



Mezzanine Kapital

eine Alternative für Unternehmer und
Investoren

Prof. Dr. Josef K. Fischer

Donauwörth, 29. März 2006



- Ausgangslage
- Was ist Mezzanine Kapital ?
 - Begriff und Erscheinungsformen
 - Rendite- Risikoprofil
 - Besonderheiten der mezzaninen Finanzierung
- Mezzanine Finanzierungen aus Unternehmersicht
 - Für wen eignet sich Mezzanine Finanzierung?
 - Vor- und Nachteile
- Mezzanine Kapital aus Sicht der Investoren
 - Der Markt für Mezzanine Kapital
 - Chancen und Risiken
- Fazit



Ausgangslage

■ Unternehmen suchen alternative Finanzierungen zum Bankkredit und Private Equity

- Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld erhöhen den Druck auf mittelständische Unternehmen, (KMU) sich von traditionellen Finanzierungsmustern zu lösen.
- Der Kapitalmarkt stellt für KMU keine echte Finanzierungsalternative dar.
- Investmentkriterien der Private Equity Investoren stoßen häufig auf Ablehnung.
 - ▶ Suche nach neuen (eigenkapitalnahen) Finanzierungswegen.

■ Investoren suchen in der Niedrigzinsphase zusätzliche, attraktive Anlageformen

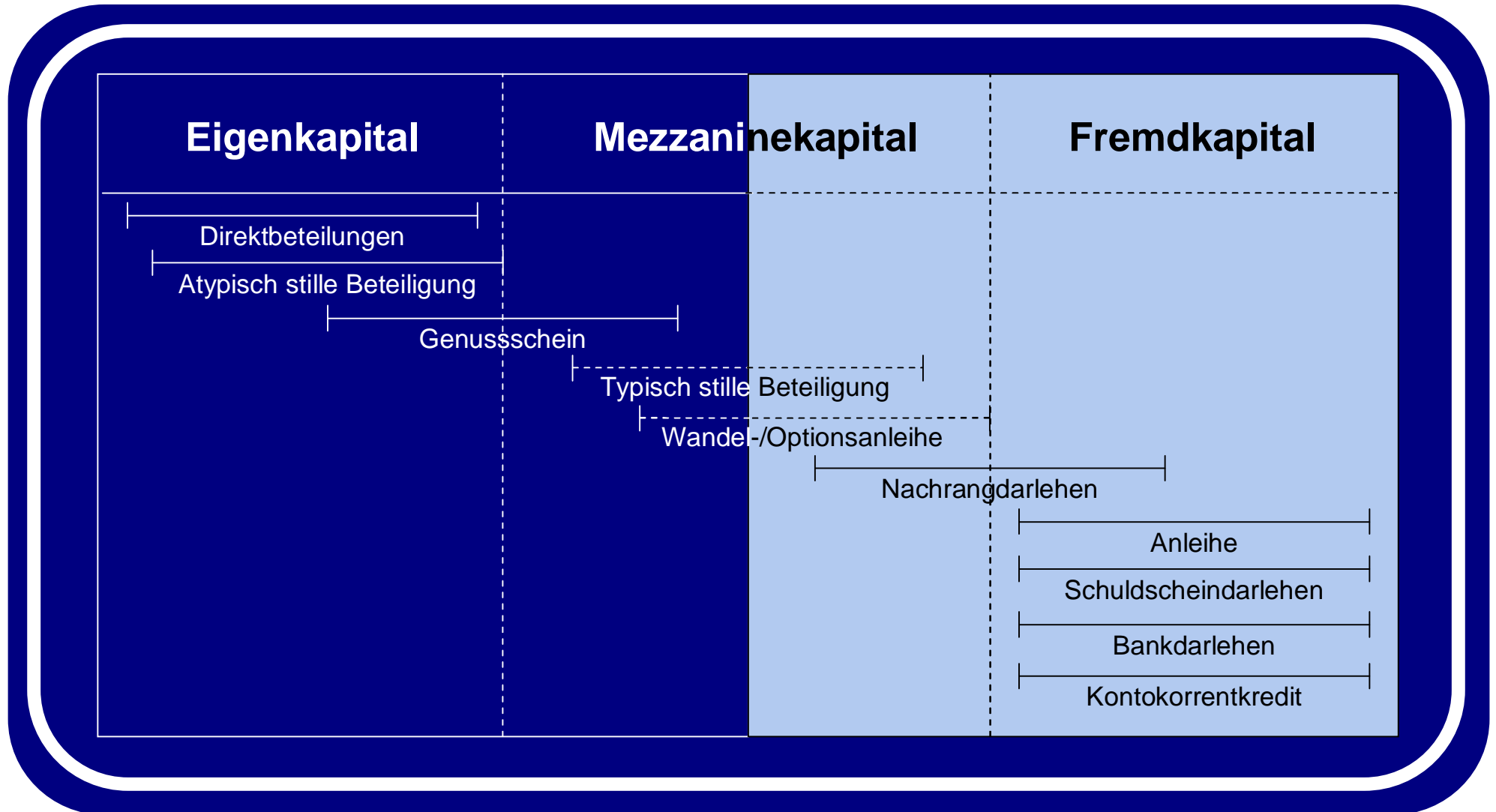
- ▶ Mezzanine Kapital als neue Anlageklasse

- Architektur: „mezzanino“ = Zwischengeschoss
- Finanzwelt: Sammelbegriff für Misch-Finanzierungsform

d.h., Mezzanine Kapital stellt **kein eigenständiges Finanzierungsinstrument** dar, sondern ein **hybrides Konstrukt**, das sich aus verschiedenen, bereits bekannten Instrumenten zusammensetzt.

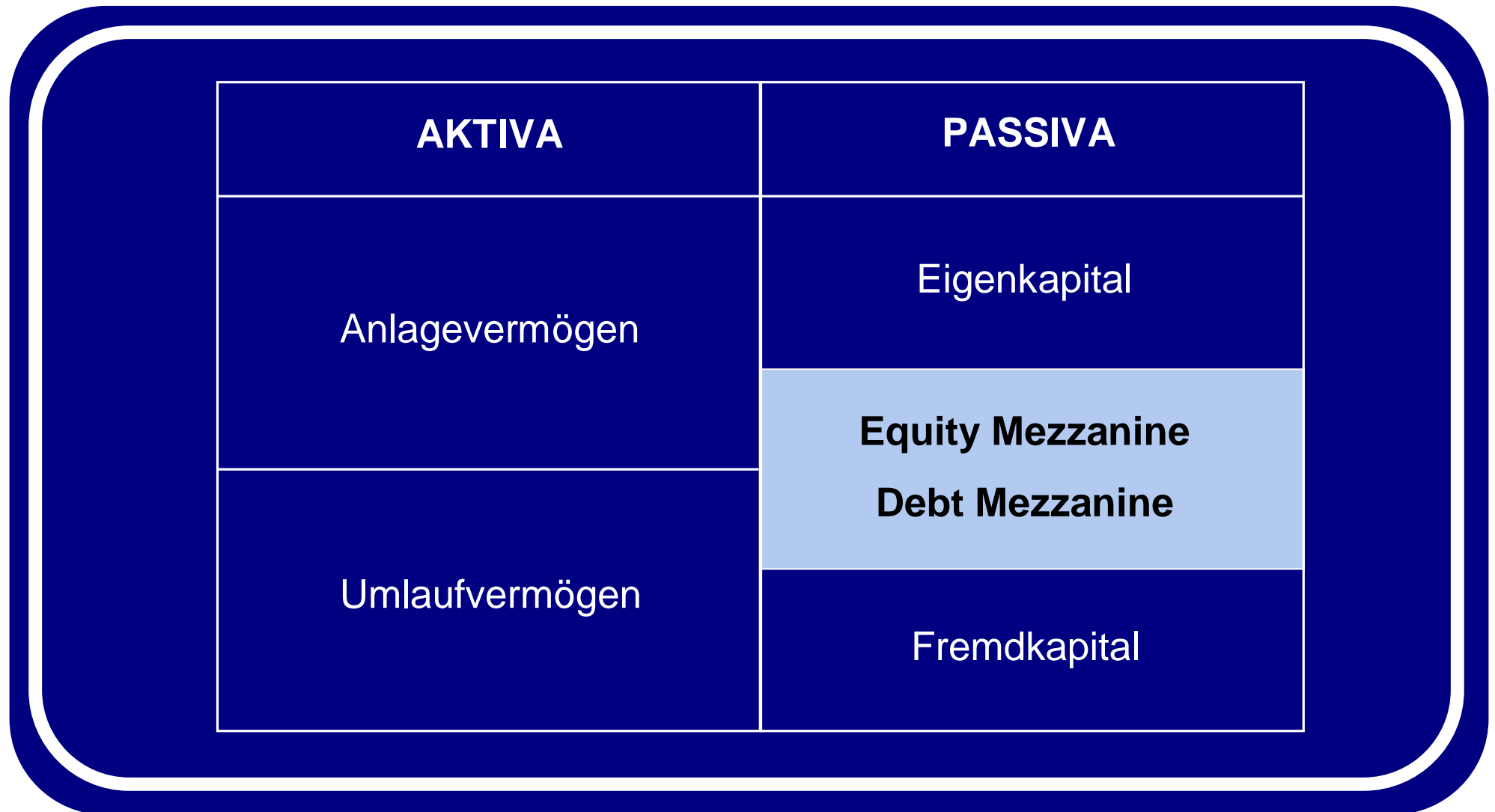


Instrumente des Mezzanine Kapitals

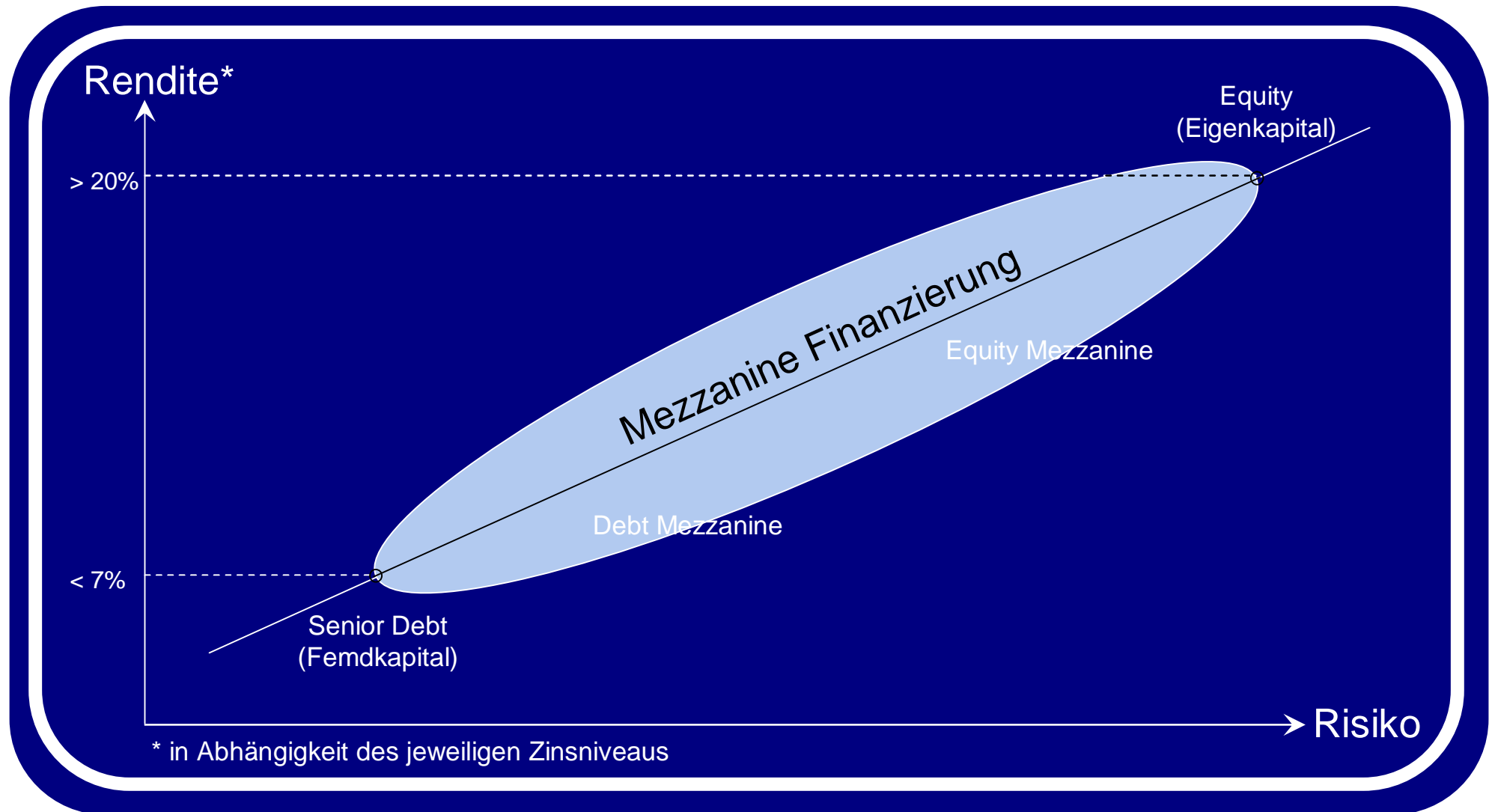




Einordnung des Mezzanine Kapitals



Rendite - Risikoprofil



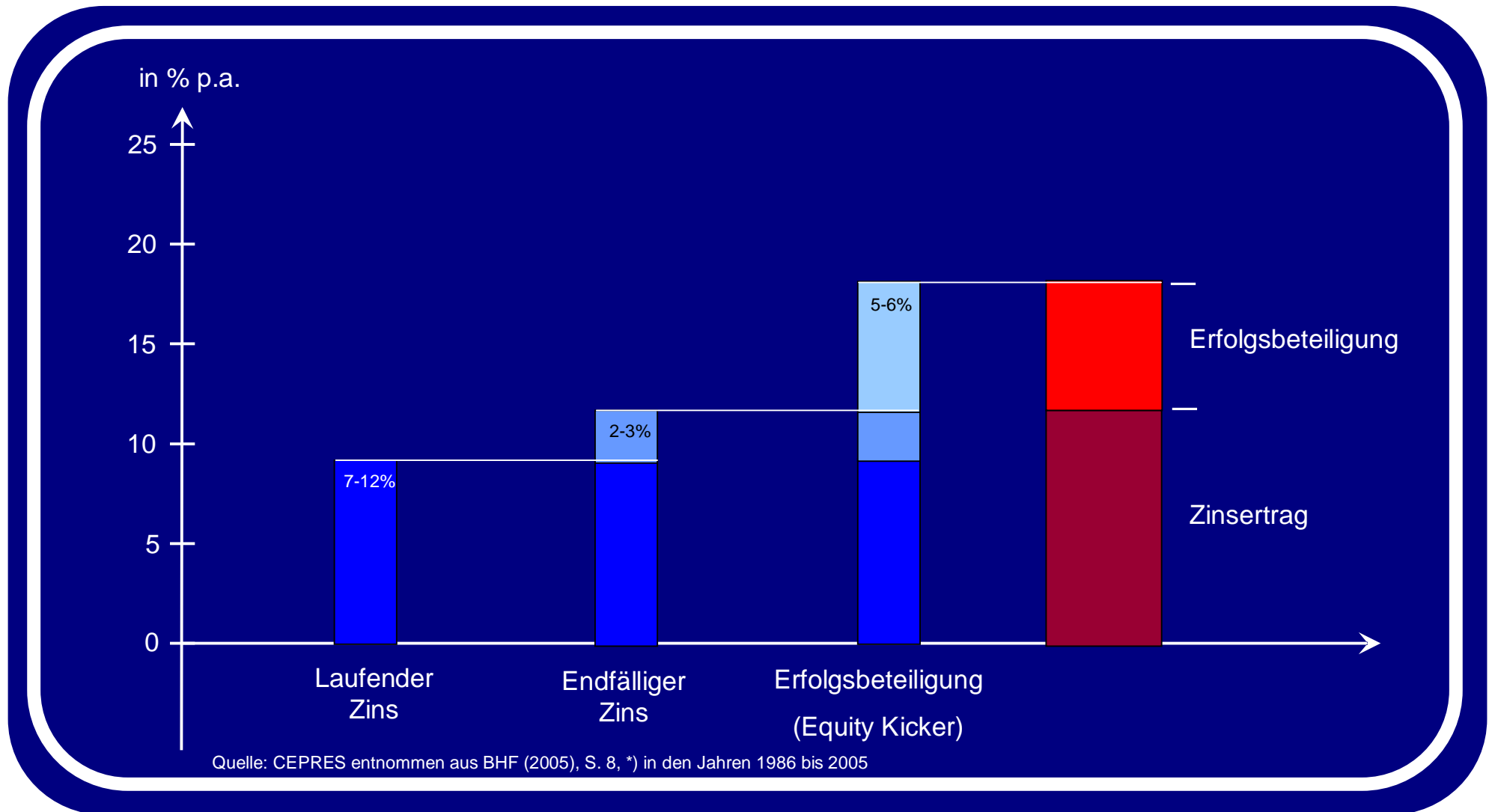
Charakterisika

- Im Insolvenzfall: nachrangig gegenüber Fremdkapital, vorrangig gegenüber (reinem) Eigenkapital
 - ▶ i.d.R. kein bilanzielles aber wirtschaftliches EK ▶
- Zeitliche Befristung
- keine Gesellschafterrechte
- Keine Sicherheiten (aber: Rating erforderlich)
- Flexible Gestaltung der Vergütung und Rückzahlung (üblich: Vereinbarung von Covenants) ▶

Vergütungskomponenten

- Einmalige Provision / Ratingkosten
- Feste, laufende Vergütung
- Variable Vergütung
 - gewinnabhängig (laufend)
 - auflaufende Vergütung (endfällig)
- Erfolgsbeteiligung („Equity Kicker“)▶
 - diverse Gestaltungsmöglichkeiten

Renditestruktur von Mezzanine Kapital*



Vergleich mezzaniner Instrumente

	Nachrangdarlehen	Typisch Stille Gesellschaft	Genussrecht	Wandel-/ Optionsanleihen	Atypisch Stille Gesellschaft
Vergütung	Fix und variabel	Fix und variabel	Fix und variabel	Fix + Wandlungsrecht	Fix und variabel
Renditerwartung	9% - 17%	10% - 18%	12% - 18%	10% - 18% > 20% bei Wandl.	12% - 18% > 20% mit Kicker
Informations-/ Zu- stimmungsrecht	Gläubigerstellung mit Vetorecht	Vertraglich und gesetzlich geregelt	Vertraglich geregelt	Gläubiger- bzw. Gesellschafter- stellung	Mitunternehmer – vertraglich geregelt
Haftung im Insolvenzfall	Nein, aber Rangrücktritt	Nein, aber Rangrücktritt	Nein, aber Rangrücktritt	Nein, aber Rangrücktritt	Gestaltungs-abhängig
Verlustteilnahme	Nein	Grundsätzlich ja, Ausschluß möglich	In der Regel ja	Nein	In der Regel ja
Bilanzielles Eigenkapital	nein	gestaltungsabhängig	gestaltungsabhängig	Ab Wandlung / Optionsausübung	gestaltungsabhängig
Handelbarkeit	nein	nein	ja	ja	nein

Quelle: Häger, Elkemann-Reusch (2004), S.25

Für welche Unternehmen eignet sich Mezzanine Kapital? **Mögliche Anlässe**

University of Applied Sciences

GEORG-SIMON-OHM
FACHHOCHSCHULE
NÜRNBERG



- Wachstum und Expansion
- Gesellschafterwechsel
(Nachfolge, Ablösung anderer Investoren)
- Abspaltung von Unternehmensteilen (MBO, MBI)
- Brückenfinanzierung bis zum Börsengang
- Verbesserung der Bilanzstruktur

Für welche Unternehmen eignet sich Mezzanine Kapital? **Vorraussetzungen**

University of Applied Sciences

- Gesunde Finanz- und Ertragslage (Mindestrating BB)
- Reife Unternehmen in der Expansionsphase mit guter Wettbewerbsposition und Entwicklungsperspektiven
- Adäquates Rechnungswesen und Controlling
- Klare Unternehmensstrategie und Bereitschaft zur Transparenz
- Qualität und Kontinuität der Unternehmensführung



Vor- und Nachteile für Unternehmen

Vorteile

- Schließen von Finanzierungslücken
- Stärkung des wirtschaftlichen EK
- Feste Laufzeit ohne Exitdruck
- Keine Sicherheiten
- Flexible Gestaltung der Vergütung
- Steuerliche Abzugsfähigkeit der Vergütung (im Einzelfall)
- Beibehaltung der unternehmerischen Freiheit

Nachteile

- Höhere Verzinsung gegenüber klassischem Kredit
- Mögliche Liquiditätsbelastung im Fall des Exits
- Erhöhte Transparenzfordernisse gegenüber Kapitalgebern



Der Markt für Mezzanine Kapital

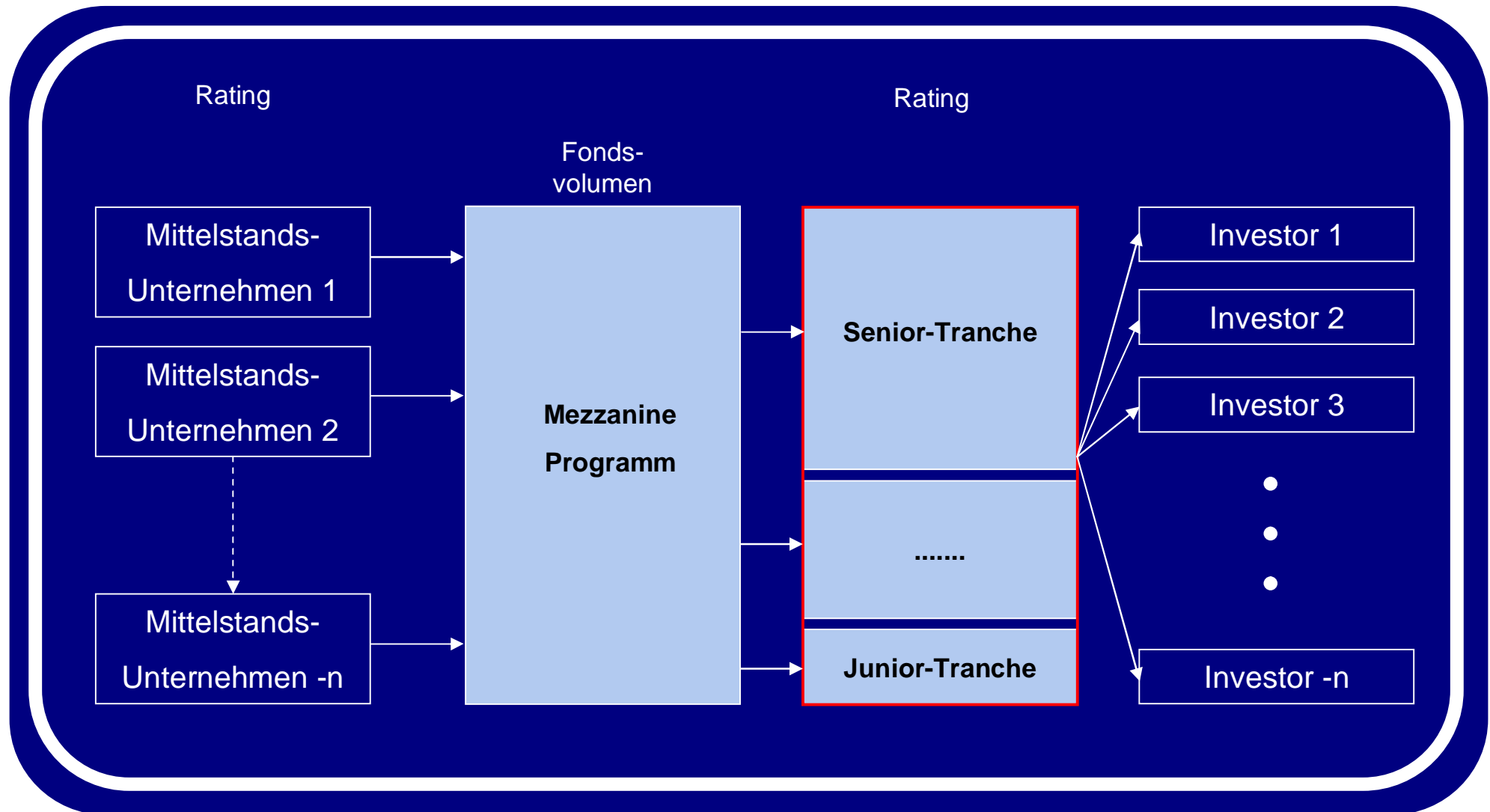
- Jährliches Transaktionsvolumen*
 - 4 bis 5 Mrd. Euro in Europa
 - ca. 1 Mrd. Euro in Deutschland

- Anlässe ▶
 - Gesellschafterwechsel
 - Wachstumsfinanzierung

- Tendenzen
 - wachsender Markt, aber zunehmend unübersichtlich
 - Kleinere Einzelinvestments
 - Verbriefung (Securitization)

* durchschnittliches jährliches Volumen zwischen 1999 und 2004 , Quelle: Incisive financial publishing (2005)

Der Weg der Verbriefung





Ausgewählte Mezzanine Programme

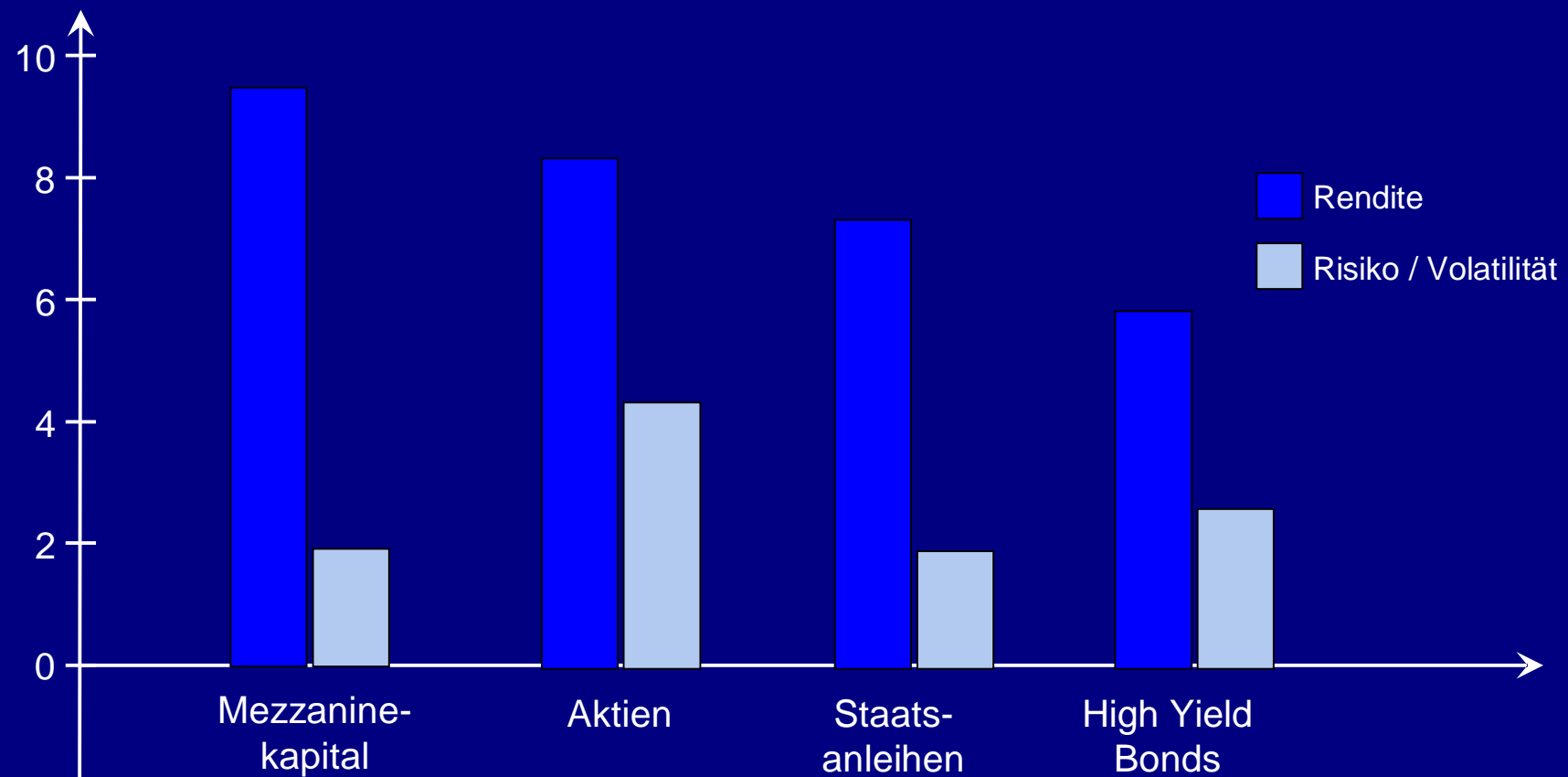
Programm	Anbieter	Einzel- investments in Mio. €	Fonds- volumen In Mio. €	Laufzeit In Jahren	Fixe Zinsen	erfolgsabh. Vergütung
PREPS I – IV	HVB CEG	3 – 18	249 / 616 313 / 360	7	6,8 – 7,9%	max 2%
Ge / mit	DZ Bank Buchanan	3 – 35	320 / 300	7 - 10	7,5 – 9,5%	Nein
EquiNotes A+B	Dt. Bank IKB	2 – 15	370 / 300	7 / unbegrenzt	7,25–8,75%	max 2%
Smart Mezzanine	Haspa LBBW /HSH	2 – 15	300	8	7,0 – 8,0%	ca. 1,5%
Mittelstands Mezzanine	Nord LB	0,5 – 7	500	5 - 8	8,5 – 9,5%	max 2%
S – Mezzanine	West LB	1 – 5	250	7	7,0 – 9,9%	max 2%
STEM	Bayern LB	5 – 10	mind. 200	7	7,25- 11,75%	max 2%
CB MezzCap	Commerzbank	3 – 15	250	7	6,9 – 9,0%	max 2%

Quelle: Handelsblatt Nr. 33 vom 15. Februar 2006, S. 25 und eigene Recherchen

Renditevergleich verschiedener Anlageklassen

University of Applied Sciences

Rendite / Risiko-Vergleich in %



Quelle: CEPRES entnommen aus BHF (2005), S. 5; *) für die Zeit vom 101.01.1994 bis 31.12.2004



Chancen und Risiken für Investoren

Chancen

- Zugang zu neuem Anlagesegment
- Attraktives Rendite-Risikoprofil
- Von Aktien- und Anleihemärkten losgelöste Anlageform
- Hohe Diversifikationsmöglichkeiten
- Geringes Exitrisiko und gewisser Kapitalschutz im Vergleich zur Beteiligungsfinanzierung

Risiken

- Schwieriger vorzeitiger Ausstieg
- Keine Renditegarantie
- Falsche Bonitätseinschätzung der Portfoliounternehmen
- Bei Dachfonds: Auswahl der Einzelfonds und deren Manager



Quellen- und Literaturhinweise

- BHF Bank, Mezzanine Capital International, Beteiligungsprospekt, Frankfurt/Main, 15.August 2005.
- Center of Private Equity Research (CEPRES), www.cepres.de
- Credit Suisse, Mezzanine Finance – Mischform mit Zukunft, Economic Briefing Nr. 42, Zürich, 2006
- Fragos, N., Mezzanine-Kapital als neue Asset-Klasse für Investmentfonds?, in: Finanz Betrieb 2/2006, S. 65 - 75
- Häger, M., Elkemann-Reusch, M., Mezzanine Finanzierungsinstrumente, Erich Schmidt Verlag, Berlin, 2004
- Incisive Financial Publishing, The Europe Mezzanine Review 2004, London 2005
- KfW Bankengruppe, Mittelstandsmonitor 2006, Frankfurt/Main, März 2006 (www.kfw.de)
- KfW Bankengruppe, Mezzanine-Finanzierungen: Der Markt ist in Bewegung, Wirtschaftsobserver, Frankfurt/Main, Juli 2005.
- Plankensteiner, D., Rehbock, T., Die Bedeutung von Mezzanine-Finanzierungen in Deutschland, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Bd. 58 (2005), H. 15, S. 790-794.
- Vater, H., „Ewige Anleihen“: Funktionsweise, Einsatzzweck und Ausgestaltung, in: Finanz Betrieb, 1/2006, S. 44-53.
- Werner, H., Mezzanine Kapital, Bank Verlag, Köln, 2004
- WIFU – Wittener Institut für Familienunternehmen, Familienunternehmen und Finanzierung – ein Leitfaden, Witten 2005.

ANLAGEN

Kriterien des Eigenkapitals

- Längerfristigkeit der Kapitalüberlassung (Kontinuitätsfunktion)
 - Gesamtlaufzeit
 - Restlaufzeit
- Nachrangigkeit des überlassen Kapitals (Haftungsfunktion)
 - Rangfolge
 - keine Sicherheiten
- Teilnahme am Verlust bis zur vollen Höhe (Verlustausgleichsfunktion)
 - Ausmaß der Verlustbeteiligung
 - Kündigungsrechte (Covenants)
- Erfolgsabhängigkeit der Vergütung (Gewinnbeteiligungsfunktion)
 - voll erfolgsabhängig
 - Fixe Vergütung plus erfolgsabhängige Komponente
- Mitsprache- und Kontrollrechte (Geschäftsführungsfunktion)

zurück



Covenants

Verpflichtungserklärungen, die dem Kapitalgeber ein frühes Gegensteuern bei Planabweichungen erlauben

- Legal Covenants
 - Beirats- oder Aufsichtsratsmandat für den Investor
 - Keine Veräußerung wesentlicher Aktiva ohne Zustimmung des Investors
 - Informations-, Mitwirkungs-, Kontroll- und Kündigungsrechte bei bestimmten betrieblichen Ereignissen (z.B. Nichteinhaltung von Berichts- und Informationspflichten)
- Financial Covenants
- Exit Covenants

zurück



Mögliche Gestaltungen des Equity Kickers

Voraussetzung für die Vereinbarung eines Equity Kickers ist die Durchführung einer Unternehmensbewertung

- Bezugsrecht bzw. Option auf Unternehmensanteile (z.B. bei Börsengang oder Verkauf)
- Virtuelle Optionsvereinbarung, die eine als-ob-Beteiligung definiert (Barausgleich)
- Wandlungsrecht in (offene) Beteiligung
- Prämienzahlung bei Fälligkeit in Abhängigkeit von der Unternehmenswertsteigerung

Quelle: Häger, Elkemann-Reusch, (2004), S. 37 ff.

zurück



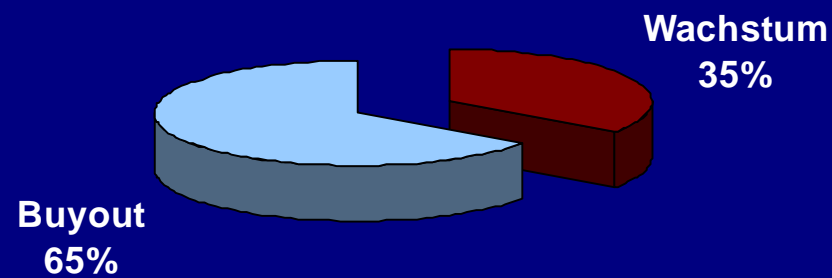
Vergleich der Finanzierungsformen

	Eigenkapital-Finanzierung	Mezzanine-Kapital Finanzierung	Fremdkapital-Finanzierung
Gesellschafter-/ Gläubigerstellung	Gesellschaftererstellung	Grds. Gläubigerstellung	Gläubigerstellung
Mitsprache-, Stimm- und Kontrollrecht	Ja	Mitsprache- und Kontrollrechte, i.d.R. keine Stimmrechte	i.d.R. nur sehr begrenzte Kontrollrechte, keine Stimmrechte
Haftung	in Höhe der Einlage	Grds. Nein: solange keine Gesellschaftererstellung	Nein
Verwässerung der Gesellschafter	Ja	Grds. Nein: solange keine Gesellschaftererstellung	Nein
Besicherung	Nein	i.d.R. keine oder nur geringe Besicherung	Ja
Finanzierungskosten	Hoch bei Private Equity ca. 30%	Mittel 7,5 bis 20%	Niedrig 4,5 bis 9%
Exit-Regelung	Ja	Empfehlenswert	Nein
Rechtliche Struktur	Beteiligungsvertrag	Schuldrechtlicher –bzw. Gesellschaftsvertrag	Darlehensvertrag
Einbringen externer Erfahrungen	Ja	Nein	Nein

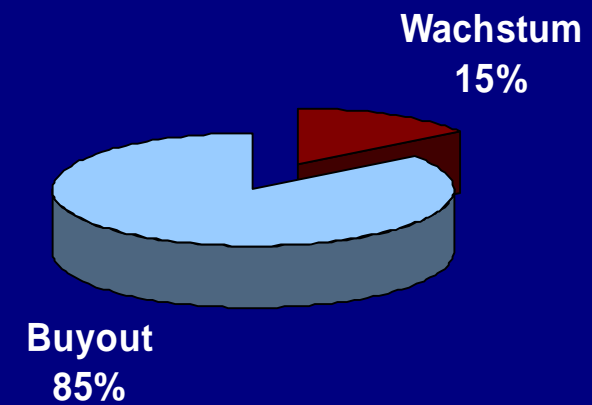


Einsatz von Mezzanine Kapital*

USA



Europa

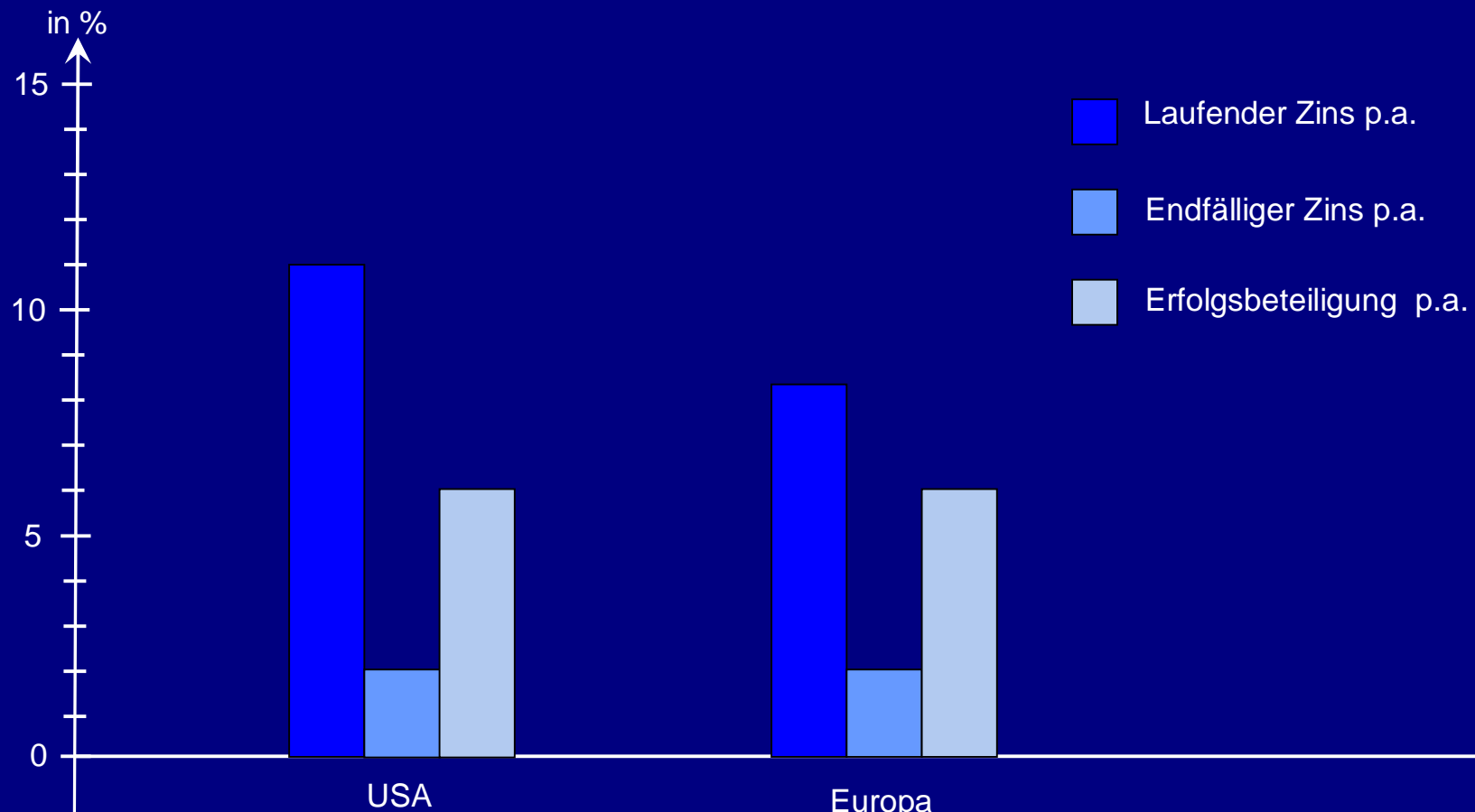


zurück

Quelle: CEPRES entnommen aus BHF (2005), S. 9; *) von 1986 bis 2005

Verzinsung von Mezzanine Kapital in USA und Europa*

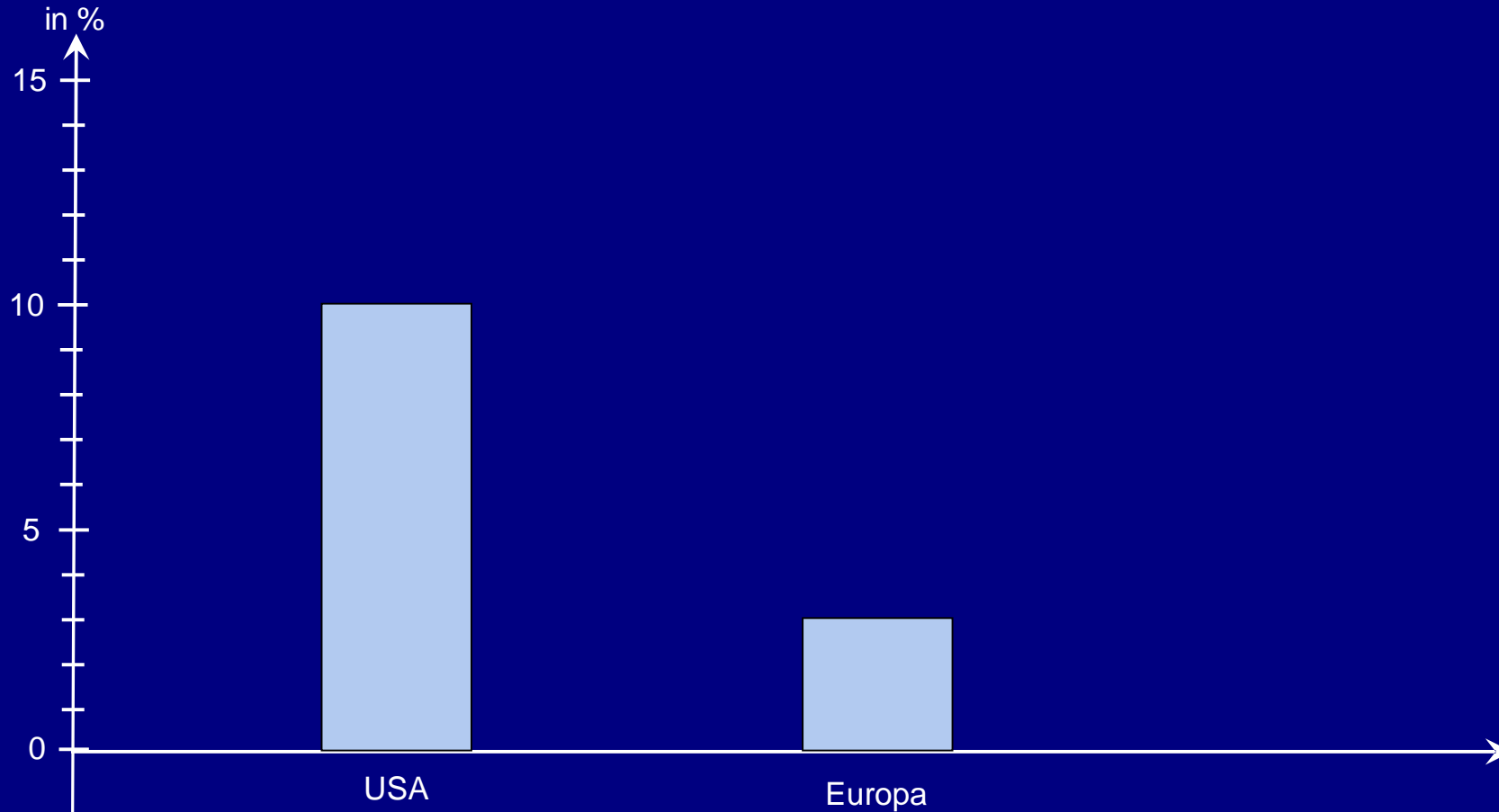
University of Applied Sciences



Quelle: CEPRES entnommen aus BHF(2005), S. 11; *) in den Jahren 1986 bis 2005



Ausfallraten in USA und Europa*



Quelle: CEPRES entnommen aus BHF (2005), S. 11; *) von 1986 bis 2005