

Macht Mezzanine überlegen? Eine empirische Analyse

Die Auswertung der Jahresabschlüsse 2002-2004 von 420 Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes belegt, dass mezzanine finanzierte Unternehmen dynamischer und erfolgreicher am Markt agieren als Vergleichsunternehmen.

I. Einleitung

▷ Auf Basis standardisierter Genussscheine hat der deutsche Mittelstand in den letzten 18 Monaten 2,1 Mrd. € eigenkapitalähnliche Mittel aufgenommen, die im Wege von Verbriefungstransaktionen über den Kapitalmarkt refinanziert wurden. Die IKB Deutsche Industriebank AG hat untersucht, welche Besonderheiten mezzanine-finanzierte Mittelstandsunternehmen aufweisen. Als wesentliches Ergebnis kann festgehalten werden, dass Mezzanineunternehmen stärker investieren, schneller wachsen und sich gewinndynamischer entwickeln.

Mezzanine-Kapital ist nicht neu – aber neu in Mode. Während die bessere Bilanzqualität mezzaniner Finanzinstrumente bisher mit einem beachtlichen Risikoaufschlag (Marge > 7% -Punkte) gegenüber herkömmlichen Unternehmenskrediten erkaufte werden musste, hat die Verbriefungstechnik seit Sommer 2004 den deutschen Mezzaninemarkt revolutioniert.

Auf Basis eines **standardisierten Genussscheinvertrages** mit in der Regel 7-jähriger Laufzeit werden mindestens 30 bis 40 Mezzaninefinanzierungen in einem gesonderten Portfolio gebündelt und am Kapitalmarkt durch die Ausgabe von gerateten Anleihen refinanziert. Aufgrund der **Risikostreuung des Portfolios** unter den Gesichtspunkten der Branchen, Unternehmensgrößen, Bonitäten und Finanzierungsanlässe ist die Summe des Portfoliorisikos kleiner als das addierte Risiko der einzelnen Finanzierungen (isoliert betrachtet). Diese „Portfolioeffekte“ werden in Modellrechnungen simuliert und von Rating Agenturen und Investoren honoriert, es kommt letztlich zu einer günstigeren Bepreisung des einzelnen Genussscheins (siehe Abb. 1).

Ein zusätzlicher Vorteil für die weitere Verbreitung des Produkts „Mezzanine“ ist die Refinanzierung auf Portfolioebene durch die **Tranchierung** der „Portfoliostruktur“ in **unterschiedliche Risikoklassen**, einem Wasserfallprinzip folgend: Während die mit AAA-geratete Tranche in der Verzinsungs- und Rückzahlungsrangfolge als erste aus den Zins- und Tilgungs-Cash Flows der Genussscheine bedient wird (somit das geringste Risiko trägt und dafür entsprechend die geringste Risikoprämie erhält), ist die Risikoprämie auf die sogenannte Equity-Tranche (die als letzte aller Tranchen bei der Bedienung von Zinsen und Tilgungen berücksichtigt wird) entsprechend deutlich höher. Somit kann jeder Investor mit Interesse an der Asset-Klasse „Mezzanine“ entsprechend seines Risikoappetits in diese Strukturen investieren, ohne auf ein Unternehmen allein zu setzen.

Die deutlich **reduzierten Kosten** dieser neuen Mezzaninetitel mit Namen wie Equinotes, Heats oder Preps haben bisher zu einem bemerkenswerten Verbriefungsvolumen von insgesamt rd. 2,1 Mrd. € in den vergangenen 18 Monaten geführt. Dies stellt eine Vervielfachung gegenüber dem Ausgangsniveau der insgesamt in Deutschland nachgefragten Mezzaninefinanzierungen dar. Laut der „Unternehmensbefragung 2005“ der KfW-Bankengruppe und der führenden Industrieverbände denken

Autor:

Dr. Markus Guthoff,
 Mitglied des Vorstands,
 IKB Deutsche Industriebank AG

» Jeder Investor
 kann entsprechend
 seines Risiko-
 appetits in diese
 Strukturen inves-
 tieren, ohne auf ein
 Unternehmen allein
 zu setzen. «

Abb.1: Transaktionsstruktur

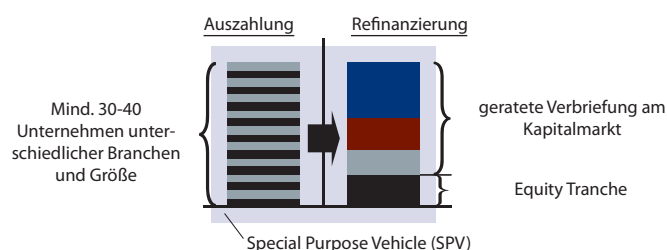
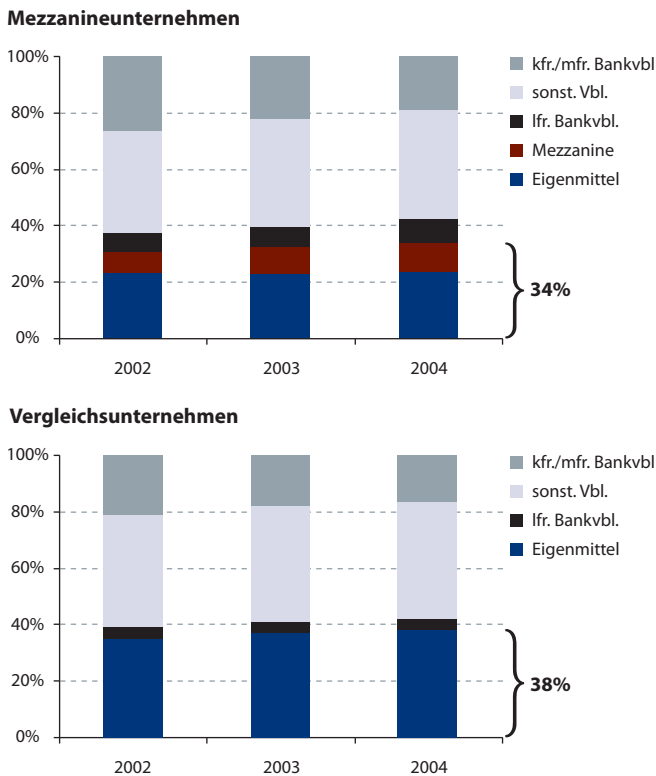


Abb.2 : Mezzanineunternehmen und Vergleichsunternehmen



immerhin rd. 10% der Unternehmen gegenwärtig über die Aufnahme von Mezzaninekapital nach.

» Die IKB hat die Jahresabschlüsse 2002-2004 von 420 Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes ausgewertet, davon 61 mezzanine finanziert, um Besonderheiten zu beleuchten. «

II. Wer nimmt Mezzaninekapital auf ?

Die IKB Deutsche Industriebank AG hat die **Zahlenwerke** von Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes ausgewertet, um die Besonderheiten der mezzanine-finanzierten Unternehmen zu beleuchten. Insgesamt wurden die Jahresabschlüsse 2002 – 2004 von jeweils **420 Unternehmen** analysiert, von denen 61 mezzanine Finanzierungsstrukturen aufwiesen. Das Sample der mezzanine-finanzierten Unternehmen (im folgenden: Mezzanineunternehmen) war hinsichtlich der Unternehmensgröße gut vergleichbar mit den traditionell finanzierten anderen Unternehmen (im folgenden: Vergleichsunternehmen).

1. Eigenmittelquote

Bei den Vergleichsunternehmen wuchs im Zeitraum 2002 – 2004 die **Eigenmittelquote** von

35% auf 38%, bei geringfügig gewachsener Bilanzsumme. Mezzanineunternehmen konnten ihr Eigenkapital nur von 22% auf 24% ausdehnen, bei allerdings deutlich gesteigener Bilanzsumme. Auffällig ist der Ausbau des Mezzanineanteils: Dieser wuchs von 7% auf rd. 10% der Bilanzsumme. Unter Berücksichtigung des Mezzaninekapitals konnte somit die Eigenkapitallücke zu den Vergleichsunternehmen nahezu geschlossen werden (38% versus 34% der Bilanzsumme).

Festhalten lässt sich: Mezzaninekapital hat in den letzten drei Jahren an Bedeutung gewonnen und hilft deutlich, die Minderausstattung des deutschen Mittelstands mit Eigenkapital auszugleichen (siehe Abb. 2).

2. Investitionsneigung

Mezzanineunternehmen weisen eine deutlich höhere **Investitionsneigung** auf als Vergleichsunternehmen. Ersichtlich wird dies an der höheren Anlagenintensität. Die Quote des Anlagevermögens liegt bei den Mezzanineunternehmen bei rd. 60% (im Zeitraum leicht wachsend), während sie in der Vergleichsgruppe bei nur rd. 45% der Bilanzsumme (stabil) liegt. Die Bilanzsumme entwickelt sich bei den Mezzanineunternehmen mit einem Wachstum von 24% im Analysezeitraum deutlich expansiver als bei der Vergleichsgruppe (+ 6%). Auch im **Gesamtleistungswachstum** haben die Mezzanineunternehmen mit + 18% gegenüber den Vergleichsunternehmen mit + 11% die Nase vorn (siehe Abb. 3 auf Seite 72).

Festzuhalten bleibt: Mezzanineunternehmen ersetzen durch die Aufnahme von eigenkapitalähnlichen Mitteln allenfalls teilweise Verbindlichkeiten. In größerem Umfang finanzieren sie viel mehr erfolgversprechende Investitionen in einem Finanzierungsmix und entwickeln sich damit deutlich dynamischer als Vergleichsunternehmen.

3. Zinsaufwand

Eine oft vermutete These ist, dass sich durch Aufnahme von relativ teuren Mezzaninemitteln die Zinsen für die klassischen Bankverbindlichkeiten reduzieren lassen. Diese These findet ihre empirische Bestätigung in der IKB-Analyse: Obwohl die Bankverbindlichkeiten bei

Mezzanineunternehmen einen höheren Anteil an der Bilanzsumme ausmachen als bei den Vergleichsunternehmen und gleichzeitig die Bilanzsumme bei den Mezzanineunternehmen größer ist, liegt der durchschnittliche betragsmäßige **Zinsaufwand** für klassische Bankverbindlichkeiten bei Mezzanineunternehmen knapp unterhalb der durchschnittlichen Ziffer der Vergleichsunternehmen. **Festzuhalten bleibt:** Die Aufnahme von Mezzaninekapital senkt die Zinsen für Bankkredite, verteuert aber den gesamten Zinsaufwand im Vergleich zu ausschließlich klassisch finanzierten Unternehmen. Trotzdem variiert der **Zinsdeckungsgrad** beider Unternehmensgruppen nur sehr gering: 6,1 (Mezzanineunternehmen) zu 6,3 in 2002 bzw. 7,3 zu 8,2 in 2004. Dies wiederum ist ein Beleg für die stärkere Cash Flow-Generierung der Mezzanineunternehmen.

Es stellt sich die Frage, ob Mezzanineunternehmen nur schneller wachsen oder auch besser verdienen als andere Unternehmen?

4. Erfolgsgrößen

Ein Gradmesser dafür ist die **EBITDA-Quote**, die den Ertrag vor Finanzierungskosten, Steuern und bei Ausblendung unterschiedlicher Anlagenintensitäten abbildet. Die EBITDA-Quote beider Unternehmensgruppen lag 2002 mit 8,8% bzw. 8,7% nahezu gleichauf. Bis zum Ende des Betrachtungszeitraums konnten die Mezzanineunternehmen diese Quote auf 9,5% steigern, während die Vergleichsunternehmen etwa den gleichen Wert aufwiesen wie zuvor (8,7%). **Festzuhalten bleibt:** Mezzanineunternehmen entwickeln sich dynamischer und erfolgreicher als Vergleichsunternehmen (siehe Abb. 4).

III. Verbessert Mezzanine das Rating?

1. Quantitative Rating-Einstufung

Im Vorfeld von Basel II ist die Relevanz des **Bankenratings** für die Dimensionierung des Kreditfinanzierungsspielraums, aber auch für die Argumentation der Unternehmensstabilität in leistungswirtschaftlichen Beziehungen, beispielsweise für Zuliefererverhältnisse, deutlich gestiegen. Ist die Aufnahme von Mezza-

Abb.3 : Bilanzsummenvergleich

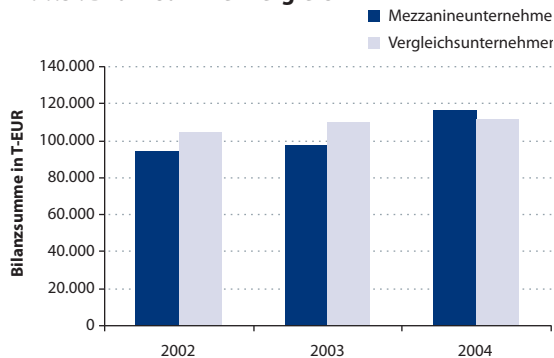
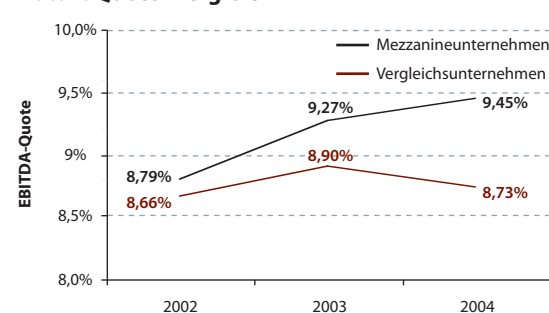


Abb.4 : Quotenvergleich



nekapital ein begünstigender Faktor für ein gutes Bankenrating?

In der Jahresabschlussanalyse der IKB Deutsche Industriebank AG wurde festgestellt, dass Mezzanineunternehmen ein leicht besseres quantitatives Rating¹ aufweisen als die Vergleichsunternehmen. Zudem lässt sich feststellen, dass ohne die Aufnahme von Mezzaninekapital die **quantitativen Ratingergebnisse** dieser Unternehmensgruppe schlechter wären.

Die **statische Betrachtung** der Rating-Ergebnisse erweist sich in praxi als wenig zweckdienlich: Die Aufnahme von Mezzaninekapital steht oft im Zusammenhang mit nennenswerten Investitionen. Es lassen sich somit **zwei Effekte** analytisch trennen: Zum einen bewirkt die Mezzaninekapitalaufnahme, isoliert betrachtet, eine **Verbesserung der Kapitalstruktur** und eine **Verringerung des Leverage Effektes**. Zum anderen führt die Investition im Finanzierungsmix oft zur **Verlängerung der Bilanz**, somit zu einem **Re-Leverage** und – wie oben beschrieben – zu einem höheren EBITDA und Cash Flow. Die beiden Effekte kompensieren einander u.U. völlig, so dass die Ratingnote im rein quantitativen Rating sich ggf. gar nicht verändert (siehe Abb. 5 auf S. 73).

» Mezzanineunternehmen entwickeln sich dynamischer und erfolgreicher als Vergleichsunternehmen. «

¹ Das quantitative Rating von Banken und Sparkassen ist dadurch gekennzeichnet, dass es sich ausschließlich auf Jahresabschlussgrößen und Planzahlen stützt.

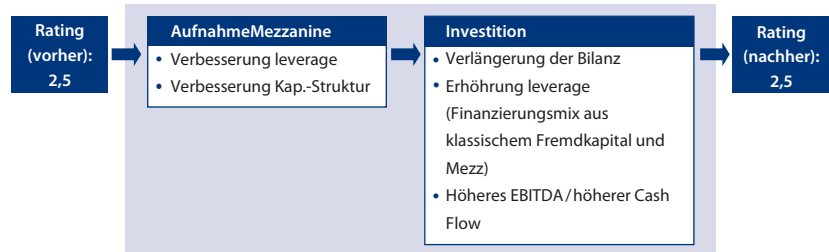
2. Qualitative Rating-Einschätzung

Allerdings wird die Aufnahme von Mezzaninekapital regelmäßig und unmittelbar die **qualitative Ratingeinschätzung**² verbessern. Diese positive Wirkung ergibt sich zum einen durch eine im Zusammenhang mit der Mezzaninekapitalaufnahme entstehende bessere Transparenz hinsichtlich Strategie und Wertschöpfungsprozesse, die durch eine externe Due Diligence-Untersuchung untermauert wird. Etwaige Schwächen im Finanz- und Rechnungswesen, in der Unternehmensplanung oder in leistungswirtschaftlichen Dimensionen werden aufgezeigt, ihre Abarbeitung kann vom Finanzpartner mitverfolgt werden. Die gesamte **Bankenkommunikation** wird professionalisiert, ggf. werden Beirats- oder Aufsichtsgremien eingerichtet. Dies alles trägt regelmäßig zur Verbesserung des qualitativen Ratings bei.

IV. Zusammenfassung

Durch die positiven Effekte der Zusammenfassung zahlreicher Mezzaninefinanzierungen auf standardisierter Basis zu einem Portfolio und

Abb.5 : Ratingnote im quantitativen Rating



die Nutzbarmachung der Effizienzvorteile einer strukturierten Refinanzierung am Kapitalmarkt sind die **Finanzierungskosten** für mittelständische Unternehmen deutlich gesunken. Angesichts der deutlich reduzierten Kosten von verbrieften Standard-Genussscheinen – bei gleicher erreichbarer Haftqualität – dürften sich die im Zeitraum 2002 bis 2004 beobachtbaren positiven Effekte für die nachfragenden Unternehmen zukünftig noch eindeutiger einstellen. Die empirischen Befunde aus der Jahresabschlussanalyse der IKB lassen vermuten, dass die verbreitete Nutzung von Mezzaninefinanzierungen einen wesentlichen Schritt zu einer verbesserten Ausstattung des deutschen Mittelstandes mit Haftkapital leisten kann. □

PRAXISTIPPS:

- ☐ Mezzaninekapital eignet sich für Mittelstandsunternehmen,
 - die eine gute und gesicherte Marktposition innehaben,
 - die ein bewährtes, überzeugendes Managementteam aufweisen
 - die einen relativ stabilen Cash-flow erwirtschaften,
 um bei gegebener Wachstumsperspektive eine vorhandene Eigenkapitalschwäche auszugleichen.
- ☐ Vor der Vergabe von Mezzaninekapital ist das zu finanzierende Unternehmen einem "Gesundheits-Check" zu unterziehen. Dabei wird insbesondere auch die Fähigkeit geprüft, inwieweit das Finanz- und Rechnungswesen den vereinbarten Reportingpflichten zeitpunktgenau entsprechen kann.
- ☐ Zur Absicherung paralleler Finanzierungen ist auf die vertraglichen Details der Mezzaninemittel zu achten, welche die Charakteristika von Eigenkapital ausprägen. Dies sind die Nachrangklausel, die Fristigkeit bzw. der Tilgungsmodus, die Gewinnabhängigkeit der Verzinsung und die Verlustteilnahme.
- ☐ Bei der Auswahl des Mezzaninegebers ist seine Mittelstandstauglichkeit, seine Betreuungskonzeption während der Laufzeit und seine Erfahrung als Mezzaninefinanzier zu hinterfragen.

Kontakt:

IKB Private Equity GmbH
Wilhelm-Böttsches-Str. 1
40474 Düsseldorf

Telefon: +49 (0)211 8221-4041
Fax: +49 (0)211 8221-2041
Email: private-equity@ikb.de

www.ikb-pe.de

² Im qualitativen Rating werden das Management, die Wertschöpfungskette und das Unternehmensumfeld eingewertet.