

# Mezzanine-Kapital: Gefeierte, verteufelt und doch immer noch gebraucht

2004 bis 2007 sorgte Standard-Mezzanine für Furore: Mehrere hundert Mittelständler nahmen Kapital in einem Volumen von rund 5 Milliarden Euro auf, überwiegend aus der Ausgabe sogenannter Collateral Debt Obligations (CDOs). Doch mit der Finanzkrise brach der Markt ein. Davon hat sich die Finanzierungsform nie wieder erholt, im Frühjahr 2016 ist das letzte Programm ausgelaufen. Dabei kann Mezzanine-Kapital für Mittelständler nach wie vor sinnvoll sein.

Es ist eine dieser Geschichten von Aufstieg und Fall. 2004 begannen Banken einzelne Mezzanine-Finanzierungen in einem Portfolio zu bündeln und am Kapitalmarkt an institutionelle Investoren zu platzieren. Aufgrund der standardisierten Verbriefung, die dem Kind den Namen Standard-Mezzanine verpasste, lagen die Finanzierungskosten mit 6,5 bis 8,5 Prozent deutlich unter den bis dato üblichen Konditionen für Mezzanine-Finanzierungen. Das heizte die Nachfrage der Unternehmen an und offerierte Investoren immer noch eine attraktive Rendite. Insgesamt wurde so bis 2007 verbrieftes Mezzanine-Kapital im Umfang von rund 5 Milliarden Euro an etwa 700 Mittelständler ausgegeben, ein Vielfaches des vormaligen Mezzanine-Marktes.

PREPS, HEAT, FORCE oder PULS hießen die Programme, die als günstige Finanzierungsinnovation für den Mittelstand gefeiert wurden. Doch dann kam die Finanzkrise. Das gesamte Finanzierungsumfeld veränderte sich dramatisch und insbesondere Verbriefungen erlitten einen schweren Vertrauensschaden. Dazu kam, dass die Qualität der Programme im Zeitverlauf abgenommen hatte, weil die ausgebenden Banken nur noch am verbrieften Fondsvolumen interessiert waren. Die Risiken wurden ja in Zweckgesellschaften gebündelt an den Kapitalmarkt weitergereicht. Weiche Standarddokumentation ohne Platz für Kontrollmechanismen und individuelle Sachverhalte sowie inadäquate Vergütungs- und Finanzierungsstrukturen waren die Folge. Und auch viele Unternehmen vergaßen angesichts des Hypes, dass Standard-Mezzanine lediglich befristetes Eigenkapital darstellt, das

verzinst und zurückgezahlt werden wollte. Als die Umsätze einzubrechen begannen und Businesspläne korrigiert werden mussten, war das der Anfang vom Ende. Erste Insolvenzen und Ausfälle taten ihr Übriges und schließlich kam der Markt vollkommen zum Erliegen.

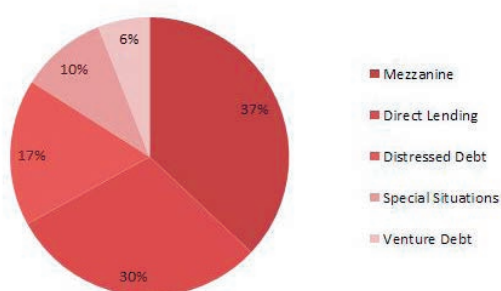
## PRIVATE DEBT TÜRÖFFNER FÜR MEZZANINE-COME-BACK.

Daran hat sich bis heute wenig geändert. Still und leise sind die letzten Programme im Frühjahr 2016 offiziell ausgelaufen, vereinzelte Versuche Standard-Mezzanine wiederzubeleben sind fehlgeschlagen. Zu abschreckend die hohen Ausfallraten, zumal Verbriefungsstrukturen nach der Finanzkrise wegen ihrer hohen Komplexität generell bei vielen Anlegern stigmatisiert waren. Standard-Mezzanine scheint endgültig vom Markt verschwunden. Das gilt aber nicht für alle Mezzanine-Formen. Individuelle, auf den Kunden zugeschnittene langfristige Lösungen haben für wachstumsstarke Mittelständler nach wie vor ihren Reiz. Daran hat auch das anhaltende Niedrigzinsumfeld nichts geändert, denn zum einen sind gerade finanzschwächere Mittelständler vielfach davon ausgeschlossen und zum anderen ist Mezzanine ein komplementäres Produkt, das oft gemeinsam mit Fremdkapital zum Einsatz kommt. Zum Beispiel im Rahmen von Private Debt Finanzierungen (siehe Abbildung 1), die seit zwei Jahren europaweit auf dem Vormarsch sind und den Banken die Vormachtstellung streitig machen - 2015 betrug der Marktanteil der Debt-Fonds an der Finanzierung deutscher Leveraged Buy Outs bereits 26 Prozent.

Weltweit wuchs das Private Debt Volumen 2015 um 18 Prozent auf einen neuen Höchststand von 85 Milliarden US-Dollar. Hauptprodukt der Debt Funds sind arrangierte Unitranche-Finanzierungen, eine Mischung aus Senior-Debt und Mezzanine, die in einer Tranche zur Verfügung gestellt werden. Bei dieser Finanzierungsform ist der Leverage weitaus höher als bei einer klassischen Finanzierung durch eine Bank und der laufende Tilgungsanteil bleibt meist gering. Wird die Finanzierung wie geplant bedient, können die Unitranche-Anbieter mit hohen Renditen rechnen. Das trifft den Nerv vieler PE-Häuser wie sich auch an den Zahlen ablesen lässt: 20 Milliarden US-Dollar sammelten globale Mezzanine-Fonds 2015 ein, so viel wie seit 2008 nicht mehr. Auch in Deutschland haben Anbieter wie das Bankhaus Lampe oder Rantum Capital zuletzt wieder entsprechende Fonds aufgelegt. Die wesentlichen Finanzierungsanlässe, bei denen Mezzanine heute zum Einsatz kommt, sind dabei zeitlich klar begrenzte Wachstumsprojekte wie Unternehmensakquisitionen sowie Wech-

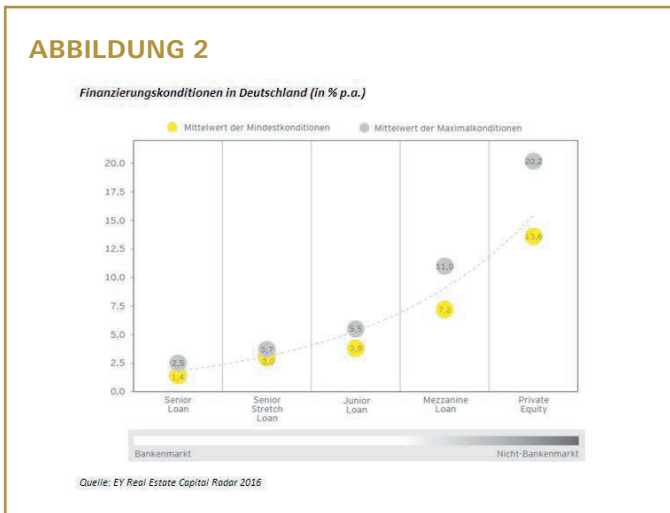
ABBILDUNG 1

Liebblingsstrategien der Debt Fund Manager



Quelle: 2016 Preqin Global Private Debt Report

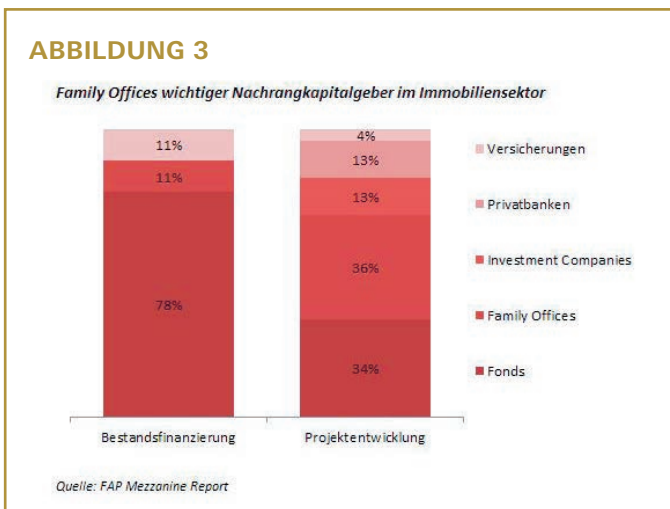
ABBILDUNG 2



sel im Gesellschafterkreis. Hier bietet Mezzanine dank seiner Stellung als wirtschaftliches Eigenkapital, das ohne Sicherheiten, ohne Veränderung der Gesellschafterstruktur und mit begrenzten Zustimmungsrechten des Investors gewährt wird, eine Reihe von Vorteilen.

Beispielsweise belastet Mezzanine-Kapital die Bonität nicht, mit dem Vorteil, dass dem Unternehmen weiterhin alle Finanzierungsoptionen für den so wichtigen laufenden Kapitalbedarf zur Verfügung stehen. So kann trotz einer kapitalintensiven Investition das wirtschaftliche Eigenkapital und damit die Risikotragfähigkeit erhöht werden. Zudem lassen sich die vertraglichen Rahmenbedingungen anders als beim Standard-Mezzanine relativ frei verhandeln, so dass die Finanzierungsstruktur an den finanziellen Bedarf und die finanzielle Leistungsfähigkeit des kapital-suchenden Unternehmens angepasst werden kann. Das Kapital kann schrittweise abgerufen werden und ebenso ist eine Tilgung in Tranchen möglich. So viel Flexibilität hat natürlich ihren Preis. Üblicherweise liegt der Verzinsungsanspruch für individuelle Mezzanine im unteren zweistelligen Prozentbereich, irgendwo zwischen den Konditionen langfristiger Kredite und den Erwartungen minderheitlicher Direktbeteiligungen (siehe Abbildung 2). Meist besteht die Vergütung dabei aus einer fixen und einer variablen Komponente, vielfach ergänzt um einen Equity Kicker. Letztlich müssen die Zinskosten im Verhältnis zur erwarteten

ABBILDUNG 3



Eigenkapitalrendite sowie der durch die höhere Eigenkapitalquote möglichen Ersparnis bei der Betriebsmittelfinanzierung betrachtet werden.

**PROJEKTENTWICKLER SETZEN VERSTÄRKT AUF MEZZANINE.**

Eine Branche, in der mezzanine Finanzierungsformen immer stärker in Erscheinung treten, ist der Immobiliensektor. Mindestens 900 Millionen Euro Mezzanine-Kapital wurden in Deutschland 2014 in Projekte mit einem Gesamtwert von mehr als 5 Milliarden Euro investiert - Tendenz steigend. Das hat vor allem regulatorische Gründe: Banken stellen seit einigen Jahren höhere Eigenkapital-Anforderungen an Projektentwickler für die es so mitunter auch bei sehr rentablen Projekten immer schwieriger wird Kredite zu erhalten. Durch die Beimischung von Mezzanine-Kapital können Projektentwicklungen jedoch mit einem Anteil von bis zu 97 Prozent der Investitionskosten durch Nachrangkapital finanziert werden. «Der Markt stellt sich auf höhere Beleihungsausläufe durch den verstärkten Einsatz alternativer Finanzierungsinstrumente ein», konstatiert auch der EY Real Estate Capital Radar 2016. Infolgedessen könnte sich das alternative Immobilienkapital allerdings verteuern. Die derzeit erreichte Gesamtverzinsung bei Projektentwicklungen weist eine Bandbreite von jährlich 8 bis 20 Prozent Internal Rate of Return (IRR) für den Nachrangteil auf.

Dies macht die Anlageklasse für neue Investoren attraktiv. Gerade Family Offices mit anspruchsvollen Renditevorstellungen können sich eine Anlagemöglichkeit mit interessantem Rendite-Risiko-Profil erschließen und treten bei Projektentwicklungen verstärkt als Finanzierungspartner kleinteiliger Mezzanine-Tranchen auf (siehe Abbildung 3). Allerdings erfordert die Implementierung von Nachrangkapital für deutsche Immobilienprojekte von allen Beteiligten einen ausgeprägten unternehmerischen Ansatz, umfassendes Fachverständnis und eine kooperative Prozessgestaltung. Entscheidend sind der Businessplan sowie die Track Records der Beteiligten. Deutsche Immobilienentwickler fassen deshalb schon wieder einen neuen Finanzierungskanal ins Auge: «Immobilien-Crowdfunding hat das Potenzial, klassische Mezzanine-Finanzierungen aufgrund der Geschwindigkeit und der Einfachheit der Transaktionen zu ersetzen», glaubt Michael Stephan, Mitgründer und Geschäftsführer der spezialisierten Plattform iFunded. Vom anfänglichen Hype um Standard-Mezzanine ist Immobilien-Crowdfunding jedoch noch weit entfernt. Das Ende kann sowieso nur besser werden.

**AUTOR.** Axel Rose ist ausgebildeter Bankkaufmann und Diplomvolkswirt und betreut bei der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG mittelständische Unternehmen am deutschen Kapitalmarkt.