

Jahresrückblick 2013 Mezzanine: Unverändert sinkendes Marktvolumen/ gesamte Kreditnachfrage rückläufig und geprägt vom Margendruck

Zwecks Ausgleich der geringen Nachrichtenlage während des Jahres wird nachfolgend nicht nur der Sektor der Eigenkapital-ergänzenden Darlehen betrachtet, sondern der „Bogen“ Richtung Mittelstandsanleihen „weitergespannt“.

Gliederung

- Hohe Ausfälle bei beendeten Programmen
- Niedrige Zinsen erhöhen die Opportunitätskosten der Mezzanine-Finanzierung
- Schwache Kreditnachfrage belastet auch die Mezzanine-Anbieter
- Kreditfonds als neue, aber bislang unbedeutende Marktteilnehmer
- Parallelen zwischen Programm-Mezzanine und Mittelstandsanleihen nehmen zu

Weitere Mezzanine-Programme beendet

CB Mezzcap (an 35 Unternehmen waren 200 Mio€ ausgereicht worden) dürfte mit einer Ausfallquote von über 30% das bislang am schlechtesten performte Mezzanine-Programm gewesen sein. Mit der Beendigung des Programms erhielten die Investoren Klarheit.

H.E.A.T. II (an 47 Unternehmen waren 280 Mio€ ausgereicht worden) liefert ebenfalls im Frühjahr aus. Die Investoren konnten sich nur über die planmäßige Tilgung von knapp 105 Mio€ von 19 Unternehmen freuen. Weitere 30 Mio€ wurden vorab bzw. später getilgt. Für 60 Mio€ gibt es im Zuge von Restrukturierungsmaßnahmen noch Hoffnung, sofern das ESUG, das neue Schreckgespenst der Mezzanine-Investoren, nicht zum Einsatz kommt.

Im Sommer lief das fünfte der sechs PREPS-Programme aus. PREPS 2006-1 hatte 61 Unternehmen rund 321 Mio€ finanziert. Während die ursprünglich 239 Mio€ umfassenden A-Tranchen komplett zurückgezahlt wurden, erhielten die Investoren der B-Tranchen (49 Mio€ Volumen) nur 15% ihres Einsatzes zurück. Die Investoren der Junior-Tranchen gingen mit Ausnahme der anfänglichen Zinszahlungen leer aus. Ihr Einsatz von 39 Mio€ wurde nicht getilgt. Lediglich 35 Unternehmen tilgten planmäßig. Nachzahlungen sind noch möglich.

Smart- bzw. Prime-Mezzanine (29 Unternehmen erhielten knapp 197 Mio€) hatte ein anderes Problem: Der Portfoliomanager geriet in Liquiditätsnot, so dass die Abwicklung der Tilgungen temporär nicht gewährleistet war. Das Problem konnte gelöst werden; die Ausfallrate war relativ gering.

In 2014 laufen schließlich mit PREPS 2007-1, H.E.A.T. III und Force die verbliebenen Programme aus.

Dass die Ausfallquoten in Mezzanine-Segment traditionell hoch sind, wird durch die Entwicklung bei der Bayerischen Beteiligungsgesellschaft (BayBG) deutlich. Die BayBG kann auf eine

Erfahrung von über 40 Jahren zurückblicken und ist die größte der auf Bundesländer-Ebene agierenden mittelständischen Beteiligungsgesellschaften (MBG):

Jahr	Volumen (Jahresmittel)	Abwicklungs- fälle	%
2005/06	273,5	13,0	4,8,%
2006/07	277,1	9,1	3,3,%
2007/08	287,6	6,7	2,3,%
2008/09	303,1	14,2	4,7,%
2009/10	306,6	13,8	4,5,%
2010/11	312,5	9,8	3,1,%
2011/12	323,6	7,8	2,4,%
Σ		56,8	25,1,%

Im Gegensatz zu den Anbietern des Programm-Mezzanines begleitet die BayBG auch Restrukturierungsfälle, so dass ihre Zinsmarge höher als die beim Programm-Mezzanine ist (= bessere Verzinsung des Risikos). Auf Grund ihres breiten Gesellschafterkreises und des umfangreichen Netzwerkes dürfte der Marktzugang der BayBG zudem günstiger sein. Dass die BayBG wie auch andere MBGs seit Jahrzehnten erfolgreich am Markt agieren kann, zeigt auch, dass das Geschäftsmodell Mezzanine-Vergabe grundsätzlich nachhaltig rentabel sein kann.

Für potentielle Investoren interessant: Die vermutlich umfangreichste Analyse des Jahres veröffentlichte das Fach-Magazin „Institutional Money“. Abrufbar unter [http://www.institutional-money.com/magazin/?tx_ttnews\[tt_news\]=42027&highlight=mezzanine](http://www.institutional-money.com/magazin/?tx_ttnews[tt_news]=42027&highlight=mezzanine)

wird u.a. die These vertreten, dass mit „Nischen-Fonds“ durchaus eine Überrendite erzielt werden kann.

Von den im Artikel erwähnten Debt Funds bzw. Schattenbanken traten bislang keine bei Mittelstandsfinanzierungen in Erscheinung. Das Gleiche gilt für den im Frühjahr gestarteten Fonds von Rantum Capital, an dem sich diverse (vormalige) Unternehmer und Manger beteiligt haben. Stattdessen hat Rantum Capital im August mit der Reutax AG einen insolventen Personal-Dienstleister übernommen.

Während somit das Angebot an Mezzanine durch das Auftreten der Kreditfonds grundsätzlich wieder gestiegen ist, gestaltet sich die Kapital-Nachfrage weiterhin als sehr schleppend. Lt. KfW sank im 3. Quartal 2013 die Kreditnachfrage trotz extrem günstiger Zinsen weiter. Die Selbstfinanzierungskraft der Unternehmen ist zwischenzeitlich so hoch, dass Kredite seltener nachge-

fragt werden. Mezzanine kommt konsequenterweise noch seltener zum Einsatz, wird es i.d.R. doch als Hebel genutzt um größere Kreditvolumina darstellen zu können.

Für den Markt der kleineren Mezzanine-Tranche von Bedeutung dürfte die Analyse der KfW sein, dass es zu einem starken Margenrückgang bei Krediten unter 1 MioEuro gekommen ist. D.h. die Opportunitätskosten Mezzanine sind weiter gestiegen. Die gesunkenen Margen sind, so eine Beurteilung von Mezzanine-Bericht.de, eine Folge des hohen Liquidität, des Drangs der Geschäftsbranchen in den kleineren Mittelstand sowie auch der Fusionen im Bereich der Genossenschaftsbanken mit der Folge einer verstärkten Konkurrenz für den Sparkassensektor.

Exkurs: Verteilungspolitische Relevanz des Zinsniveaus.

Die gesunkenen Zinsen bewirken eine Umverteilung des Vermögens: Nicht nur der Mittelstand profitiert vom geringeren Zinsaufwand, sondern beispielsweise auch die DAX-Konzerne und deren Aktionäre. Bei Finanzschulden von 90 MrdEuro, die beispielsweise die VW AG hat, impliziert die günstigere Zinslast eine jährliche Ersparnis von mehreren Mrd. Euro im Vergleich zur Vorkrisenzeit. (Die niedrigeren Zinsen haben somit maßgeblich zum Gewinnanstieg der Konzerne beigetragen, der wiederum zur günstigeren KGV-Bewertung beitrug und somit die Rekordstände beim DAX rechtfertigt.)

Folglich steigt das Vermögen der Aktionäre, während das der abhängig Beschäftigten sinkt, so Prof. Max Otte. (Im 3. Quartal 2013 sanken die Reallöhne/ die Erträge aus Lebensversicherungen sinken ebenfalls.) – *Ende des Exkurs.*

Individual-Mezzanine wird weiterhin von Spezialisten angeboten

Neben den Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften wird Individual-Mezzanine weiterhin von Regional-agierenden Gesellschaften wie BayernMezzanine angeboten. Die im Vorjahr an dieser Stelle noch genannten Midas-Fonds gehörten seit Ende 2011 zum Firmengeflecht der S&K-Gruppe und sind offenbar nicht mehr aktiv. Möglicherweise wurde dieser Fond von seinen neuen Gesellschaftern „ausgeplündert“.

Mittelstandsanleihen

Da der Markt für Mittelstandsanleihen starke Parallelen zu dem des Programm-Mezzanines aufweist, erfolgt hier ebenfalls ein kurzer Rückblick. Als ähnlich kann das starke Wachstum des Marktes – binnen 3 Jahren wurden 5 MrdEuro emittiert - sowie die anschließenden Enttäuschungen für die Investoren angesehen werden. Tendenziell ist die Bonität der finanzierten Unternehmen ebenfalls eher mittelmäßig bis schlecht, da sich Unternehmen mit guter Bonität gar nicht bzw. wesentlich günstiger und einfacher über die Geschäftsbanken finanzieren können. Zudem hat sich im Insolvenzfall gezeigt, dass zahlreiche Mittelstandsanleihen faktisch mit keinen werthaltigen Sicherheiten versehen waren, so dass die Investoren eigentlich Mezzanine zur Verfügung gestellt haben ohne es zu wissen.

Im Jahr 2013 nahmen die Insolvenzen der Mittelstand-Emittenten zu. Hatten zuvor primär Unternehmen aus dem Bereich der regenerative Energien Probleme, sind nun auch andere Sektoren betroffen. Der erst 2010 begründete Markt der Mittelstandsanleihen hatte 2012 nur 3, 2013 aber bereits 7 Insolvenzen zu verzeichnen. Ein Unternehmen (Getgoods) meldete hierbei unmittelbar nach dem Einwerben von 60 MioEuro Insolvenz an. Insgesamt sind zwischenzeitlich rund 440 MioEuro ausgefallen.

Die Insolvenzen führten dazu, dass andere Unternehmen nicht mehr erfolgreich platzieren konnten und somit letztlich einen tendenziell 7-stelligen Betrag (Kosten der Emission incl. Prospekt/Werbung/ Berater) ohne Gegenleistung ausgaben. Per Saldo übersteigt die Ausfallrate bei den Minibonds die der Junk Bonds. Von 2010 bis Mitte November sind 11% der Mittelstands-Anleihen ausgefallen. Bei den europäischen Junk Bonds betrug die Ausfallrate nur etwa 7%.

Über Mezzanine-Bericht.de

Mezzanine-Bericht.de war mit einer sechsstelligen Anzahl an Seitenaufrufen 2013 erneut das führende Internet-Portal zur Thematik Eigenkapital-ergänzende Darlehen. Mezzanine-Bericht.de ist ein Service der Münchner Beratungsgesellschaft Equity Advice GmbH



Die Equity Advice GmbH erstellt im Projektgeschäft häufig auf Empfehlung von Regionalbanken und Steuerberatern 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. Ein wichtiger Aspekt hierbei ist auch die Preisberatung („Pricing“). Hierzu wird mit www.verkaufspreis-optimierung.de der erste Blog i.S. Pricing für KMU betrieben. Im Anschluß an diese Seite wird die Pricing-Thematik vorgestellt.

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

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 Januar 2014