

ADVISORY NOTES.

N°1 | Januar 2007

Mezzanine –
Eine tickende Zeitbombe?

Mezzanine – eine tickende Zeitbombe?

MEZZANINE DARLEHEN SIND SEIT geraumer Zeit in aller Munde und gelten als Wundermittel bei der Finanzierung des deutschen Mittelstands. Denn in Zeiten von BASEL II ist für viele Unternehmen die Aufnahme von weiterem Fremdkapital nur noch sehr begrenzt (wenn überhaupt) möglich. Mezzanines Kapital stellt dagegen relativ vorbehaltlos die benötigte Liquidität bereit. Aber nicht nur dies. Durch die Hereinnahme der neuen Finanzierungsform soll im gleichen Zug die Bilanzstruktur – und damit das für weiteren

vor allem folgende drei Problembereiche angesprochen werden: 1) die Grenzen des tatsächlichen Eigenkapitalgehalts; 2) das „Damoklesschwert“ der endfälligen Tilgung; sowie 3) die oftmals begrenzten Möglichkeiten einer Anschlussfinanzierung.

(1) Bei mezzaninen Finanzprodukten wird stets als zentrales Verkaufsargument hervorgehoben, dass sie einen eigenkapitalähnlichen Charakter besitzen. Um diesem Anspruch gerecht zu

Der „Neue Markt“ für Genussscheine – in guten wie in schlechten Zeiten?

Neuer Mezzanine-Fonds
auf dem Markt

Mezzanine hilft der nächsten Generation Mezzanines Kapital hilft Unternehmen bei der Verbesserung des Ratings

Neues Risikokapital für mittelständische Unternehmen

Auf die Mischung kommt es an

Genussscheinfonds sind innovative Instrumente zur Unternehmensfinanzierung.

Kreditspielraum notwendige Rating – verbessert werden.

Die Euphorie ist angesichts dieser Möglichkeiten entsprechend groß – Kritik an mezzaninen Finanzprodukten scheint also nicht angebracht. Wie aber die Erfahrung lehrt, sollte man Wundermitteln vorsorglich immer eine gewisse Skepsis entgegenbringen. Und dies scheint auch bei standardisierten Genussscheinprogrammen – also dem Publikumsliebling in der mezzaninen Welt – angebracht.

Blick in die Wundertüte „Genussschein“

Setzt man sich nämlich mit den praktischen Eigenschaften dieser Darlehensform näher auseinander, zeigt sich, dass sie mit nicht ganz unerheblichen Risiken und Nebenwirkungen behaftet sind. In diesem Zusammenhang müssen

werden, darf Mezzanine also – analog zur wichtigsten Eigenschaft echten Eigenkapitals – eine Krise nicht zusätzlich verschärfen. Dies trifft bei Genussscheindarlehen nur dann zu, wenn deren vertraglichen Verpflichtungen bei schlechter Liquiditätslage keine zusätzliche Belastung darstellen, d.h. Zinszahlungen zumindest vorübergehend aufschiebbar sind. Darüber hinaus sollten die Gläubiger keine wirtschaftlichen Kündigungsrechte besitzen. Noch konsequenter bei der Frage, ab wann etwas als Eigenkapital gewertet werden kann, sind die Definitionen der internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS bzw. US-GAAP. Beide interpretieren überlassenes Kapital automatisch dann als Fremdkapital, wenn es mit einer Rückzahlungsverpflichtung versehen ist.

Betrachtet man vor diesem Hintergrund die als Eigenkapitalersatz angepriesenen Genussscheindarlehen, so müssen diese nicht zuletzt aufgrund ihrer ausgeprägten Kündigungsklauseln eigentlich eindeutig als Fremdkapital gewertet werden.

Warum dies dennoch in den bankeninternen Ratings (notabene: im Gegensatz zu den großen international anerkannten Rating-Agenturen) geschieht, kann nur durch mächtige Eigeninteressen der Kreditinstitute erklärt werden (vgl. hierzu die Erläuterung weiter unten). Allerdings kann diese Interpretationshaltung nicht ewig aufrechterhalten werden, so dass die meisten Genussscheinprogramme spätestens zwei Jahre vor dem vertraglich vereinbarten Rückzahlungstermin auch bei den Banken als Fremdkapital gewertet werden müssen.

Verlust der Kreditwürdigkeit „über Nacht“

Für den mit einem Genussschein ausgestatteten Unternehmer bedeutet dies, dass sich seine Bilanzrelationen „quasi über Nacht“ massiv verschlechtern werden. Nicht selten wird dies sogar in einem solchen Ausmaß geschehen, dass der für Anschlussfinanzierungen so wichtige „Investmentgrade“ in einem neuen Rating nicht mehr bestätigt werden kann. Es ist also höchst ratsam, sich dieser schlagartigen „Nebenwirkung“ von Mezzanine bewusst zu sein und bereits im Vorfeld passende Maßnahmen einzuleiten, die den abrupten Verlust des wirtschaftlichen Eigenkapitals verhindern.

Das Damoklesschwert der Endfälligkeit

(2) Eine zweite, zwar durchaus bekannte, aber für viele Unternehmen nicht gewohnte Nebenwirkung von standardisierten Genussscheindarlehen ist ihre endfällige Tilgungsverpflichtung. Während ein klassischer Kredit aufgrund seiner laufenden Tilgungsstruktur automatisch dazu

zwingt, jährlich entsprechend freie Cashflows zu generieren, bedarf es bei endfälligen Darlehen stattdessen einer weitaus selbstdisziplinierteren Geschäftspolitik, wie z.B. die vorsorgende Thesaurierung von Gewinnen.

Aber gerade die Endfälligkeit lädt dazu ein, das zur Verfügung gestellte Kapital in Wachstumsprojekte zu investieren, welche in den ersten Jahren wenig oder gar keinen freien Cashflow erzielen. Die Fähigkeit zur Rückzahlung des Darlehens wird auf diese Weise mit dem Prinzip „Hoffnung“ verbunden. Erweist sich diese am Stichtag als verfrüht, kann das Unternehmen schnell zum Spielball der Gläubiger werden.

(3) Die dritte Gefahr, die von standardisierten Genussscheinen ausgeht, kann darin bestehen, dass ein Unternehmen in einer Situation eine Anschlussfinanzierung suchen muss (so z.B. zum Tilgungstermin), in der es aufgrund der nun deutlich geringeren Eigenkapitalquote ein unzureichendes Rating aufweist. Dies kann je nach Größe der abzulösenden Mezzanine-Tranche dazu führen, dass hierzu entweder überhaupt keine realistische Chance besteht oder zumindest die Verhandlungsposition derart schwach ist, dass eine Darlehen nur zu sehr hohen Kosten zu bekommen ist.

Lässt man die vorstehend beschriebenen Risiken und Nebenwirkungen sowie den zweifelhaften Eigenkapitalcharakter von standardisierten Genussscheinprogrammen Revue passieren, stellt sich die Frage, warum diese mezzaninen Finanzierungsformen von den Banken mit so großem Nachdruck vermarktet werden?

Das Interesse der Kreditinstitute

Zentraler Hintergrund ist hierbei die im Rahmen von BASEL II vollzogene Veränderung der Spielregeln zur Kreditvergabe, mit welchen zukünftig eine Überhitzung im Bankensektor verhindert werden soll. So müssen Kreditinstitute nun in Abhängigkeit des Ausfallsrisikos der von ihnen vergebenen Darlehen einen entsprechend großen Sicherheitspuffer an „gebundenen“ Eigenmitteln vorweisen können. Dies bedeutet, dass ein riskanterer Kredit überproportional hohe Reservehaltung auf Bankenseite erfordert bzw. dadurch – bei gegebenem Eigenmittelbestand – den Spielraum für weitere, zusätzlichen Ertrag produzierende, Kreditgeschäfte einengt. Zwar können bei einem höheren Risiko auch höhere Zinsen verlangt werden, aber ab einem gewissen Risikoniveau überwiegen die Opportunitätskosten der Eigenmittelunterlegung, so dass die Gewährung des Darlehens für die Bank unter betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten uninteressant wird.

Dreh- und Angelpunkt der Kreditwürdigkeit eines Darlehensuchenden wird somit das „Rating“, oder auch: das standardisierte Raten seiner Risikoposition. Um diese realistisch einschätzen zu können, müsste die Bank allerdings ein umfassendes Verständnis der jeweilig zu finanzierenden unternehmerischen Idee entwickeln. Weil dies in den heute eingegangenen Zeithorizonten kaum mehr jemandem in der notwendigen Tiefe zugemutet werden kann, weicht man stattdessen auf einfach zu ermittelnde Ersatzkennziffern aus. Hierbei stellt die wirtschaftliche Eigenkapitalquote das zentrale Auslesekriterium dar, obwohl dieses nur über den im Insolvenzfall zugreifbaren Wert potentieller

Sicherheiten Auskunft geben kann, nicht aber über die zukünftige Fähigkeit zur vollständigen und termingerechten Rückzahlung des Kredits.

Wie dem auch sei, an dieser Stelle setzt jedenfalls die wundersame Wirkung von mezzaninem Kapital an. Obwohl ein Genussschein seiner grundsätzlichen Natur nach unbesichertes sowie nachrangiges Fremdkapital darstellt, wird er trotzdem – wie bereits weiter oben dargelegt – von den meisten bankeninternen Ratingverfahren als wirtschaftliches Eigenkapital gewertet. Vater dieses Kunstgriffs ist das Interesse, zwei Fliegen mit einer Klappe zu schlagen: Weil die einzelnen vergebenen Genussscheindarlehen gebündelt am Kapitalmarkt platziert werden können, stellen sie für die Kreditinstitute nur einen durchzureichenden Posten dar, welcher nicht die eigene Bilanz belastet. Es besteht somit für die Bank keinerlei Ausfallrisiko, weshalb für sie das mezzanine Kapital problemlos als wirtschaftliches Eigenkapital gelten kann. Zugleich verbessert sich hierdurch automatisch die im Rating definierte Bonität des Schuldners. Dies hat wiederum den Effekt, dass anschließende Kredite zu für die Bank deutlich günstigeren Konditionen (in Form einer niedrigeren Eigenmittelunterlegungspflicht) vergeben werden können. Es ist somit nicht verwunderlich, dass viele Darlehen nur noch in Kombination mit teuren Genussschein-Tranchen vergeben werden.

Fazit: Durch das Wirksamwerden der Spielregeln von BASEL II ist mezzanines Kapital zu einem unerlässlichen Hilfsmittel zur Finanzierung des deutschen Mittelstands geworden. Im Gegensatz zum klassischen Kredit können aber diese neuen Finanzierungsformen nicht unerhebliche Nebenwirkungen aufweisen. Wird diesen nicht rechtzeitig Vorbeuge geleistet, kann sich die als Allheilmittel angepriesene Medizin „Mezzanine“

schnell zur tickenden Zeitbombe entwickeln. Hauptgrund hierfür ist der unklare Eigenkapitalcharakter, welcher zumindest im Kontext internationaler Rechnungslegungs- und Ratingstandards nicht bestätigt werden kann. Es ist daher zu hoffen, dass neu aufgelegte Mezzanineprogramme zukünftig ihren proklamierten Verkaufsversprechen nachkommen und derart strukturiert werden (z.B. in Form von klar eingeräumten Prolongationsoptionen), dass sie den zur Bilanzoptimierung gezwungenen Unternehmen eine verlässliche Erhöhung ihrer Eigenkapitalquote garantieren können.

Dr. Karsten Zippel

Kontakt: zippel@aquin-cie.com

© Aquin & Cie. AG 2007 - 2009. All rights reserved.

ADVISORY NOTES.

AUFZEICHNUNGSWERTES AUS DEM FELD
CORPORATE FINANCE.

Unregelmäßig herausgegeben von:

AQUIN & CIE. AG

Schackstraße 1

D-80539 München

Phone +49 (0)89.41 35 39 – 0

Telefax +49 (0)89.41 35 39 – 29

www.aquin-cie.com

München | Lindau | Bielefeld | Chicago | New Delhi | Beijing
