

ADVISORY NOTES .

N°9 | August 2010

Damoklesschwert Mezzanine: Die Uhr tickt...

Damoklesschwert Mezzanine: Die Uhr tickt!

Auch wenn der Zeitrahmen eng wird, gibt es prinzipiell genug Möglichkeiten, mit denen Mittelständler ihre endfälligen Darlehen ablösen können.

Im Mai kommenden Jahres werden die ersten Darlehen der in den Jahren 2004 bis 2007 so beliebten Mezzanine-Programme (z.B. PREPS, HEAT, EquiNotes) zur Tilgung fällig. Die damals proklamierte einfache Ablöse durch neues Programm-Mezzanine ist jedoch nicht mehr möglich, da der Markt für solche strukturierte Produkte Ende 2007 komplett zusammengebrochen ist. Im nächsten Jahr benötigen dadurch etwa 100 Unternehmen kurzfristig fast 1 Mrd. Euro an frischem Kapital, doch nur wenige Unternehmer haben bislang eine tragfähige Lösung für dieses drohende Damoklesschwert erarbeitet. Von den Gläubigern und ehemaligen Initiatoren der Mezzanine-Programme haben sie ebenfalls nur wenig Hilfe zu erwarten – und die Zeit wird knapp. Die gute Nachricht ist, dass im Markt prinzipiell genug Finanzierungsbausteine existieren, mit denen sich ein für die jeweilige unternehmerische Ausgangssituation maßgeschneidertes Lösungspaket schnüren lässt. Allerdings muss dieser Weg schnell, konsequent und kompetent angegangen werden.

In den Jahren 2004 bis 2007 erfreute sich Mezzanine-Kapital einer überaus großen Beliebtheit, vor allem da es schnell, unbürokratisch und verhältnismäßig günstig (zwischen 7 und 8 Prozent) für Investitionen verfügbar war. So überraschte es auch nicht, dass innerhalb kürzester Zeit knapp 600 mittelständische Unternehmen mehr als 4,5

Mrd. Euro Kapital in mehr als 800 Tranchen über dieses Vehikel aufgenommen haben. Für die Banken bedeutete dies ein risikoloses Geschäft, da die Darlehen gebündelt und verbrieft an den Kapitalmarkt weitergereicht werden konnten. Für die Unternehmer wiederum war die Aufnahme von Mezzanine-Kapital mit dem großen Vorteil verbunden, dass dieses als wirtschaftliches Eigenkapital gewertet wurde, sich dadurch das Rating verbesserte und somit weiteres Fremdkapital zu annehmbaren Konditionen zur Verfügung stand.

Durch die endfällige Tilgungsstruktur konnte das eingeworbene Kapital zudem komplett in Wachstumsprojekte investiert werden, ohne dass man sich zunächst Gedanken über die laufende Tilgung und Refinanzierung machen brauchte. Die aus damaliger Sicht in weiter Zukunft gewährte Endfälligkeit, zusammen mit der Erwartung, dass die Ablöse auch weiterhin problemlos durch einen „roll-over“ auf spätere Mezzanine-Programme funktionieren würde, wiegte viele Unternehmer in einer nur allzu trügerischen Sicherheit.

Ein einfacher „Roll-Over“ auf neue Programme ist nicht möglich

Als dann Ende 2007 allerdings der Markt für Standardmezzanine schlagartig und dauerhaft in sich zusammenbrach, hätte spätestens klar werden müssen, dass die Anschlussfinanzierung kein

einfaches Unterfangen werden würde. Der Grund für den damaligen Kollaps lag darin, dass eine schnell anwachsende Zahl an Portfoliounternehmen in den Mezzanine-Programmen Insolvenz anmelden musste bzw. zum „Default“-Fall wurde. Dass hierdurch das Vertrauen des Kapitalmarkts in die Anlageklasse „Mezzanine“ so grundsätzlich und nachhaltig zerstört wurde, dass kein weiteres Programm mehr platziert werden konnte, überrascht nicht. Schuld an der Misere war dabei vor allem die Tatsache, dass das Risiko der damals kapitalsuchenden Unternehmen mithilfe eines sehr einfachen quantitativen Ratingverfahrens vielfach völlig falsch eingeschätzt wurde. Aber die hohen Vermittlungsprovisionen (ohne das Eingehen einer eigenen Risikoposition für die Banken) und der große Wettbewerb zwischen den einzelnen Mezzanine-Programmen hatten dazu geführt, dass nahezu jedes interessierte Unternehmen (einige sogar, wie sich später herausstellte, mit betrügerischen Absichten) in das jeweils vertriebene Programm aufgenommen wurde. Dass die meisten der damals als Triple-A gewerteten Tranchen heute ein Rating von „BBB“ oder schlechter und damit noch nicht einmal mehr „Investment Grade“ haben, spricht hier eine deutliche Sprache.

Schlechte wirtschaftliche Rahmenbedingungen belasten die Situation zusätzlich

In Anbetracht der seit dem Ausbruch der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise vorherr-

schenden Rahmenbedingungen, ist das Fehlen einer Anschlussfinanzierung in Form von neuen Standard-Programmen aus mindestens folgenden Gründen besonders tragisch: Zunächst steht die theoretisch denkbare Refinanzierung aus eigener Kraft, d.h. durch thesaurierte Gewinne der Vergangenheit, nur sehr wenigen, gut durch die Krise gekommenen Unternehmen offen. Verbleibt also meist nur die Hilfe von außen. Hier treffen die kapitalsuchenden Unternehmen allerdings auf deutlich restriktivere Banken, die ihrerseits selbst durch die Finanzkrise geschwächt sind und nur im beschränkten Maße Alternativen für die Beschaffung von frischem Kapital bereitstellen. Zudem müssen sich die Unternehmen nun auf Basis ihrer schlechten Finanzergebnisse der Krisenjahre 2008/2009 um eine Anschlussfinanzierung bewerben. Verschärft wird das Ganze zusätzlich dadurch, dass bei den anstehenden Ratings das ehemals als Eigenkapitalersatz vermarktete Mezzanine-Kapital nun in Anbetracht der herannahenden Endfälligkeit von den Banken als Fremdkapital gewertet werden muss. Hierdurch werden die ohnehin vielfach schon mageren Eigenkapitalquoten der Unternehmen zusätzlich belastet. Dies führt letztendlich dazu, dass den betroffenen Unternehmen aufgrund der Bestimmungen von BASEL II keine bzw. nur noch sehr teure und eingeschränkte Fremdfinanzierungen angeboten werden können.

Betroffene Unternehmen können leicht zum Spielball von Kreditverwertern werden

Trotz der vorstehend beschriebenen Rahmenbedingungen vertrauen viele Unternehmer leider nach wie vor in einer Art Erwartungshaltung darauf, dass jene Banken bzw. Initiatoren, welche ihnen das Mezzanine einst vermittelt haben, schon aus Eigeninteresse mit einer Ablöselösung behilflich sein werden. Dies wird aber kaum der Fall sein: Diese Banken bzw. Initiatoren sind nämlich bei einem Tilgungsausfall nicht direkt betroffen und werden somit auch kein ausgeprägtes Eigeninteresse haben; sie haften weder für einen Ausfall, geschweige sind sie die Gläubiger. Vielmehr ist der Vertragspartner des Darlehensnehmer in den meisten Fällen eine eigens hierfür geschaffene bankenunabhängige Zweckgesellschaft (=Gläubiger), typischerweise mit Sitz in einem Offshoreland (im Fall von PREPS 2004 z.B. die Kanalinsel Jersey). Zur Refinanzierung hatten diese Zweckgesellschaften einst Wertpapiere am Kapitalmarkt emittiert und den zeichnenden Investoren eine attraktive Rendite in Aussicht gestellt. Kann das mezzaninefinanzierte Unternehmen nun zum Stichtag nicht tilgen, hat die Zweckgesellschaft im Regelfall nicht nur das Recht, sondern sogar die unmittelbare vertragliche Pflicht, die betroffenen Genussscheine meistbietend, z.B. an sogenannte Kreditverwerter zu verkaufen. Diese auch als „Non-Performing-Loan-Jäger“ bezeichneten Investorentypen wer-

den sich im Normalfall sehr schnell bei den betroffenen Unternehmen als Gläubiger vorstellen und alles daran setzen, die erworbenen notleidenden Genussscheine zu Geld zu machen. Eine klassische Strategie ist hierbei, dass die Darlehensforderung in Eigenkapital gewandelt wird („Debt-Equity-Swap“). Die auf diese Weise aufgebaute direkte Beteiligung lässt sich dann im Rahmen eines forcierten Unternehmensverkaufs gewinnbringend weiterveräußern. Kaum ein Unternehmer, der in den Jahren 2004 bis 2007 Mezzanine aufgenommen hat, wird wohl damals an diese nun sehr reale Gefahr gedacht haben, die den Verlust der eigenen Firma bedeuten kann.

Der Weg zur erfolgreichen Ablöse: professionelle Unterstützung ratsam

Unternehmer, die nicht zum Spielball der (neuen) Gläubiger werden wollen, sollten sich daher - falls noch nicht geschehen - sehr aktiv um eine eigene Lösung bemühen. Die Zeit hierzu wird zwar langsam knapp, aber im Markt - und das ist die gute Nachricht - sind grundsätzlich genügend Finanzierungsinstrumente vorhanden und auch verfügbar, mit denen sich eine maßgeschneidertes Paket strukturieren lässt. Nichts desto trotz sollte man sich bewusst sein, dass eine solche Lösung keine einfache sein wird. Vielmehr wird es darum gehen, eine intelligente, auf die individuelle Situation des Unternehmens zugeschnittene Kombination zu schaffen, die sich dem ganzen Spektrum der Finanzierungsmöglichkeiten bedient. Um ei-

ne solche Lösung in Anbetracht der zeitlichen Restriktionen und des sicherlich im Markt vorherrschenden Wettbewerbs um Anschlussfinanzierungen zu finden, ist es gewiss ratsam, das Gespräch und die Unterstützung eines vollständig unabhängigen Corporate Finance Beraters zu suchen. Dieser verfügt nicht nur über die not-

sich daher typischerweise an unten abgebildeten, sechsstufigen Prozess orientieren:

Dieser Prozess sollte sich neben der eigentlichen Ablösevoraussetzung daran orientieren, dass die zu erarbeitende Lösung optimaler Weise nicht zu einer überproportional hohen Fremdkapitalquote



wendigen Kontakte zu potentiellen Finanzierungspartner bzw. Banken, sondern weiß dabei auch die „Spreu vom Weizen“ zu trennen; das Thema „Mezzanine“ dient nämlich aktuell vielen Finanzdienstleistern als „trojanisches Pferd“ um den eigenen Produktvertrieb anzukurbeln. Mindestens ebenso wichtig wie das richtige Netzwerk, ist die Fähigkeit des Beraters, die Sprache der Finanzierungswelt zu sprechen und daher auch zu wissen, in welcher Form welche Informationen und Unterlagen diese für eine positive Antwort benötigt: Denn das richtige Konzept und die richtige Kommunikation entscheiden über die Finanzierungszusage und ihre Konditionen.

Bevor ein erfahrener Corporate Finance Advisor in der Regel mit der Ansprache der Finanzierungspartner beginnen kann, wird dieser zunächst zusammen mit dem Unternehmer ein klares Bild der Ausgangssituation entwickeln und hieraufbauend denkbare Finanzierungsalternativen ableiten und auf ihre Eignung hin überprüfen. Der Weg hin zur erfolgreichen Ablöse wird

führt, damit auch die Finanzierungsfähigkeit des weiteren Unternehmenswachstums erhalten bleibt. Hierzu ist es im ersten Schritt zunächst notwendig, dass in Anbetracht der anstehenden strategischen Szenarien der Finanzbedarf und die Verschuldungskapazität des Unternehmens für die nächsten fünf bis sieben Jahre analysiert werden. Eine solche Finanzstrukturanalyse liefert, wenn sie gut gemacht ist, zugleich einen aussagekräftigen Businessplan, der im späteren Verlauf ohnehin für die erfolgreiche Ansprache der Finanzierungspartner benötigt wird. Zunächst aber, und als zweiter Schritt des oben abgebildeten Prozesses, legt eine Finanzstrukturanalyse diejenige Basis, mit der sich die Wirkung der im Markt verfügbaren Finanzierungsinstrumente (einzeln und in Kombination) hinsichtlich der gewünschten Ziele und Effekte (v.a. Liquidität, Kosten, Rating, strategische Passung) überprüfen und auswählen lässt.

Wurde auf vorstehend beschriebene Weise ein maßgeschneidertes Finanzierungskonzept abgeleitet, geht es nun im dritten Prozessschritt darum, dieses in ansprechender Weise gegenüber den potentiellen Finanzierungspartnern zu kommunizieren. Hierzu gehört neben dem bereits weiter oben erwähnten Businessplan auch die prägnante Darstellung des Unternehmens, seines Marktumfelds und einer überzeugenden unternehmerischen Strategie. Ziel der meist in Form eines Finanzierungs-Factbooks präsentierten Informationen ist es, den potentiellen Kapitalgebern ein robustes Zukunftskonzept transparent zu machen, welches ihr Investment attraktiv und ausreichend sicher erscheinen lässt. Gleichzeitig sollten die gegebenen Informationen eine Form aufweisen, mit der sie leicht und in positiv wertender Weise in das bankeninterne Rating einfließen können.

Wurden die notwendigen internen Vorarbeiten und Unterlagen für die Investorenansprache gemacht bzw. erstellt, geht es in der nun anschließenden „externen“ Phase darum, möglichst gezielt die passenden Kapitalgeber anzusprechen, um zunächst im Rahmen von Vorverhandlungen den beabsichtigten Finanzierungsmix zu konkretisieren. Haben sich schließlich die „preferred partner“ für die Finanzierung herauskristallisiert, müssen diesen im nachfolgenden Schritt die notwendigen Unterlagen bzw. Informationen für die finale Prüfung (z.B. im Rahmen einer Due Diligence) bereitgestellt und noch offene Fragen beantwortet werden. Ein guter Berater wird sich hierbei die bislang mit dem Kapitalgeber gemach-

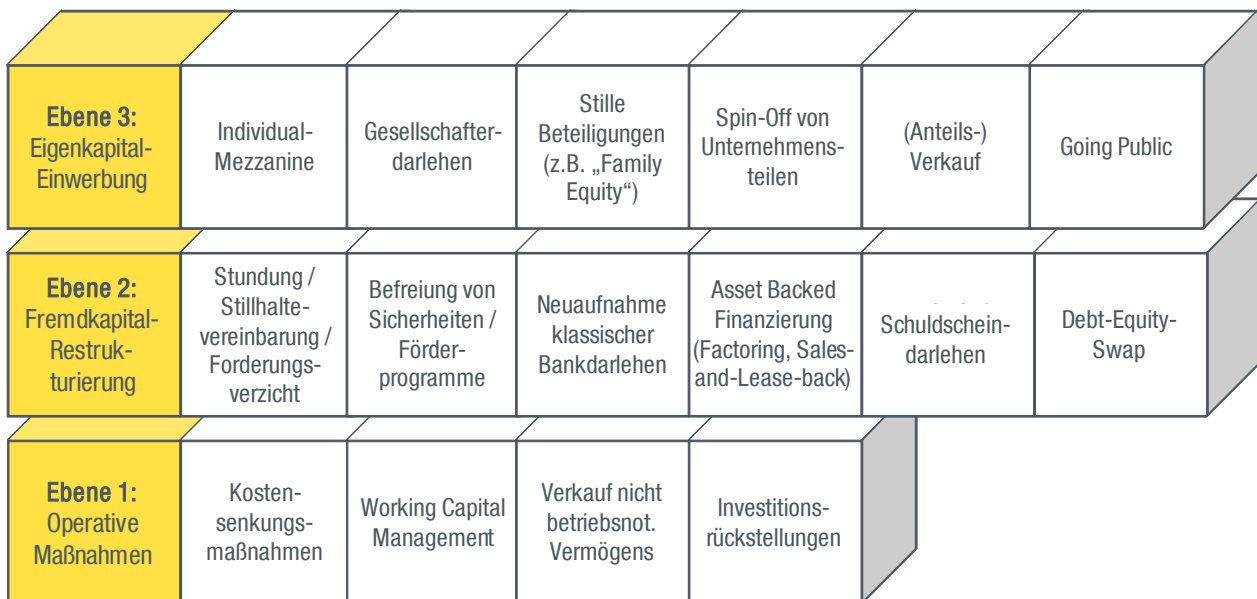
ten Erfahrungen mit dem notwendigen taktischen Fingerspitzengefühl zu Nutze machen, um die Konditionen, Sicherheiten und Covenants des Finanzierungsengagements im Sinne des Unternehmers final zu verhandeln. Liegt schließlich der unterschriebene Finanzierungsvertrag vor, ist gerade nach oftmals schwierigen Verhandlungen die Freude groß. Dabei gilt es nicht zu übersehen, dass meist noch gewisse Auszahlungsvoraussetzungen zu schaffen sind, bevor die dringend benötigte Liquidität dem Unternehmen tatsächlich zufließt.

Das Spektrum möglicher Finanzierungsinstrumente ist groß

Wie bereits weiter oben erwähnt, sollte das Ziel des vorstehend beschriebenen Prozesses sein, dass neben der eigentlichen Ablöse, auch das zukünftige Wachstum des Unternehmens erhalten bleibt. Dies bedeutet in den vielen Fällen zugleich, dass die Ablöse nicht allein über die Aufnahme von Fremdkapital bewerkstelligt werden kann. Denn dies würde die oft sowieso schon dünne Eigenkapitaldecke soweit absenken, dass das Unternehmen beim Rating keinen „Investment-Grade“ mehr aufweist und somit von einer weiteren Fremdkapitalaufnahme ausgeschlossen bleibt. Da gleichzeitig die Ablöse mit einem erheblichen Abfluss liquidier Mittel verbunden ist, steigt die Wahrscheinlichkeit beträchtlich, dass das Unternehmen dann seinen zukünftigen Wachstumspfad nicht mehr in notwendiger Weise beschrei-

ten kann. Ist diese Entwicklung bereits bei der angestrebten Aufnahme des Fremdkapitals absehbar, wird sich zudem kaum eine Bank finden lassen, die dann noch bereit ist, dieses Fremdkapital zur Verfügung zu stellen. Um eine nachhaltig tragfähige Finanzierung zu finden, wird daher in vielen Fällen die optimale Ablöselösung ein Mix qualitativ verschiedener, aufeinander aufbauender Finanzierungsmaßnahmen sein. Unten stehende Abbildung zeigt hierbei die verschiedenen Ebenen denkbarer Finanzierungsbausteine auf.

schiedene Instrumente der Fremdkapitalfinanzierung aufgezeigt. Neben klassischen Bankdarlehen sollten auch die zur Verfügung stehenden Förderprogramme des Bundes und der Länder geprüft werden. So wurden z.B. im Rahmen des von der Bundesregierung aufgelegten Deutschlandfonds zur Bewältigung der Finanzkrise allein 15 Mrd. Euro für das sogenannte mittelstandsorientierte KfW-Sonderprogramm zur Verfügung gestellt. Diese mit attraktiven Konditionen ausgestatteten Mittel können dabei explizit zur Restrukturierung bzw. Ablöse bestehender Darlehen genutzt wer-



Vermutlich wird sich der optimale Mix bei den meisten Unternehmen aus Instrumenten aller drei Ebenen bedienen müssen. Während die erste Ebene v.a. flankierende operative Maßnahmen der Innenfinanzierung aufzeigt (welche relativ unabhängig von der weiteren Finanzierung als zusätzliche Liquiditätsstütze in Betracht gezogen werden sollten), sind in der zweiten Ebene ver-

den. Instrumente des Asset Backed Lending (wie z.B. Sale-and-Lease-back bzw. Factoring) sind zwar im Normalfall nicht dazu geeignet die endfälligen Darlehen vollständig abzulösen, können jedoch trotzdem signifikant Liquidität freisetzen. Da diese Maßnahmen teilweise mit einer erheblichen Verbesserung der Bilanzrelationen verbunden sind, tragen sie darüber hinaus auch zu einer

Erhöhung des Ratings bei und schaffen somit die Voraussetzung für die Aufnahme weiteren Fremdkapitals.

Wie allerdings bereits weiter oben beschrieben, werden vermutlich die meisten Unternehmen ihre Ablösestrategie nicht allein mit Maßnahmen der Innenfinanzierung und der zusätzlichen Aufnahme von Fremdkapital darstellen können. Vielmehr wird die entscheidende Frage sein, wieviel Eigenkapital für das Aufrechterhalten des „Investment Grade“ und die Finanzierung des weiteren Wachstums benötigt wird. Die Hereinnahme einer Eigenkapital- bzw. eigenkapitalnahen Komponente muss dabei nicht zwangsläufig die Aufgabe der unternehmerischen Unabhängigkeit bedeuten. Denn neben einer direkten Beteiligung sind auf dem Markt langfristige stille Beteiligungen (z.B. von den öffentlich geförderten mittelständischen Beteiligungsgesellschaften der Länder, die sogenannten MBGs) oder interessante Individualmezzanine-Angebote (z.B. der gezielt für die Programm-Mezzanine-Ablöse aufgelegte Mittelstandsfond für Deutschland, der von der Deutschen Bank aufgelegt wurde) erhältlich.

Hat man sich zur Aufnahme von Eigenkapital entschieden, werden eine ganze Reihe zusätzlicher Themen relevant. So gerät z.B. die Frage der Unternehmensbewertung in den Fokus, will man doch einen möglichst hohen Preis für die Beteiligung externer Investoren erzielen. An dieser Stelle sollte man unbedingt auf die Unterstützung eines erfahrenen Corporate Finance Advisors bauen, der nicht nur bei Finanzierungsthemen sondern v.a. auch bei M&A-Transaktionen einen Er-

fahrungsschwerpunkt aufweist. Denn die wertsteigernde Aufbereitung der bewertungsrelevanten Kennzahlen und Informationen aus Investorensicht erfordert Spezialkenntnisse, über die gewöhnlich der hauseigene Wirtschaftsprüfer bzw. Steuerberater nicht verfügt. Darüber hinaus besitzt ein professioneller Advisor ein breites, divers gefächertes Kontaktnetz zu potentiellen Investoren, deren Investment- und „Exit“-Philosophie ihm bekannt sind. Auf diese Weise wird die Wahrscheinlichkeit erheblich erhöht, dass der Unternehmer auch den „richtigen“ Investor findet, der nicht nur das benötigte Kapital mitbringt, sondern auch kulturell und strategisch zu dem Unternehmen bzw. Unternehmer passt. Nicht selten lassen sich dann im Anschluss auch Transaktionsstrukturen finden, bei denen der Unternehmer eine Rückkaufoption erhält, die einerseits die Renditeerwartungen des Investors und andererseits die Unabhängigkeitsbedürfnisse des Unternehmers sicherstellt.

Fazit

Wer zum Stichtag ein endfälliges Programm-Mezzaninedarlehen nicht aus eigener Kraft tilgen kann, geht das hohe Risiko ein, zum Spielball von allein durch Eigeninteressen geleiteten Kreditverwertern zu werden. Wer dagegen im eigenen Unternehmen weiterhin im „driver's seat“ bleiben möchte, sollte daher eine tragfähige eigene Ablösestrategie aufbauen. Die positive Nachricht ist, dass hierfür im Markt prinzipiell genügend Liquidität in Form unterschiedlichster Finanzierungsbausteine

ne zur Verfügung steht. Allerdings wird sich die Lösung weder „von selbst“ anbieten noch ein einfache sein. Vielmehr wird es darum gehen, aus dem gesamten Spektrum der Finanzierungsinstrumente ein maßgeschneidertes Lösungspaket zusammenzuschnüren, das sowohl die eigentliche Ablöse wie auch das zukünftige Wachstum des Unternehmens sicherstellt. Nicht selten wird es hierbei auch notwendig sein, Eigenkapital bzw. eigenkapitalnahe Mittel einzuwerben. Wenn jedoch schon externen Investoren erweiterte Mitbestimmungsrechte eingeräumt werden müssen, möchte man sich diese Partner zumindest selbst aussuchen können. Daher sollte man die Entwicklung einer eigenen Lösung schnell und sehr konsequent angehen.

Dr. Karsten Zippel

Kontakt: zippel@aquin-cie.com

© Aquin & Cie. AG 2010. All rights reserved.

ADVISORY NOTES

AUFZEICHNUNGSWERTE AUS DEM FELD
CORPORATE FINANCE.

Unregelmäßig herausgegeben von:

AQUIN & CIE. AG

Schackstraße 1

D-80539 München

Phone +49 (0)89.41 35 39 – 0

Telefax +49 (0)89.41 35 39 – 29

www.aquin-cie.com

München | Lindau | Bielefeld | Chicago | New Delhi | Beijing