

Mezzanine – eine neue Finanzierungsform?

Von Dipl.-Wirtsch.-Ing. Werner Weiß, Tec7, München

Die Unternehmensfinanzierung in Deutschland wandelt sich in beträchtlicher Geschwindigkeit. In der Vergangenheit finanzierten sich Unternehmen aus der Leiterplatten- und Bestückungsbranche fast ausschließlich über ihre Hausbank, die den Unternehmern lange Zeit bereitwillig und mit günstigen Konditionen zur Seite stand. In den letzten Jahren hat sich dieses Bild sehr stark verändert. Banken finanzieren nicht, kaum oder zu wesentlich veränderten Bedingungen und hinterlassen damit ein gewisses Vakuum, welches es zu füllen gilt. Als Gründe werden gerne Basel II, die strengen Vorschriften des Rating oder andere Argumente genannt. Ob diese Entwicklungen nun wirklich an Basel II liegen, oder ob die Probleme letztendlich hausgemachte Bankprobleme sind, sei dahingestellt.

Für den Mittelstand gilt es nicht zu lamentieren, sondern die notwendigen Aufgaben anzupacken und sich frühzeitig und umfassend um Finanzierungsalternativen zu bemühen.

Die „nicht-klassischen“ Wege der Unternehmensfinanzierung befassen sich mit Leasing, Factoring, ABS, Genussscheinen, Mezzanine und vielen anderen Formen. Mezzanines Kapital, eine dieser Formen, erfährt zur Zeit eine regelrechte Renaissance und wird als eine der möglichen Alternativen hoch gehandelt.

Nur Vorschußlorbeeren? Wir wollen die Struktur etwas beleuchten.

Was ist Mezzanine?

Eine Mezzanine-Finanzierung ist eine Mischform aus Eigen- und Fremdkapital.

Diese Finanzierungsform wird dem Eigenkapital zugerechnet bzw. assoziiert, da durch den Rangrücktritt und/oder eine Verlustübernahme der Kapitalgeber für die Einlage haftet – im Gegensatz zu echtem Fremdkapital. Die Finanzierung hat auch Ähnlichkeit mit Fremdkapital, da sie nach einer definierten Laufzeit zurückbezahlt werden muss – im Gegensatz zu einer unkündbaren Eigenkapitalfinanzierung.

Entliehen wurde der Begriff der italienischen Architektur, in der ein Mezzanine ein Zwischengeschoss zwischen zwei Hauptgeschossen darstellt. Ebenso wie das architektonische Mezzanine also eine Zwischenstellung einnimmt, nimmt auch das finanzielle Mezzanine diese Zwitterstellung ein.

Welche Formen von Mezzanine gibt es?

Die neue Begrifflichkeit bedeutet natürlich nicht, dass Mezzanine im deutschen Sprachraum und in der Leiterplattenbranche etwas grundlegend Neues ist. Es gibt dazu eine Vielzahl an Ausprägungen, die zum Teil seit Jahrzehnten eingesetzt werden, aber auch neue Entwicklungen, die die Unternehmensfinanzierung auf attraktive Weise ergänzen. Die häufigsten Ausprägungsformen sind:

- Typische stille Beteiligung
- Atypisch stille Beteiligungen
- Nachrangige Darlehen
- Gesellschafterdarlehen
- Verkäuferdarlehen
- Genussscheine
- High-yield-Bonds oder junk-Bonds
- Wandelanleihen (bedingt)
- Optionsanleihen (bedingt)

Alle diese Finanzierungen besitzen die Gemeinsamkeit des Rangrücktritts bzw. der Verlustübernahme. Das Kapital besitzt also Nachrangigkeit gegenüber Fremdkapital, aber auch Vorrangigkeit gegenüber Eigenkapital. Für den Kapitalgeber bedeutet dies, dass er keine dinglichen Sicherheiten in Form von Immobilien, Waren etc. besitzt, er muss sich vielmehr mit einer mehr oder weniger verlässlichen Prognose des cashflow zufriedengeben. Der Kapitalnehmer hingegen kann durch den Verzicht auf dingliche Sicherheiten seinen Finanzierungsspielraum erheblich erweitern. Selbstverständlich lässt sich der Kapitalgeber sein erhöhtes Risiko bzw. seine „Schlechterstellung“ durch eine höhere Risikoprämie auf den Zins bezahlen.

Hinsichtlich der Bilanzierung befindet sich die Zuordnung zu Eigen- oder Fremdkapital in einem

Veränderungsprozess. Tendenziell ist Mezzanine umso eigenkapitalnäher, je höher die unternehmerische Risikoübernahme des Kapitalgebers ist. Wie die genaue Zu- bzw. Einordnung nach HGB, IFRS oder US-GAAP erfolgt, ist in jedem Fall im Vorfeld von einem Wirtschaftsprüfer zu klären. Auch die Bilanzanalysen der deutschen Geschäftsbanken ergeben hierzu kein einheitliches Bild und verlangen häufig die Betrachtung des Einzelfalles und seiner vertraglichen Regelungen.

Wer kann Mezzanine einsetzen – und wer nicht?

Grundsätzlich kann jeder mittelständische Betrieb Mezzanine einsetzen. Schließlich ist in sehr vielen Klein- und Mittelbetrieben ein Gesellschafterdarlehen ein zentraler Punkt der Finanzierung. Diese Gesellschafterdarlehen oder stillen Beteiligungen stammen sehr oft von den Anteilseignern selbst bzw. von unternehmensnahen Personen wie Verwandten, Großlieferanten oder Schlüsselkunden.

Im Falle eines größeren Kapitalbedarfes ist der Unternehmer gezwungen, seine potentiellen Finanzierungspartner in einem anderen Umfeld zu suchen. Spätestens ab diesem Zeitpunkt muss der Unternehmer eine klare Vorstellung von folgenden Punkten haben:

- Wieviel Kapital benötige ich?
- Wie wird mein Kapital verwendet?
- Wie lange benötige ich das Kapital?
- Kann Zins, Tilgung und Risikopuffer (!) durch den cashflow erwirtschaftet werden?

Die wesentlichen Anforderungen an den Kapitalnehmer sind ähnlich den Anforderungen zur Erlangung von venture capital oder private equity:

- Erfahrenes Management
- Stabile cashflow-Entwicklung
- Aussagekräftiges Berichtswesen

Ein wesentlicher Unterschied zu private equity ist die stabile cashflow-Entwicklung. Mezzanine setzt eine mehrjährige Historie und eine mehrjährige, möglichst stabile und planbare Zukunft voraus.

Nicht finanzierbar sind Neugründungen, junge Unternehmen und Kleinbetriebe. Mezzanine ist auch definitiv nicht das Auffangbecken für den Bodensatz von nicht finanzierbaren Projekten!

Welche Anbieter gibt es?

Unter der Vielzahl der Anbieter können einige Gruppen gebildet werden:

Öffentliche Beteiligungsgesellschaften

Durch die öffentliche Hand werden einige meist halbstaatliche Institute unterstützt, um die (regionale) Wirtschaft durch nachrangiges Kapital zu fördern. Die typischen Anbieter sind Gesellschaften wie z.B. die *BayBG*, *SüdKB*, *MBG*, *KfW*, *SaarKB* etc.

Hintergrund der Förderung und Subventionierung ist zum einen eine gewisse Lenkungsfunktion in strukturschwachen Regionen und zum anderen eine breite Unterstützung des Mittelstandes über die reine Gewinnerzielung hinaus.

Die Finanzierungen sind sehr attraktiv (=gering) verzinst, dafür muss aber ein relativ mühseliger Weg der Beantragung in Kauf genommen werden.

Traditionelle Anbieter

In den 80er Jahren haben viele private und auch öffentliche Banken Strukturen für Mezzanine geschaffen. Die Finanzierungen sind meist transaktionsorientiert. Die Verzinsung orientiert sich an den Marktpreisen.

„Neue Anbieter“ mit standardisierten Produkt

Als „Neue Anbieter“ bezeichnet man Gesellschaften, die nicht in die genannten Raster passen. Im Jahr 2004 sind zwei Anbieter mit neuen Produkten am Markt erschienen, welche sich von der Bindung an eine Transaktion wegbewegen. Beide Anbieter stellen Mezzanine zur Optimierung der Bilanzstruktur zur Verfügung. Voraussetzung dafür ist ein Mindestrating und ein gewisser Mindestumsatz. Eine weitere Innovation ist die Bündelung von vielen einzelnen Finanzierungen zu einem Pool und die anschließende Verbriefung dieses Pools. Die Refinanzierung erfolgt über den Kapitalmarkt, das Finanzierungsvolumen ist damit nach oben nahezu unbegrenzt.

Durch die Betrachtung der Mezzanine-Anbieter im deutschsprachigen Raum kann eine grundlegende Unterscheidung in transaktionsgebundene und nicht transaktionsgebundene Finanzierungen vorgenommen werden.

Was bedeutet das?

Die erste große Bedeutung erlangte Mezzanine in den 80er Jahren als in den USA sogenannte Raider (=Jäger) durch feindliche Übernahmen relativ willkürlich Firmen kauften und in Einzelteile zerschlugen. Die Motivation der Raider war, dass eine Firma günstiger zu kaufen war, als letztendlich die Einzelteile wert waren. Die Differenz aus Verwertung – Kaufpreis - Transaktionskosten war somit deren Gewinn. Das Finanzierungsinstrument der Wahl war Mezzanine (damals junk bonds), da damit ein sehr großer Hebel auf das oft niedrige Eigenkapital geleistet werden konnte.

In jedem Fall war die damalige Finanzierung an eine Transaktion gebunden. Diese Transaktionsorientierung hat sich bis heute gehalten. Typische Mezzanine-Kapitalgeber sehen ihre Mandanten in Bereichen der MBO/MBI-, spin-off-, M&A- und Wachstumsfinanzierung. Erst in den letzten Jahren ist im deutschsprachigen Raum ein Wandel weg von der reinen Transaktion und hin zu einer Bilanzoptimierung zu erkennen. D.h. von einem Kapitalgeber wird ein standardisiertes Produkt in einem standardisierten Verfahren vergeben, was erhebliche Kostenvorteile bringt. Wohin die Finanzierung fließt, spielt für ihn eine untergeordnete Rolle, solange Zins und Tilgung aus dem cashflow bestritten werden können. Während bei einer transaktionsgetriebenen Finanzierung jeweils die Gesamtfinanzierung gesichert sein muss (sogenanntes deal design), muss hier also „nur“ die Kapitaldienstfähigkeit geprüft werden. Dieser Sachverhalt hat sehr großen Einfluss auf die Kapitalkosten und die Mindestvolumina.

Was kostet Mezzanine?

Die Gesamtkosten einer Mezzanine-Finanzierung lassen sich in eine fixe und eine variable Komponente teilen. Gegebenfalls wird noch eine Beteiligung an der Unternehmenswertentwicklung vereinbart, ein sogenannter equity kicker.

Die fixe Komponente ist ein fester Zinssatz, der ähnlich einer Darlehensverzinsung bezahlt wird. Der variable Anteil ist erfolgsabhängig und ist an das Erreichen von bestimmten Zielen gebunden. Übliche Bezüge werden zum cashflow, zum bereinigten Unternehmensgewinn, etc. hergestellt. Der equity kicker wird nach Ende der Laufzeit bezahlt und orientiert sich meist an der Entwicklung des Unternehmenswertes nach einem ausgewählten Bewertungsverfahren während der Beteiligung.

In der Praxis übliche Verzinsungen liegen zwischen 8 % und 25 %, davon ca. 2/3 fixe und 1/3 variable Verzinsung. Die ausgesprochen große Bandbreite erklärt sich aus dem Ausfallrisiko einer Mezzanine-Finanzierung im Vergleich zu einer Bankfinanzierung. Eine Bank betrachtet das Ausfallrisiko und die Sicherheiten. Sollte es in einem Engagement wirklich zu einem Ausfall kommen, besitzt eine Bank immer noch die Möglichkeit der Sicherheitenverwertung, sozusagen ein Auffangnetz. Einem Mezzanine-Finanzier steht diese Möglichkeit nicht offen, darum muss er das Ausfallrisiko vollständig im Zins kalkulieren.

Neben der eigentlichen Verzinsung und üblichen Vertragsbestandteilen werden in den Verträgen noch weitergehende Verpflichtungen definiert. Diese sogenannten Covenants regeln z.B. Beiratsmandate, Informationspflichten, bilanzielle Kennzahlen oder auch Verbote, Immobilien zu verkaufen. Die Nichteinhaltung führt zu den definierten Sanktionen.

Die Vertragsgestaltung einer Mezzanine-Finanzierung ist ausgesprochen komplex. Alleine die Verzinsung bewegt sich durch die oben definierten Parameter in einer umfangreichen Bandbreite. In jedem Fall sollte ein Unternehmer sich fachkundigen Rat von Spezialisten einholen. Aufgrund der Tragweite der Vertragsgestaltung ist das Honorar für Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer oder Unternehmensberater sinnvoll eingesetzt. Entscheidendes Auswahlkriterium ist dabei die *nachgewiesene*

Übersicht Anbieter

	<50 Mio. € Umsatz	>50 Mio. € Umsatz
transaktionsgebunden	öffentliche Beteiligungen	traditionelle Anbieter
nicht transaktionsgebunden	öffentliche Beteiligungen	„Neue Anbieter“

Tab. I: Bilanz 2003 kurz ohne Mezzanine

AKTIVA		PASSIVA	
I. Anlagevermögen	7 325 000 €	I. Eigenkapital	5 320 000 € 13,2%
II. Umlaufvermögen		II. Rückstellungen	4 890 000 €
Vorräte	10 220 000 €	III. Verbindlichkeiten	
Forderungen LL	12 950 000 €	langfr. Bank	9 580 000 €
Forderungen	8 350 000 €	kurzfr. Bank	12 740 000 €
Bank, Kasse	263 000 €	Verbindlichkeiten LL	7 200 000 €
III. Rechnungsabgrenzung	1 129 000 €	Sonstige Verbindlichkeiten	507 000 €
Summe	40 237 000 €	Summe	40 237 000 €

PLUS

Projekterfahrung mit Mezzanine und die Unterlegung mit Referenzen.

Praxisbeispiel und Gesamtkapitalkosten

Anhand einiger Tabellen und Grafiken wollen wir ein Beispiel aus unserer Beratungspraxis beschreiben.

Ausgangspunkt ist ein mittelständischer Familienbetrieb in der 3. Generation. Geschäftszweck ist die Herstellung von Flachbaugruppen, insbesondere das Design, Fertigung und Bestückung von Leiterplatten. Auftraggeber sind größere mittelständische Betriebe in den EU-Kernländern. Insgesamt 630 Mitarbeiter erwirtschaften einen seit einigen Jahren stagnierenden Umsatz von 98 Mio. €. Die Ertragskraft ist gut, dennoch will sich die Firma etwas unabhängiger von ihrer einzigen (!) Hausbank machen, die z. Zt. ein gesamtes Volumen von 22,3 Mio. € finanziert. Der langfristige Anteil beträgt 9,6 Mio. € und wird über Maschinen und Anlagen und das Betriebsgebäude besichert. Der kurzfristige Anteil beträgt 12,7 Mio. € und wird durch das Warenlager und eine Forderungszession besichert.

In einer turnusmäßigen Sitzung des Beirates stellte ein Beiratsmitglied die Stabilität der Finanzierung in Frage und regte eine Streuung auf mehrere Finanzierungsformen und Finanzierungspartnern an. Nach teils hitzigen Diskussionen sollten die Instrumente Leasing, Factoring und Mezzanine geprüft werden. Eine weitere Bankverbindung sollte definitiv gewonnen werden, eine Beteiligungsfinanzierung wurde definitiv abgelehnt.

Die Bilanz 2003 (vgl. *Tab. I*) weist eine Eigenkapitalquote von 13,2 % aus. Die Ertragskraft

(vgl. *Tab. II*) ist gut mit einer Umsatzrendite von knapp 4 %. Beide Kennzahlen sind seit Jahren nahezu unverändert. Die niedrige Eigenkapitalquote erklärt sich aus der steuergetriebenen, mangelnden Innenfinanzierung. Gewinne wurden in der Vergangenheit nicht thesauriert, sondern vollständig an die Gesellschafter ausgeschüttet.

Anhand der Vorgaben durch die Geschäftsleitung hat ein Berater die möglichen Finanzierungspartner definiert. Die Kapitalgeber sollten nicht transaktionsorientiert sein. Die Finanzierung dient ausschließlich der Bilanzoptimierung und soll die

Tab. II: GuV 2003 kurz ohne Mezzanine

Bezeichnung	Betrag
Jahresumsatz	97 500 000 €
Wareneinsatz	48 223 500 €
Deckungsbeitrag I	49 276 500 €
Personal	25 642 500 €
Deckungsbeitrag II	23 634 000 €
Sonstige inkl. AfA	18 230 000 €
Deckungsbeitrag III	5 404 000 €
Zinsen	1 546 100 €
Ergebnis vor Steuer	3 857 900 €

Tab. III: Verzinsung für 2 Mio. € Mezzanine

Fixe Verzinsung	9,00 %
Variable Verzinsung*	3,00 %
Summe Verzinsung	12,00 %

* bei cashflow-Rendite >5 %

Tab. IV: Gesamtkapitalkosten ohne Mezzanine

Gesamtkapitalkosten	Volumen	Zins	Kosten
Eigenkapital *	5 320 000 €	25,0 %	1 330 000 €
Mezzanine **	– €	12,0 %	– €
langfr. Bank	9 580 000 €	5,5 %	526 900 €
kurzfr. Bank	12 740 000 €	8,0 %	1 019 200 €
Summe Gesamtkapitalkosten			2 876 100 €

* kalkulierter Ansatz ** inkl. variabler Verzinsung

Tab. V: Gesamtkapitalkosten mit Mezzanine

Gesamtkapitalkosten	Volumen	Zins	Kosten
Eigenkapital *	5 320 000 €	25,0 %	1 330 000 €
Mezzanine **	2 000 000 €	12,0 %	240 000 €
langfr. Bank	9 580 000 €	5,5 %	526 900 €
kurzfr. Bank	10 740 000 €	8,0 %	859 200 €
Summe Gesamtkapitalkosten			2 956 100 €

* kalkulierter Ansatz ** inkl. variabler Verzinsung

Gespräche mit weiteren Finanzierungspartnern aus dem Fremdkapitalbereich erleichtern. Das Volumen wird zunächst auf 2 Mio. € begrenzt. Nach einigen Marktrecherchen kristallisierten sich drei Anbieter heraus. Die Finanzierungskosten (vgl. Tab. III) liegen bei 9–12 %. In den weiteren Betrachtungen fließt der Satz mit 12 % ein.

Die Gesamtkapitalkosten ohne Mezzanine (vgl. Tab. IV) betragen 2,876 Mio. €. Sie setzen sich aus den Zinsen für kurz- und langfristiges Fremdkapital und aus einer kalkulatorischen Eigenkapitalverzinsung zusammen. Selbstverständlich kann die Berechnung auch ohne diesen kalkulatorischen Ansatz erfolgen, es besteht auch keine Auswirkung auf die weiteren Berechnungen.

Die Gesamtkapitalkosten mit Mezzanine (vgl. Tab. V) betragen 2,956 Mio. €. Die ursprünglichen

Kapitalkosten erhöhen sich um die höhere Verzinsung der Mezzanine-Tranche und reduzieren sich um die Rückführung der kurzfristigen Bankverbindlichkeiten. Insgesamt steigen die Gesamtkapitalkosten um 80 000 €.

Durch die Zuführung von Mezzanine steigt die Eigenkapitalquote (vgl. Tab. VII) von ursprünglich 13,2 % auf 18,2 %!

Der „Preis“ für die bessere Finanzierungsstruktur und höhere Stabilität ist eine zusätzliche Belastung von 80 000 € p.a.

Anhand der besseren Eigenkapitalquote und des damit besseren Ratings sollte der Zinssatz für kurzfristige Bankfinanzierungen verhandelt werden. Um die Gesamtkapitalkosten von ursprünglich 2,876 Mio. € konstant zu halten, müsste der Zinssatz für die kurzfristige Bankfinanzierung von

Tab. VI: Optimierte Fremdfinanzierung

Gesamtkapitalkosten	Volumen	Zins	Kosten
Eigenkapital *	5 320 000 €	25,0 %	1 330 000 €
Mezzanine **	2 000 000 €	12,0 %	240 000 €
langfr. Bank	9 580 000 €	5,5 %	526 900 €
kurzfr. Bank	10 740 000 €	7,3 %	779 200 €
Summe Gesamtkapitalkosten			2 876 100 €

* kalkulierter Ansatz ** inkl. variabler Verzinsung

Tab. VII: Bilanz 2003 kurz mit Mezzanine

AKTIVA		PASSIVA	
I. Anlagevermögen	7 325 000 €	I. Eigenkapital	5 320 000 € 18,2 %
II. Umlaufvermögen		Ia. Mezzanine	2 000 000 €
Vorräte	10 220 000 €	II. Rückstellungen	4 890 000 €
Forderungen LL	12 950 000 €	III. Verbindlichkeiten	
Forderungen	8 350 000 €	langfr. Bank	9 580 000 €
Bank, Kasse	263 000 €	kurzfr. Bank	10 740 000 €
III. Rechnungsabgrenzung	1 129 000 €	Verbindlichkeiten LL	7 200 000 €
		Sonstige Verbindlichkeiten	507 000 €
Summe	40 237 000 €	Summe	40 237 000 €

**P
L
U
S**

ursprünglich 8,0 % auf 7,3 % reduziert werden (vgl. Tab. VI). Ein durchaus plausibles Verhandlungsziel.

Fazit

Die eingangs erwähnte Zwitterstellung von Mezzanine spiegelt sich auch in den Vor- und Nachteilen dieser Finanzierungsform wider. Durch die Zurechnung zum Eigenkapital sind wesentlich höhere Verzinsungen als bei Fremdkapital zu bezahlen. Diese wesentlich höheren Verzinsungen machen nur dann Sinn, wenn der Nutzen in Form von Stabilität und Flexibilität gegeben ist. Durch die Betrachtung der Gesamtkapitalkosten kann

man zu dem Schluss kommen, dass diese Finanzierungsform letztlich ein Abwägen und Adjustieren der Parameter Bonität und Kapitalkosten ist. Somit „kaufen“ sich mittelständische Betriebe eine bessere Eigenkapitalquote und „sparen“ dafür an den Fremdkapitalzinsen.

Angesichts einer durchschnittlichen Eigenkapitalquote von weniger als 10 % im deutschen Mittelstand ist ein gewisser Handlungsbedarf gegeben. Man sollte allerdings weniger von einer Option als von einem Muss sprechen.

Kontaktadresse

Tec7, Leopoldstr. 244, 80807 München, Tel. 089/24445-4010, Fax -4011, RSVP@Tec7.net, www.Tec7.net