabhängige Komponenten wie der Equity-Kicker oder der Non-Equity-Kicker (z.B. Shadow-Warrants/Warrants) seitens der Anbieter von individuellem Mezzanine-Kapital schwer bis unmöglich durchzusetzen. Hier hat die Finanzkrise zu einem Umdenken geführt. Unternehmen wollen wieder verstärkt auf eine Finanzierung zurückgreifen, bei der die laufende Verzinsung (inkl. PIK-Vereinbarung) mit erfolgsabhängigen Komponenten kombinierbar ist.

Die gegenwärtigen Probleme von Standard-Mezzanine-Produkten zeigen, dass für diese Risikoklasse eine gründliche individuelle Due Diligence unerlässlich ist. Während Standard-Mezzanine als Finanzierungsform aus heutiger Sicht zumindest für die nächsten zwei Jahre ausscheidet, sind die Zukunftsaussichten für individuelles Mezzanine-Kapital wegen seiner Transparenz und Krisenfestigkeit durchaus vielversprechend. Risiko und Betreuungsintensität werden durch erfolgsabhängige Entlohnung des Investors abgegolten. Dies macht individuelles Mezzanine-Kapital nicht gerade billig, aber gerade in diesen Zeiten besonders wertvoll.

Entwicklungen in der Finanzierungsstruktur vor und nach dem Jahr 2008

