

DER M&A-MANAGER

NEWS AUS BERATUNG, SANIERUNG UND UNTERNEHMENSVERKAUF

EDITORIAL

Liebe Leserinnen und Leser,

„Mezzanine“, war das nicht dieses eigenartige Finanzierungsinstrument, das Mitte der 2000er dutzende Unternehmen und die dahinter stehenden Finanzierungsprogramme in den Renditeabgrund riss?

Heute ist Mezzanine ein echtes Ass im Ärmel des Unternehmers zur „Zwischenfinanzierung“: seriöse Anbieter, deutlich höhere Anforderungen, professionelle Strukturierung.

Doch ob nun stille Beteiligung oder Genuss-scheine: Lassen Sie sich immer eine individuelle Lösung vorschlagen. Mezzanine ist vergleichsweise teuer, bietet dafür aber erhebliche Freiheitsgrade.

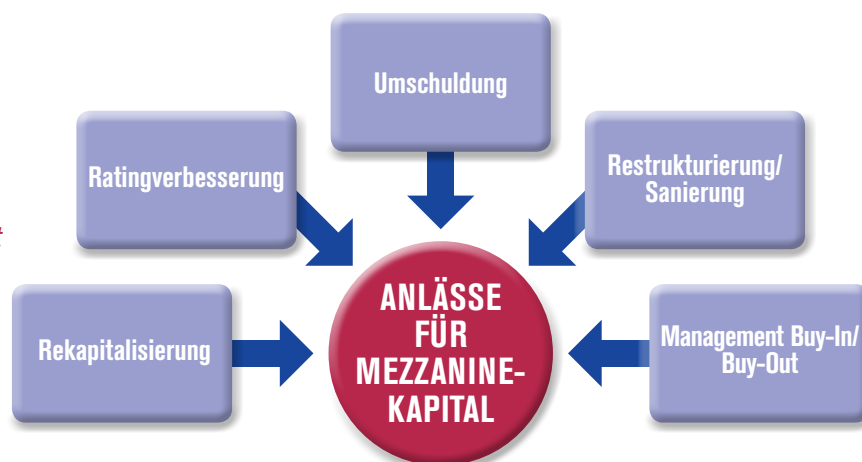
Ihr M&A-MANAGER Team

HANSE Consulting M&A

UNTERNEHMENS(VER)KAUF IST VERTRAUENSACHE.
ERFOLGSORIENTIERT.

DAS ASS IM ÄRMEL DES UNTERNEHMERS

Ob im Rahmen von Wachstum, Umschuldung, Buy-Out/Buy-In oder einfacher Rekapitalisierung, Mezzanine-Kapital hat im heutigen Corporate-Finance-Geschäft im Mittelstand einen festen Stellenwert eingenommen. Die Wahl des Finanzierungspartners und die vertragliche Ausgestaltung birgt Spielräume und Fallstricke, die wir Ihnen im Folgenden aufzeigen.



DER WEG AUS DER KRISE

Die letzten Jahre waren wahrlich nicht einfach: Steigende Rohstoffpreise bei gleichzeitig steigendem Preisdruck ließen die Marge eines deutschen Automotive-Zulieferers spürbar schrumpfen. Die überdurchschnittlich hohen Overheadkosten taten ihr Übriges, das Unternehmen schrieb das dritte Jahr in Folge rote Zahlen.

Im Rahmen einer Restrukturierung gelang dem Unternehmen im vierten Jahr der Turnaround, damit wurde wieder ein positives Geschäftsergebnis erzielt. Die Zeichen standen auf Aufschwung: Der Mittelständler identifizierte Wachstumspotenziale und große Aufträge füllten die Pipeline.

Der erstmals positive Cashflow reichte jedoch nicht aus, um erforderliche Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen und die Vorfinanzierung anstehender Großprojekte zu stemmen. Die geringe Eigenkapitalquote wirkte sich negativ auf die Bonität aus und machte die Zuführung von Fremdkapital praktisch unmöglich.

Das Kapital durch Erweiterung des Gesellschafterkreises zu erhöhen, kam für das seit Generationen in Familienhand befindliche Unternehmen nicht in Frage. Die Lösung lag auf der Hand:

MEZZANINE-KAPITAL

Mezzanine-Kapital als sogenanntes hybrides Finanzierungsinstrument besitzt je nach vertraglicher Ausgestaltung Eigen- oder Fremdkapitalcharakter und kann dementsprechend bilanziert werden. Typischerweise erfolgt jedoch eine bilanzielle Zuordnung zum Fremdkapital.

Ursprünglich beschreibt der Begriff „Mezzanine“ ein Halb- oder Zwischengeschoss eines mehrstöckigen Gebäudes. In den letzten Jahren hielt jenes „Zwischengeschoss“ in den Bilanzen zahlreicher mittelständischer Unternehmen in Form von (a)typischen Beteiligungen, Genussrechten, partiarischen oder Nachrangdarlehen Einzug.

Der Gesetzgeber eröffnet dabei bewusst Spielräume für Kapitalgeber und -nehmer hinsichtlich der Ausgestaltung von Mezzanine-Finanzierungen, sodass insbesondere in Bezug auf Laufzeit, Verzinsungs- und Rückzahlungsmodalitäten flexible Lösungen opportun sind. Die bilanzielle Zugehörigkeit von Mezzanine-Kapital zum Eigen- oder Fremdkapital ist für das Unternehmen meist nur zweitrangig. Größere Relevanz hat die wirtschaftliche Eigenkapitalfähigkeit, um durch die „Kapitalspritze“ neben Liquidität auch das Rating bei Fremdkapitalgebern und Lieferanten zu verbessern.

Das wirtschaftliche Eigenkapital ist eine erweiterte Form des bilanziellen Eigenkapitals, welches eine essenzielle Kennzahl für Ratingzwecke ist. Damit Mezzanine-Kapital als wirtschaftliches Eigenkapital anerkannt wird, sollten üblicherweise folgende Kriterien erfüllt werden:

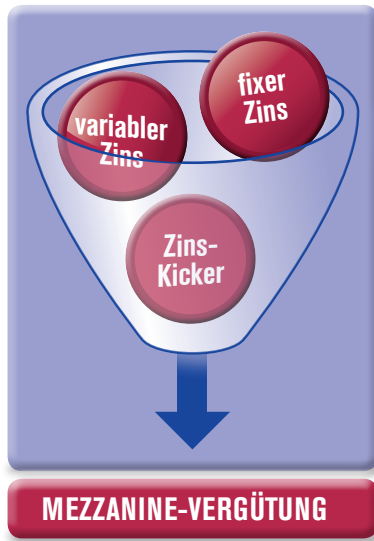
1. Nachrangabrede: Im Insolvenzfall sind die Ansprüche der Mezzanine-Geber erst nach denen der Fremdkapitalgeber zu bedienen (im Regelfall aber vor Rückzahlungsansprüchen von Gesellschafterdarlehen).
2. Langfristige Überlassung: Es ist eine vertragliche Mindestlaufzeit von fünf Jahren erforderlich; die Restlaufzeit muss zum Bilanzstichtag mehr als ein Jahr betragen.
3. Kündigungsrechte: Ein ordentliches Kündigungsrecht ist zumindest für den Kapitalgeber im Rahmen der vertraglichen Mindestlaufzeit üblicherweise ausgeschlossen.
4. Erfolgsabhängige Vergütung: Die Verzinsung des Kapitals erfolgt mit einem fixen und mindestens einem variablen Bestandteil. Der variable Teil dabei ist vom Erfolg des Unternehmens abhängig.
5. Besicherung: Eine Besicherung durch das Unternehmen erfolgt nicht.

ABER: ‚THERE IS NO SUCH THING AS A FREE LUNCH‘

Mezzanine-Kapital spült frisches Geld in das Unternehmen und optimiert als Teil des wirtschaftlichen Eigenkapitals die Passivseite der Unternehmensbilanz.

Und das alles, ohne Gesellschaftsanteile abzugeben oder selbst eine Kapitalerhöhung durchführen zu müssen. Wo ist der Haken?

Die fehlende Besicherung und das mit der Nachrangigkeit verbundene Risiko, das eingesetzte Kapital zu verlieren, lassen sich die Investoren gut bezahlen. Die Tatsache, dass häufig die Unternehmen, die von Fremdkapitalgebern kein frisches Kapital bekommen, eine Mezzanine-Finanzierung suchen, macht diese Finanzierungsform ebenfalls nicht günstiger. Der Mezzanine-Geber ruft neben fixem und variablem Zins in vielen Fällen noch einen „Zins-Kicker“ auf, eine Form der Beteiligung an der Wertsteigerung des Unternehmens, die bei Finanzierungsende zu einem Recht auf Eigenkapitalbeteiligung (dann „Zins-Kicker“ genannt) oder einer entsprechenden Ausgleichsregelung, sprich einer weiteren Zahlung führt. Hier empfehlen sich genaue Berechnungen, so lagen im vorliegenden Fall Angebote auch schon ohne „Zins-Kicker“ mit einer effektiven Verzinsung von 8 % bis 15 % p. a. vor.



Ebenfalls ist ein Blick auf die vereinbarten Nebenkosten ratsam: Abschluss-, Transaktionsgebühr oder Strukturierungsentgelt als Einbehalt (Disagio) oder mit Zahlungsfälligkeit bei Kapitalzuführung laufen zu Lasten der Liquidität des Kapitalnehmers und sind regelmäßig Bestandteil von Angeboten. Bei den bietenden Finanzierungspartnern lag hier häufig der größte Verhandlungsspielraum.

Mezzanine-Kapital wird üblicherweise endfällig zurückgeführt. Dieser Sachverhalt erfordert eine entsprechende Ansparung innerhalb des relativ kurzen Finanzierungszeitraumes und bedeutet eine Belastung der Liquidität im Rückführungsjahr, sofern keine Anschlussfinanzierung geplant ist, welche aber viele Kapitalgeber anbieten.

Auch wenn Mezzanine-Geber keine Gesellschaftsanteile erhalten, so fordern sie Informations- und Mitbestimmungsrechte. Bei den angesprochenen Investoren lagen diese auf einer Bandbreite vom standardisierten Monatsreporting bis hin zu einem aktiven Sitz im Beirat bzw. intensiver operativer Einflussnahme. Hiermit wären Mezzanine-Geber faktisch Gesellschafter auf Zeit, die die operative Freiheit des Unternehmens beschränken würden.

Zu berücksichtigen ist außerdem, dass die Mezzanine-Geber nicht unbegrenzt Kapital zur Verfügung stellen. Vereinzelte Anbieter können Mezzanine-Kapital maximal in Höhe des bestehenden Eigenkapitals zuführen. Häufig – gerade bei echten Turnaround-Fällen – reicht diese restriktive Kapitalstärkung nicht aus, sodass andere Finanzierungsüberlegungen angestrebt werden müssen.

Selbstverständlich sind auch die bereits bestehenden Finanzierungspartner zu beachten: Gibt es bei einer zerklüfteten Bankenstruktur ggf. Institute mit einer unzureichenden Besicherung, die die Zuführung von Mezzanine-Kapital als Chance sehen, um ihr Engagement zu quittieren? Das könnte eine Lawine losretten, die im Worst Case die Zahlungsfähigkeit des Unternehmens gefährdet.

Beim Automotive-Zulieferer gab es nur wenige und allesamt gut besicherte Kreditgeber, damit war ein Rückzug des Engagements äußerst unwahrscheinlich.

Des Weiteren scheuen sich viele Mezzanine-Geber in der Praxis, ihr Kapital zur Ablösung von anderen Fremdkapitalgebern zur Verfügung zu stellen. Sie bevorzugen die Investition in Produktivvermögen (Erweiterungsinvestitionen, Working Capital u. ä.).

Für den Unternehmer ist die wachstumsorientierte Verwendung des Mezzanine-Kapitals sogar Pflicht: Wie soll ansonsten die deutlich über Fremdkapital-Konditionen liegende Verzinsung erwirtschaftet werden?

Für den Automotive-Zulieferer wurden mehrere Angebote eingeholt, verglichen und nachverhandelt, bis die optimale Lösung stand. Die mit dem zusätzlichen Kapital getätigten Investitionen brachten das gewünschte Wachstum, so dass die Rückführung des Mezzanine-Kapitals über den generierten Cash Flow möglich war.

CHECKLISTE: MEZZANINE-KAPITAL

- Vergütung.....
- Nebenkosten
- Rückführung
- Mitbestimmung
- Maximale Kapitalhöhe
- Bankenstruktur.....
- Investitionszweck

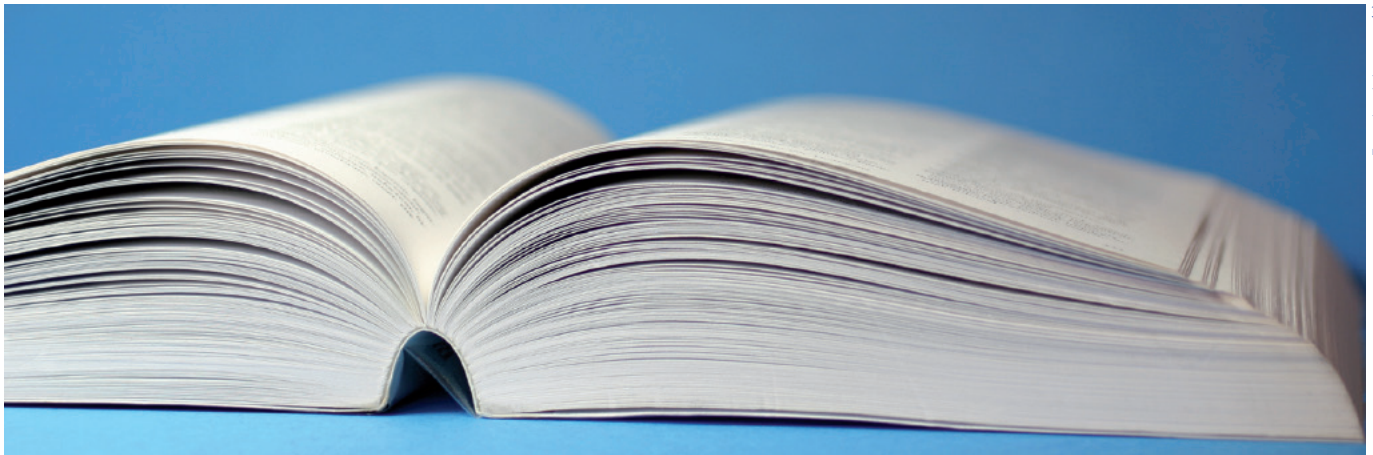
FAZIT

Mezzanine-Kapital gibt es nicht umsonst. Man sollte sich daher über eine integrierte Unternehmensplanung absichern, dass Vergütung und Refinanzierung innerhalb der Kapitalüberlassung problemlos möglich sind, damit das Mezzanine-Kapital am Ende mehr Segen als Fluch ist. Außerdem muss für einen begrenzten Zeitraum zumindest auf ein kleines Stück operative Freiheit verzichtet werden, dafür bekommt man jedoch auch frisches Kapital in Situationen, in denen der Geldhahn häufig anderenorts versiegt.



Stefan Bensing, M.Sc.

Senior Berater M&A/Corporate Finance
Bensing@HanseConsulting.de



Fotos: istockphoto.com (2)

VON SHORT LIST BIS SWOT-ANALYSE

SHORT LIST

Eine Auswahl von Kandidaten, die anhand einer Analyse nach bestimmten Kriterien aus einer ► **LONG LIST** eingegrenzt wurden (Kandidatenanalyse); ein Vorgehen, das beispielsweise bei der Target List zum Einsatz kommt. Alternativ bezeichnet die Short List den Teil von Bietern, die im Prozess bleiben dürfen.

SIGNING

Vertragsabschluss, der die rechtliche Bindung des Käufers an das erworbene Zielunternehmen fixiert; siehe auch ► **CLOSING**.

SPIN-OFF

Möglichkeit für Unternehmen/Konzerne, kurzfristig an Kapital zu kommen, indem einzelne Unternehmensteile ausgegliedert und verselbständigt werden und der Unternehmensteil in eine Beteiligung umgewandelt wird.

START-UP FINANCING

Gründungsfinanzierung; Finanzierung eines Unternehmens, welches sich noch in der Gründungsphase befindet und noch nicht oder nur in sehr geringem Maße auf dem Markt aktiv ist ► **SEED CAPITAL**.

STILLE GESELLSCHAFT

Stille Beteiligung, meist mit vorher festgelegter Laufzeit, fixiertem Zins und erfolgsabhängiger Komponente; es besteht die Möglichkeit die Beteiligung anonym zu halten, dadurch erfolgt auch kein Eintrag ins Handelsregister (still); typischerweise partizipiert eine Stille Gesellschaft sowohl am Gewinn als auch am Verlust der Gesellschaft. Der Gesellschafter einer atypischen Stillen Gesellschaft ist außerdem am Gesamtgeschäftsvermögen und damit am Vermögenszuwachs (Stille Reserven) beteiligt.

STRATEGISCHER INVESTOR

Für den strategischen Investor stehen nicht Renditeziele im Rahmen einer Investition im Vordergrund wie beim ► **FINANZINVESTOR**, sondern strategische Zielsetzungen wie z. B. der Zugriff auf Technologien oder der Zugang zu neuen Absatzmärkten; dabei hat eine strategische Investition einen langfristigen Charakter ohne das Ziel eines Exits.

SUCCESSION PROBLEM

Problem der Nachfolgeregelung; häufig in familiengeführten Mittelstandsunternehmen; oft gelöst durch einen ► **BUY-OUT**.

SWOT-ANALYSE

Eine SWOT-Analyse ist eine Stärken-Schwächen-Analyse, die das Ziel verfolgt, die Wettbewerbsposition eines Unternehmens zu verdeutlichen; dabei werden interne und externe Faktoren analysiert.

IMPRESSUM

DER M&A-MANAGER

Ausgabe 10, Juni 2015

Herausgeber:

HANSE Management Consulting GmbH



Jens Rosemann
Geschäftsbereichsleiter
M&A/Corporate Finance
Rosemann@HanseConsulting.de



Hartmut Hitgen
Geschäftsführer
HANSE Consulting
Hitgen@HanseConsulting.de

Büro Hamburg

Fischertwiete 2 – Chilehaus A, 20095 Hamburg

Tel. (040) 32 32 60-0

Fax (040) 32 32 60-27

Büro Düsseldorf

Niederkaßeler Lohweg 18 – Cubus, 40547 Düsseldorf

Tel. (0211) 58 66 65-0

Fax (0211) 58 66 65-55

Büro München

Josephspitalstraße 15 – Stachus, 80331 München

Tel. (089) 20 70 40-210

Fax (089) 20 70 40-450

www.HanseConsulting-MA.de