TRILLERCOMMUNICATION
TRILLER COMMUNICATION CONSULTANTS PAPENHUDER STR. 53 22087 HAMBURG T 040 244 24 28 40 F 040 244 24 28 50 WWW.TRILLER.COM

Markt
UND MITTELSTAND
DAS WACHSTUMSMAGAZIN

Ausgabe: 08 // Juli August 2010 Reichweite: 156.000

finanzieren //
Im kommenden Jahr laufen die ersten Tranchen von verbrieftem Mezzanine-Kapital aus. Experten prognostizieren, dass etwa 75 Prozent der Unternehmen ihre Finanzierungen nicht zurückzahlen können. Nicht für alle gibt es Lösungen.

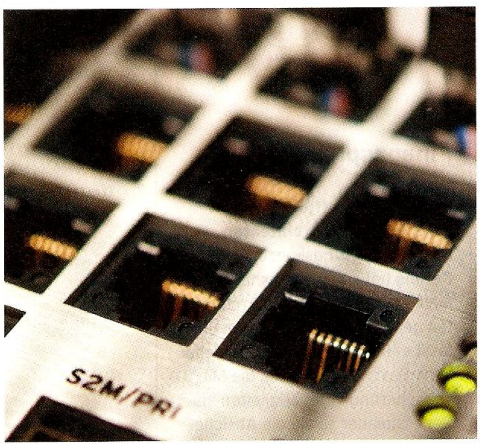
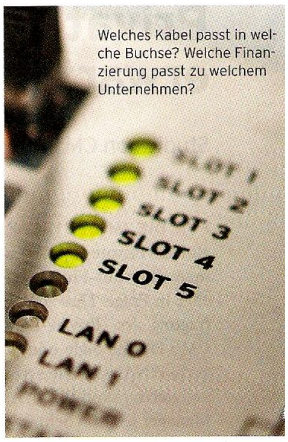


Foto: istock

Anschluss nicht verpassen

So können Mittelständler Mezzanine ablösen



Welches Kabel passt in welche Buchse? Welche Finanzierung passt zu welchem Unternehmen?

Von Andrea Martens

ALS CHRISTOPH BAUMGÄRTNER Anfang 2007 Genussrechtskapital aufnehmen wollte, um zusammen mit einem Partner in die Firma Ernst Dobler Maschinenbau Fürth einzusteigen, herrschte am Markt für standardisierte Mezzanine-Mittel noch Hochstimmung. Seit 2004 erfreute sich das Finanzierungsprodukt größter Beliebtheit, bot es doch für alle Beteiligten klare Vorzüge. Banken machten nahezu risikolose Geschäfte, indem sie die ausgereichten Finanzierungen gebündelt und verbrieft an den Kapitalmarkt weitergaben. Institutionelle Investoren freuten sich angesichts gut gefüllter Kassen über ein renditeträchtiges Anlageprodukt. Unternehmen wiederum konnten über Standard-Mezzanine Investitionen finanzieren, zahlten Zinsen zwischen 7 und 8 Prozent und wiesen die Mittel in ihrer Bilanz auch noch als wirtschaftliches Eigenkapital aus.

„Angesichts dieser Vorzüge haben wir damals schon überlegt, unseren Einstieg in die Firma mit Programm-Mezzanine zu stemmen", berichtet der heutige Geschäftsführer des bayrischen Herstellers von Turbinenteilen. Aber dann entschied er sich anders. „Wir haben schließlich doch die teurere individuelle Lösung genommen", sagt der Unternehmer. Diese erschien ihm flexibler und sicherer, zumal die Finanzierung verlängert werden kann, falls dies am Ende der Laufzeit nötig sein sollte. „Wenn ich höre, vor welchen Problemen viele Unternehmen heute stehen, die Mezzaninekapital aus den großen Programmen aufgenommen haben, bin ich jetzt sehr froh über unsere Entscheidung", sagt er.

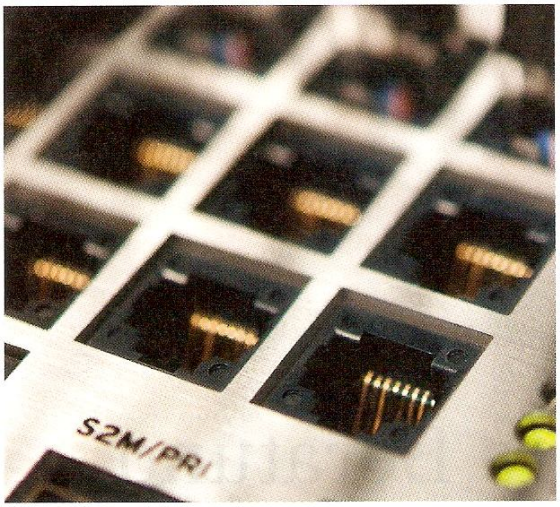
Doppelproblem Rating und Krise // In der Tat sind die Zahlen erschreckend. Über 600 Unternehmen haben seit 2004 mehr als 800 Tranchen aus Mezzanine-Programmen wie Preps, Heats oder Equinotes aufgenommen, so die Schätzung von Experten. „Die Summen, die bis 2015 zur Rückzahlung fällig werden, belaufen sich auf etwa 4,7 Milliarden Euro", sagt Michael Höltershinken, Geschäftsführer von BayernLB Private Equity. Etwa 40 Prozent dieser Unternehmen hätten heute bereits kein Investment-Grade-Rating mehr, verfügen also nicht mehr über die Bonität, die Banken für eine Finanzierung über Standard-Mezzanine ursprünglich forderten. Arno Fuchs sieht die Situation noch dramatischer: „Ich gehe davon aus, dass etwa 75 Prozent aller Firmen mit Programm-Mezzanine in der Bilanz massive Probleme mit der Rückführung dieser Mittel bekommen werden", sagt der Geschäftsführer des Finanzierungsspezialisten FCF Fox. Er berät Mittelständler, die Anschlussfinanzierungen suchen. Schuld an der Misere ist zum einen die Krise, zum anderen die Tatsache, dass gerade Mittelständler für die Aufnahme in die großen Programme völlig falsch geratet wurden. „Teilweise kommen diese beiden Faktoren natürlich zusammen", sagt Höltershinken. Wie Unternehmen in dieser Situation Anschlussfinanzierungen bekommen sollen, wenn 2011 die ersten Tranchen zur Rückzahlung anstehen, ist ihm ein Rätsel. „Der Markt für Standard-Mezzanine ist auf absehbare Zeit tot, und allein durch Bankfinanzierungen lässt sich die Situation nicht lösen."

Den Anteil der Firmen, denen Fremd- und auch Eigenkapitalgeber gar keine Chance mehr geben werden, beziffern Experten auf etwa zwei Drittel aller Unternehmen, die Anschlussfinanzierungen benötigen. Immerhin sei zu bedenken, dass ein Verschuldungsgrad in Höhe des fünffachen Ebitdas im Mittelstand zum Teil auch schon vor der Krise keine Seltenheit war. Waren Unternehmen in den vergangenen anderthalb Jahren dazu gezwungen, etwa bei ihren Lieferanten zusätzlich Kredite aufzunehmen, oder sind die Erträge eingebrochen, so hat dies den Verschuldungsgrad weiter in die Höhe getrieben. In krisengeschüttelten Branchen wie Maschinenbau, Papierverarbeitung oder bei den Automobilzulieferern liegt der Faktor laut Experten inzwischen häufig bei mehr als sieben Mal Ebitda. Bei Verkäufen werde »

TRILLERCOMMUNICATION
TRILLER COMMUNICATION CONSULTANTS PAPENHUDER STR. 53 22087 HAMBURG T 040 244 24 28 40 F 040 244 24 28 50 WWW.TRILLER.COM

Markt
UND MITTELSTAND
DAS WACHSTUMSMAGAZIN

Ausgabe: 08 // Juli August 2010 Reichweite: 156.000



» der Wert von Unternehmen aus diesen Branchen mit einem Ebitda-Multiple von etwa 6 berechnet. „Wenn eine Firma weniger wert ist als sie Schulden hat, ist sie eigentlich klinisch tot. Da steigt im Rahmen einer normalen Finanzierung niemand mehr ein", sagt Fuchs. Solchen Unternehmen wird höchstwahrscheinlich nur die Insolvenz bleiben.

Neuer Finanzierungsmix // Doch es gibt auch noch das obere Drittel, in dem sich Mittelständler bewegen, die ohne zusätzliche Schulden durch die Krise gekommen sind oder nicht unter massiven Einbrüchen zu leiden hatten. „Ich denke, dass Unternehmen, die jetzt knapp unter Investment Grade liegen, gute Chancen auf Anschlussfinanzierungen haben", sagt Harald Balzer, Vorstand des Beratungshauses Concept. Und auch Private-Equity-Finanzierer Höltershinken ist der Ansicht, dass diesen Mittelständlern jetzt im Prinzip die Nutzung aller Instrumente offensteht. „Der Finanzierungsmix wird sich langfristig aber stark verändern", sagt er. Standardisierte Mezzanine-Mittel wurden vor allem für Wachstumsvorhaben, also in großen Volumina, aufgenommen. Durch normale Bankdarlehen können diese hohen Summen nur teilweise abgelöst werden. Anders sollte es auch nicht sein, denn ein derart hoher Fremdkapitalanteil würde die Bilanzrelation und damit das Rating extrem verschlechtern.

„Mittelständler sollten in dieser Situation auf jeden Fall darüber nachdenken, Eigenkapital in die Bilanz zu nehmen", sagt Höltershinken. Zum Beispiel bei den Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften der Länder. Diesen ist das Problem der Anschlussfinanzierungen für Standard-Mezzanine durchaus bewusst. In Niedersachsen sollen sogar alle Unternehmen mit solchen Finanzierungen angeschrieben worden sein, wie aus Bankenkreisen zu hören ist. Die Firmen sollen sich mit den Gesellschaften in Verbindung setzen, wenn sie Unterstützung benötigen.

Auch die Private-Equity-Branche hat die Mezzanine-Misere im Mittelstand als lohnendes Geschäftsmodell entdeckt, an potentiellen Kapitalgebern fehlt es also nicht. Doch abgesehen von der immer noch bestehenden Scheu deutscher Mittelständler vor externem Eigenkapital, gibt es ein weiteres Problem: Die Multiples für die Firmenbewertung sind derzeit in vielen Branchen sehr niedrig. Wer sich einen Eigenkapitalgeber ins Unternehmen holen möchte, wird daher viele Anteile abgeben müssen. „Je nach Größe und Ertragslage des Unternehmens kann ein Kapitalbedarf von beispielsweise 10 Millionen Euro von der Abgabe einer Minderheit bis hin zur Aufgabe der Mehrheit führen", sagt Höltershinken. Er rät Unternehmen daher zu einer Kombination aus Eigen- und Fremdkapital. Dass die Finanzierungskosten bei beiden Varianten deutlich über den 8 Prozent liegen werden, die Unternehmer bislang für ihre Mezzanine-Tranche zahlen mussten, liegt auf der Hand. „Aber es geht bei vielen Unternehmen schließlich ums Überleben", sagt Arno Fuchs.

Stille Beteiligungen oder Genussrechte, individuelles Mezzanine-Mittel also, stellt eine andere Variante dar, die Unternehmen nutzen können. Im Juni haben die Commerzbank und die KfW einen gemeinsamen Eigenkapitalfonds für Mittelständler angekündigt, über den Genussrechte ausgegeben werden sollen. Die Deutsche Bank und M Cap Finance waren mit ihrem Mittelstandsfonds für Deutschland bereits Anfang des Jahres vorangegangen. „Die Kosten für Individual-Mezzanine liegen bei mindestens 15 Prozent", sagt Balzer. Damit ist das Instrument teuer, zudem läuft es anders als eine Beteiligung durch einen externen Eigenkapitalgeber gegen den Cashflow. Andererseits geben Unternehmer keine Stimmrechte ab. „Wer eine stille Beteiligung wählt, hat immerhin den Vorteil, dass diese nicht im Handelsregister eingetragen wird", erklärt Balzer.

»Wir sind heute froh, dass wir uns 2007 für individuelles Mezzanine-Kapital entschieden haben.«
Christoph Baumgärtner, Unternehmer

Noch vor gut zwölf Monaten sahen Finanzierungsexperten in Schuldscheindarlehen ein geeignetes Instrument zur Refinanzierung von Standard-Mezzanine. „Ich denke immer noch, dass sie für bonitätsstarke Mittelständler aus dem ersten Drittel eine gute Lösung sein können", sagt Arno Fuchs. Bisher sei zwar noch nicht zu beobachten, dass Unternehmen verstärkt auf Schuldscheindarlehen zurückgreifen würden. „Im Moment leben viele Unternehmen aber auch noch mit dem Status Quo", sagt Fuchs. Doch das kann schnell gefährlich werden. «

andrea.martens@marktundmittelstand.de