

Jahresrückblick 2010 Mezzanine: Der Markt bewegt sich wieder

Gliederung

- Programm-Mezzanine weiterhin ohne Verbriefungen
- Programm-Mezzanine Ausfälle 2010
- Programm-Mezzanine Volumen und Ausfallquoten
- Problematik Anschlussfinanzierung beim Programm-Mezzanine
- Ausfallquoten der Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften
- Fonds mit geringen Ausfällen
- Bedeutende Marktteilnehmer in 2010/ neue Player
- Vorankündigung
- Über Mezzanine-Bericht.de

Programm-Mezzanine weiterhin ohne Verbriefungen

Im Bereich des Programm-Mezzanines war 2010 abermals keine Verbriefung möglich. (*Unter Programm-Mezzanine wird die standardisierte Vergabe – für alle Unternehmen gleiche Vertragskonditionen und Laufzeiten – von Eigenkapital-ergänzenden Darlehen verstanden.*) Die letzte Verbriefung erfolgt Mitte 2007, also vor Ausbruch der Finanzkrise. Als Grund für diese negative Entwicklung kann neben dem gestiegenen Risikobewusstsein der potenziellen Investoren die fehlende Möglichkeit der Verbriefung (= Refinanzierung) an sich genannt werden. Die Commerzbank konnte beispielsweise im Februar 2011 erstmals nach 2 Jahren wieder eine Verbriefung von Mittelstandskrediten durchführen. Mezzanine-Verbriefungen wären möglicherweise bei höheren Zinssätzen möglich, doch sind diese Risiko-adäquate Zinssätze bei größeren Unternehmen mit besserer Bonität nur schwer durchsetzbar.

Programm-Mezzanine Ausfälle 2010

In 2010 kam es zu weiteren Ausfällen in den Mezzanine-Portfolios, die sich seit Beginn auf durchschnittlich fast 15% summieren. Die erwähnten Ausfälle wurden in 2010 durch die Insolvenz der Böwe Systec AG verursacht, die insgesamt 36 Mio€ bei den Programmen PREPS 2004-1, PREPS 2004-2 (zusammen 28 Mio€) und StaGeMezzanine (8 Mio€) aufgenommen hatte. Dass ein Unternehmen, das gleich von mehreren Programmen profitiert hat, in Insolvenz geht, ist nicht einmalig. Per Saldo kann davon ausgegangen werden, dass die 700 ausgereichten Mezzanine-Tranchen effektiv nur an rund 600 verschiedene Unternehmen vergeben worden sind. Die nachfolgende Tabelle stellt die in den Jahren 2004 bis 2007 platzierten Programme und ihre bekannten Ausfallraten dar, wobei sich die Ausfallquoten je nach Programm stark unterscheiden:

Programm-Mezzanine: Volumen und Ausfallquoten

Programm	Anbieter	Laufzeit- Ende	Emissions- volumen Mio€	Ausfälle Mio€	in %	Anzahl Unternehmen	max. Einzelrisiko Mio€
Preps 2004-1	HVB/CEG	Juli 2011	249	20	8,0%	34	10,0
Preps 2004-2	HVB/CEG	Dez. 2011	616	72	11,7%	67	18,0
H.E.A.T. I	HSBC Trinkaus	Aug. 2012	220	51	23,0%	32	
Preps 2005-1	HVB/CEG	Aug. 2012	313	35	11,1%	51	12,0
Preps 2005-2	HVB/CEG	Dez. 2012	360	60	16,7%	62	13,0
Force I/ EquiNotes	Deutsche Bank/ IKB	2012/17	371	39	10,5%	57	
StaGe Mezzanine	WestLB/ BayernLB	Juni 2012	176	29	16,5%	51	10,0
CB Mezzcap	Commerzbank	April 2013	200	46	22,9%	35	
H.E.A.T. II	HSBC Trinkaus	April 2013	280	56	19,8%	47	
Preps 2006-1	HVB/CEG	Juli 2013	321	51	15,9%	61	12,0
PULS CDO 2006-1	Merill Lynch, Advisum	Juli 2013	260	38	15,0%	40-45	10,0
H.E.A.T. III	HSBC Trinkaus	Febr. 2014	314	53	16,9%	60	
Preps 2007-1*)	HVB/CEG	März 2014	248	49	19,8%	53	9,5
Force II/ EquiNotes	Deutsche Bank/ IKB	2014/17	215	12	5,6%	49	
Σ/ Ø			4.143	611	14,7%	702	
Smart Mezzanine/ Prime	HSH, LBBW	2013/15	197	k.A.	k.A.	29	
ΣΣ			4.340			731	

Quelle: Handelsblatt , Mezzanine-Bericht.de, eigene Berechnungen von Mezzanine-Bericht.de

*) lt. PeoppeandDeals.de resultieren 40 Mio€ der Ausfälle im Zeitraum 05/09 bis 04/10

Die bisherigen Ausfallquoten liegen beim Standard-Mezzanine über den Erwartungen. Beim Mezzanine-Kongreß der Financial Times Deutschland im Dezember 2010 wurden von Schmitt-Ott, dem Geschäftsführer der Capital Efficiency Group, dem PREPS-Initiator, folgende Werte und Gründe genannt:

- Die PREPS-Ausfälle liegen bislang um 174 bps (vor Recovery) über den Erwartungen
- Hiervon sind 26 bps auf Betrug zurückzuführen, d.h. der Mezzanine-Geber hat vor der Vergabe bewußt falsche Zahlen und testierte Bilanzen vorgelegt
- Restrukturierungen mit 62 bps, die nur auf Grund der starren Struktur von Verbriefungen zum Ausfall wurden – bei klassischen Firmenkrediten hätte man noch handeln können
- A.o. Schwierige wirtschaftliche Jahre

(Schmitt-Ott nannte zudem die Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften als beste Alternative. - Die Durchführung des Kongresses zeigte überdies, dass wieder Bewegung in den Markt kommt.)

Problematik Anschlussfinanzierung beim Programm-Mezzanine

Vor dem Hintergrund, dass die ersten Programme ab Mitte 2011 auslaufen und somit das Mezzanine von den Unternehmen zurückgezahlt werden muß, widmeten sich, angeführt vom Finance-Magazin, gleich vier empirische Untersuchungen der Frage der Anschlussfinanzierung. Die 4 MrdEuro, die zurückgezahlt werden müssen, dürften von den wenigsten Unternehmen angespart worden sein. In einer gemeinsamen Studie der European Business School und der IKB wurde hierzu festgestellt, dass der durchschnittliche Anteil des Programm-Mezzanine an der Bilanzsumme der relevanten Unternehmen bei 15,6% lag (in Konzernabschlüssen bei 9,8%). Laut einer Studie des Bankhauses Hauck & Aufhäuser können „nur 22 % der untersuchten Unternehmen (...) bei Endfälligkeit tilgen. Damit erfüllt nur jedes fünfte Unternehmen die strukturellen Anforderungen dieser Finanzierung. Gut 75 % der Unternehmen erwarten eine Lücke in der Refinanzierung.“ Ein – basierend auf den aktuellen Ratings – „Horrorszenario“ findet sich unter http://www.pwc.de/de_DE/de/finanzierung/assets/PwC-MezzaninStudie_2011.pdf . Für H.E.A.T. 2007 wird eine Ausfallquote von 24,2% prognostiziert. Angesichts dieser Werte überrascht es nicht, dass sich nach Informationen von Mezzanine-Bericht.de auch der Bundestag mit der Thematik Anschlussfinanzierung beschäftigen will. Eine Lösung des Problems könnte in einer Verlängerung der Laufzeiten sein, was allerdings wegen der notwendigen Abstimmung mit den Gläubigern schwierig ist. Bei H.E.A.T. wurde 2010 über eine Verlängerung der eigenen Programme um fünf Jahre nachgedacht; bei PREPS um ein Jahr.

Ausfallquoten der Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften

Die erwähnten bisherigen Ausfallraten von knapp 15% sind zwar hoch, erscheinen aber nicht untypisch. Wie eine Untersuchung von Mezzanine-Bericht.de zeigt, lag die Ausfallrate bei den Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften (MBG) im Vergleichszeitraum bei rund 20%. Dieser höhere Wert relativiert sich wiederum angesichts des breiteren Investitionsfokus (auch Restrukturierungen und Gründungen) sowie eines Zinssatzes, der um gut drei Prozentpunkte über dem des Programm-Mezzanines liegt und somit größere Risiken einpreist und der häufig vorhandenen Rückdeckung durch ein Förderinstitut. Außerdem verstehen sich einige MBG als Selbsthilfeeinrichtungen der Wirtschaft. Wer diesen Anspruch hat, akzeptiert auch höhere Ausfallquoten, sofern die Gesamtrechnung stimmt.

		Abwicklungs-		
Mio€	Volumen	fälle	%	
2004	1.051,8	65,0	6,2,%	
2005	1.087,5	51,9	4,8,%	
2006	1.150,4	39,5	3,4,%	
2007	1.205,6	36,8	3,0,%	
2008	1.218,8	41,4	3,4,%	
2009	1.210,4	56,6	4,7,%	
		291,0		
(Quelle: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften)				

Fonds mit geringen Ausfallquoten

Unter den mehrjährigen Marktteilnehmern gibt es sowohl mit BayernMezzanine wie auch mit der nur in der Schweiz aktiven Credit Suisse Anlagestiftung (CSA) Mezzanine Anbieter mit bislang nur marginalen Ausfälle. Doris Röhl, Portofolio Managerin der CSA hat anlässlich eines Mezzanine-Seminars am Institut für Finanzdienstleistungen Zug (Juli 2010) darauf hingewiesen, dass es in Ihrem Haus auch längere Perioden ohne jegliche Vergabe gibt. Im Krisenjahr 2009 erfolgte keine Transaktion. Zudem sei die Nachfrage in der Schweiz gering. Dies dürfte mit der besseren Eigenkapitalausstattung der schweizer Unternehmen sowie der Möglichkeit der Kantonalbanken, auch unbesicherte Kredite vergeben zu können, zusammenhängen.

Bedeutende Marktteilnehmer in 2010/ neue Player

Als bedeutendste Marktteilnehmer haben sich erneut die 15 Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften erwiesen, die in 2010 rund 202 Mio€ an 674 Unternehmen ausgereicht haben. Bundesweit aktiv ist u.a. DZ Equity – bei kleineren Transaktionen im Verbund mit den örtlichen

Genossenschaftsbanken. Regional bedeutende Player sind u.a. Bayern Mezzanine (seit 2006 wurden 70 Mio€ der verfügbaren 100 Mio€ an bayerische Unternehmen ausgereicht), die NRW.Bank, Midas sowie WGZ (alle NRW).

Begleitet von einem großen Medienecho wurde im Frühjahr der „Mittelstandsfond für Deutschland“ der Deutschen Bank gestartet. Dieser von M-Cap verwaltete Fonds umfaßt 300 Mio€ die in Tranchen von 2 bis 10 Mio€ an stabile Unternehmen mit einem Zinssatz von rund 12 bis 14% verteilt werden sollen. Mangels Co-Investoren hat man die Zielgröße von 500 Mio€ noch nicht erreicht.

Im Sommer ging der gemeinsam von der KfW und der Commerzbank gegründete Eigenkapitalfonds für den deutschen Mittelstand an den Start, der sich allerdings auf „echte“ Beteiligungen fokussiert. Der Fonds mit einer Zielgröße von 500 Mio€ umfaßt – nach der Beteiligung des Bankhauses Hauck & Aufhäuser - zwischenzeitlich mehr als 200 Mio€, die an größere Mittelständler in Tranchen zwischen 10 und 30 Mio€ vergeben werden sollen.

Verzinsung des eingesetzten Kapitals

Trotz der genannten zweistelligen Ausfallquoten dürfte die Rendite bei den meisten Anbietern positiv sein. Die Durchschnittsrendite der PREPS-Programme lag Stichtag Oktober 2010, so Schmitt-Ott, bei 4,7%. Die Ausfallquote aller PREPS-Fonds liegt, so eigene Berechnungen, bei 13,6%. Ein Ausfall liegt bereits vor, wenn das Unternehmen zweimal nicht die vereinbarten Zinsen zahlen kann. Zinsstundungen oder –reduktionen sind in Phasen von umfangreichen Restrukturierungen nicht ungewöhnlich. Entscheidend für die finale Beurteilung der Rendite wird der Rückzahlungstermin sein. Berechnungen von Mezzanine-Bericht.de zeigen zudem, dass bei Fortschreibung der bisherigen Ausfallquoten eine Verzinsung von rund 4% erreicht werden kann – trotz des mit \varnothing 7,4% niedrigen Zinssatzes, den die Unternehmen zu zahlen haben. Das Hauptproblem für die Investoren erscheint daher die Strukturierung in Senior- und Junior-Tranche zu sein.

Ebenfalls beim erwähnten Mezzanine-Kongreß der FDT betonte Olivier Weddrien, der Geschäftsführer von DZ Equity, das die Mezzanine-Engagements seines Haus zumindest alle Fixkosten decken, also auch die Personalkosten der im Beteiligungsbereich tätigen Mitarbeiter. DZ Equity beschäftigt rund 40 Personen. Die Erträge aus Beteiligungen wären Zusatzeinnahmen. Claudio Marco Galgiani hat in seiner Diplom-Arbeit festgestellt, dass die CS Anlagestiftung etwa 5-6% auf ihr investiertes Kapital erhält, obwohl die Verzinsung durch die vorhandenen Festgelder geschmälert wird.

Vorankündigung

Am 04. Juli 2011 findet wieder das IFZ-Seminar „Mezzanine und hybride Finanzierungen – die nachhaltige Finanzierung?“ statt. Inhalt des Seminars wird u.a. ein aktualisierter Marktüberblick incl. Nennung der Anbieter sein.

<http://www.mezzanine-bericht.de/Mezzanine-Seminar%202011.pdf>

Über Mezzanine-Bericht.de

Mezzanine-Bericht.de war mit über 150.000 Seitenaufrufen in 2010 erneut das führende Internet-Portal zur Thematik Eigenkapital-ergänzende Darlehen. Unter Mezzanine-Bericht.de ist u.a. eine umfangreiche und verlinkte Auflistung von Mezzanine-Anbietern sowie ein RSS zu Mezzanine abrufbar. Mezzanine-Bericht.de ist ein Service der Münchner Beratungsgesellschaft Equity Advice GmbH



Die Equity Advice GmbH erstellt im Projektgeschäft häufig auf Empfehlung von Kreditinstituten die für deren Kreditentscheidungen bzw. zur Weiterleitung an Förderinstitute (z.B. KfW) notwendigen Businesspläne. Diese werden binnen kurzer Zeit ohne zu großen Aufwand erstellt, wobei durch die reflektierende Arbeitsweise das Unternehmen oftmals einen Zusatznutzen erhält.

Auf Basis der vorhandenen Expertise ist die Equity Advice ebenfalls bei der Kapitalbesorgung für etablierte Unternehmen tätig.

Im Geschäftsbereich Controlling werden zahlreiche Unternehmen fast aller Branchen mit Umsätzen zwischen 4 Mio€ bis 100 Mio€ (Schwerpunkt etwa 20 Mio€) zum Teil seit 15 Jahren begleitet.

Darüber hinaus berät Equity Advice institutionelle Investoren/ Banken bei der Thematik Deutscher Mittelstand/ Mezzanine incl. Gestaltung entsprechender Fonds.

(<http://www.equity-advice.de>) .

Mezzanine-Bericht.de

c/o Equity Advice GmbH

Merzstrasse 16

D-81679 München

Tel.: ++49/89/ 189 378 770

g.bruch@equity-advice.de

Guido Bruch, München, im Februar 2011

Nachdruck mit Quellenangabe „Mezzanine-Bericht.de“ bzw. Übernahme des Textinhaltes „Mezzanine-Bericht.de“ gerne erlaubt.