

Dunkle Wolken am Himmel?

Einschätzungen deutscher Mittelständler über Standard-Mezzanine-Programme und die große Frage der Refinanzierung

Von Frans-Matthis Pleie und Steffen Schneider, FCF Fox Corporate Finance

Von 2004 an boten die Standard-Mezzanine-Programme deutschen Mittelständlern die Möglichkeit, ein unbesichertes, nachrangiges und endfälliges Darlehen zu geringen Konditionen aufzunehmen. Diese Programme werden in diesem und den kommenden Jahren fällig, sodass sich die Unternehmer mit der anstehenden Refinanzierung konfrontiert sehen. Ende 2010 befasste sich die von uns mit herausgegebene Studie „Die Ablösung von Standard-Mezzanine“¹ mit einem Einblick in die Erfahrungen der Mittelständler mit den Standard-Mezzanine-Programmen.

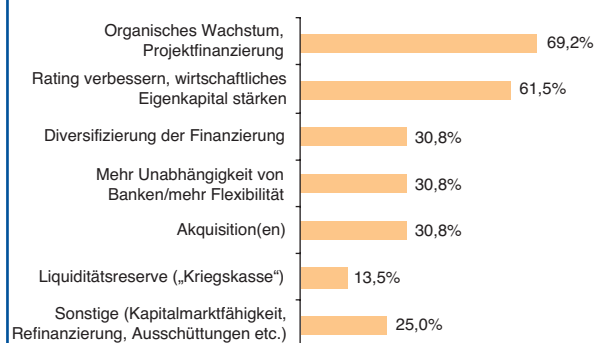


Frans-Matthis Pleie



Steffen Schneider

ABB. 1: GRÜNDE ZUR AUFNAHME VON STANDARD-MEZZANINE



Quelle: FCF Fox Corporate Finance, FINANCE-Research

Gründe für die Aufnahme von Mezzanine-Kapital gab es zum Zeitpunkt der Ausgabe zuhauf. Wie die Studie zeigen konnte (siehe Abb. 1), sollte dieses oftmals zum Wachstum (sowohl organisch als auch extern), zur Verbesserung des firmeneigenen Ratings oder einer bankenunabhängigen Finanzierung genutzt werden. Insgesamt wurden diese Linien größtenteils komplett, oder aber teilweise, als wirtschaftliches Eigenkapital anerkannt. Die damit einhergehende Rating-Verbesserung wurde durchweg von den Hausbanken gerne gesehen, wobei sich dieses Blatt mit näher rückender Fälligkeit gewendet hat.

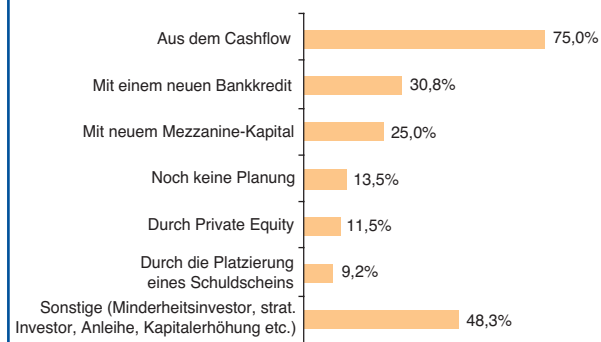
Wer nutzte diese Finanzierungsform?

Die Nutzer des Standard-Mezzanine können prinzipiell in drei Gruppen eingeteilt werden. Unternehmen mit Investmentgrade-Rating, die ihre Linien aus dem Cashflow tilgen könnten, Firmen mit einem Rating knapp unterhalb von BBB-, die auf einen Mix verschiedenster Finanzierungsarten angewiesen sind, und jene Unternehmen mit

einem spekulativen Rating und die dadurch vor Refinanzierungsproblemen stehen werden. Während die ersten beiden Gruppen je nach Rating, Größe und Industrie verschiedenste Finanzierungsformen zur Auswahl haben, bleibt den letzteren oftmals nur die Aufnahme eines neuen Gesellschafters in der Form eines (Turnaround-)Finanzinvestors oder aber eines strategischen Partners.

Wie in Abb. 2 dargestellt, planen die meisten Unternehmer Tilgung durch Cashflows, Bankkredite oder neues Mezzanine. Darüber hinaus wird noch eine Vielzahl weiterer Instrumente sondiert, die wir im Folgenden teilweise vorstellen möchten.

ABB. 2: REFINANZIERUNG VON STANDARD-MEZZANINE



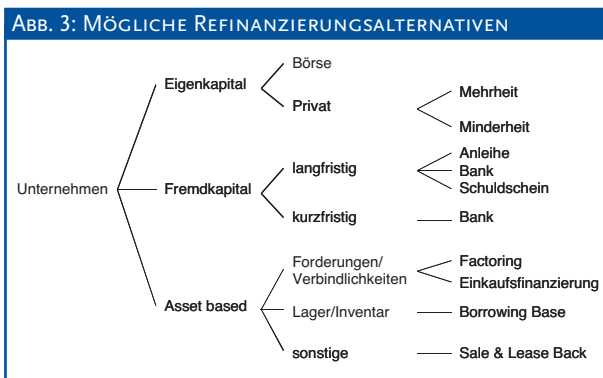
Quelle: FCF Fox Corporate Finance, FINANCE-Research

1) In Zusammenarbeit mit FINANCE-Research, CMS Hasche Sigle und M Cap Finance

Klassische Refinanzierungsformen

Neben der Cashflow-Tilgung wird oftmals mit sogenanntem Individual-Mezzanine geplant, das auf die firmenspezifische Situation zugeschnitten ist (Laufzeit, Tilgung, Covenants etc.). Weiterhin sind diese Finanzierungen sowohl als nachrangige FK-Linie als auch als stark eigenkapitalartige Ausprägung gestaltbar. Diese Flexibilität hat aber ihren Preis, so dass Verzinsungen von 8 bis 20% (nach Ausprägung) üblich sind. Eine Refinanzierung durch Individual-Mezzanine ist allerdings kein Selbstläufer, sondern erfordert im Regelfall einen umfassenden Such-, Strukturierungs- und Verhandlungsprozess.

Alternativ zur Refinanzierung durch Individual-Mezzanine existiert selbstverständlich eine Auswahl klassischer Finanzierungsprodukte, die sich zur Refinanzierung der auslaufenden Programme anbieten.



Quelle: FCF Fox Corporate Finance

Trend zur „Mittelstandsanleihe“

Die in Abb. 3 dargestellten Angebote reichen von Fremdkapitalprodukten wie Anleihen und Schuldscheinen bis zu einer Refinanzierung durch die Aufnahme von neuem Eigenkapital. Je nach Finanzierungsart sind weitere Entscheidungen zu treffen, die zur (möglichst) „optimalen“ Finanzierungsform führen können. Insbesondere lassen sich hiermit bankenunabhängige, kapitalmarktorientierte Finanzierungsformen finden, die laut unserer Studie und dem aktuellen Marktumfeld durchaus beliebt sind. Dies trifft besonders auf die sogenannten Mittelstandsanleihen zu, die seit 2010 einen regelrechten Boom erlebten, der u.a. auf die große Anzahl neuer Handelssegmente der

deutschen Börsen zurückzuführen ist. Vorreiter sind hierbei die Börse Stuttgart mit dem Segment Bondm und die Börse Frankfurt mit der Erweiterung des Entry Standards.

Markt ermöglicht immer mehr Alternativen

Dem deutschen Mittelstand stehen neben diesen klassischen Optionen noch weitere, alternative Angebote zur Verfügung, die bisher oftmals ungenutzt blieben. Auch hierbei gibt es Unterschiede bei den jeweiligen Konditionen und der Anwendbarkeit bei einzelnen Firmen, abhängig von ihrem aktuellen Rating. Da alternative Finanzierungs-konzepte häufig komplementäre Produkte zu den klassischen Finanzierungsformen darstellen, kann eine Kombination mehrerer Instrumente sehr attraktiv sein. Eine Auswahl möglicher Instrumente ist ebenfalls in Abb. 3 dargestellt.

Factoring ermöglicht dem Unternehmer, Teile seiner Forderungen aus LuL an Finanzierungspartner „outsource“ zu. Hierdurch wird mehr Liquidität freigestellt, die der Unternehmer im laufenden Betrieb oder zum Einhalten von Covenants nutzen kann. Ein weiteres „Asset-basiertes“ Finanzierungsinstrument ist die Borrowing Base. Im Gegensatz zum klassischen Kredit stellt diese eine „atmende“ Linie dar. Als Besicherung können u.a. Forderungen aus LuL, aber auch Lagerbestände genutzt werden, in Einzelfällen auch in Kombination mit einem selbstständigen Factoring.

Verbreiteter als die bisher aufgeführten Instrumente ist das Leasing, der Standard „Asset-basierter“ Finanzierung des deutschen Mittelstandes. Zusätzlich zum Operational Leasing oder Financial Leasing kann Leasing teilweise auch auf „exotische“ oder immaterielle Assets, wie z.B. Vieh-/Zuchtbestand oder Marken, abgestellt werden.

Ausblick: viele Optionen trotz fragilem Umfeld

Insgesamt existieren für Unternehmer viele Alternativen. Wichtig sind eine solide Entscheidungsgrundlage basierend auf einer guten Sondierung des Marktes und ein koordinierter Prozess. Ideal ist eine Kombination verschiedener Instrumente, um mit einer „kleinen“ Kreditlinie die Lücke zu schließen und damit weitestgehend unabhängig von Banken zu sein.