

Standard-Mezzanine-Produkte: die nächste Problemwelle?

Von Karl-Michael Krüger



Karl-Michael Krüger ist Geschäftsführer der Platinum Partners GmbH in Bad Homburg.

Viele Standard-Mezzanine-Programme werden 2011 oder 2012 fällig. Unternehmen sollten sich frühzeitig um eine Anschlussfinanzierung bemühen, um Rückzahlung oder Umfinanzierung zu gewährleisten.

Die aktuelle Finanzkrise, die mittlerweile in eine verschärfte Wirtschaftskrise gemündet ist, bestimmt derzeit das allgemeine Denken und Handeln. Betroffen davon sind vor allem die investitionsgüterherstellenden Unternehmen, weniger die konsumnahen Bereiche. Vor diesem Hintergrund überprüfen die Unternehmen zum einen alle möglichen betriebswirtschaftlichen Potentiale, um Kosten operativ zu senken, zum anderen stehen für sie Verhandlungen mit Banken über die kurzfristige Finanzierung respektive den Erhalt oder die Prolongation bestehender Kreditlinien im Zentrum. Ein Problem – vor allem im Mittelstand – wird derzeit entweder gedanklich aufgeschoben oder gar negiert: die sogenannten Mezzanine-Finanzierungen, die zahlreiche mittelständische Unternehmen zwischen 2004 und 2006 gezeichnet haben und die mehrheitlich 2011 und 2012 fällig werden oder zur Prolongation anstehen.

Hintergründe für die Begeisterung an den Mezzanine-Angeboten

Mehrere Finanzierungsinstitute boten damals als Vermittler (Arranger) dem gehobenen Mittelstand ein Standard-Mezzanine-Produkt an, das bei vielen Unternehmen auf große Begeisterung stieß. Dafür gab es im Wesentlichen folgende nachvollziehbaren Hintergründe. Erstens: Die Unternehmen hatten vielversprechende Wachstumspläne. Für deren Umsetzung mahnten die Banken jedoch im Rahmen der ge-

wünschten Fremdkapitalfinanzierung die häufig zu geringe Eigenkapitalquote an. Zweitens: Der primär diskutierte Weg zur Lösung dieses Problems war bis dahin die Aufnahme von Beteiligungskapital, was aber gerade bei familien- oder inhabergeführten Gesellschaften auf Vorbehalte stieß. Das lag zum einen daran, dass die Eigentümer ihre unternehmerische Kontrolle nicht aufgeben wollten und den letztendlichen „Verkauf des gesamten Unternehmens auf Zeit“ fürchteten. Denn Finanzinvestoren bestehen bei ihrem Einstieg in der Regel auf eine Mehrheit am Unternehmen und benötigen schließlich einen „Exit“, also den Verkauf des Unternehmens, um ihre angestrebte Verzinsung auf das investierte Kapital zu realisieren. Der Verkauf des Unternehmens passte zudem oft (noch) nicht in die persönliche Lebensplanung der Gesellschafter, denn häufig hatte schon ein Generationenwechsel stattgefunden. Die tätige Geschäftsführung sah ihre berufliche Zukunft daher weiterhin in dem betroffenen Unternehmen bzw. wollte es für die Familie erhalten, was im Rahmen eines späteren Verkaufes gefährdet zu sein schien.

Zum anderen fürchteten die Eigentümer die Kosten, denn Finanzinvestoren erwarten zu meist eine Verzinsung von 25 Prozent + „x“ auf ihr Kapital. Selbst wenn das keine laufenden Zinsaufwendungen waren (da die Realisierung eben erst durch die Wertsteigerung im Rahmen des folgenden Unternehmensverkaufes erfolgen sollte), wurden sie von den Unterneh-

men respektive den Gesellschaftern als solche gesehen.

Charakteristika der Standard-Mezzanine-Produkte

Die angebotenen Standard-Mezzanine-Produkte schienen insbesondere den familien- oder inhabergeführten Gesellschaften einen attraktiven Lösungsweg aufzuzeigen. Sie versprachen eine Klassifizierung als Eigenkapital bei Banken, wenngleich Wirtschaftsprüfer aufgrund einer laufenden Zinskomponente und einer meist vertraglich vereinbarten Fälligkeit oft anderer Meinung waren. Darüber hinaus erschienen sie mit einer laufenden Verzinsung von rund 7 Prozent bis 9 Prozent relativ preiswert. Die Verzinsung konnte zudem teilweise auch als endfälliges „Bullit-Payment“ strukturiert werden, meist ergänzt durch eine gewisse Gewinnbeteiligung und/oder einen Equity-Kicker, also der teilweisen Umwandlung von Zins- oder Darlehenskomponenten in Eigenkapital. Insgesamt entstanden dadurch auch „Kosten“ oder eine Verzinsung von 12 Prozent bis 15 Prozent. Zudem zeichneten sich die angebotenen Standard-Mezzanine-Produkte auch durch eine überschaubare, meist nur rechtliche und steuerliche Due Diligence aus, die in der Regel durch ein Rating ergänzt worden ist. Und nicht zuletzt waren sie vom juristischen Aspekt sehr nahe an bekannte Kreditverträge angelehnt und damit wesentlich weniger komplex als ein typischer Beteiligungsvertrag.

Rückzahlung der Mezzanine-Programme – was nun?

Resultierend daraus und beginnend mit dem PREPS-Programm, das mit seiner ersten Tranche sehr erfolgreich war, folgten zahlreiche andere Angebote, wie Bayern Mezzanine, Equinotes, Gemit, HEAT, LBBW Smart Mezzanine, um nur einige zu nennen. Alle Fonds zusammen genommen wurden rund 2,5 bis 3 Milliarden Euro bei mittelständischen Unternehmen

platziert. Da das Zeichnungsvolumen pro Unternehmen in der Regel zwischen 7 und 10 Millionen Euro lag, haben rund 300 bis 400 durchaus bedeutende Unternehmen diese Finanzierungsform gewählt. In der Regel haben die Programme eine Laufzeit von sieben bis acht Jahren. Sie werden also zwischen 2011 und 2014 zur Rückzahlung oder Umfinanzierung fällig. Was bedeutet das für die betroffenen Unternehmen?

Ausgehend von einer Verzinsung von 8 Prozent bei 10 Millionen Euro an Mezzanine-Kapital, müssen pro Jahr 800.000 Euro an Zinsen gezahlt werden – oder kumulativ bei acht Jahren Laufzeit 6,4 Millionen Euro. Betrachtet man zudem das ursprüngliche Darlehen, müssen insgesamt 16,4 Millionen Euro bedient werden. Typischerweise hatten die Unternehmen, die Standard-Mezzanine-Programme gezeichnet haben, einen Umsatz zwischen 70 und 200 Millionen Euro. Für sie ist das ein bedeutender Liquiditätsabfluss, der zum einen nicht zwingend im Rahmen des üblichen Geschäftsvolumens liegt und zum anderen erst verdient sein will, vor allem hinsichtlich der finalen Tilgung, die aus Free Cashflows nach Steuern geleistet werden muss. Im letzten Jahr der Laufzeit wären es beispielsweise alleine 10,8 Millionen Euro. Sollte gegebenenfalls noch eine (teilweise) endfällige Bullit-Payment-Struktur gewählt worden sein, verstärkt sich das Problem, da in diesem Fall keine zwischenzeitlichen Zinszahlungen angefallen sind und es zu einer (teilweise) kumulativen Zinszahlung am Laufzeitende käme.

Mögliche Problemwelle als Herausforderung für Banken

Vor dem Hintergrund der aktuellen Wirtschaftslage wird sich das Risiko einer relativ hohen Ausfallquote bei Fälligkeit der Standard-Mezzanine-Programme erhöhen und zu einer neuen möglichen Flutwelle von schwierigen Situationen bei bedeutenden Unternehmen des

gehobenen Mittelstandes führen. Dafür sprechen folgende Tatsachen:

- Die Unternehmen sind durch die aktuelle Wirtschaftskrise geschwächt oder in einer problematischen Lage, was vor allem ihre Liquiditätssituation beeinflusst.
- Die damals bereits niedrige EK-Quote wird sich nur im Einzelfall verbessert haben.
- Es ist fraglich, ob die aufgenommenen Mittel für Investitionen oder Akquisitionen verwendet worden sind, die tatsächlich so profitabel waren, dass sie die hohen Kosten der Mezzanine-Finanzierung „verdient haben“. Das scheint nicht immer der Fall zu sein, denn angabegemäß wurden viele Businessplanungen nicht erfüllt, so dass durchgeführte Stresstests der Banken nicht befriedigend waren.
- Ein maßgeblicher Teil der Unternehmen kommt aus der produzierenden Industrie und dabei vor allem aus der Automobilzulieferindustrie oder dem Maschinen- oder Anlagenbau, also aus Branchen, die aktuell mit Schwierigkeiten zu kämpfen haben.

Damit stellt sich den zumeist deutschen Banken, die typischerweise die Kreditgeber des Mittelstandes sind und häufig auch Anbieter oder Vermittler der Standard-Mezzanine-Programme waren, eine neue Herausforderung.

Frühzeitig Anschlussfinanzierung verhandeln

Ausgehend davon, dass ein bedeutender Teil der rund 300 Unternehmen voraussichtlich Schwierigkeiten haben wird, seine Mezzanine-Finanzierung fristgerecht zu tilgen, ist es für die

Unternehmen ratsam, sich rechtzeitig darauf einzustellen und das Gespräch mit Finanzierungsexperten und mit dem entsprechenden Kapitalgeber frühzeitig zu suchen, um eine Anschlussfinanzierung zu verhandeln. Die „ersten Antragsteller der möglichen Welle“ werden es leichter haben als solche, die erst kurz vor Fälligkeit das Problem erkennen, wenn sich die „Welle schon auf dem Kamm“ befindet. Dabei sollte auch berücksichtigt werden, welches Programm man gezeichnet hat, wie umfangreich das betreffende Institut Standard-Mezzanine aufgelegt hat und aus welchen Branchen sich das entsprechende Portfolio zusammensetzt.

Letztendlich gilt es zu beachten, welche finanziellen und operativen Maßnahmen im Rahmen einer angestrebten Prolongation oder Umfinanzierung zu treffen sind. Durch die rechtzeitige Aufnahme von Gesprächen mit Banken sollte ein Unternehmen vermeiden können, dass es doch zu dem befürchteten Kontrollverlust kommt. Auch wenn Investoren solcher Programme nicht gerne die unternehmerische Führung bei Kunden übernehmen, ist für sie ein Debt-to-Equity-Swap oft die einzige Möglichkeit, um zumindest Teile ihres Exposures zu retten.

Zwar handelt es sich bei den anstehenden Volumina im Einzelfall nicht um Größenordnungen wie bei Karstadt, Opel oder Porsche. Doch in der Summe der Engagements geht es für die einzelnen Finanzierungsinstitute um beachtliche Volumina. Für die betroffenen Unternehmen steht möglicherweise die Existenz in Frage. Es ist zu hoffen, dass dieser möglichen neuen Problemwelle der Standard-Mezzanine-Produkte rechtzeitig die entsprechende Bedeutung beigemessen und dementsprechend gehandelt wird.