

direkt aus berlin

Mezzanine Kapital

Liebe Leserin, lieber Leser

es scheint als gäbe es endlich ein maßgeschneidertes Finanzprodukt zur Lösung der Eigenkapitalschwäche des deutschen Mittelstandes. Mezzanine Kapital ist in Fachzeitschriften und –magazinen zu einem Zauberwort für den Mittelstand geworden. Dabei handelt es sich um ein seit Jahrzehnten bekanntes Finanzprodukt, das derzeit eine Renaissance erlebt.

Ursprünglich stammt der Begriff „Mezzanine“ aus dem Italienischen und bezeichnet in der Architektur das Zwischengeschoss zwischen zwei Hauptstockwerken. Auf die Passivseite der Bilanz bezogen handelt es sich um ein Finanzierungsinstrument, das handelsrechtliche und steuerliche Vorteile von Eigen- und Fremdkapital zu verbinden versucht.

Der Markt ist stark in Bewegung. Zahlreiche Anbieter legen Mezzanine Kapital auf, die von der Zinsbelastung her meist zwischen acht und zwanzig Prozent variieren. In der Regel muss ein bankenunabhängiges Rating beauftragt oder das Unternehmen einer Due Diligence unterzogen werden. Meist werden Kapitaltranchen von ca. 5 Mio. bis 40 Mio. EUR angeboten; die bundeseigene KfW und einige Banken bieten aber auch kleinere Tranchen ab 100.000 EUR an. Auch das Angebot an bankenunabhängigen Finanzierungen dürfte weiter wachsen.

Vorliegender Sonderdruck Rating & Finanzierung möchte über Mezzanine Kapital informieren und interessierten Unternehmen eine Orientierung geben. In einem Gastbeitrag informiert der Kreditversicherer Euler Hermes über den Zusammenhang zwischen Forderungsverlusten und der Auswirkung auf die Liquidität der Unternehmen. Durch professionelles Risikomanagement lassen sich Finanzmittel am besten schonen.

Ich wünsche Ihnen bei vorliegender Ausgabe viel Lesefreude.

Anton F. Börner
Präsident des Bundesverbandes des Deutschen Groß- und Außenhandels e.V.(BGA), Berlin

Mezzanine Kapital für mehr Wachstum

Mezzanine Kapital kann künftig für den Mittelstand eine einzigartige Chance zur Verbesserung der Kapitalstruktur bedeuten. Es kann die Eigenkapitalquote erhöhen und gleichzeitig steuerlich wie Fremdkapital behandelt werden. Es bindet keine Sicherheiten, kann langfristig zur Verfügung gestellt werden und verändert in keiner Weise die Gesellschafterstruktur und damit die Einflussnahme auf das Unternehmen.

Mezzanine Kapital ist sehr flexibel in seiner rechtlichen Ausgestaltung und kommt so den vielfältigen Bedürfnissen mittelständischer Unternehmen entgegen. Allerdings ist Mezzanine Kapital auch nur ein Oberbegriff wie Eigen- und Fremdkapital oder Anlage- und Umlaufvermögen, mit dem gravierenden Unterschied, dass es noch keinen handelsrechtlich festen Platz in den Bilanzierungsvorschriften gefunden hat. Mezzanine Kapital ist je nach seiner besonderen Ausgestaltung interpretationsbedürftig, so dass verschiedene Sonderformen unterschieden werden.

So können beispielsweise die handelsrechtlichen Fremdkapitalanteile überwiegen, was sich im günstigeren Zins niederschlägt, aber meist zur Konsequenz hat, dass es bilanziell eher dem langfristigen Fremdkapital zugeordnet wird. Andere Varianten des Mezzanine Kapitals sind stille Beteiligungen, die einen höheren Eigenkapitalcharakter haben, dafür aber für den Unternehmer letztlich teurer sind und weitaus höhere Transparenzfordernisse mit sich bringen.



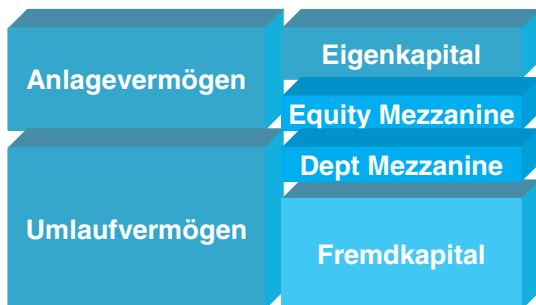
Nachrangigkeit und Finanzierungsmix

Mezzanine Finanzierungsformen sind noch lange kein Wundermittel. Unter dem Begriff Mezzanine Kapital werden eine Fülle bekannter Finanzinstrumente zusammengefasst, für deren rechtliche Ausgestaltung es auf viele Einzelfragen ankommt.



So gehören stille Beteiligungen in typischer oder atypischer Variante, Genussrechtskapital, Wandel- und Optionsanleihen und Nachrangdarlehen zum Oberbegriff Mezzanine Kapital.

Entscheidend für die Auswahl des Finanzierungsinstruments ist die bilanzielle Situation des Unternehmens. Dementsprechend wird zwischen *Equity Mezzanine* (bilanziellem Eigenkapital) und *Dept Mezzanine* (bilanziellem Fremdkapital) unterschieden. Dept Mezzanine ist aufgrund der Nachrangigkeit zwar wirtschaftlich wie Eigenkapital, bilanziell wird es aber wie Fremdkapital bewertet und tritt beispielsweise in Form von Nachrangdarlehen mit festem oder auch variablem Zinssatz auf. Equity Mezzanine ist wirtschaftlich und bilanziell wie Eigenkapital und tritt beispielsweise in Form von stillen Beteiligungen oder auch Genussrechtskapital auf. Beide Formen können bei entsprechender Ausgestaltung steuerlich wie Fremdkapital behandelt werden.



Equity Mezzanine ist bei einer niedrigen Eigenkapitalquote anzuraten, während Dept Mezzanine bei einem geringen Verschuldungsgrad eine interessante Finanzierungsform für Wachstumsvorhaben darstellt, um die Eigenkapitalbasis zu schonen. Entsprechend können die Renditeerwartungen der Investoren je nach Stellung in der Bilanz, nach Laufzeit und vor allem nach Risiko zwischen acht und 20 Prozent variieren. Je näher sich das Finanzprodukt im Equity Bereich bewegt, umso höher sind die Kosten.

Durch die Nachrangigkeit des Mezzanine Kapitals können weitere Kreditaufnahmen ermöglicht und das interne Bankenrating verbessert werden, wenn die Nachrangklausel nicht nur auf bestehende, sondern auch auf künftige Verbindlichkeiten ausgedehnt wird. Gilt der Nachrang nur gegenüber bestehenden Verbindlichkeiten, so bietet das Mezzanine Kapital keine Grundlage für die Aufnahme von mehr Fremdkapital.

Ist diese Frage hingegen positiv beantwortet, so ist eine genaue Berechnung der Gesamtzinslast des Finanzierungsmixes empfehlenswert, um Kostenvorteile ausbalancieren zu können. Denn neuerdings unterliegen selbst KfW Förderkredite einer risikogerechten Bepreisung in sieben Zinskategorien, die insgesamt eine Spreizung um über drei Prozentpunkten von 4,15 bis 7,20 Prozent bei zehnjähriger Laufzeit ausweisen. Höhere Zinskosten für Mezzanine Kapital können auf der anderen Seite Fremdkapitalkosten senken. Entscheidend ist die mögliche Hebelwirkung, die mit Mezzanine Kapital erzielt werden kann.

Equity Kicker oder laufende Verzinsung

Eine entscheidende Stellgröße ist das Verhältnis von laufender zu endfälliger Zahlung und von festen zu erfolgsabhängigen Komponenten. So muss Equity Mezzanine, um Eigenkapitalcharakter zu haben, erfolgsabhängige Komponenten enthalten. Sonst würde es nur als Nachrangdarlehen gewertet. Für Unternehmen, die niedrige Bankzinsen gewöhnt sind, scheint eine laufende niedrigere Verzinsung für (Equity) Mezzanine zunächst sehr attraktiv zu sein. Doch so genannte *Equity Kicker*, die eine Wertzuwachs-Beteiligung beinhalten, können aus der stillen Beteiligung rasch einen neuen Gesellschafter werden lassen.

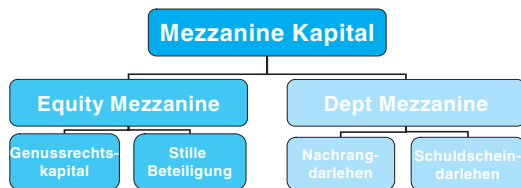
„Kickerklauseln“ sind häufig als Option oder Wandlungsrecht ausgestaltet. Bei der Call-Option erschließt sich der Kapitalgeber das Wahlrecht, zu vorab vereinbarten Konditionen Anteile des Unternehmens zu erwerben. Durch ein Wandlungsrecht eröffnet sich der Kapitalgeber die Möglichkeit, seinen Anspruch auf Rückzahlung des Nennbetrages gegen eine vorab festgesetzte Anzahl von Geschäftsanteilen zu tauschen. Entsprechende Klauseln sind am besten durch Wirtschaftsprüfer oder Fachanwälte prüfen zu lassen.

Eine mögliche Alternative ist, wenn eine niedrige laufende Verzinsung vereinbart werden soll, den Investor am Wertzuwachs des Unternehmens zu beteiligen. Dieser Wertzuwachs wird anhand des operativen Ergebnisses vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (Ebitda) zu Beginn und am Ende der Finanzierung verglichen. Auch ist es möglich, dass das Equity Mezzanine in Verlustjahren an den Verlusten teilnimmt, so dass gerade in investitionsintensiven und ertragsarmen Expansionsphasen das Unternehmen nicht in der Pflicht steht, die Kapitalgeber bedienen zu müssen. Daher ist bei der Auswahl des Finanzierungsinstrumentariums die Frage der Zinsleistung bzw. Gewinnausschüttung genau zu bestimmen.

Einflussnahme der Investoren begrenzen

Mitspracherechte der Investoren werden von Unternehmen eher kritisch betrachtet oder sogar ganz abgelehnt. Auf der anderen Seite sind Investoren an der Absicherung der Anlage interessiert und nutzen so genannte *Covenants* und *Trigger*-Mechanismen. *Covenants* regeln Verschuldungsgrenzen und Mitspracherechte der Geldgeber bei wesentlichen Entscheidungen. *Trigger*-Klauseln bezeichnen die Konsequenzen, die aus einer Verletzung dieser Vereinbarungen resultieren. Diese können drastisch ausfallen und reichen von steigendem Einfluss der Geldgeber bis zur Kündigung mit meist fatalen Folgen für den Fortbestand des Unternehmens.

Insbesondere aus diesem Grunde wurden beispielsweise beim KfW-Unternehmerkapital (Nachrangdarlehen mit festen Zinssätzen) die Sonderkündigungsrechte entfernt, um eine höhere Akzeptanz bei Banken und Sparkassen zu erzielen, damit diese das KfW-Produkt auch als mezzanine Finanzierungsform anerkennen. Neben dem Risiko für den Fortbestand des Unternehmens können Covenants- und Trigger-Klauseln Kreditinstitute veranlassen, das Mezzanine Kapital nur bedingt als nachrangig anzuerkennen. Dies würde wiederum dazu führen, dass Fremdkapital eben nicht leichter und günstiger beschafft werden kann. Mittelständische Unternehmen hätten zwar Kapital, allerdings nur zu einem höheren Preis und ohne die erhoffte Sogwirkung auf mehr Fremdkapital.



Der langfristige Kredit wird auch in Zukunft einen hohen Stellenwert haben. Er wird aber künftig gerade im Hinblick auf eine Optimierung der Finanzierungskosten mit mezzaninen Finanzierungsformen zu verknüpfen sein. Grundsätzlich ist der Finanzierungsbedarf zu analysieren und eine professionelle Beratung zur Wahl und Ausgestaltung des Mezzanine Kapitals erforderlich. Nachfolgend werden einige Beispiele mezzaniner Finanzierungsformen grob skizziert. Einzig die vertragliche Ausgestaltung zeigt an, ob es sich um Eigen- oder Fremdkapital handelt.

Genussrechtskapital (Equity Mezzanine)

Das Genussrechtskapital schließt beispielsweise gesellschaftsrechtliche Mitwirkungsrechte aus. Laufzeit, Kündigung, Fälligkeit und Rückzahlung können individuell verhandelt werden, wobei Mindestlaufzeiten von fünf bis sieben Jahren die Regel sind. Wahlweise oder auch miteinander kombiniert gibt es eine gewinnabhängige Dividende oder einen fortlaufenden Zins. Zentral ist die Nachrangigkeit gegenüber anderen Gläubigern. Überdies können Genussrechte so ausgestaltet werden, dass sie an der Börse handelbar sind. Diese Variante ist beispielsweise für hochstandardisierte Fondsprodukte interessant, die über die Kapitalmärkte refinanziert werden und dadurch die Renditeerwartung der institutionellen Investoren für Unternehmen günstiger erscheinen lassen.

Stille Beteiligungen (Equity Mezzanine)

Der stille Gesellschafter beschränkt sich im Wesentlichen auf seine stille Finanzierungsfunktion im Hintergrund und hat grundsätzlich keine Mitspracherechte oder organschaftliche Vertretungsbefugnis. Neben der Gewinn- kann auch eine Verlustbeteiligung statuiert werden.

Nachrangdarlehen (Dept Mezzanine)

Das Nachrangdarlehen ist eine Verbindlichkeit, die aufgrund des einzelvertraglichen Rangrücktritts hinter anderen Gläubigern steht. Daher ist diese Finanzierungsform als Fremdkapital zu bilanzieren, da kein genereller Rangrücktritt hinter weitere Verbindlichkeiten vereinbart wird. Das KfW-Unternehmerkapital ist ein typisches Nachrangdarlehen und wird mit einer gleich hohen Tranche Fremdkapital der Hausbank kombiniert.

Schuldscheindarlehen (Dept Mezzanine)

Ein Schuldscheindarlehen ist dann Mezzanine Kapital, wenn auf eine Besicherung des Darlehens ganz oder teilweise verzichtet wird. Meist profitieren nur bonitätsstarke Unternehmen von diesem unbesicherten Darlehen.

Die Bundesbetriebsberatungsstelle für den deutschen Groß- und Außenhandel (BBG) GmbH ist bei der Vermittlung von Finanzierungsberatungen behilflich und bietet Beratungsförderungen von bis zu 1.500 EUR zu betriebswirtschaftlichen Fragen.

BBG GmbH, Jürgen Hasler – Geschäftsführer
 Am Weidendamm 1A, 10117 Berlin
 Telefon 030 59 00 99 560
 Telefax 030 59 00 99 460
<http://www.betriebsberatungsstelle.de>



direkt aus berlin

Insolvenz- und Zahlungsrisiken kalkulierbar machen

In Deutschland gab es in 2004 39.213 Unternehmensinsolvenzen, das war ein Minus von 0,3 %. Für 2005 rechnet die Euler Hermes Kreditversicherungs-AG mit einer leichten Zunahme der Firmenpleiten. Die zu den Insolvenzverfahren gerichtlich angemeldeten Forderungen beliefen sich 2004 auf 26,7 Mrd. Euro. In 2005 schätzt Euler Hermes deren Wert auf 33 Mrd. Euro (+ 8 %). In 2005 werden die Forderungsverluste voraussichtlich leicht ansteigen.

Für Westeuropa erwartet Euler Hermes in 2005 einen leichten Anstieg der Unternehmensinsolvenzen. Rund 70 % aller westeuropäischen Unternehmensinsolvenzen entfallen auf Deutschland, Großbritannien und Frankreich.

Forderungsausfälle treffen direkt die Liquidität und den Gewinn. Jeder Lieferantenkredit ist ein letztlich unkalkulierbares Risiko für den Unternehmer. Häufig macht sich der einzelne nicht klar, was dieser Ausfall tatsächlich für sein Unternehmen bedeutet. Hier ein Beispiel: Bei einem Forderungsverlust von 25.000 Euro und einer Umsatzrendite von 2 % vor Steuern ist ein Mehrumsatz von 1,25 Mio. Euro nötig, um den Verlust auszugleichen.

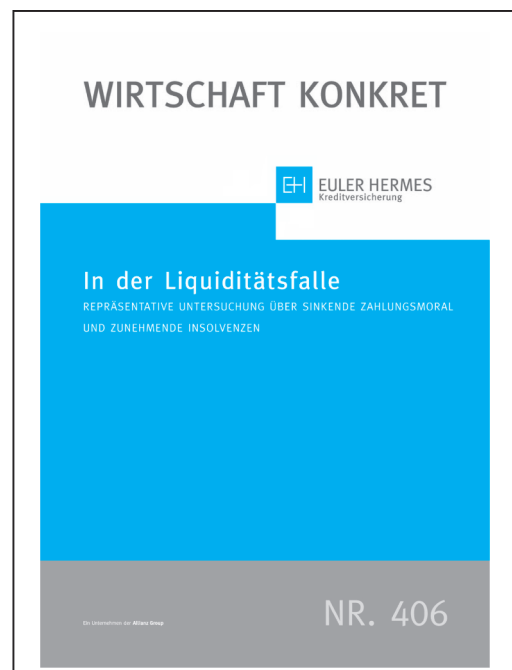
Eine neue repräsentative Untersuchung von Euler Hermes zeigt, dass knapp 90 % der befragten Unternehmen einen wesentlichen Grund für die Zahlungsschwierigkeiten kleiner Unternehmen in mangelnder Liquidität sehen. 60 % der Unternehmen erkennen ein großes oder mittleres Risiko in Forderungsausfällen von Auftraggebern. Und rund zwei Drittel der Befragten beziffern den Forderungsausfall auf bis zu ein Prozent des Jahresumsatzes. Bei 17 % der Unternehmen ist die Liquidität dadurch erheblich bis sehr stark beeinflusst, bei Kleinunternehmen gilt das sogar für jedes fünfte. Die in der Euler Hermes Studie befragten Experten sehen als Risikofaktoren für Unternehmen neben der schwachen Konjunktur vor allem bei kleinen und mittleren Unternehmen ein unzureichendes Debitorenmanagement und die traditionell schwache Eigenkapitaldecke dieser Unternehmen.

Ein vernetztes Debitorenmanagement baut die Geschäftsvorgänge effizient aufeinander auf. Eine angemessene Bonitätsbewertung der Kunden, risikomindernde Vertragsgestaltung, ein effizientes Mahn- und Inkassowesen und das richtige Verhalten im Insolvenzfall eines Abnehmers sind Varianten, die dem Unternehmen zur Verfügung stehen.

Umfassende Lösungen für das Debitoren-Management bieten die Kreditversicherer. Sie sind Service-Partner rund um die Forderung. Wesentlicher Bestandteil der

Kreditversicherung ist es, Schäden durch qualifizierte Bonitätsprüfung zu verhüten. Hierzu bedient sich der Kreditversicherer zahlreicher Informationsquellen - und das national wie international. Kommt es trotz aller Vorsicht zum Schaden, helfen die Experten des Versicherers, ihn zu mindern. Um den Anforderungen der Kunden zu entsprechen, bieten Kreditversicherer umfassende Policen an, die auch internationale Standards berücksichtigen. Die Kreditversicherung bietet maßgeschneiderte Lösungen für jedes Unternehmen. Die Vorteile liegen auf der Hand: eine kalkulierbare Prämie ersetzt ein unkalkulierbares Ausfallrisiko; die kontinuierliche Bonitätsprüfung ermöglicht angemessene Lieferantenkredite und gesunde Kundenstruktur; die schnelle Schadenregulierung verhindert Liquiditätsengpässe und die abgetretenen Auszahlungsansprüche erweitern den Kreditrahmen bei den Banken.

Kontakt: Barbara Stieghan, Bereich Marketing,
Euler Hermes Kreditversicherungs-AG
Friedensallee 254, 22763 Hamburg
Telefon: 040 – 8834 1528, Telefax: 040 – 8834 1515
E-Mail: Barbara.Stieghan@eulerhermes.com



Die detaillierten Ergebnisse der repräsentativen Euler Hermes Untersuchung über sinkende Zahlungsmoral und zunehmende Insolvenzen sind als Wirtschaft Konkret Nr. 406 erschienen. Sie können sie im Internet herunterladen unter:
http://www.eulerhermes.de/imperia/md/content/ger/dt/pdf_wiko/406_wiko.pdf