

Brachliegende Refinanzierungsmärkte für Programm-Mezzanine

Sparkassen-Beteiligungsgesellschaften eröffnen sich neue Marktchancen

Der Mezzanine-Markt hat in den vergangenen Jahren bereits mehrere Rückschläge hinnehmen müssen. Nach dem Scheitern der Refinanzierungen für die beiden Programme H.E.A.T. und SME Growth scheint die Luft aus dem Programm-Markt nun ganz raus zu sein. Zukunft hat aus heutiger Sicht nur noch die Vergabe individuellen Mezzanine-Kapitals.

Programm-Mezzanine war bislang der Inbegriff dafür, wie Banken bzw. einzelne Corporate-Finance-Häuser den internationalen Kapitalmarkt für den kleinteiligen deutschen Mittelstand öffneten. Von 2004 bis Mitte 2007 boomte dieses Segment. In diesem Zeitraum erhielten Hunderte mittelständischer Unternehmen nach standardisierten Kriterien zu günstigen Konditionen Nachrangdarlehen und Genussrechte, die durch Platzierungen am Kapitalmarkt refinanziert wurden. Das Gesamtvolumen des so platzierten Mezzanine-Kapitals, das rund 700 Unternehmen zufloss, belief sich auf rund 4,5 Mrd. Euro.

Finanzmarkt am Boden

Seit dem Ausbruch der Finanzkrise liegt das einstige Boomsegment der Mittelstands-

finanzierung am Boden. Noch 2007 wurden Finanzierungszusagen von mehr als 0,5 Mrd. Euro gegeben, die bis heute teilweise nicht erfüllt wurden, nachdem Verbriefungen als Folge der Finanzkrise nicht mehr möglich sind.

Nach mehr als einem Jahr des Abwartens ist den Anbietern von Programm-Mezzanine inzwischen deutlich geworden, dass ihr bisheriges Geschäftsmodell nicht mehr funktioniert. Anders als in der Vergangenheit akzeptieren die Investoren weder Portfolios mit Einzelrisiken von mehreren Prozent noch die durch die Subprime-Krise in Verruf geratenen Rechtskonstruktionen mit Zweckgesellschaften und Collateralised Debt Obligations (CDO). Auch die Besinnung auf risikoadjustierte Vergütungsstrukturen, die in den Hochzeiten des am Kapitalmarkt platzierten Programm-Mezzanine 2006/2007

nahezu vergessen schienen, konnte den Trend nicht korrigieren.

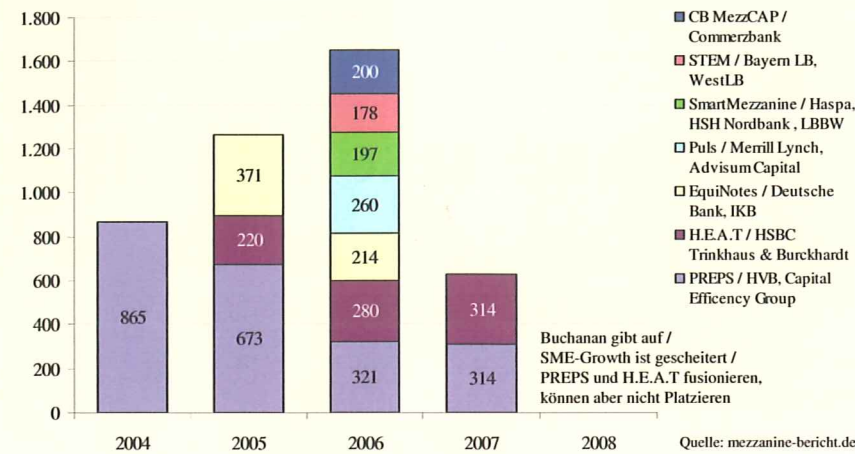
Angesichts der abweisenden Haltung des Kapitalmarkts musste die HSBC Mitte August 2008 den Platzierungsversuch ihres H.E.A.T.-Portfolios einstellen. Dies ist umso bemerkenswerter, als H.E.A.T. zuvor mit der Verbriefungsplattform PREPS zusammengewandert war und damit die beiden größten Marktteilnehmer gemeinsam scheiterten.

Ähnlich war es wenig zuvor der Conpair AG ergangen. Sie war Mitte 2007 mit dem Programm SME Growth gestartet, das bereits Ende 2007 mit Hilfe von Lehman Brothers platziert werden sollte. Als Folge der Subprime-Krise war dies nicht möglich. Der neugefundene Anker-Investor ACP Capital wurde Ende Juli 2008, wenige Tage vor Auszahlung, von Hedge Fonds übernommen. Seitdem ist ▶



Die Finanzmarktkrise hat auch die Kapitalmarktfinanzierung des Mittelstands in Mitleidenschaft gezogen. Die Stunde schlägt dadurch einmal mehr den Sparkassen-Beteiligungsgesellschaften.

Kapitalmarktplatzierung von Programm-Mezzanine (in Mio. Euro)



▶ die Zukunft von ACP Capital unsicher. Ob die bereits zugesagten Gelder sowohl bei H.E.A.T. als auch bei SME Growth ausgezahlt werden können und die Unternehmen ihr notwendiges Kapital erhalten, ist offen. Im Mai 2008 hatte bereits die Starnberger Buchanan Mezzanine GmbH ihr Geschäft faktisch eingestellt.

Wachsende Ausfälle

Ein weiterer Grund für die Zurückhaltung der Investoren ist auf die zunehmenden Ausfälle der Programm-Mezzanine-Portfolios zurückzuführen, die nach Beobachtungen von Analysten über alle Transaktionen verbriefter Programme hinweg zu konstatieren sind. Die Insolvenzen belasten die riskanten, renditestärkeren Tranchen der verbrieften Wertpapiere. Nach einer Unicredit-Studie hat es bisher am härtesten das 2006 aufgelegte Mezzanine-Programm der Commerzbank CB MezzCAP erwischt, bei dem mehr als 17 % des ursprünglichen Portfolios ausgefallen seien. Besonders hoch sind die Ausfälle bei Programmen aus den Jahren 2005 und 2006.

Diese Probleme von Programm-Mezzanine sollen jedoch nicht die Vorteile des Instruments Mezzanine-Kapital als Finanzierungsbaustein in Frage stellen. So ist theoretisch nachgewiesen, dass der hybride Charakter von Mezzanine-Kapital hilft, die Kosten asymmetrisch verteilter Informationen zu reduzieren und damit vorhandene Kreditrationierungen bei Banken und Sparkassen zu überwinden.

Alternative Finanzquellen

Nachdem die Quelle Programm-Mezzanine zumindest in ihrer bisherigen Form versiegt ist, stellt sich mithin die Frage, welche Alternativen es für mittelständische Unternehmen in diesem Kapitalsegment aktuell noch

gibt. Als Partner für Unternehmen bieten sich vor allem die förderorientierten mittelständischen Beteiligungsgesellschaften (MBG) der Bundesländer und die individuellen Mezzanine-Angebote der über 80 Sparkassen-Kapitalbeteiligungsgesellschaften (S-KBG) an.

Beiden Gruppen ist neben ihrer regionalen Präsenz gemein, dass sie bereits refinanziert sind, so dass die Unternehmen nach der Finanzierungszusage auch definitiv mit den gewünschten Mitteln rechnen können. Als weiterer Vorteil kommt hinzu, dass dieses individuelle Mezzanine-Kapital im Hinblick auf die Gestaltung der Laufzeit- und der Rückzahlungsmodalitäten flexibel an die individuellen Bedürfnisse der Unternehmen angepasst werden kann. Daraus resultiert hinsichtlich einer möglichen Anschlussfinanzierung ein im Vergleich zum standardisierten Programm-Mezzanine stark verringertes Risikoprofil.

Es ist davon auszugehen, dass zahlreiche Unternehmen, die bereits Programm-Mezzanine erhalten haben, es nach Ablauf der vereinbarten Laufzeit mangels Anschlussfinanzierung bzw. fehlender Ansparung nicht zurückzahlen können. Daher wird den betroffenen Unternehmen die Einleitung entsprechender Maßnahmen bereits zwei bis drei Jahre vor dem Rückzahlungszeitpunkt empfohlen. Für die Anbieter von Individual-Mezzanine sollten sich dadurch zusätzliche Marktchancen eröffnen.

Als weiterer Vorteil für die Sparkassen-Kapitalbeteiligungsgesellschaften kommt hinzu, dass sie im Hinblick auf die Gesamtgestaltung des Mezzanine-Instruments, vor allem aber der Finanzierungshöhe äußerst flexibel agieren können, da sie nicht an die für Förderinstitute geltenden Beihilferichtlinien wie der „de-minimis“-Verordnung aus dem Jahr 2007 gebunden sind.

Die Prüfungsprozesse für Individual-Mezzanine sind tendenziell zeitintensiver und oft auch kostspieliger als bei Programm-Mezzanine. Dies liegt daran, dass zur individuellen Adoption der Finanzierungsinstrumente auf die Unternehmensbedürfnisse die Anbieter die zugesagten Mezzanine-Mittel während der Gesamtlaufzeit im eigenen Bestand behalten, eine Risikoreduzierung durch Verbriefung bzw. Verkauf also nicht vorgesehen ist. Dies wirkt sich auf den von Unternehmen zu zahlenden Zinssatz aus. Zinssätze von unter 9 bis 10 % für Individual-Mezzanine dürften nicht mehr machbar sein. Der Durchschnittszins der ersten PREPS-Programme lag trotz gewisser Risiken, wie man heute vor dem Hintergrund einiger Insolvenzen weiß, bei rund 7 %.

Es kann jedem Mittelständler nur geraten werden, die auf den ersten Blick auffallenden Mehrkosten für Individual-Mezzanine gegen die Vorteile in puncto Finanzierungssicherheit, Gestaltungsflexibilität, Standortnähe und Beziehungsmanagement sorgfältig abzuwägen. ◀

INFOBOX

Mezzanine-Kapital

Unter dem Begriff Mezzanine-Kapital (italienisch: Zwischengeschoss) wird eine Vielfalt verschiedener Finanzierungsinstrumente subsumiert, die zwischen Eigenkapital- und Fremdkapitalfinanzierung anzusiedeln sind. Das Mindestvolumen einer Mezzanine-Finanzierung beträgt in der Regel 0,5 Mio. Euro. Mezzanine hat durch Basel II Aufschwung genommen, weil die neuen Eigenkapitalregeln von den Banken eine risikoorientierte, vorsichtiger Kreditvergabe abverlangt. Zudem genießt dieses Finanzierungsinstrument die Sympathie vor allem familiengeführter mittelständischer Unternehmen, weil der Einfluss von Kapitalgebern trotz seiner Eigenkapitalnähe beschränkt ist. Mezzanine-Formen sind etwa atypisch stille Einlagen, Nachrangdarlehen und Genussscheine. Durch seine große Gestaltungsmöglichkeit ist Mezzanine-Kapital ein flexibles Instrument vor allem für Wachstumsfinanzierungen. Da das Kapital zu einem vorher bestimmten Zeitpunkt zurückgezahlt werden muss, stellt sich häufig jedoch das Refinanzierungsproblem.

sa