



## **Programm-Mezzanine – Quo Vadis?**

Eine empirische Untersuchung der  
Refinanzierungsproblematik aus  
Unternehmenssicht

## **Studie**

### **Programm-Mezzanine – Quo Vadis?**

Eine empirische Untersuchung der  
Refinanzierungsproblematik aus Unternehmenssicht

**November 2010**

## **Haftungsausschluss**

Die veröffentlichten Informationen sind sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Für die Aktualität, sachliche Korrektheit und Vollständigkeit übernehmen der Herausgeber und die Autoren keine Gewähr.

## **Herausgeber**

Prof. Ulrich Hommel, Ph.D.

EBS Business School  
Strategic Finance Institute (SFI)  
Gustav-Stresemann-Ring 3  
65189 Wiesbaden  
[www.ebs.edu](http://www.ebs.edu)

## **Autoren**

Prof. Ulrich Hommel, Ph.D.  
Dr. Hilmar Schneider  
Karsten Nohtse

## **Die Studie entstand mit freundlicher Unterstützung der IKB Deutsche Industriebank AG.**

Der persönliche Dank der Autoren gilt Dr. Christoph Bremkamp, Jens Fröhlich, Frank Kraemer, Stephan Kube, Lars Mehrlich und Dr. Frank Schaum.

---

## Inhaltsverzeichnis

<b>Executive Summary .....</b>	<b>1</b>
<b>1 Einleitung .....</b>	<b>4</b>
<b>2 Programm-Mezzanine-Markt.....</b>	<b>8</b>
2.1 Produkt „Programm-Mezzanine“ .....	8
2.2 Mezzanine-Anbieter und -Programme.....	13
2.3 Marktentwicklung.....	18
<b>3 Programm-Mezzanine-Nutzer .....</b>	<b>23</b>
3.1 Verfügbarkeit und Qualität der Unternehmensangaben .....	23
3.2 Beschreibung nach qualitativen Kriterien .....	25
3.3 Beschreibung nach quantitativen Kriterien .....	27
<b>4 Refinanzierungsproblematik .....</b>	<b>30</b>
4.1 Absolute Höhe des Refinanzierungsbedarfs deutscher Unternehmen .....	30
4.2 Relative Höhe des Refinanzierungsbedarfs deutscher Unternehmen .....	31
4.3 Problemstellung aus Sicht der Mezzanine-Nutzer .....	34
4.4 Problemstellung aus Sicht der Mezzanine-Anbieter .....	36
<b>5 Umfragestudie .....</b>	<b>40</b>
5.1 Beschreibung des Datensatzes.....	40
5.2 Finanzierungsanlass und Gründe für Programm-Mezzanine-Aufnahme....	43
5.2.1 Finanzierungsanlass .....	43
5.2.2 Vor- und Nachteile von Programm-Mezzanine.....	44
5.2.3 Entscheidungsrelevante Eigenschaften von Programm-Mezzanine ...	45
5.2.4 Zwischenfazit .....	47
5.3 Aktuelle Lage der Programm-Mezzanine-Unternehmen .....	47
5.3.1 Entwicklung seit der Programm-Mezzanine-Aufnahme.....	47
5.3.2 Auswirkungen der Finanzkrise .....	49
5.3.3 Zukünftige Geschäftserwartungen .....	50
5.3.4 Zwischenfazit .....	52

---

5.4	Notwendigkeit und Probleme der Anschlussfinanzierung.....	52
5.4.1	Unternehmen ohne Anschlussfinanzierungslösung .....	52
5.4.2	Unternehmen mit Anschlussfinanzierungslösung.....	55
5.4.3	Unterschiede zwischen Firmen mit und ohne Refinanzierungslösung	56
5.4.4	Besondere Problemstellungen der Anschlussfinanzierung .....	59
5.4.5	Zwischenfazit .....	60
5.5	Anforderungen an die Anschlussfinanzierung .....	62
5.5.1	Notwendige Eigenschaften aus Unternehmenssicht.....	62
5.5.2	Entscheidungsrelevante Merkmale der Anschlussfinanzierung .....	63
5.5.3	Zwischenfazit .....	65
5.6	Politikforderungen .....	66
<b>6</b>	<b>Zusammenfassung.....</b>	<b>68</b>
6.1	Anschlussfinanzierung .....	68
6.2	Fördermittel .....	70
6.3	Mezzanine-Kapital-Fund .....	71
6.4	Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes .....	71
	<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>72</b>
	<b>Tabellenverzeichnis .....</b>	<b>74</b>
	<b>Abbildungsverzeichnis .....</b>	<b>75</b>
	<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>76</b>
	<b>Anhang .....</b>	<b>77</b>
A.1	Befragungsmethodik .....	77
A.2	Beschreibung des Fragebogens .....	79
A.3	Charakteristika der Stichprobenunternehmen .....	80
A.4	Repräsentativität der Stichprobe .....	82

## Executive Summary<sup>1</sup>

Die vorliegende Studie untersucht das Ausmaß der Refinanzierungsprobleme von Programm-Mezzanine-Nutzern, welche sich aufgrund der endfälligen Tilgung dieser Finanzierungsform ergeben. Hierfür wurde eine Umfragestudie unter den deutschen Programm-Mezzanine-Nutzern durchgeführt. Insgesamt nahmen 208 Unternehmen an der Umfrage teil. Die Ergebnisse der vorliegenden Studie basieren damit auf der bislang größten empirischen Erhebung zu dieser Thematik.

### Programm-Mezzanine-Markt

- Programm-Mezzanine ermöglichte die Bereitstellung von mehreren Milliarden Euro an nachrangigem Kapital. Insgesamt wurden 4,077 Mrd. Euro Mezzanine-Kapital in 14 Transaktionen zwischen 2004 und 2007 verbrieft. 3,72 Mrd. Euro davon erhielten 534 deutsche Unternehmen.
- Programm-Mezzanine steht heute und auf absehbare Zeit nicht mehr zur Verfügung. Wesentlicher Grund hierfür ist die nachhaltige Verfehlung der Investoren-Erwartungen.
- Stand Oktober 2010 sind allein durch Insolvenzen bereits 506,5 Mio. Euro der 4,077 Mrd. Euro an Mezzanine-Forderungen ausgefallen. Insgesamt mussten die Mezzanine-Programme allein aufgrund von Insolvenzen bereits 12,4% des ursprünglichen Marktvolumens abschreiben. Damit sind die Investoren der jeweiligen Programme nachhaltig betroffen.
- Mindestens 31 der ursprünglich 534 deutschen Unternehmen sind inzwischen insolvent. Diese Insolvenzen standen in keinem Zusammenhang mit der Nutzung von Programm-Mezzanine oder dem damit verbundenen Refinanzierungsbedarf.

### Programm-Mezzanine-Nutzer

- Programm-Mezzanine nutzende Unternehmen sind typischerweise größere Familienunternehmen mit mehr als 20 Mio. Euro Jahresumsatz und mehr als 80 Mitarbeitern. Zum Zeitpunkt der Mezzanine-Aufnahme belief sich der durchschnittliche Umsatz auf 100,3 Mio. Euro, die durchschnittliche Mitarbeiterzahl auf 614.
- Gemeinsam beschäftigten die 534 deutschen Mezzanine-Nutzer zum Zeitpunkt der Mezzanine-Aufnahme mindestens 316.000 Mitarbeiter und erzielten mindestens 51,4 Mrd. Euro an Umsätzen. Mehr als die Hälfte der Unternehmen ist im produzierenden/verarbeitenden Gewerbe tätig.

---

<sup>1</sup> Die nachfolgenden Angaben beziehen sich ausschließlich auf die verbrieften Mezzanine-Programme. Zwei Verbriefungstransaktionen (PULS 2006, 2007) konnten mangels detaillierter Informationen nicht in die Auswertung einbezogen werden (vgl. hierzu Ausführungen, S. 14)

## **Anschlussfinanzierungsbedarf**

- In den Jahren 2011 bis 2014 stehen bei deutschen Unternehmen noch bis zu 3,1 Mrd. Euro der ursprünglichen 3,72 Mrd. Euro zur endfälligen Rückzahlung an.
- Der abzulösende Mezzanine-Betrag ist für viele Unternehmen erheblich. Auf Grundlage eines Bilanzdatensatzes (158 Unternehmen) errechnet sich ein durchschnittlicher Anteil von Programm-Mezzanine an der Bilanzsumme von 15,6% auf Einzelabschlussebene und 9,8% auf Konzernabschlussebene.

## **Umfrageresultate**

- Die Unternehmen beurteilen das Finanzierungsprodukt Programm-Mezzanine sehr positiv. Rund 4 von 5 der 208 befragten Unternehmen würden sich auch mit heutigem Wissen erneut für diese Finanzierungsform entscheiden.
- Die meisten der 208 befragten Unternehmen blicken optimistisch in die Zukunft. 70% erwarten eine Verbesserung ihrer Geschäftslage. Nur drei Unternehmen rechnen mit einer Verschlechterung.
- Anhaltspunkte für eine systemische, alle Programm-Mezzanine nutzenden Unternehmen betreffende, Refinanzierungsproblematik ergeben sich nicht.

83 der 208 befragten Unternehmen (39,9%) sehen ihren Refinanzierungsbedarf bereits heute gesichert. Rund drei Viertel dieser Firmen können die Refinanzierung alleine aus dem laufenden Cash-Flow (zum Teil flankiert durch Gesellschaftereinlagen/-darlehen) darstellen. 14 Unternehmen wollen zusätzlich Bankkredite einsetzen. Sonstige Finanzierungsformen spielen in den Überlegungen dieser Unternehmen keine Rolle.

124 der 208 befragten Unternehmen (59,6%) benötigen eine Anschlussfinanzierung. 78,2% dieser Unternehmen stufen die Anschlussfinanzierung als bedeutend oder sehr bedeutend ein. Erfreulicherweise ist der Refinanzierungsbedarf bei etwa der Hälfte dieser Unternehmen signifikant geringer als der abzulösende Mezzanine-Betrag. Wichtigste denkbare Refinanzierungsform ist der Bankkredit (62,7%). Mindestens 20% der Unternehmen erwägen aber auch den Einsatz von Individual-Mezzanine, Beteiligungskapital und Nachrangdarlehen. Elf der 124 Unternehmen geben derzeit an, dass eine Ersetzung des Programm-Mezzanine vollkommen unrealistisch ist. Interessanterweise beschäftigen sich erst 56 der 124 Unternehmen konkret mit der Anschlussfinanzierung. Diese Unternehmen befinden sich entweder noch in ersten Verhandlungen mit möglichen Finanzierungspartnern oder haben diese noch nicht einmal aufgenommen. Der Ausgang der Verhandlungen wird allerdings positiv eingeschätzt. 69,7% der Befragten

rechnen damit, von der privaten Finanzwirtschaft eine Anschlussfinanzierung zu erhalten, die sogar ihren Vorstellungen entspricht.

- 52,5% der Unternehmen erachten die Unterstützung durch die öffentliche Hand im Hinblick auf die Refinanzierung des Programm-Mezzanine für notwendig. Als denkbare Unterstützungsmaßnahmen nennen nahezu sämtliche Unternehmen die Gewährung von Bürgschaften/Haftungsfreistellungen und/oder die Bereitstellung verzinsster öffentlicher (Kredit-)Mittel.

### **Fazit**

- Die Umfrageresultate implizieren eine Dimension der Refinanzierungsproblematik, die unter dem zum Teil in der Fachpresse befürchteten Ausmaß bleibt. Unter der Prämisse einer mindestens gleichbleibenden gesamtwirtschaftlichen Lage wird ein signifikanter Teil der Unternehmen – in der Umfrage sind es rund 40% – überhaupt keine Schwierigkeiten mit der Refinanzierung haben.
- Auch die Antworten der rund 60% der Unternehmen mit noch ungeklärter Anschlussfinanzierung lassen nicht vermuten, dass ein bedeutender Teil dieser Firmen existenzbedrohende Refinanzierungsengpässe erwartet. Lediglich elf Unternehmen (5,3% der Gesamtstichprobe) bringen explizit zum Ausdruck, dass eine Refinanzierung gegenwärtig vollkommen unrealistisch ist.
- Das Thema Anschlussfinanzierung ist vielfältig: Jedes Unternehmen ist ein Einzelfall. Die Kapitalmärkte sind infolge der Finanzkrise und der mit dem Produkt Standard-Mezzanine gemachten Erfahrungen noch zurückhaltend. Dennoch gewinnt die Asset-Klasse „Deutscher Mittelstand“ wieder zunehmend das Interesse der Investoren. Unternehmen werden sich darauf einstellen müssen, dass ihre Finanzierungsanfragen kritisch geprüft und die Risikoprämien für Kredit- und Eigenkapitalprodukte spürbar ansteigen werden. Banken steht aufgrund der vorliegenden regulatorischen Vorgaben, insbesondere infolge der Baseler Eigenkapitalrichtlinien, nur ein sehr eingeschränkter Handlungsspielraum zur Verfügung. Politik und Förderinstitute können hier einen namhaften Beitrag als Initiatoren leisten, indem sie vorhandene Fördermittelprogramme ausweiten und geeignete Fund-Strukturen als Co- oder Ankerinvestoren unterstützen.

## 1 Einleitung

Mit der Platzierung des ersten PREPS-Programms (Preferred Pooled Shares) begann 2004 die dreijährige Erfolgsgeschichte von Kapitalmarktplatzierungen und standardisiertem Mezzanine-Kapital in Deutschland und Europa. Den PREPS-Initiatoren, Capital Efficiency Group (CEG) und HypoVereinsbank (HVB), gelang mit dieser Transaktion erstmals die Verbriefung eines deutschen Mezzanine-Portfolios am Kapitalmarkt. Die Transaktion verlief derart erfolgreich, dass sich innerhalb weniger Monate ein Milliarden-Käufermarkt für verbrieftes Mezzanine-Finanzierungen entwickelte.

Mehrere deutsche Großbanken folgten dem Beispiel von CEG und HVB und boten bis Mitte 2007 untereinander sehr ähnlich ausgestaltete Mezzanine-Programme an. Das Angebot der Banken umfasste Genussscheinkapital und Nachrangdarlehen mit einer festen Laufzeit von jeweils sieben Jahren und endfälliger Tilgung. Sämtliche Vertragsbedingungen waren dabei in nicht verhandelbaren Standardverträgen niedergeschrieben, da ansonsten eine Verbriefung nicht zu realisieren gewesen wäre. Augenscheinlich war eine neue Antwort auf die Eigenkapitalknappheit des deutschen Mittelstands gefunden worden.

Die Verbriefung ermöglichte einmalig günstige Konditionen für diese eigenkapitalähnlichen Mittel. Mussten Unternehmen bis 2004 für vergleichbares, nicht-verbrieftes Mezzanine-Kapital mindestens niedrige zweistellige Zinssätze entrichten, beträgt die laufende Verzinsung der standardisierten Genussscheine und Nachrangdarlehen bonitätsabhängig lediglich 7 bis 10%. Vor diesem Hintergrund war es nur allzu verständlich, dass sich zahlreiche Unternehmen für die Finanzierungsform Programm-Mezzanine entschieden. Zwischen 2004 und 2007 nahmen insgesamt 534 deutsche mittelständische Unternehmen über 634 standardisierte Mezzanine-Finanzierungen in einem Volumen von rund 3,7 Mrd. Euro auf.<sup>2</sup>

Der Erfolg der Finanzierungsform Programm-Mezzanine währte jedoch nur kurz. Im Zuge der Finanzkrise kam der Verbriefungsmarkt Mitte 2007 vollständig zum Erliegen. Der Vertrauensverlust in strukturierte Kapitalmarktprodukte war insbesondere durch die mit sub-prime Risiken unterlegten RMBS-Transaktionen ausgelöst worden und wirkte auf alle Assetklassen am Verbriefungsmarkt. So war es nicht verwunderlich, dass auch bei den Investoren im Standard-Mezzanine-Programm eine sprun-

---

<sup>2</sup> Diese Angabe berücksichtigt nur verbrieftes Mezzanine-Finanzierungen (ohne die beiden PULS-Transaktionen, vgl. Erläuterungen, S. 14) und bezieht sich ausschließlich auf deutsche Unternehmen. Insgesamt wurden Verbriefungs-Programme in einem Volumen von 4,6 Mrd. Euro aufgelegt und mehr als 700 Mezzanine-Finanzierungen vergeben, wovon etwa 60 Finanzierungen mit ausländischen Unternehmen abgeschlossen wurden.



haft gestiegene Risikoaversion eintrat und zudem zahlreiche Insolvenzfälle in den ersten Jahren grundlegende Vorbehalte gegen diese verbriefte Asset-Klasse auslösten. Verbriefungen neuer Transaktionen war schlichtweg unmöglich. Hinzu kam, dass die Rendite der Mezzanine-Programme aufgrund der Insolvenzfälle im Einzelfall deutlich hinter den krisenbedingt angepassten Investorenerwartungen zurückblieb. Eine erneute Auflage vergleichbar strukturierter Mezzanine-Programme als Anschlussfinanzierung einschließlich der Kapitalmarktverbriefung ist aus heutiger Perspektive nicht abzusehen und aufgrund des aktuellen Marktumfelds auch auszuschließen.

Für die betroffenen Unternehmen bringt diese Entwicklung weitreichende Konsequenzen mit sich. Sämtliche Programm-Mezzanine-Finanzierungen laufen zwischen 2011 und 2014 aus.

In der Fachpresse wird mit zunehmender Häufigkeit und großer Sorge vor der in diesem Zeitraum eintretenden Refinanzierungsproblematik gewarnt - teilweise ist sogar von einem herannahenden „Tsunami“ oder einer „tickenden Zeitbombe“ die Rede:<sup>3</sup> Infolge der endfälligen Tilgung geht die Rückzahlung der Genussscheine bzw. Nachrangdarlehen häufig mit einem nominal mindestens gleich hohem Kapitalbedarf einher. Dieser wird – bestenfalls – zu erheblich höheren Zinssätzen für frisches Mezzanine-Kapital oder durch eigenkapitalähnliche Mittel gedeckt werden können. Verstärkt wird das Refinanzierungsproblem zudem noch durch die realwirtschaftliche Entwicklung der Jahre 2008 und 2009, in denen Unternehmen mit rückläufigen Umsätzen, Gewinneinbrüchen oder gar Verlusten zu kämpfen hatten, was insgesamt zu einer Bonitätsverschlechterung geführt hat und sich in der öffentlichen Diskussion der Kreditklemme widerspiegelt. Bonitätsschwächeren Unternehmen wird es aber kaum möglich sein, überhaupt neues nachrangiges Kapital aufzunehmen.

Weniger häufig geht die Fachpresse jedoch auf die bereits heute mit Blick auf die anstehenden Programm-Mezzanine-Fälligkeiten zunehmenden Probleme mittelständischer Unternehmen ein. Bereits 12 bis 24 Monate vor Fälligkeit kann die Anerkennung des Programm-Mezzanine als wirtschaftliches Eigenkapital in den bankinternen Ratingsystemen entfallen, was bereits zum jetzigen Zeitpunkt Druck auf die Bonität des betreffenden Unternehmens ausübt und dessen Finanzierungsaktivitäten erschwert. Darüber hinaus verhindert eine Programm-Mezzanine-Fälligkeit den Zugang zu mittel- und langfristigen Unternehmensfinanzierungen aus Bankkrediten, da eine Laufzeit von Krediten über die Restlaufzeit des Programm-Mezzanine hinaus zu ei-

---

<sup>3</sup> Vgl. Altenburg (2010), S. 21; Börsen Zeitung (2010a), S. 11; Börsen Zeitung (2010b), S. 12; FAZ (2010), S. 20; Hofelich (2009), S. 67.

ner ungewollten zeitlichen Nachrangigkeit der Bankfinanzierung gegenüber dem Programm-Mezzanine führen würde.

Über das tatsächliche Ausmaß der Refinanzierungsprobleme der Programm-Mezzanine-Nutzer ist jedoch kaum etwas bekannt. Eine von Hauck & Aufhäuser im Oktober 2010 herausgegebene Studie kommt auf Grundlage einer Stichprobe von 27 schriftlich befragten Unternehmen zu dem Ergebnis, dass drei Gruppen von Unternehmen zu unterscheiden seien. Für die erste Gruppe gestalte sich die Refinanzierung problemlos aus eigenen Mitteln, die zweite Gruppe habe etwas größere Mühe, könne die Refinanzierung aber dennoch bewältigen. Existenzbedrohende Schwierigkeiten werden bei einer dritten Gruppe vermutet, die sich vermutlich nur noch über neues Eigenkapital refinanzieren könne.<sup>4</sup> Eine Schätzung der relativen Anteile der einzelnen Gruppen an der Grundgesamtheit wird im Rahmen der Studie allerdings nicht vorgenommen.

Diese Drei-Gruppen-Sichtweise ist ebenfalls das Resultat einer im Oktober 2010 von CMS Hasche Sigle, FCF Fox Corporate Finance, M Cap Finance und FINANCE-Research herausgegebenen Umfragestudie. Die Stichprobe umfasst 52 Unternehmen einer schriftlichen Befragung. Im Gegensatz zu der Studie von Hauck & Aufhäuser beinhaltet die Studie Aussagen zu dem Umfang der einzelnen Gruppen in der Grundgesamtheit. Demnach vereinen die beiden Gruppen mit keinen oder überschaubaren Refinanzierungsproblemen jeweils zwischen 35% und 45% aller Unternehmen auf sich. Die verbleibenden 15% bis 25% der deutschen Programm-Mezzanine nutzenden Unternehmen stünden dagegen vor massiven bis hin zu existenzbedrohenden Refinanzierungsproblemen.<sup>5</sup> Die Autoren weisen allerdings mehrfach darauf hin, dass die Studienergebnisse selbst keine Anhaltspunkte für einen derart hohen Anteil an Firmen mit erheblichen Refinanzierungsproblemen liefern. Nur 5,8% der Stichprobe weisen ein klar spekulatives Rating auf. Die Autoren sind jedoch überzeugt, dass diese Gruppe in der Befragung deutlich unterrepräsentiert ist und korrigieren aus diesem Grund ihre Schätzung deutlich nach oben.<sup>6</sup>

Die Untersuchung der Refinanzierungsproblematik ist auch das primäre Anliegen der vorliegenden Studie des Strategic Finance Institute (SFI) der EBS Business School und der IKB Deutsche Industriebank AG. Weitere Schwerpunkte der Studie bilden die Motive für die Wahl von Programm-Mezzanine sowie die bisherigen Erfahrungen der Unternehmen mit diesem Finanzierungsprodukt. Methodisch wurden alle Unternehmen, die als Nutzer von Standard-Mezzaninen bekannt sind, angeschrieben und

---

<sup>4</sup> Vgl. Lehmann-Tolkmitt et al. (2010), S. 10, 28f.

<sup>5</sup> Vgl. o.V. (2010), S. 25

<sup>6</sup> Vgl. o.V. (2010), S. 20f., 25

zu einem Telefoninterview eingeladen. Während des Befragungszeitraums von September bis Oktober 2010 sind insgesamt 208 Unternehmen dieser Einladung nachgekommen und standen für ein telefonisches Interview zur Verfügung. Die erreichte Teilnahmequote von annähernd 40% unterstreicht die hohe Priorität der mit Rahmen der Studie untersuchten Refinanzierungsproblematik.

## 2 Programm-Mezzanine-Markt

### 2.1 Produkt „Programm-Mezzanine“

Mezzanine Finanzierungsinstrumente vereinen Merkmale von Eigen- und Fremdkapital. Bekannte Mezzanine-Instrumente sind Nachrangdarlehen, typische stille Beteiligungen, Wandel- und Optionsanleihen und Genussscheine mit und ohne Verlustteilnahme sowie atypisch stille Beteiligungen. Der rechtliche Gestaltungsspielraum ermöglicht die Strukturierung von Mezzanine-Finanzierungen als nachrangiges Fremdkapital oder als handelsbilanzielles Eigenkapital.

Wichtige Finanzierungspartner im Mezzanine-Markt sind seit den 70er Jahren Landesbanken, Zentralinstitute der Genossenschaftsbanken, Sparkassen sowie Zweckgesellschaften deutscher Kreditinstitute. Seit den 90er Jahren wird Mezzanine-Kapital zunehmend von deutschen Private-Equity-Gesellschaften<sup>7</sup>, der KfW und landeseigenen Förderinstituten bereitgestellt. Diese Finanzierungen – auch Individual-Mezzanine genannt – sind gekennzeichnet durch eine individuelle Vertragsausgestaltung, einen detaillierten und zeitaufwändigen Prüfungsprozess sowie Konditionen, die in der Regel um 15% liegen.

Durch die Einführung der neuartigen Finanzierungsklasse „Standard-Programm-Mezzanine“ setzte im Jahre 2004 ein tiefgreifender Wandel auf dem deutschen Mezzanine-Markt ein. Die Vorreiterrolle übernahm dabei das PREPS-Programm der Schweizer CEG und der HVB. Im Rahmen des PREPS-Programms wurden standardisierte Mezzanine-Forderungen gebündelt und am Kapitalmarkt verbrieft. Käufer waren sowohl institutionelle als auch private Investoren. Standardisierung, Verbriefung sowie die damalige Renditeerwartung der Investoren ermöglichten die Bereitstellung von Mezzanine-Kapital zu einmalig günstigen Konditionen in der Größenordnung von 7% bis 10%. Aufgrund des großen Erfolgs der PREPS-Transaktion fanden sich schnell Nachahmer, die zwischen 2005 und 2007 ähnlich ausgestaltete Verbriefungsprogramme anboten.

Programm-Mezzanine wurde von allen Anbietern als Genussrecht oder Nachrangdarlehen mit 7-jähriger Laufzeit, endfälliger Tilgung und ohne ordentliches Kündigungsrecht<sup>8</sup> strukturiert. Aufgrund einer Nachrangerklärung besitzt das Programm-Mezzanine grundsätzlich den potenziellen Status als wirtschaftliches Eigenkapital

---

<sup>7</sup> Bekannte – im Mezzanine-Markt aktive – Gesellschaften sind unter anderem Hannover Finanz, DZ Equity Partner und die Bayerische Beteiligungsgesellschaft.

<sup>8</sup> Die meisten Programme erlauben eine außerordentliche Kündigung „aus wichtigem Grund“, wozu in den meisten Fällen unter anderem Insolvenz, Liquidation des Unternehmens und die Veränderung der Gesellschafterstruktur gehören.

(vgl. Tab. 2.1).<sup>9</sup> Durch die zusätzliche Vereinbarung einer Verlustteilnahme kann es sogar als bilanzielles Eigenkapital ausgestaltet werden.<sup>10</sup> Die Vergütung besteht in fast allen Programmen aus einer fixen und einer variablen Komponente, die beide steuerlich abzugsfähig sind. Die variable Komponente bemisst sich dabei üblicherweise am Jahresüberschuss des Unternehmens. Grundvoraussetzungen für die Aufnahme von Programm-Mezzanine war neben einer programmabhängigen Mindestgröße<sup>11</sup> ein Investmentgrade-Rating<sup>12</sup> der Unternehmen, zumeist basierend auf Moody's KMV RiskCalc<sup>13</sup>. Die Stellung von Sicherheiten war nicht erforderlich. Ebenso mussten keine Stimmrechte an die Mezzanine-Gläubiger abgetreten werden.

Tab. 2.1: Gegenüberstellung typischer Mezzanine-Ausgestaltungen

	Nachrangdarlehen	Wirtschaftliches Eigenkapital	Bilanzielles Eigenkapital nach HGB
Nachrang	I.d.R. nach Kreditgebern	Nach allen Gläubigern, aber vor den Gesellschaftern	Nach allen Gläubigern, aber vor den Gesellschaftern
Laufzeit	Keine Vorgaben	Mindestens 5 Jahre	Mindestens 5 Jahre
Verlustbeteiligung	nein	nein	ja
Erfolgsabhängigkeit	nein	I.d.R. vorhanden	ja
Finanzierungsinstrumente	Darlehen	Typische stille Beteiligungen, Genussscheine ohne Verlustbeteiligung	Atypische stille Beteiligungen, Genussscheine mit Verlustbeteiligung
Bilanzausweis	Fremdkapital	Zwischen Eigen- und Fremdkapital	Separate Eigenkapitalposition

Der Bewilligung von Programm-Mezzanine ging ein standardisierter und stark vereinfachter Prüfungsprozess voraus. Das Vertragswerk der Nachrangdarlehen und Genussrechte war ebenfalls standardisiert und ohne jegliche Anpassungsmöglichkeit an die jeweilige Unternehmenssituation. Dieser hohe Grad der Standardisierung war Voraussetzung, um die Mezzanine-Forderungen verbrieft und refinanzieren zu können.

<sup>9</sup> Unabhängig von der Behandlung in der Handelsbilanz können Banken und Ratingagenturen die nachrangigen Mezzanine-Finanzierungen nach freiem Ermessen in ihren internen Ratingsystemen anteilig oder vollständig als Eigenkapital klassifizieren. Wird eine derartige Umklassifizierung erreicht, spricht man von wirtschaftlichem Eigenkapital.

<sup>10</sup> Der Hauptfachausschuss des Instituts der Wirtschaftsprüfer (HFA des IDW) nennt in seiner Stellungnahme HFA I/1994 vier notwendige Voraussetzungen für die Einstufung von Genussrechten als bilanzielles Eigenkapital (HGB): Nachrangigkeit, Verlustteilnahme, erfolgsabhängige Vergütung und Langfristigkeit.

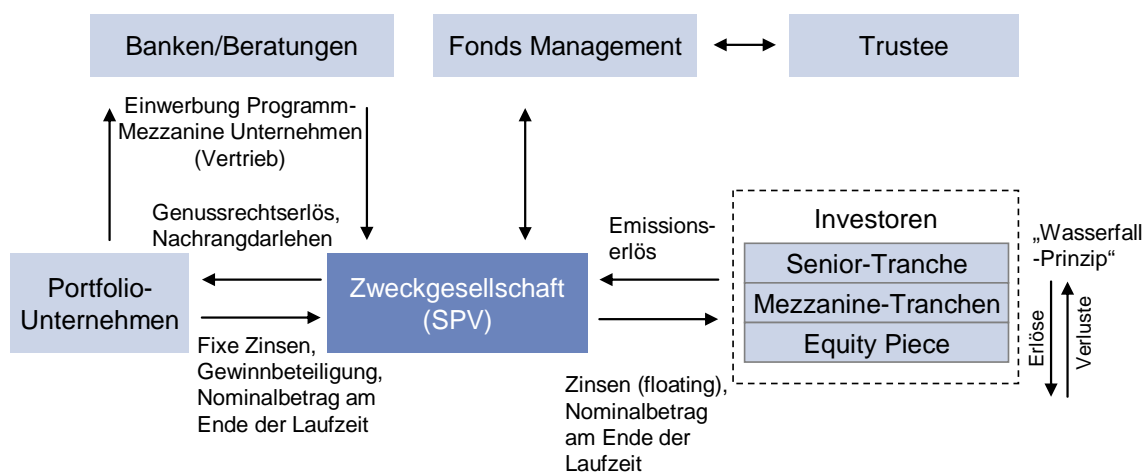
<sup>11</sup> In den meisten Fällen wurde der Jahresumsatz als Größenmaßstab verwendet.

<sup>12</sup> Einige Programme akzeptierten auch Unternehmen mit einem Sub-Investmentgrade-Rating.

<sup>13</sup> Einige Programme verwendeten neben RiskCalc auch alternative Ratingverfahren.

Das Programm-Mezzanine-Kapital wurde nicht direkt von den strukturierenden Banken selbst, sondern von Zweckgesellschaften (Special Purpose Vehicles)<sup>14</sup> bereitgestellt und von diesen verbrieft. (vgl. Abb. 2.1). Die strukturierenden Banken traten als Initiatoren der Zweckgesellschaften auf und beschränkten sich ansonsten überwiegend auf eine Vermittlerrolle.<sup>15</sup> Auch die Verwaltung der Zweckgesellschaften obliegt nicht den strukturierenden Banken sondern einem unabhängigen Fonds-Management.

Abb. 2.1: Schematische Darstellung einer Programm-Mezzanine-Verbriefung



Quelle: Eigene Darstellung

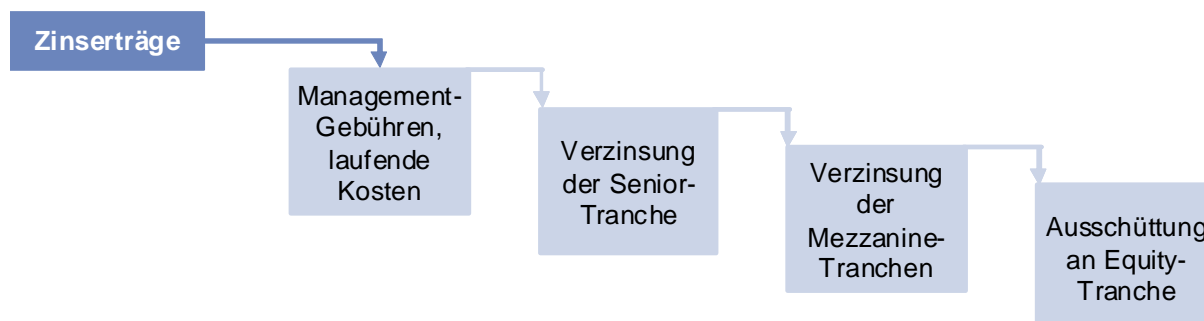
Die Refinanzierung der Zweckgesellschaften basierte auf sogenannten Collateralized Debt Obligations (CDO). Die einzelnen ausgereichteten Mezzanine-Forderungen wurden zu diesem Zweck zunächst in einem Portfolio gebündelt. Dieses Portfolio wurde anschließend von den großen internationalen Ratingagenturen bewertet und in Tranchen unterschiedlicher Ausfallwahrscheinlichkeit eingeteilt. Die Verzinsung der einzelnen Tranchen wurde in Abhängigkeit der vergebenen Tranchen-Ratings bestimmt. Als Referenzgröße für die Festlegung der Zinssätze diente die Rendite identisch eingestufte Kapitalmarktprodukte zum jeweiligen Emissionszeitpunkt. Ebenfalls festgelegt wurde die Reihenfolge, in welcher etwaige Verluste auf die einzelnen Tranchen verteilt werden. Die Verlustzuweisung folgt dabei streng dem sogenannten umgekehrten Wasserfallprinzip. Zunächst entfallen sämtliche Verluste auf die unterste Tranche. Erst nach deren vollständiger Aufzehrung werden die Verluste der nächst höheren Tranche angerechnet usw. Im Hinblick auf Zinseinnahmen und Tilgungen verläuft der Wasserfall hingegen von oben nach unten (vgl. Abb. 2.2). Erst nachdem

<sup>14</sup> Die Zweckgesellschaften sind in Luxemburg, den Niederlanden oder Irland ansässig.

<sup>15</sup> Die Deutsche Bank und die IKB Deutsche Industriebank beteiligten sich mit wesentlichen Teilen an den Equity Pieces der equiNotes-Programme.

sämtliche Ansprüche der höchsten Tranche befriedigt sind, erfolgen Ausschüttungen an die nachstehenden Tranchen.

Abb. 2.2: Schematische Darstellung des Wasserfall-Prinzips



Quelle: Eigene Darstellung

Die höchste Tranche innerhalb des Wasserfalls – auch Senior-Tranche genannt – erhielt in allen Verbriefungstransaktionen die bestmögliche Ratingnote „AAA“.<sup>16</sup> Die nachfolgenden Tranchen – auch Mezzanine-Tranchen<sup>17</sup> genannt – erhielten jeweils entsprechend niedrigere Bonitätsbewertungen. „BB“ bildete dabei die Untergrenze. Die niedrigste Tranche innerhalb des Wasserfalls – im Fachjargon „Equity Piece“ oder „First-Loss-Piece“ genannt – wurde aufgrund des hohen Verlustrisikos nicht geratet. Dafür bot sie Investoren die Aussicht auf eine überdurchschnittliche jährliche Verzinsung (residual interest) von bis zu 20%. Alle Tranchen sind mit Wertpapierkennnummern ausgestattet und somit über Börsenplätze handelbar.

Wie in Tab. 2.2 dargestellt, variiert die Größe der Equity Pieces und Senior-Tranchen der einzelnen Verbriefungstransaktionen deutlich. Die Equity Pieces bewegen sich in einer beträchtlichen Bandbreite zwischen 4,5% und 21% des jeweiligen Emissionsvolumens. Entsprechend kommt es insbesondere zu einer Spreizung des Volumens der Senior-Tranchen. Diese betragen in Abhängigkeit der Verbriefungstransaktion zwischen 60,9% und 88,4%. Die Qualität der jeweiligen Pools von Unternehmen wurde offenkundig bereits zum Zeitpunkt ihrer Emission recht unterschiedlich bewertet. Die folgende Tabelle gibt eine Übersicht über die Tranchierung durch Moody's:

<sup>16</sup> Die erste PREPS Transaktion (PREPS 2004-1) erhielt ein Moody's-Rating von Aa2. Fitch hat alle bewerteten Senior-Tranchen mit AAA eingestuft.

<sup>17</sup> Die Mezzanine-Tranchen im Rahmen der Verbriefung sind nicht zu verwechseln mit dem Mezzanine-Kapital, das den Unternehmen zur Verfügung gestellt wurde.

Tab. 2.2: Gegenüberstellung der ursprünglichen Tranchen-Größen

	PREPS 2004-1	PREPS 2004-2	PREPS 2005-1	PREPS 2005-2	PREPS 2006-1	PREPS 2007-1	Smart Mezzanine
A	88,4%	76,0%	75,1%	75,0%	74,5%	75,0%	60,9%
B	-	14,0%	15,0%	15,0%	15,3%	14,1%	7,6%
C	-	-	-	-	-	-	10,2%
D	-	-	-	-	-	-	7,1%
E	-	-	-	-	-	-	6,6%
Equity Piece	11,6%	10,1%	9,9%	10,0%	10,3%	10,9%	7,6%

	CB MezzCap	equi- Notes I	equi- Notes II	H.E.A.T I-2005	H.E.A.T I-2006	H.E.A.T I-2007	S-Mezzanine STEM
A	69,1%	63,7%	70,0%	71,5%	78,0%	74,2%	75,5%
B	10,0%	4,8%	5,7%	15,5%	11,0%	9,9%	11,4%
C	5,3%	5,5%	6,1%	-	-	8,1%	-
D	7,3%	5,0%	5,5%	-	-	-	-
E	3,9%	-	4,5%	-	-	-	-
Equity Piece	4,5%	21,0%	8,1%	13,0%	11,0%	7,8%	13,1%

Quelle: Emissionsprospekte der Verbriefungsprogramme

Kommt es zu Ausfällen in einem Portfolio, zum Beispiel aufgrund von Unternehmensinsolvenzen, greift ein besonderer Ausgleichmechanismus: Die Zinszahlung der Zweckgesellschaft an die Investoren des „Equity Piece“ werden solange ersatzlos ausgesetzt, bis die nicht ausgeschütteten Zinsen exakt die Höhe des ausgefallenen Betrags erreichen. Die eingesparten Zinsen nutzt die Zweckgesellschaft zur Tilgung der Senior-Tranche in Höhe des ausgefallenen Volumens. Ist der Verlust innerhalb einer Abrechnungsperiode größer als die den Equity-Piece-Investoren ursprünglich zustehende Zinszahlung, werden die nicht gedeckten Ausfälle auf einem Kapitalverlustkonto – dem sogenannten Principal Deficiency Ledger (PDL) – verbucht. Wenn am Ende der 7-jährigen Laufzeit das Kapitalverlustkonto nicht auf Null zurückgeführt werden konnte, wird das „Equity Piece“ um den ausstehenden Betrag gemindert. Sind die Verluste größer als das „Equity Piece“, werden nacheinander die nächst höheren Tranchen zum Verlustausgleich herangezogen.

Aus damaliger Sicht bot Programm-Mezzanine den beteiligten Unternehmen, Banken und Investoren klare Vorteile. Unternehmen erhielten langfristiges wirtschaftliches, teilweise sogar bilanzielles Eigenkapital zu annähernd Kontokorrent-Konditionen zwischen 7% und 10%. Programm-Mezzanine stellte somit eine günstige Möglichkeit zur Verbesserung der Eigenkapitalsituation dar. Vor dem Hintergrund von Basel II und der häufig diskutierten Eigenkapitallücke bei Teilen des deutschen Mittelstands gewann das Angebot zusätzlich an Attraktivität. Durch die Verbesserung der Finanz-



kennzahlen aufgrund der Eigenkapital-Anrechnung bestand für Unternehmen die zusätzliche Aussicht auf eine Ausweitung des Verschuldungsspielraums sowie den Erhalt besserer Finanzierungsbedingungen – insbesondere in Bezug auf Bankkredite. Schließlich hätten sich ohne Programm-Mezzanine-Kapital vermutlich einige Investitionsvorhaben der Unternehmen mangels ausreichender Fremdfinanzierbarkeit nicht realisieren lassen.

Durch die Beschränkung auf eine Vermittlerrolle ergab sich für die Initiatoren von Programm-Mezzanine die Chance auf nahezu risikolose Geschäfte. Da die Refinanzierung direkt über den Kapitalmarkt erfolgte, mussten die initiierenden Banken vielfach kein Ausfallrisiko übernehmen, vereinnahmten aber gleichzeitig die Vermittlungsprovisionen für das Mezzanine-Kapital. Nur in einigen Fällen haben sich die Initiatoren wiederum selbst als Investor an den gerateten und nicht-gerateten Tranchen beteiligt, so zum Beispiel die Deutsche Bank und die IKB beim equiNotes-Programm. Der Vertrieb des Mezzanine-Kapitals bei den Unternehmen war damit oftmals ein reines Provisionsgeschäft mit vollständiger Auslagerung der mit dem Mezzanine-Kapital verbundenen Risiken.<sup>18</sup> In diesem Zusammenhang ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Fonds-Initiatoren oftmals gleichzeitig als Kreditgeber im kurz- oder langfristigen Bereich aktiv gewesen sind.

Aus Sicht der institutionellen Investoren stellte Programm-Mezzanine eine neuartige und renditeträchtige Anlageklasse dar. Kapitalgeber konnten in den nicht kapitalmarktfähigen, gehobenen deutschen Mittelstand investieren. Die Einteilung der Verbriefung in Tranchen unterschiedlicher Ausfallwahrscheinlichkeit erlaubte zudem eine genaue Anpassung der Investition an das gewünschte Risiko-Rendite-Profil.

## **2.2 Mezzanine-Anbieter und -Programme**

In Deutschland gibt es insgesamt sieben Anbieter von Programm-Mezzanine. Drei Programme wurden von privaten Geschäftsbanken (CB MezzCap, equiNotes, H.E.A.T), zwei Programme von Landesbanken/Sparkassen (PRIME, StaGe) angeboten. Die beiden übrigen Programme (PREPS, PULS) entstanden jeweils aus der Kooperation einer Finanzberatung mit einer privaten Geschäftsbank.

Bei vier der sieben Programme (equiNotes, H.E.A.T, PREPS, PULS) kam es zu mehreren zeitlich versetzten Verbriefungstransaktionen. Insgesamt wurden zwischen 2004 und 2007 16 Verbriefungstransaktionen durchgeführt (vgl. Tab. 2.3). Da über

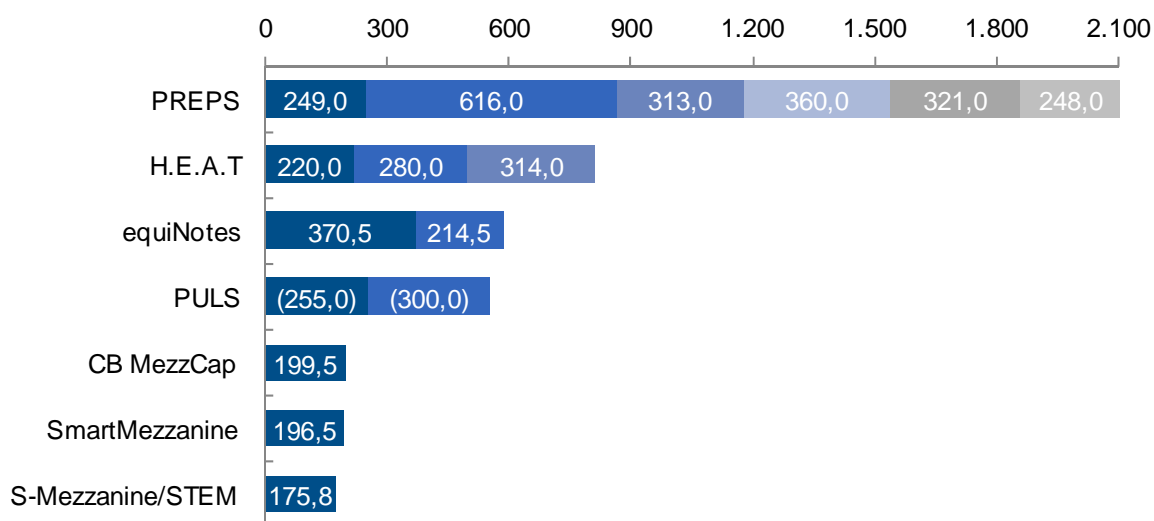
---

<sup>18</sup> Vgl. Hommel/Nohtse (2008), S. 16.

die beiden PULS-Transaktionen keine detaillierten Informationen zugänglich sind, können diese in der weiteren Marktbeschreibung nicht berücksichtigt werden.<sup>19</sup>

Das Gesamtvolumen der 14 hinreichend dokumentierten Transaktionen beläuft sich auf 4.077,8 Mio. Euro (vgl. Abb. 2.3). Gemessen anhand des jeweils verbrieften Volumens sind CEG und HVB mit insgesamt sechs PREPS-Transaktionen und einem Verbriefungsvolumen von 2,1 Mrd. Euro mit Abstand Marktführer (52% Marktanteil). Mit deutlichem Abstand folgen die H.E.A.T- (20% Marktanteil) und equiNotes-Programme (14% Marktanteil). Die verbleibenden drei Anbieter machen lediglich 14 Prozent des Marktes (0,6 Mrd. Euro) aus.

Abb. 2.3: Verteilung des Programm-Mezzanine-Kapitals auf Anbieter (in Mio. Euro)



Quelle: Emissionsprospekte der Verbriefungsprogramme

Das gesamte ausgereichte Programm-Mezzanine-Volumen verteilt sich auf 686 Mezzanine-Finanzierungen im In- und Ausland<sup>20</sup>. Insgesamt haben ausländische Unternehmen 52 der 686 Programm-Mezzanine-Tranchen mit einem Volumen von 357,5 Mio. Euro erhalten. Deutsche Unternehmen nahmen 634 Programm-Mezzanine-Finanzierungen in einem Volumen von 3.720,3 Mio. Euro auf. Die durchschnittlich an deutsche Unternehmen vergebene Mezzanine-Tranche belief sich auf 5,9 Mio. Euro.

Mit Ausnahme der PREPS-Transaktion 2004-2 bewegt sich das verbrieftete Volumen – inklusive ausländischer Tranchen – in einer Bandbreite von 175,8 bis 370,5 Mio. Euro.

<sup>19</sup> Gemäß der Internetseite des Anbieters Advisum verteilt sich das verbrieftete Volumen der beiden PULS-Transaktionen auf 104 Finanzierungen und beträgt 555 Mio. Euro. Die PULS-Transaktionen enthalten allerdings auch einen unbekanntem Anteil an erstrangigen Finanzierungen, so dass eine Differenzierung zwischen erstrangigen und Mezzanine-Finanzierungen nicht möglich ist. Ferner entfällt ein ebenfalls unbekannter Anteil des Gesamtvolumens auf ausländische Firmen.

<sup>20</sup> Die Länder-Zuordnung basiert auf den Angaben der Emissionsprospekte.

ro. Je Transaktion wurden zwischen 29 und 67 Mezzanine-Tranchen verbrieft, wobei die kleinste Tranche in Abhängigkeit des Programms zwischen 1 und 2,5 Mio. Euro und die größte Tranche zwischen 10 und 18 Mio. Euro betrug.

Ein großer Unterschied zwischen den einzelnen Programmen besteht in Bezug auf die bilanzielle Eigenkapitalanerkennung des Mezzanine-Kapitals. Nur drei Programme (CB MezzCap, equiNotes, PRIME) boten Mezzanine-Finanzierungen auch in einer Form an, die einen handelsrechtlichen Ausweis als Eigenkapital ermöglicht.<sup>21</sup> In allen anderen Fällen besitzen die Mezzanine-Mittel immer den Status als bilanzielles Fremdkapital, können aber als wirtschaftliches Eigenkapital anerkannt werden.<sup>22</sup> Auch die Vergütungsstruktur unterscheidet sich je nach Mezzanine-Typ. Bei Mezzanine-Kapital ohne bilanzielle Eigenkapitalanerkennung besteht diese aus einem grundsätzlich zahlbaren Festzins und einer variablen Komponente, die erst bei Erreichen einer bestimmten Performance-Kennzahl fällig wird. Je nach Mezzanine-Programm beträgt die jährliche variable Vergütung bis zu zwei Prozent des Mezzanine-Nominalbetrages. Mezzanine mit bilanzieller Eigenkapitalanerkennung wird hingegen immer über einen Festzins vergütet, der nur bei Vorliegen eines ausreichenden Bilanzgewinns beziehungsweise eines ausreichenden ungebundenen Eigenkapitals zahlbar ist.<sup>23</sup> Die Höhe der Festzinssätze wurde in einigen Programmen in Abhängigkeit vom jeweiligen Unternehmensrating bestimmt, wohingegen andere Programme für alle Unternehmen den gleichen Festzinssatz ansetzten.

Eine Besonderheit des Programm-Mezzanine-Marktes ist das Phänomen der Mehrfachnutzung.<sup>24</sup> Nicht selten haben Unternehmen Mezzanine-Kapital über verschiedene Verbriefungstransaktionen bzw. Anbieter bezogen. Die 634 an deutsche Unternehmen ausgereichten Programm-Mezzanine-Finanzierungen verteilen sich aus diesem Grund auf lediglich 534 deutsche Unternehmen: 466 Unternehmen haben genau einmal, 80 Unternehmen zweimal und acht Unternehmen drei- bis fünfmal Programm-Mezzanine aufgenommen.

---

<sup>21</sup> Vgl. Fußnote 10, S. 9, zur Stellungnahme I/1994 des Hauptfachausschusses der Wirtschaftsprüfer.

<sup>22</sup> Vgl. Hommel/Brockmann (2006), S. 24.

<sup>23</sup> Unter dem gebundenen Eigenkapital werden alle Eigenkapitalbestandteile verstanden, welche gesetzlich (nicht jedoch lediglich satzungsmäßig) in besonderem Maße gegen Ausschüttungen an die Gesellschafter geschützt sind. Hierzu gehören vor allem das gezeichnete Kapital (Grund- bzw. Stammkapital), gesetzlich zu bildende Rücklagen sowie Ausschüttungssperrbeträge. Bei einer Kommanditgesellschaft gelten als gebundenes Eigenkapital auch die im Handelsregister eingetragenen Hafteinlagen.

<sup>24</sup> Vgl. DZ Bank (2007), S. 4.

Tab. 2.3: Übersicht der verbrieften Mezzanine-Programme

	Merrill Lynch, Advisum	Capital Efficiency Group, HypoVereinsbank	HSBC Trinkhaus	BayernLB, WestLB
Produkt	PULS 2006-1 PULS 2007-1	PREPS 2004-1 PREPS 2004-2 PREPS 2005-1 PREPS 2005-2 PREPS 2006-1 PREPS 2007-1	H.E.A.T I-2005 H.E.A.T I-2006 H.E.A.T I-2007	S-Mezzanine/ STEM (verbrieft als „StaGe“)
Volumen (Mio. EUR)	255 / 300	249 / 616 / 313 / 360 / 321 / 248	220 / 280 / 314	175,8
davon prozentuales ausländisches Vo- lumen	10,8% / n.v.	0,0% / 1,3% / 12,1% / 29,4% / 34,9% / 37,7%	0	0
Anzahl Unternehmen	44 / 60	34 / 67 / 51 / 62 / 61 / 52	32 / 47 / 60	51
davon Anzahl aus- ländischer Unter- nehmen	5 / n.v.	0 / 1 / 4 / 15 / 15 / 17	0	0
Durchschnittstranche (Mio. EUR)	5 - 5,7	4,8 - 9,2	5,2 - 6,9	3,4
Einzeltranchen (Mio. EUR)	2 - 15	1 - 18	1 - 18	1 - 10
Nominalfixzinsrange (in %)	5,8 - 9,92	6,8 - 7,9	7,1 - 7,9%; Sieben-Jahres- EUR-Mid- Swapsatz Brief plus 350bps- 700bps (H.E.A.T I-2007)	ca. 8.1 (Durchschnitt)
Erfolgsabhängige Vergütung (in % des Nominalbetrags)	-	max. 2%	Nur H.E.A.T I- 2005: n.v.	max. 2%
Erfolgsabhängige Vergütung, Kenngröße	-	Jahresüber- schuss	Nur H.E.A.T I- 2005: Jahres- überschuss	Jahresüber- schuss
Finanzprodukt	Schuld- verschreibung	Genussrecht, Nachrang- darlehen <sup>1</sup>	Genussrecht, Nachrang- darlehen	Genussrecht
Verlustteilnahme	Nein	Nein	Nein	Nein
Nachrangerklärung	Typ A: nein Typ B: ja	Ja	Ja	Ja
Eigenkapitalstatus	Typ A/B: Bilan- zielles FK (HGB) Typ B: Wirt- schaftliches EK	Bilanzielles FK (HGB), wirt- schaftliches EK	Bilanzielles FK (HGB), wirt- schaftliches EK	Bilanzielles FK (HGB), wirt- schaftliches EK
Laufzeit	7 Jahre	7 Jahre	7 Jahre	7 Jahre

<sup>1</sup> PREPS 2005-2, 2006-1 und 2007-1 enthalten auch Bearer Subordinated Bonds und Subordinated Registered Bonds für ausländische Kunden.

Tab. 2.3: Übersicht der verbrieften Mezzanine-Programme (fortgesetzt)

	Commerzbank	Deutsche Bank, IKB Deutsche Industriebank	HASPA, HSH Nordbank, LBBW
Produkt	CB MezzCap	equiNotes I; equiNotes II (verbrieft als „Force I/II“)	SmartMezzanine (SM) (verbrieft als „Prime“)
Volumen (Mio. EUR)	199,5	370,5 / 214,5	196,5
davon prozentuales ausländisches Vo- lumen	0	0	0
Anzahl Unternehmen	35	57 / 48	29
davon Anzahl aus- ländischer Unter- nehmen	0	0	0
Durchschnittstranche (Mio. EUR)	5,7	4,5 - 6,5	6,8
Einzeltranchen (Mio. EUR)	2,5 - 15	1,5 - 15	1 - 15
Nominalfixzinsrange (in %)	6,65 - 8,75	6,75 - 9,3	5,5 - 9,5
Erfolgsabhängige Vergütung (in % des Nominalbetrags)	n.v.	0,25%	1,5%
Erfolgsabhängige Vergütung, Kenngröße	Typ A: Fixzinszahlung wird nur bei ausreichendem Bilanzgewinn fällig Typ B: Fixzinssatz ist immer fällig. Variable Kom- ponente nur bei entsprechender Umsatzrendite	Typ A: Fixzinszahlung wird nur bei ausreichendem freiem EK fällig Typ A*: Fixzinszahlung ist im- mer fällig. Variable Komponente nur ab entsprechendem Jahresüberschuss	SM: Fixzinszahlung ist immer fällig. Variable Komponente nur ab bestimmten Jahres- überschuss oder freiem EK SM100: Fixzinszahlung wird nur bei ausreichend freiem EK fällig
Finanzprodukt	Genussrecht	Genussrecht	Genussrecht
Verlustteilnahme	Typ A: ja, Wertaufholung bis zu 22 Jahren Typ B: nein	Typ A: ja, Wertaufholung bis zu 22 bzw. 6 Jahren Typ A*: nein	SM: nein, SM100: ja Wertaufholung bis zu 2 Jahren
Nachrangerklärung	Ja	Ja	Ja
Eigenkapitalstatus	Typ A: Bilanzielles (HGB) und wirtschaftliches EK Typ B: Nur wirtschaftliches EK	Typ A: Bilanzielles (HGB) und wirtschaftliches EK Typ A*: Nur wirtschaftliches EK	SM: bilanzielles FK (HGB), wirtschaftliches EK SM100: bilanzielles (HGB) und wirtschaftliches EK
Laufzeit	7 Jahre	7 Jahre	7 Jahre

Quelle: Emissionsprospekte, Fitch New Issue Reports, Moody's Pre-Sale Reports der jeweiligen Transaktionen.

### 2.3 Marktentwicklung

Gegenstand der folgenden Darstellung ist die Entwicklung der einzelnen Verbriefungstransaktionen und insbesondere des Gesamtmarktes während des relevanten Zeitraums von Mai 2004 bis Oktober 2010. Die Darstellung unterscheidet nicht zwischen dem auf deutsche und ausländische Unternehmen entfallenden Mezzanine-Volumen. Mangels entsprechender Informationen können die beiden PULS-Programme erneut nicht berücksichtigt werden.

Von dem ursprünglich verbrieften Gesamtbetrag von 4,077 Mrd. Euro mussten allein 506,5 Mio. Euro aufgrund von Unternehmensinsolvenzen bereits vollständig wertberichtigt werden (vgl. Tab. 2.4). Die Insolvenzfälle betreffen 71 der 686 ursprünglich ausgereichten Mezzanine-Finanzierungen. Dahinter verbergen sich allerdings weniger als 71 Unternehmensinsolvenzen. Eine IKB interne Untersuchung von 51 ausgefallenen Mezzanine-Finanzierungen zeigt, dass dahinter tatsächlich nur 31 Insolvenzfälle stehen.<sup>25</sup> Denn 15 der insolventen Unternehmen haben an zwei- bis vier Verbriefungstransaktionen teilgenommen.

Per Oktober 2010 betragen die insolvenz-bedingten Ausfallraten auf Programm-Ebene zwischen 3,7% und 23,2%. In einer Gesamt-Markt-Betrachtung sind insgesamt 12,4% des ausgereichten Kapitals ausgefallen. Die durchschnittlich betroffene Programm-Mezzanine-Forderung liegt bei 7,1 Mio. Euro. Da die durchschnittlich vergebene Mezzanine-Forderung 5,9 Mio. Euro beträgt, ist von der Insolvenz größerer Unternehmen auszugehen.

Neben Insolvenzen führten Weiterveräußerungen von Mezzanine-Forderungen unter Inkaufnahme eines Abschlags zu weiterem Wertberichtigungsbedarf in Höhe von 1,9% des gesamten Marktvolumens. In diesen Fällen akzeptierte das Fonds-Management aufgrund einer schlechten Fortführungsprognose einen anteiligen Forderungsverzicht als Mittel der Verlustbegrenzung. 19 Mezzanine-Forderungen mit einem Nominalwert von 133 Mio. Euro waren hiervon bislang betroffen. Der durchschnittliche Abschlag betrug 58,7%, so dass 78,1 der 133 Mio. Euro wertberichtigt werden mussten. Weiterveräußerungen gehen in einigen Fällen mit der Gewährung von Besserungsscheinen einher, wodurch sich die Verluste bei positiver Geschäftsentwicklung reduzieren lassen. Derartige mit einem Abschlag versehene Verkäufe wurden bereits von fast allen Programmen durchgeführt.

Als Vergleichsmaßstab für den Schweregrad der Ausfälle dient die Höhe des Principal Deficiency Ledger (PDL).<sup>26</sup> In Abhängigkeit des Volumens des Equity Pieces und

<sup>25</sup> Bei diesen 31 Insolvenzfällen handelt es sich ausschließlich um deutsche Unternehmen.

<sup>26</sup> Die Funktionsweise des Principal Deficiency Ledger wird in Kapitel 2.1 (S. 12) erläutert.

der darauf entfallenden Zinszahlungen wirken sich Verluste unterschiedlich stark auf die verbleibenden Tranchen aus. Kommt es zu Wertberichtigungen werden die Zinszahlungen an die Investoren des Equity Pieces solange eingestellt, bis der Verlust ausgeglichen ist. Der noch auszugleichende Verlustbetrag wird auf dem PDL verbucht. Ein hoher PDL-Wert zeigt demnach an, dass die periodisch eingesparten Equity-Piece-Zinsen bisher nicht ausreichen, um die eingetretenen Ausfälle betragsmäßig zu kompensieren.

Tab. 2.4: Entwicklung des Programm-Mezzanine-Marktes (2004-2010)

(in Mio. Euro)	Programm-Ebene		Gesamt-Markt <sup>1</sup>	
	Min	Max	Absolut	%
Ursprünglich ausstehendes Portfoliovolumen	175,8	616,0	4.077,8	100,0%
Aktuell ausstehendes Portfoliovolumen (in % vom urspr. Volumen)	80,3%	95,2%	3.576,6	87,7%
PDL im Verhältnis zum jeweiligen Equity Piece	6,8%	420,9%	-	-
PDL im Verhältnis zum urspr. Portfolio Volumen	1,4%	24,9%	-	10,1%
Ausfälle <sup>2</sup> (in % vom jeweils urspr. Portfolio Volumen)	5,9%	23,4%	584,6	14,3%
davon Insolvenzen <sup>3</sup>	3,7%	23,2%	506,5	12,4%
davon Verluste durch Weiterveräußerung	0,0%	3,8%	78,1	1,9%
Vorzeitige Rückzahlungen & Weiterveräußerungen (in % vom jeweils urspr. Portfolio Volumen)	1,3%	10,6%	173,4	4,3%
davon vollständige vorzeitige Rückzahlung	0,0%	8,4%	118,5	2,9%
davon weiterveräußert	0,0%	4,7%	54,9	1,3%
Ursprüngliche Tranchenzahl (pro Transaktion)	29	67	686	-
davon insolvent	2	9	71	-
davon mit vollständiger vorzeitiger Rückzahlung	0	4	26	-
davon weiterveräußert	0	3	19	-
Aktuelle Tranchenzahl	23	59	570	-

<sup>1</sup> Die Spalte „Absolut“ zeigt die jeweilige Kenngröße in Bezug auf den Gesamtmarkt (4,077 Mrd. Euro, 686 Tranchen). Die Spalte „%“ zeigt jeweils den Anteil am gesamten ausgereichten Volumen von 4,077 Mrd. Euro.

<sup>2</sup> In den Ausfallraten sind sogenannte „Technical Defaults“ nicht enthalten.

<sup>3</sup> Darunter befinden sich mindestens fünf Insolvenzfälle aufgrund von Betrugsfällen. Hiervon betroffen waren zehn Tranchen mit einem Gesamtvolumen von 91 Mio. Euro.

Quelle: IKB-Recherche (Stand: Oktober 2010)

Alle Mezzanine-Programme weisen gegenwärtig einen positiven PDL-Wert auf. Dieser beträgt zwischen 1,4% und 24,9% des ursprünglichen Portfoliovolumens. Ge-

genwärtig sind 10,1% des ursprünglichen Marktvolumens auf den PDLs verbucht. Die überwiegend hohen PDL-Werte zeigen, dass wesentlich höhere Ausfälle als erwartet eingetreten sind. Infolge der Ausfälle nimmt die Zahl der Zins zahlenden Unternehmen ab und somit verringern sich die periodischen Zinseinnahmen der Zweckgesellschaften. Auch dieser sekundäre Zinsverlust muss über den Zinsanteil der Equity-Piece-Tranche kompensiert werden. Ab einer bestimmten Anzahl an Ausfällen ergibt sich so ein Teufelskreis, der es einer Zweckgesellschaft kaum mehr möglich macht, ihren PDL-Wert in der verbleibenden Restlaufzeit über die Aussetzung der Zinszahlung an die Equity-Piece-Investoren signifikant zurückzuführen. Viele Mezzanine-Programme befinden sich bereits in diesem Teufelskreis. In diesen Programmen werden die Equity-Piece-Investoren bis zum Ende der Laufzeit sehr wahrscheinlich keine Zinsausschüttungen mehr erhalten. Wären die Mezzanine-Programme bereits Ende 2010 fällig, würden die Equity-Piece-Investoren von acht Mezzanine-Programmen nichts mehr von ihrem eingezahlten Nennbetrag zurückerhalten, da der PDL-Wert den Nennbetrag des Equity Piece gegenwärtig übersteigt. Selbst unter der Prämisse, dass es zu keinen weiteren Ausfällen kommt, ist es unwahrscheinlich, dass die PDL-Werte dieser Programme bis zur Fälligkeit signifikant zurückgeführt werden können. Bei diesen Programmen besteht die Gefahr, dass sogar die Investoren höherer Tranchen nicht mehr den vollen Nominalbetrag zurück erhalten.

Ein weiterer Indikator zur Beurteilung der Marktentwicklung ist die Ratingveränderung der verbrieften Tranchen (vgl. Tab. 2.5). Mit einer Ausnahme erhielten alle Senior-Tranchen bei ihrem Erst-Rating die bestmögliche Einstufung von Aaa.<sup>27</sup> Bis Oktober 2010 konnten nur zwei Programme den Aaa-Status ihrer Senior-Tranche – jedoch mit negativem Ausblick – beibehalten.<sup>28</sup> Die Senior-Tranchen aller anderen Programme sind in diesem Zeitraum unterschiedlich stark herabgestuft worden. Die Senior-Tranchen von vier Programmen rangieren gemäß Moody's mittlerweile nur noch im Non-Investmentgrade-Bereich, was einer Herabstufung um mehrere Rating-Stufen entspricht. Betrachtet man die Fitch-Ratingnoten, liegen sogar 7 der 11 bewerteten Senior-Tranchen im Non-Investmentgrade-Bereich. Die zwischen Senior-Tranche und Equity Piece angesiedelten Tranchen liegen in den meisten Programmen zumeist nur noch im spekulativen bis hoch spekulativen Bereich. Die drastischen Ratingherabstufungen sind Konsequenz der hohen bisherigen Ausfälle und den damit einhergehenden Bedenken, ob die Höhe der Equity-Pieces zum Verlustausgleich ausreichen wird.

---

<sup>27</sup> Die erste PREPS-Transaktion (PREPS 2004-1) erhielt von Moody's ein Aa2 Rating. Fitch hat alle von ihr bewerteten Senior-Tranchen mit AAA eingestuft.

<sup>28</sup> Es ist zu berücksichtigen, dass diese Ratings im September beziehungsweise Juni 2009 veröffentlicht wurden und damit möglicherweise nicht mehr den aktuellen Stand wiedergeben.



Zusammenfassend hat sich der Programm-Mezzanine-Markt wesentlich schlechter entwickelt als ursprünglich erwartet. Fast alle Programme verzeichnen per Oktober 2010 Ausfälle in beachtlicher Höhe. Für Programme mit hoher Restlaufzeit (ggf. bis 2014), ist kaum absehbar, welches Ausmaß die Ausfälle bis Laufzeitende noch annehmen werden. Aufgrund der aus Investorensicht schlechten Entwicklung des Programm-Mezzanine-Marktes sowie offenkundiger Strukturierungs- und Anreizprobleme ist davon auszugehen, dass es Programm-Mezzanine in der bekannten Form zumindest auf absehbare Zeit nicht mehr geben wird. Selbst in Kooperation war es den Marktführern PREPS und H.E.A.T im Jahr 2008 nicht mehr möglich, neues Programm-Mezzanine am Kapitalmarkt zu platzieren. Der Zusammenbruch des Programm-Mezzanine-Marktes ist gleichzeitig eine wesentliche Ursache einer möglichen Refinanzierungsproblematik. Die betroffenen Unternehmen müssen das Programm-Mezzanine endfällig tilgen, ohne dass ein vergleichbares Finanzinstrument zur Verfügung steht.

Tab. 2.5: Vergleich der ursprünglichen und aktuellen Tranchen-Ratings

	Class	Moody's			Fitch		
		Urspr.	Aktuell	Stand	Urspr.	Aktuell	Stand
CB MezzCAP	A	Aaa	Ba2	Jul. 09	-	-	-
	B	Aa2	Ca	Jul. 09	-	-	-
	C	A2	Ca	Jul. 09	-	-	-
	D	Baa2	C	Jul. 09	-	-	-
	E	Ba1	C	Jul. 09	-	-	-
FORCE 2005-1	A	Aaa	Aaa neg	Sep. 09	AAA	A neg	Mai 10
	B	Aa1	Aa3 neg	Sep. 09	AA	BBB neg	Mai 10
	C	Aa3	A3 neg	Sep. 09	A	BB neg	Mai 10
	D	A2	Baa3 neg	Sep. 09	BBB	BB- neg	Mai 10
FORCE TWO	A	Aaa	Aa1 neg	Okt. 09	AAA	B neg	Mai 10
	B	Aa2	A1 neg	Okt. 09	AA	B- neg	Mai 10
	C	A2	Baa2 neg	Okt. 09	A	CCC	Mai 10
	D	Baa1	Ba1	Okt. 09	BBB	CCC	Mai 10
	E	Baa3	B1	Okt. 09	BB	CC	Mai 10
H.E.A.T I-2005	A1	Aaa	A3	Mrz. 10	-	-	-
	B1	A1	B3	Mrz. 10	-	-	-
	B2	A1	B1	Mrz. 10	-	-	-
H.E.A.T 2006-1	A	Aaa	Baa2	Mrz. 10	AAA	B	Jun. 10
	B	A1	Ca	Mrz. 10	A+	CC	Jun. 10
H.E.A.T 2007-1	A	Aaa	Ba3	Mai 10	AAA	A	Jan. 09
	B	Aa3	Caa3	Mai 10	A	BB	Jan. 09
	C	Baa1	Ca	Mai 10	BBB	B	Jan. 09
PREPS 2004-1	A	Aa2	Baa2	Mai 10	-	-	-
PREPS 2004-2	A <sup>1</sup>	Aaa	Aaa neg	Jun. 09	AAA	BBB neg	Dez. 09
	B <sup>1</sup>	A1	Baa3 neg	Jun. 09	A+	B neg	Dez. 09
PREPS 2005-1	A <sup>1</sup>	Aaa	Aa3	Jun. 10	AAA	BB+ neg	Dez. 09
	B	A1	Ba1	Jun. 10	A+	B- neg	Dez. 09
PREPS 2005-2	A <sup>1</sup>	Aaa	Ba1 neg	Mai 10	AAA	BB neg	Dez. 09
	B <sup>1</sup>	A2	Caa2 neg	Mai 10	A	CC	Dez. 09
PREPS 2006-1	A <sup>1</sup>	Aaa	Aa3	Mai 09	AAA	BB- neg	Dez. 09
	B <sup>1</sup>	A2	B2	Mai 09	A	CC	Dez. 09
PREPS 2007-1	A1	Aaa	Ba1	Apr. 10	AAA	B neg	Dez. 09
	B1	A2	Caa3	Apr. 10	A	CC	Dez. 09
PRIME 2006-1	A	Aaa	A1 neg	Okt. 09	AAA	BB neg	Jun. 10
	B	Aa3	Ba1 neg	Okt. 09	AAA	B neg	Jun. 10
	C	A3	B2 neg	Okt. 09	AAA	CCC	Jun. 10
	D	Baa3	Caa2 neg	Okt. 09	BBB	CC	Jun. 10
	E	Ba2	Caa3 neg	Okt. 09	BB	CC	Jun. 10
StaGe 2006-1	A	Aaa	Aa1	Sep. 09	AAA	BBB- neg	Mai 10
	B	A1	Baa2	Sep. 09	A	B neg	Mai 10

<sup>1</sup> Es existieren jeweils zwei Tranchen auf dieser Ebene, welche identisch geratet sind. Aus Gründen der Übersichtlichkeit wird jeweils nur eine Tranche angegeben.

### 3 Programm-Mezzanine-Nutzer

#### 3.1 Verfügbarkeit und Qualität der Unternehmensangaben

Die im Folgenden vorgenommene Beschreibung der an Mezzanine-Programmen teilnehmenden deutschen Unternehmen basiert auf den Angaben der Emissionsprospekte der einzelnen Verbriefungstransaktionen. Aufgrund vielfältiger Datenlimitierungen lassen sich in Bezug auf gängige qualitative und quantitative Abgrenzungskriterien zumeist nur Näherungswerte angeben. Davon betroffen sind insbesondere die quantitativen Unternehmensmerkmale Umsatz, Bilanzsumme und Mitarbeiterzahl.

Einschränkungen ergeben sich zum Teil bereits bei der Identifikation der teilnehmenden Unternehmen. In den Emissionsprospekten der beiden PULS-Programme finden sich keine Angaben über die Portfoliofirmen. Folglich scheiden schätzungsweise ca. 80 deutsche Programm-Mezzanine-Nutzer per se von der Betrachtung aus.<sup>29</sup> Die weitere Darstellung bezieht sich dementsprechend auf die verbleibenden 534 deutschen Unternehmen der übrigen Mezzanine-Programme.

Name, Rechtsform, Firmensitz und Geschäftszweck dieser Unternehmen sind unmittelbar aus den Emissionsprospekten ersichtlich. Mit Ausnahme des PRIME-Prospekts werden auch die jeweils aktuellsten Bilanzsummen-, Umsatz- und Mitarbeiterzahlen der Unternehmen veröffentlicht. Zusätzlich enthalten alle Prospekte anonymisierte Informationen hinsichtlich der vergebenen Bonitätsratings sowie eine aggregierte Branchenverteilung der Portfoliofirmen.

Die Informationen aus den Emissionsprospekten sind jedoch nicht oder nur eingeschränkt verwertbar. Ein Grund hierfür ist die in Kapitel 2.2 bereits erläuterte Mehrfachnutzung von Programm-Mezzanine sowie die beachtliche Zahl ausländischer Programmteilnehmer. Da Rating- und Branchendaten in den Prospekten nur anonymisiert bzw. aggregiert vorliegen, ist ein Rückschluss auf die Gruppe der deutschen Unternehmen nicht möglich.

Ein zweiter Grund für die nur eingeschränkte Verwertbarkeit der Prospektangaben besteht darin, dass zumeist nicht erkennbar ist, ob die Angaben aus einem Einzelabschluss oder einem Konzernabschluss stammen. Im Falle von Konzerngesellschaften spiegeln die Angaben des Einzelabschlusses oder einer Zwischenkonzernebene die tatsächlichen wirtschaftlichen Verhältnisse nur unzureichend wider. Stichprobenartige Überprüfungen der Konzernverflechtung zeigten, dass bei der Mehrheit der

---

<sup>29</sup> Die geschätzte Zahl der deutschen PULS-Unternehmen (80) ist kleiner als die Gesamtzahl der an diesen Transaktionen teilnehmenden Unternehmen (104), da ausländische Unternehmen und solche mit erstrangigen Finanzierungen nicht in der Schätzung berücksichtigt werden.

ausgewählten Firmen Mutter-, Tochter- und/oder Schwestergesellschaften in unterschiedlichem Ausmaß vorhanden sind. In Einzelfällen stellte sich sogar heraus, dass vermeintlich mittelständisch geprägte Firmen zumindest heute Töchter börsennotierter Großunternehmen sind.

Darüber hinaus beziehen sich die Angaben in den Emissionsprospekten auf die gesamte weltweite Geschäftstätigkeit. Die ausgewiesenen Mitarbeiter-, Bilanzsummen- und Umsatzzahlen beziehen sich daher nicht notwendigerweise auf Deutschland. Diese Angaben sind zudem bereits bis zu sieben Jahre alt, so dass die angegebenen Größenordnungen nicht mehr dem heutigen Stand entsprechen müssen.

Eine zusätzliche Problematik betrifft den Aspekt der Mehrfachnutzung von Programm-Mezzanine innerhalb von Konzernen. Im Rahmen der Datenrecherche konnten 13 Fälle identifiziert werden, bei denen jeweils zwei rechtlich selbstständige Gesellschaften des gleichen Konzernverbundes Mezzanine-Kapital über unterschiedliche Transaktionen aufgenommen haben. In zwei Fällen finanzierten sich sogar jeweils drei rechtlich selbstständige Gesellschaften eines Konzerns über Programm-Mezzanine. Da die Konzerngesellschaften unterschiedlich firmieren, ist die Zusammengehörigkeit aus den Emissionsprospekten zumeist nicht erkennbar.

Die geschilderten Einschränkungen hinsichtlich Datenverfügbarkeit und -qualität lassen sich auch unter größtem Rechercheaufwand nicht vollständig beheben.<sup>30</sup> Selbst bei Kenntnis sämtlicher Einzel- und Konzernabschlüsse bliebe eine vollkommen verlässliche Beurteilung der volkswirtschaftlichen Tragweite einer möglichen Refinanzierungsproblematik unmöglich. Gründe hierfür bilden die unklaren Entscheidungs-/Haftungsverhältnisse sowie die nicht einsehbaren kreditvertraglichen Regelungen<sup>31</sup> innerhalb von Konzernverbänden. Ebenso lässt sich für einen Außenstehenden nicht hinreichend beurteilen, inwiefern der Gesamtkonzern im Falle der drohenden Insolvenz einer Konzerngesellschaft aushelfen kann oder will. In einem hypothetischen Insolvenzzenario lässt sich ferner nicht abschätzen, ob die Insolvenz auf eine einzelne Konzerngesellschaft beschränkt bleibt oder ob weitere Konzernteile in Mitleidenschaft gezogen werden.

---

<sup>30</sup> Für alle 534 Unternehmen müssten die Konzernstrukturen sowie die Einzel- und ggf. Konzernabschlüsse vor der Mezzanine-Aufnahme und zum heutigen Zeitpunkt recherchiert werden. Eine stichprobenhafte Überprüfung unter Verwendung des Unternehmensregisters und der Hoppenstedt-Firmendatenbank ergab, dass insbesondere benötigte historische Daten häufig nicht verfügbar sind. Aber auch aktuelle Daten standen, z.B. aufgrund der Einbeziehung in befreiende Konzernabschlüsse oder dem Vorhandensein von Auslandsverflechtungen, in mehreren Fällen nicht zur Verfügung.

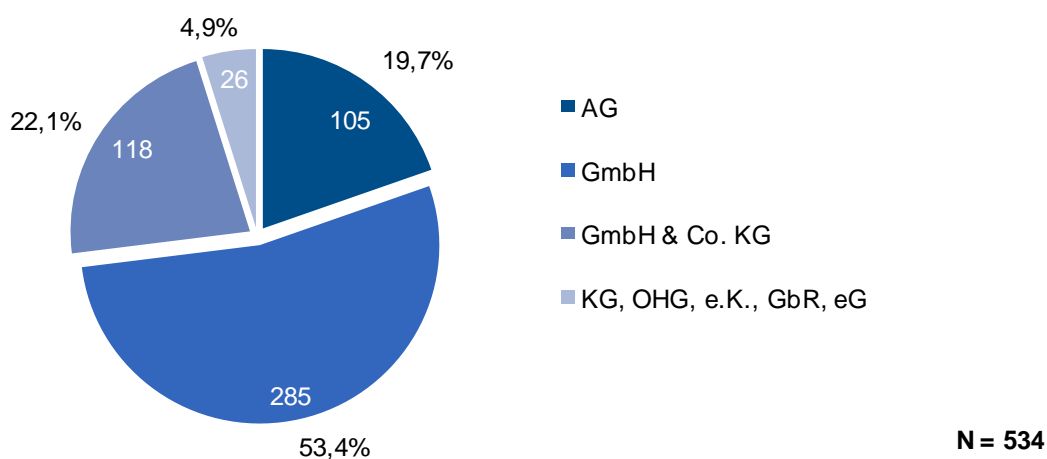
<sup>31</sup> Ein Beispiel für kreditvertragliche Regelungen ist die sogenannte „Cross Default Clause“. Sie regelt die Kündigungsmöglichkeit von Bankkrediten im Falle des Zahlungsausfalls einer beliebigen Konzerngesellschaft. Konsequenz ist ein unmittelbarer Dominoeffekt des Ausfalls einer Finanzierung auf alle anderen Finanzierungen in der Unternehmensgruppe.

Aus den genannten Gründen kann insbesondere die nachfolgende quantitative Beschreibung der deutschen, mezzanine-nutzenden Unternehmen nur als Näherung angesehen werden. Für den Aspekt der Mehrfachnutzung innerhalb von Konzernen wird in der weiteren Darstellung nicht korrigiert. Einerseits könnten weitere derartige Fälle existieren. Andererseits treten trotz der Kapitalverflechtungen jeweils rechtlich selbstständige Konzerngesellschaften als Schuldner auf, die daher nicht ohne weiteres als Einheit betrachtet werden dürfen.

### 3.2 Beschreibung nach qualitativen Kriterien

Programm-Mezzanine wird in Deutschland nahezu ausschließlich von haftungsbeschränkten Gesellschaftsformen eingesetzt (vgl. Abb. 3.1). Rund 95% der 534 betrachteten Unternehmen firmieren als AG, GmbH oder GmbH & Co. KG. Unter den deutschen Programm-Mezzanine-Nutzern befinden sich lediglich 25 nicht haftungsbeschränkte Personengesellschaften und eine eingetragene Genossenschaft.

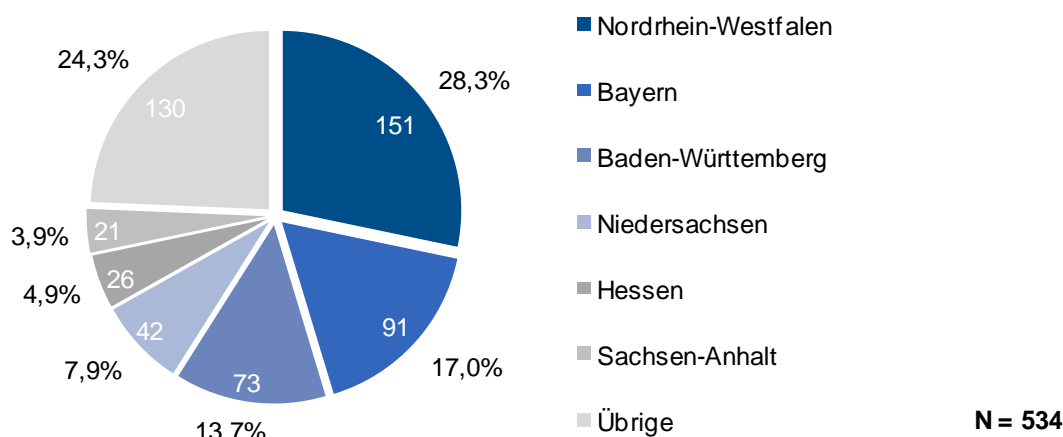
Abb. 3.1: Verteilung der Programm-Mezzanine-Unternehmen nach Rechtsform



Quelle: Emissionsprospekte der Verbriefungsprogramme

Die Nutzer von Programm-Mezzanine verteilen sich auf alle Bundesländer (vgl. Abb. 3.2). Die meisten Unternehmen sind in Nordrhein-Westfalen (151), gefolgt von Bayern (91) und Baden-Württemberg (73), ansässig. Erwartungsgemäß haben vergleichsweise wenige Unternehmen ihren Hauptsitz in den drei bevölkerungsärmsten Bundesländern Mecklenburg-Vorpommern (6), Saarland (4) und Bremen (5).

Abb. 3.2: Verteilung der Programm-Mezzanine-Unternehmen nach Bundesland



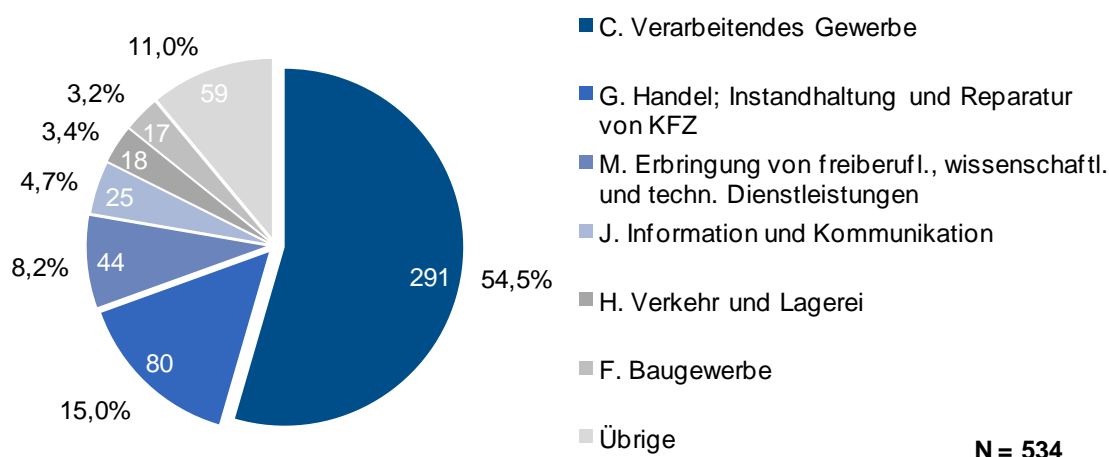
Quelle: Emissionsprospekte der Verbriefungsprogramme

Im Gegensatz zur geografischen Verteilung weicht die Gewichtung der Hauptwirtschaftszweige stark von den bundesweiten Werten ab.<sup>32</sup> 54,5% der Programm-Mezzanine-Nutzer sind im verarbeitenden Gewerbe tätig, während es im Bundesdurchschnitt lediglich 7,5% der Unternehmen sind (vgl. Abb. 3.3). Im Vergleich zum Bundesdurchschnitt deutlich unterrepräsentiert sind hingegen die Hauptwirtschaftszweige „Gastgewerbe“, „Grundstücks- und Wohnungswesen“ sowie die „Erbringung sonstiger Dienstleistungen“. Laut Unternehmensregister sind 20,4% der deutschen Unternehmen in diesen Branchen tätig.<sup>33</sup> Von den mezzanine-nutzenden Unternehmen gehören gerade einmal 1,5% diesen Wirtschaftszweigen an. Eine Besonderheit betrifft den Wirtschaftszweig M. „Erbringung von freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen Dienstleistungen“. In dieser Kategorie wird auch die Tätigkeit als Holding-Gesellschaft erfasst. 36 der 44 diesem Wirtschaftszweig zugeordneten Unternehmen sind tatsächlich Holding-Gesellschaften, wobei das operative Geschäft der Tochtergesellschaften mehrheitlich anderen Wirtschaftszweigen zuzurechnen ist. Um diesen Umstand bereinigt, dürfte insbesondere der prozentuale Anteil des verarbeitenden Gewerbes noch höher liegen, als es Abb. 3.3 zum Ausdruck bringt.

<sup>32</sup> Grundlage der Branchenzuordnung bildete jeweils der an erster Stelle in der Hoppenstedt-Firmendatenbank ausgewiesene WZ2008-Code. Für 165 der 534 Unternehmen fehlten entsprechende Daten. In diesen Fällen wurde der Hauptwirtschaftszweig anhand der in den Emissionsprospekten veröffentlichten Angaben zum Geschäftszweck ermittelt.

<sup>33</sup> Vgl. Tabelle „Unternehmen nach Beschäftigtengrößenklassen (Stand: 30.09.2009)“ online abrufbar unter [statistik-portal.de](http://statistik-portal.de).

Abb. 3.3: Verteilung der Programm-Mezzanine-Unternehmen nach Branche



Quelle: Emissionsprospekte der Verbriefungsprogramme

### 3.3 Beschreibung nach quantitativen Kriterien

Die quantitative Auswertung basiert auf 516 der 534 deutschen Unternehmen. 18 Teilnehmer des PRIME-Programms scheidern aufgrund fehlender Prospektangaben von der weiteren Betrachtung aus.<sup>34</sup> Im Rahmen der Auswertung ist ferner der unterschiedliche Umfang der Prospektangaben zu berücksichtigen. Üblicherweise beinhalten die Emissionsprospekte lediglich eine Umsatz-, Bilanzsummen- bzw. Mitarbeiterzahl je Unternehmen. In den PREPS- und StaGe-Prospekten wird in 95 Fällen jedoch explizit zwischen den Geschäftszahlen der mezzanine-aufnehmenden Gesellschaft und des dazugehörigen Konzernverbundes unterschieden. In dem Bemühen sämtliche Informationen der Prospekte zu berücksichtigen, erfolgt für jedes untersuchte quantitative Merkmal eine Mindest- und eine Höchstschätzung. Liegen in Bezug auf ein Merkmal zwei unterschiedliche Angaben für ein Unternehmen vor, findet der niedrigere Wert Eingang in die Mindestschätzung, der höhere Wert entsprechend Eingang in die Höchstschätzung. Sofern keine konkurrierenden Werte vorliegen, geht der jeweils vorhandene Wert in beide Schätzungen ein. Da sich die Ergebnisse von Mindest- und Höchstschätzung nicht in grundsätzlicher Weise voneinander unterscheiden, werden aus Darstellungsgründen nur die Ergebnisse der Höchstschätzung kommentiert. In Tab. 3.1 sind die Ergebnisse beider Schätzverfahren jeweils für Umsatz, Bilanzsumme und Mitarbeiterzahl dargestellt.

Umsatzzahlen liegen in den Emissionsprospekten für 513 Unternehmen vor. Auf Grundlage der Prospektangaben belief sich der Durchschnittsumsatz der Nutzer von

<sup>34</sup> Es fehlen nur 18 der 29 Unternehmen des PRIME-Programms, da die übrigen elf PRIME-Firmen auch an anderen Mezzanine-Programmen teilnehmen. Die innerhalb des PRIME-Prospekts fehlenden Daten konnten in diesen Fällen durch Angaben anderer Prospekte ersetzt werden.

Programm-Mezzanine zum Zeitpunkt der Mezzanine-Aufnahme auf 100,3 Mio. Euro. Die Streuung um diesen Mittelwert ist jedoch beträchtlich. 9,6% der Unternehmen erzielten einen Umsatz von weniger als 15 Mio. Euro, während 25,7% der Unternehmen mehr als 100 Mio. Euro umsetzten. Der geringste Umsatz beträgt lediglich 2,9 Mio. Euro, der Höchste 1,7 Mrd. Euro. Gerade bei den sehr niedrigen und sehr hohen Umsätzen sind selbst in Bezug auf die Höchstschätzung erhebliche Ungenauigkeiten zu vermuten. So gehört etwa das laut den Emissionsprospekten umsatzschwächste Unternehmen bereits zum Zeitpunkt der Mezzanine-Aufnahme zu einer größeren mittelständischen Firmengruppe. Lägen die Daten auf Konzernebene vollständig vor, ergäbe sich im Rahmen der Höchstschätzung auch ein anderer Umsatzspitzenwert. Als Höchstumsatz wäre dann vermutlich der zweistellige Milliarden-Umsatz eines DAX-Konzerns anzusetzen, da sich eine seiner Tochtergesellschaften über Programm-Mezzanine finanziert. Addiert belaufen sich die Umsätze der auswertbaren 513 Unternehmen auf 51,4 Mrd. Euro.

Tab. 3.1: Quantitative Merkmale der Programm-Mezzanine-Unternehmen

	N	Quartile			Mittelwert	Min	Max	Summe
		25	Median	75				
<b>Übersicht A. Höchstschätzung</b>								
Umsatz (in Mio.)	513	28,9	54,0	103,0	100,3	2,9	1.703	51.439
Bilanzsumme (in Mio.)	508	14,4	28,9	60,0	58,0	1,5	660	29.461
Mitarbeiterzahl	516	121,3	266,5	643,8	613,9	3	10.676	316.751
<b>Übersicht B. Mindestschätzung</b>								
Umsatz (in Mio.)	513	24,3	48,0	84,1	84,1	0	1.703	43.163
Bilanzsumme (in Mio.)	508	14,1	26,0	51,3	51,1	1,5	660	25.968
Mitarbeiterzahl	516	90,3	210,0	465,6	444,3	0	6.285	229.272

Quelle: Emissionsprospekte der Verbriefungsprogramme

Angaben zur Bilanzsumme liegen in den Emissionsprospekten für 508 Firmen vor. Die durchschnittliche Bilanzsumme betrug zum Zeitpunkt der Mezzanine-Aufnahme 58,0 Mio. Euro. Die Werte streuen auch in Bezug auf diese Kennzahl erheblich. Jeweils rund 13% der Firmen weisen Werte von unter 10 Mio. bzw. über 100 Mio. Euro auf. Der Wertebereich reicht von 1,5 Mio. Euro bis 660 Mio. Euro. In Summe entfallen auf die Gruppe der deutschen mezzanine-nutzenden Unternehmen Bilanzaktiva bzw. -passiva in Höhe von 29,4 Mrd. Euro.

Die Mitarbeiterzahl wurde für alle 516 Unternehmen in den Prospekten veröffentlicht. Im Durchschnitt ergibt sich eine Beschäftigtenzahl von 614 Mitarbeitern. Tatsächlich liegt aber nur rund jedes vierte Unternehmen über diesem Durchschnittswert. Ohne die zehn größten Arbeitgeber mit jeweils über 5.000 Beschäftigten sinkt die durch-



schnittliche Mitarbeiterzahl auf 498. Unter 50 Mitarbeitern beschäftigten zum Zeitpunkt der Mezzanine-Aufnahme lediglich 44 Unternehmen. Die Gesamtzahl der Beschäftigten aller mezzanine-nutzenden deutschen Unternehmen beträgt im Rahmen der Höchstschätzung 316.751. Obwohl nicht näher nachzuweisen, ist davon auszugehen, dass es sich dabei überwiegend um Arbeitsplätze in Deutschland handelt.

## 4 Refinanzierungsproblematik

### 4.1 Absolute Höhe des Refinanzierungsbedarfs deutscher Unternehmen

Das absolute Volumen der gegenüber deutschen Unternehmen ausstehenden Mezzanine-Forderungen wird in der Fachpresse bislang nur als Schätzwert angegeben. Die häufig genannte Größenordnung zwischen 4 bis 5 Mrd. Euro bezieht sich auf das aggregierte Ausgangsvolumen der Mezzanine-Programme. Diese Summe entspricht jedoch nicht mehr dem aktuellen Stand.

Ohne die beiden PULS-Programme beläuft sich das ursprüngliche Finanzierungsvolumen auf 4,077 Mrd. Euro. 357,5 Mio. Euro wurden davon an ausländische Firmen vergeben, weshalb das Ausgangsvolumen in Bezug auf deutsche Unternehmen 3,72 Mrd. Euro beträgt. Diese Zahl ist um Forderungsverluste im Rahmen von Insolvenzen, Fälle vorzeitiger Rückzahlung und Weiterveräußerungen zu vermindern. Nach aktuellen Recherchen der IKB sind in den Mezzanine-Programmen bis Herbst 2010 allein 426 Mio. Euro aufgrund von Insolvenzen deutscher Unternehmen ausgefallen. Im selben Zeitraum sind ferner Forderungen in Höhe von 109,5 Mio. Euro vorzeitig abgelöst worden. Bei einem Volumen von 69 Mio. Euro kam es zu Weiterveräußerungen mit deutlichen Wertabschlägen. Da Weiterveräußerungen nahezu ausschließlich im Falle krisenbedingter Unternehmensrestrukturierungen erfolgten, ist nicht davon auszugehen, dass diese Mezzanine-Forderungen in ihrer ursprünglichen Höhe werthaltig sind. Außerdem können nach erfolgter Veräußerung die Zins- und Tilgungsmodalitäten individuell strukturiert werden, so dass sich auch das Problem der endfälligen Tilgung vermutlich nicht mehr stellt. Bringt man die genannten Beträge in Abzug, folgt ein maximales Refinanzierungsvolumen deutscher Unternehmen in Höhe von 3,115 Mrd. Euro.

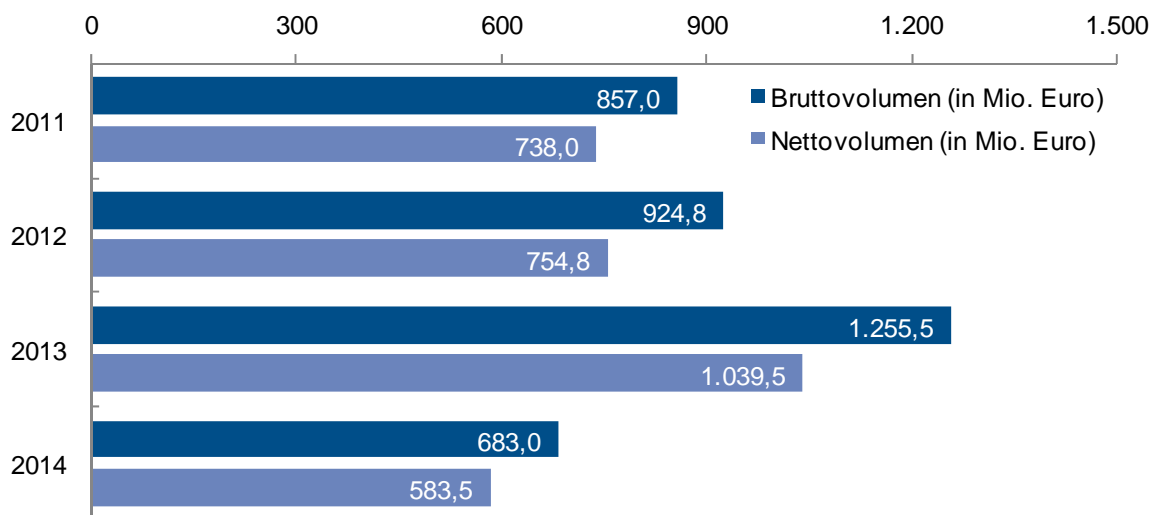
Weitere 116,5 Mio. Euro an bereits ausgefallenen, vorzeitig getilgten bzw. weiterveräußerten Mezzanine-Forderungen lassen sich aufgrund anonymisierter Prospektangaben nicht eindeutig deutschen Firmen zuordnen. Ein signifikanter Teil dieser Summe dürfte aber ebenfalls auf deutsche Unternehmen entfallen. Das tatsächliche Refinanzierungsvolumen bei Fälligkeit – ohne Berücksichtigung der beiden PULS-Programme – sollte 3 Mrd. Euro somit nicht wesentlich überschreiten.<sup>35</sup>

Auch das Fälligkeitsprofil verändert sich nach Bereinigung um nicht mehr existente und ausländische Mezzanine-Forderungen deutlich. Abb. 4.1 zeigt die Rückzahlungsvolumina im Zeitablauf. Dem ursprünglich auf deutsche Unternehmen entfallen-

<sup>35</sup> Die beiden PULS-Programme weisen zusammen ein Volumen von 555 Mio. Euro auf. Ein unbekannter Anteil dieses Volumens entfällt jedoch auf erstrangige Verbindlichkeiten und Forderungen gegenüber ausländischen Unternehmen. Auch inklusive der PULS-Verbriefungen dürfte das maximale Refinanzierungsvolumen deutscher Unternehmen somit 3,5 Mrd. Euro nicht überschreiten.

den Marktvolumen von 3,72 Mrd. Euro (Bruttovolumen) wird dabei der maximale Refinanzierungsbedarf deutscher Unternehmen (Nettovolumen) in Höhe von 3,115 Mrd. Euro gegenüber gestellt.

Abb. 4.1: Fälligkeitsprofil deutscher Programm-Mezzanine-Finanzierungen



Quelle: IKB Recherche (Stand: Oktober 2010)

Die bei Fälligkeit der Mezzanine-Finanzierungen von deutschen Unternehmen zu leistenden jährlichen Rückzahlungen betragen nach heutigem Kenntnisstand zwischen rund 580 Mio. und 1 Mrd. Euro. Sollte es zu weiteren Insolvenzen und vorzeitigen Tilgungen kommen, reduzieren sich die Summen entsprechend. Während die bisherigen Insolvenzfälle in keinem Zusammenhang mit der Nutzung von Programm-Mezzanine standen, könnten neue Insolvenzfälle insbesondere durch die Unmöglichkeit der Refinanzierung des Mezzanine-Kapitals verursacht sein.

#### 4.2 Relative Höhe des Refinanzierungsbedarfs deutscher Unternehmen

Die absolute Höhe des Refinanzierungsbedarfs alleine ist jedoch schwer zu interpretieren, da diese Größe keinen Rückschluss auf den relativen Anteil des Programm-Mezzanine an der Kapitalstruktur der betroffenen Unternehmen erlaubt. Da die Emissionsprospekte keine namentliche Zuordnung der Nominalbeträge der Mezzanine-Finanzierungen zu den Portfoliofirmen beinhalten, ist eine Untersuchung der relativen Höhe des Refinanzierungsbedarfs auf Grundlage öffentlich zugänglicher Informationen nicht möglich.<sup>36</sup>

<sup>36</sup> Unter Zuhilfenahme des Unternehmensregisters könnte die Höhe des aufgenommenen Programm-Mezzanine-Kapitals für einen Teil der Unternehmen vermutlich ermittelt werden. Voraussetzung hierfür ist die Offenlegung der Jahresabschlüsse und der separate Ausweis der Mezzanine-Verbindlichkeiten.

Die folgenden Analysen basieren aus diesem Grund auf einer internen Bilanzdatenbank der IKB. Der zur Verfügung gestellte anonymisierte Datensatz beinhaltet den Nominalbetrag des aufgenommenen Programm-Mezzanine, die Bilanzsumme, den Jahresumsatz, die Höhe der Bankverbindlichkeiten und das Volumen ausstehender Anleihen. Während sich die Angaben zu den einzelnen Verbindlichkeitskategorien auf die Jahre 2008, 2009 oder 2010 beziehen können, stammt die Bilanzsummenangabe grundsätzlich aus dem Jahr 2008. Sämtliche Angaben wurden Einzelabschlüssen entnommen. Insgesamt umfasst der Datensatz 158 deutsche Nutzer von Programm-Mezzanine. 127 dieser Firmen sind Teil eines Konzernverbundes. Für diese Unternehmen liegen auch die jeweiligen Angaben des Konzernabschlusses vor.<sup>37</sup>

Auf Einzelabschlussebene erreicht der Anteil des Mezzanine-Kapitals an der Bilanzsumme beträchtliche Ausmaße. Im Durchschnitt macht Programm-Mezzanine 15,6% der Passivseite aus (vgl. Tab. 4.1). Die Hälfte der Unternehmen weist Anteilswerte oberhalb von 13,7% auf. Bei jedem vierten Unternehmen erreicht das Mezzanine-Kapital sogar Anteilswerte von 20% und mehr an der Bilanzsumme. Die alleinige Betrachtung der 31 konzernunabhängigen Unternehmen führt zu nahezu identischen Werten. Vergleicht man diese Anteilswerte mit den von Großunternehmen üblicherweise erreichten Eigenkapitalquoten zwischen 20% bis 40%, wird unmittelbar deutlich, welche erhebliche Bedeutung dem Programm-Mezzanine-Kapital auf Einzelabschlussebene zukommt.

Erwartungsgemäß vermindert sich die Bedeutung der Mezzanine-Finanzierung auf Konzernebene.<sup>38</sup> Der durchschnittliche Anteil an der Bilanzsumme des Konzernabschlusses liegt 6,6 Prozentpunkte niedriger und beträgt 9,8%. Oberhalb von 20% liegen nur noch 9 der 127 betrachteten Konzerne. Bei 4 von 10 Konzernen bewegt sich der Anteil aber immer noch im beachtlichen zweistelligen Prozentpunktbereich. Selbst auf Konzernebene muss somit vielfach von einem nicht unerheblichen Refinanzierungsbedarf ausgegangen werden.

Die relative Bedeutung des Mezzanine-Kapitals lässt sich auch im Vergleich zur Höhe des eingesetzten Fremdkapitals veranschaulichen. Setzt man jeweils die Summe der vorhandenen Bankkredite und Anleihen ins Verhältnis zu dem Nominalbetrag des

---

<sup>37</sup> Inwieweit dieser Datensatz repräsentativ für die Gesamtheit der 534 deutschen mezzanine-nutzenden Unternehmen ist, lässt sich aufgrund der vollständigen Anonymisierung nicht ermitteln. Auf die 158 Stichprobenunternehmen entfällt jedoch immerhin ein Mezzanine-Volumen von 1,26 Mrd. Euro, was etwa einem Drittel der ursprünglichen Gesamtsumme von 3,72 Mrd. Euro entspricht. Des Weiteren stimmt die Umsatzverteilung auf Einzelabschlussebene weitgehend mit den Werten der Grundgesamtheit überein. Mittelwert und Median des Umsatzes belaufen sich in der Stichprobe auf 92,2 bzw. 47,0 Mio. Euro. Bemerkenswert ist die hohe Zahl an Konzerngesellschaften. Dies bestätigt die in Kapitel 3.1 geäußerte Vermutung, dass zahlreiche Programm-Mezzanine nutzenden Gesellschaften Teil einer größeren Unternehmensgruppe sind.

<sup>38</sup> Bei den Konzernmuttergesellschaften kann es sich auch um ausländische Unternehmen handeln.

aufgenommenen Programm-Mezzanine, ergibt sich als Durchschnitt der 158 Einzelabschlüsse ein Faktor von 2,6. Der Wertebereich schwankt jedoch erheblich zwischen 0 und 25,8. 17 Unternehmen weisen Werte größer 5 auf. Von diesen abstrahiert, sinkt der Durchschnittswert auf 1,7. Die alleinige Betrachtung der 31 konzernunabhängigen Unternehmen führt abermals nicht zu grundsätzlichen Ergebnisunterschieden. Mittelwert und Median belaufen sich auf Faktor 2,2 bzw. 1,7.

Tab. 4.1: Relative Bedeutung des Refinanzierungsbedarfs

	N	Quartile			Mittelwert	Min	Max
		25	Median	75			
<b>Übersicht A. Einzelabschlussebene</b>							
Anteil Bilanzsumme (in %)	157	9,1	13,7	20,0	15,6	0,5	55,6
Verhältnis zu Krediten/Anleihen	158	0,8	1,8	3,3	2,6	0	25,8
<b>Übersicht B. Konzernabschlussebene</b>							
Anteil Bilanzsumme (in %)	127	5,3	8,7	12,8	9,8	0,05	28,2
Verhältnis zu Krediten/Anleihen	127	2,0	3,5	5,2	11,3	0	673,8

Anm.: „Anteil Bilanzsumme“ meint den prozentualen Anteil des Programm-Mezzanine an der Bilanzsumme. „Verhältnis zu Krediten/Anleihen“ meint das Verhältnis der absoluten Höhe der Kredit- und Anleiheverpflichtungen zu der absoluten Höhe des aufgenommenen Programm-Mezzanine.

Auf Ebene des Konzernabschlusses liegt das Verhältnis von Bankkrediten und Anleihen zu Programm-Mezzanine-Kapital erheblich höher. Im Durchschnitt beträgt der Faktor 11,3. Dieser wird allerdings durch drei Extremwerte – 673,8, 132,1 und 60,0 – deutlich nach oben verzerrt. Derartige Werte müssen bereinigt werden, da die relative Bedeutung des Programm-Mezzanine für die Finanzierung dieser Unternehmen tatsächlich vernachlässigbar gering ist. Ohne die drei Großkonzerne mit ausstehenden Fremdkapitalverbindlichkeiten von jeweils mindestens 900 Mio. Euro errechnet sich ein Mittelwert von 4,6. Lediglich in 14 Fällen ist der Faktor kleiner 1.

Die Addition aller Bankkredite und Anleihen der 158 Stichprobenunternehmen ergibt auf Einzelabschlussebene ein Gesamtvolumen von 3,3 Mrd. Euro. Rechnet man auf die Grundgesamtheit anhand des Nominalwertes der Mezzanine-Finanzierungen hoch, lässt dies ein Gesamtvolumen an Bankkrediten und Anleihen in der Größenordnung von 8 Mrd. Euro vermuten.<sup>39</sup> Hierbei ist allerdings zu beachten, dass die Höhe der Schätzung von wenigen, verhältnismäßig großen Unternehmen substantiell beeinflusst wird. 1,2 Mrd. der insgesamt nachgewiesenen 3,3 Mrd. Euro an Kredit- und Anleiheverbindlichkeiten entfallen auf lediglich 8 der 158 Stichprobenunternehmen. Ohne diese acht Firmen beträgt das Gesamtvolumen 2,1 Mrd. Euro.

<sup>39</sup> Die 158 Stichprobenunternehmen vereinen rund 40% der maximal noch ausstehenden Mezzanine-Forderungen in Höhe von 3,115 Mrd. auf sich.

Das gesamte Anleihe- und Kreditvolumen auf Konzernebene beträgt in der Stichprobe 12,1 Mrd. Euro. Die Beeinflussung durch einzelne Extremwerte ist dabei noch größer. Ohne die drei größten Schuldner sinkt der Wert bereits um 6,9 Mrd. Euro. Auf die 15 Konzerne mit Verbindlichkeiten von jeweils mehr als 100 Mio. Euro entfallen sogar 9,3 Mrd. des Gesamtvolumens. Die 112 verbleibenden Konzerne weisen demnach Bank- und Anleiheverbindlichkeiten in Höhe von 2,9 Mrd. Euro auf.

Die Gegenüberstellung des Kredit- und Anleihevolumens mit dem Nominalbetrag des Mezzanine zeigt den hohen relativen Stellenwert des Refinanzierungsbedarfs. Auf Einzelabschlussenebene der Stichprobe entfallen auf 1,2 Mrd. Euro an Mezzanine-Forderungen 3,3 Mrd. Euro an Kredit-/Anleiheforderungen. Abstrahiert man von den acht größten Schuldnern, verschiebt sich das Verhältnis zusätzlich in Richtung Mezzanine: 1,1 Mrd. Euro gegenüber 2,1 Mrd. Euro. Ein Drittel des gesamten externen Fremdkapitals der Stichprobeunternehmen muss somit in voller Höhe refinanziert werden. Die beachtliche Höhe des Refinanzierungsbedarfs erhöht indirekt auch das Ausfallrisiko der nicht-nachrangigen Verbindlichkeiten.

Selbst auf Konzernebene verbessert sich die Lage für die allermeisten Unternehmen kaum. Berücksichtigt man nur die 112 Konzerne mit Kredit- und Anleiheverbindlichkeiten unter 100 Mio. Euro beläuft sich das abzulösende Mezzanine-Kapital auf nahezu exakt 1 Mrd. Euro bei gleichzeitig bestehenden Kredit- und Anleiheverbindlichkeiten in Höhe von 2,9 Mrd. Euro.

### **4.3 Problemstellung aus Sicht der Mezzanine-Nutzer**

Am Ende der vertraglichen Laufzeit des Mezzanine-Kapitals steht grundsätzlich der gesamte Nennwert zuzüglich gegebenenfalls rückständiger Zinsen zur Rückzahlung an. Können betroffene Unternehmen die Genussrechte bzw. Nachrangdarlehen nicht fristgerecht in voller Höhe ablösen, resultiert in letzter Konsequenz Zahlungsunfähigkeit und damit Insolvenz. Derartige Insolvenzszenarien sind nicht unwahrscheinlich, da die Refinanzierung mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden sein wird.

Aufgrund des Zusammenbruchs des Programm-Mezzanine-Marktes muss eine große Zahl von Unternehmen nahezu zeitgleich mehrere Milliarden Euro refinanzieren, ohne dass die abzulösende Finanzierungsform überhaupt noch existiert. Weiter verschärft wird diese Situation durch eine Angebotslücke an vergleichbaren Finanzierungsprodukten. Ein Ausweichen auf Individual-Mezzanine stellt für die allermeisten Unternehmen keine gangbare Alternative dar. Einerseits ist Individual-Mezzanine im Vergleich zu Programm-Mezzanine erheblich teurer. Statt bisher 7% bis 10% wäre mit jährlichen Zinsbelastungen von etwa 12% bis 18% zu rechnen. Andererseits steht

diese Finanzierungsform nur bonitätsstarken Unternehmen überhaupt offen. Auch „echtes“ Eigenkapital dürfte nur in Ausnahmefällen verfügbar sein.

Somit steht die große Mehrheit der Unternehmen vor der ausgesprochen schwierigen Herausforderung, nachrangiges Mezzanine-Kapital durch nicht-nachrangiges Fremdkapital ersetzen zu müssen. Die Ersetzung von nachrangigem Kapital durch klassisches Fremdkapital ist jedoch nicht im Interesse bestehender und neuer Fremdkapitalgeber. Durch die Rückführung des Mezzanine-Kapitals kommt es zu einer Schwächung ihrer Gläubigerstellung. Insbesondere für Fremdkapitalgeber stellt sich die Frage, weshalb sie frisches Kapital zu Fremdkapitalkonditionen bereitstellen sollten, wenn diese Mittel zur Rückzahlung von wirtschaftlichem Eigenkapital mit völlig anderem Risiko-Rendite-Profil dienen. Erschwerend kommt hinzu, dass die Mezzanine-Finanzierungen gänzlich unbesichert sind. Im Falle der Ablösung werden somit auch keine Sicherheiten frei, die an einen neuen Fremdkapitalgeber abgetreten werden könnten.

Die beschriebene Problematik des strukturellen Nachrangs betrifft letztlich alle nicht-nachrangigen Finanzierungen, die über die Laufzeit des Programm-Mezzanine hinausgehen. Ein Fremdkapitalgeber muss immer befürchten, dass sein nicht-nachrangiges Kapital zur Ablösung von nachrangigem Mezzanine eingesetzt wird. Infolgedessen werden sich Fremdkapitalgeber möglicherweise weigern, neue Gelder über die Laufzeit der Mezzanine-Finanzierung hinaus zur Verfügung zu stellen. Ebenso könnten Fremdkapitalgeber auf die Rückführung ihrer Kredite vor der Fälligkeit des Programm-Mezzanine drängen. Die Problematik des strukturellen Nachrangs erschwert insoweit auch die vorausschauende Bildung von Liquiditätsrücklagen zum Zwecke der späteren Tilgung des Programm-Mezzanine.

Bereits zwei Jahre vor Fälligkeit kann das Mezzanine-Kapital darüber hinaus seinen Status als wirtschaftliches Eigenkapital in den bankinternen Ratingsystemen verlieren. Die daraus resultierenden Auswirkungen auf das bankinterne Rating dürften beträchtlich sein. Nach Simulationsrechnungen der DVFA auf Grundlage gängiger quantitativer Ratingsysteme wirkt sich die Anerkennung von Mezzanine als wirtschaftliches Eigenkapital ratingverbessernd aus. Dem gegenüber steht jedoch ein negativer Effekt in der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) durch die höhere Zinsbelastung.<sup>40</sup> Entfällt die Anerkennung als wirtschaftliches Eigenkapital verbleibt nur noch der negative GuV-Effekt. Ratingverschlechterungen sind die Folge.

---

<sup>40</sup> Vgl. DVFA (2007), S. 33f.

#### 4.4 Problemstellung aus Sicht der Mezzanine-Anbieter

Unter der Annahme eines hohen Refinanzierungsbedarfes der Mezzanine-Nutzer zum Vertragslaufzeitende, einer sich abzeichnenden Angebotslücke von Programm-Mezzanine ohne Kompensation durch andere Finanzierungsinstrumente und damit einhergehend einem hohen Insolvenzrisiko droht den Mezzanine-Anbietern ein hohes Ausfallrisiko. Diesem stehen nur sehr begrenzte Möglichkeiten der Risikosteuerung bzw. -minimierung gegenüber. Insofern erweisen sich insbesondere nachfolgend skizzierte Faktoren als hinderlich:

Ein Austausch insolventer oder insolvenzgefährdeter Mezzanine-Nutzer ist grundsätzlich nicht möglich; ausnahmsweise realisierbare Auslagerungen der Rückzahlungsrisiken führen meist zu hohen Abschlägen. Kündigungsmöglichkeiten zur vorzeitigen Beendigung der Mezzanine-Verträge stehen nur selten zur Verfügung. Standard-Mezzanine ist zudem insbesondere aufgrund seiner Kapitalmarktprodukteigenenschaft unzugänglich für Restrukturierungen vor Vertragslaufzeitende, so dass die üblichen Exitstrategien (Umschuldung, Prolongation, Börsengang, Aufnahme neuer Gesellschafter etc.) nur bedingt anwendbar sind. Anders als dies insbesondere bei Individual-Mezzanine-Finanzinstrumenten häufig der Fall ist, sind die Mezzanine-Nutzer ferner nicht vertraglich zur Gewinnthesaurierung verpflichtet, die die Generierung der erforderlichen Rückzahlungsbeträge absichern könnte. Ebenso wenig stehen Sicherheiten zur Verfügung, deren Verwertung Ausfälle kompensieren könnte. Auch verleitet die vertragliche Nachrangabrede und fehlende Sanktionsinstrumente der Mezzanine-Anbieter tendenziell insbesondere krisengeschüttelte Unternehmen oder jene mit wenig Finanzierungsspielraum dazu, für Mezzanine-Programme nur eine geringfügige Rückzahlungs- bzw. Abfindungsquote anzubieten.

Ohnehin sind bei der Sanierung von insolvenzgefährdeten Mezzanine-Nutzern die Mezzanine-Anbieter aufgrund ihrer Nachrangstellung als Gläubiger stets von einem Totalausfall bedroht; auf (erfolgreiche) Restrukturierungen kann in der Regel kaum zu Gunsten der Investoren Einfluss genommen werden. Schließlich ist die Aufnahme weiterer Nachrangmittel dadurch erschwert, weil dies außerordentliche Kündigungsrechte unter bestehenden Mezzanine-Programmen auslösen würde.

Wegen der nicht zuletzt aufgrund der vorstehenden Erwägungen sich konkret abzeichnenden Ausfälle<sup>41</sup> zum Vertragslaufzeitende werden insbesondere die Equity-Piece-Investoren das von ihnen eingezahlte Kapital nicht unmittelbar zurück erhalten. Damit stellt sich die Frage, zu welchem Zeitpunkt die Investoren spätestens auszubehalten sind. Die jeweils maßgeblichen Zeitpunkte zeigt der Tab. 4.2.

---

<sup>41</sup> Vgl. Rehahn (2010), S. 306.



Tab. 4.2: Fristen für Auszahlung der Programm-Mezzanine-Investoren

Produktname	Vertragstyp	Laufzeitende	Nachlauffrist	Späteste Rückzahlung an Investoren
PULS 2006-1		Juli 13	keine	Juli 14
PULS 2007-1		Juli 14	keine	Apr 16
PREPS 2004-1		Apr 11	keine	Apr 12
PREPS 2004-2		Dez 11	keine	Dez 12
PREPS 2005-1		Aug 12	keine	Aug 14
PREPS 2005-2		Dez 12	keine	Dez 14
PREPS 2006-1		Jul 13	keine	Juli 15
PREPS 2007-1		Mrz 14	keine	Mrz 16
CB MezzCap		Jan 13	22 Jahre	Okt 36
equiNotes I <sup>42</sup>	FORCE 2005-1 Typ A	Feb 13	22 Jahre	Feb 17
	FORCE 2005-1 Typ A*	Feb 13	keine	Feb 17
equiNotes II	FORCE TWO Typ A	Jan 14	6 Jahre	Jan 18
	FORCE TWO, Typ A*	Jan 14	keine	Jan 18
SmartMezzanine	Prime 2006-1	Aug 13	2 Jahre	Aug 15
H.E.A.T I-2005		Aug 12	keine	Aug 13
H.E.A.T I-2006		Apr 13	keine	Apr 14
H.E.A.T I-2007		Feb 14	keine	Feb 15
S-Mezzanine/STEM	StaGe Mezzanine	Dez 12	keine	Dez 13

Quelle: IKB-Recherche

Von jenen Produkten abgesehen, welche bilanzielles Eigenkapital darstellen und für die daher ein langer Wertaufholungszeitraum vorgesehen ist, verbleibt für die Rückführung bei vielen Programmen nur ein Zeitraum von ein bis zwei Jahren ab dem vertraglich vorgesehenen Laufzeitende der Mezzanine-Mittel. Für den Work-out zwischen Laufzeitende und Rückführung der Investoren ist dies kein hinreichender Zeitraum. Selbst längere Rückführungsfristen dürften sich nicht als sonderlich hilfreich erweisen, weil die Handlungsoptionen der Transaktionspartner auch in dieser Phase begrenzt sind. So ist beispielsweise bei den equiNotes-Programmen bei beiden Vertragstypen auch in einer Nachlaufphase von drei Jahren eine Veräußerung der Genussrechte nur mindestens zum Nominalbetrag möglich – Veräußerungen von Genussrechten insbesondere an weniger finanzkräftigen oder kriselnden Unternehmen sind damit faktisch ausgeschlossen. Das Ausfallrisiko wird sich daher nicht nur bei den Programmen mit geringer Restlaufzeit kaum vermindern.

<sup>42</sup> Erläuterungen zur Ausgestaltung von equiNotes Typ A und Typ A\* finden sich in Tabelle 2.2, S. 17.

Erschwerend tritt der Umstand hinzu, dass bei der seinerzeitigen vertraglichen Ausgestaltung der Programme der Fokus nicht auf der Refinanzierungsproblematik zum Laufzeitende der Mezzanine-Finanzierungen lag. Ebenso wenig sind die Programme auf Restrukturierungen nach Auslaufen der Vertragslaufzeit ausgelegt. Dies manifestiert sich etwa darin, dass bei einigen Programmen keine institutionalisierten Work-out - bzw. Recovery-Manager vorgesehen sind.<sup>43</sup>

Vor dem Hintergrund der fehlenden anbieterseitigen Handlungsoptionen erwägen einige Fonds-Manager derzeit eine Restrukturierung der Fonds-Statuten. Konkret geplant ist die Vergrößerung des Handlungsspielräume beispielsweise bei H.E.A.T I-2006: So soll vor Vertragslaufzeitende die Möglichkeit der finanziellen Restrukturierung der Genussrechte / Darlehen und die Möglichkeit der juristischen Verfolgung bei Verfehlungen von Seiten der Darlehensnehmer in die Vertragsdokumentation aufgenommen werden ohne Zustimmung des Trustees, die bislang erforderlich war. Ferner soll der Rückführungszeitraum von einem Jahr nach Laufzeitende auf fünf Jahre verlängert und ein strukturierter Work-out Prozess eingeführt werden, um ein Verfallen der Anleihen ein Jahr nach Laufzeitende zu verhindern und in der Folgezeit so viel wie möglich Kapital und Zins bei den Mezzanine-Nutzern wieder zu beschaffen, die zum Laufzeitende nicht zahlen können, da sie sonst Insolvenz anmelden müssten.<sup>44</sup>

Derartige Vorhaben sind schon aufgrund der statischen Fondsstrukturen<sup>45</sup> ein schwieriges Unterfangen:

Im Rahmen der Willensbildung-, Entscheidungs- und Umsetzungsprozesse sind diverse Transaktionspartner einzubinden, die ihrerseits zum Teil unterschiedliche Interessen wahrzunehmen haben. Daraus resultiert eine Schwerfälligkeit bzw. Inflexibilität des Entscheidungsapparates. Bis Entscheidungen getroffen und umgesetzt werden, können mehrere Wochen oder sogar Monate verstreichen. Hinzu kommt, dass Maßnahmen insbesondere im Fall fehlender Interessensparallelität zwischen den einzelnen Tranchen auf Investorenmehrheit nicht umsetzbar sind. Änderungen der Fondstrukturen dürften aus dieser Erwägung kaum die Zustimmung der Investoren finden, die aus unterschiedlichen Überlegungen kein Interesse haben, proaktiv Anpassungen der Fondstatuten zu begleiten:

Die Equity-Piece Investoren haben ihr Investment in der Regel bereits abgeschlossen, die Senior-Investoren befürchten eine Verschlechterung ihres Status Quo. Da in allen Tranchen jeweils die stimmenmäßige Mehrheit vorliegen muss und im Zweifel

<sup>43</sup> Dies ist z.B. bei den equiNotes- bzw. H.E.A.T-Produkten der Fall.

<sup>44</sup> Vgl. Börsen Zeitung (2010), Nr. 212, S. 11.

<sup>45</sup> Vgl. Schmeisser/Claussen (2008), S. 688ff.

die Stimmen der Senior-Investoren letztlich maßgeblich sind<sup>46</sup>, werden Änderungsvorhaben gleich welchen Inhalts in der Praxis mangels Zustandekommen der erforderlichen Mehrheitsbeschlüsse sehr wahrscheinlich zu nichts führen.

In Anbetracht dieser aus Sicht der Mezzanine-Anbieter ohnehin trostlosen Lage wäre es im Übrigen illusorisch zu glauben, dass die Investoren einen freiwilligen Beitrag zur Lösung der Refinanzierungsproblematik erbringen werden.

---

<sup>46</sup> Die Senior-Tranchen – in aller Regel mit AAA geratet – machen zwischen 60,9% und 88,4% der Investoren-Anteile aus.

## 5 Umfragestudie

### 5.1 Beschreibung des Datensatzes

Die Studie basiert auf den Angaben von 208 deutschen Unternehmen, die zum Zeitpunkt der Befragung Programm-Mezzanine einsetzten.<sup>47</sup> Wie in Kapitel 2.2 bereits dargestellt, fehlen verlässliche Angaben über die Anzahl derjenigen deutschen Unternehmen, die Mezzanine-Kapital über die beiden PULS-Programme bezogen haben. Aus diesem Grund lässt sich eine Teilnahmequote nur in Bezug auf die verbleibenden Mezzanine-Programme berechnen.

Ohne Berücksichtigung der beiden PULS-Verbriefungen beträgt die ursprüngliche Gesamtzahl der Programm-Mezzanine nutzenden deutschen Unternehmen 534. 195 dieser 534 Unternehmen beteiligten sich an der Umfrage, was einem Anteil von 36,5% entspricht. Die tatsächliche Teilnahmequote jedoch liegt höher, da sich infolge von Insolvenzfällen und vorzeitigen Rückzahlungen die Grundgesamtheit im Zeitablauf verringert hat. Genaue Informationen über die aktuelle Zahl an deutschen Mezzanine-Nutzern liegen in der Literatur nicht vor. Laut internen Erhebungen der IKB nehmen mindestens 38 der 534 deutschen Unternehmen aus oben genannten Gründen inzwischen nicht mehr an Mezzanine-Programmen teil. Die relevante Grundgesamtheit dürfte sich zum Zeitpunkt der Befragung somit höchstens noch auf 496 Unternehmen belaufen. Demzufolge liegt die im Rahmen der Umfrage tatsächlich realisierte Teilnahmequote vermutlich sogar über 40%.

Wie Tab. 5.1 veranschaulicht, beinhaltet die Stichprobe Unternehmen aller 16 Mezzanine-Verbriefungen. Mit Ausnahme von PULS 2007-1 beteiligten sich mindestens 25% der Portfoliofirmen jedes Mezzanine-Programms an der Umfrage.<sup>48</sup> In Bezug auf fünf Programme erreichen die Teilnahmequoten sogar Werte von mindestens 40%. 34 der 208 befragten Firmen nehmen an mehr als einem Mezzanine-Programm teil: 30 Unternehmen nutzen zwei Programme, drei Unternehmen nutzen drei Programme und ein Unternehmen nutzt vier Programme. Die Stichprobe repräsentiert insgesamt 247 der ursprünglich an deutsche Unternehmen vergebenen Programm-Mezzanine-Finanzierungen.

Zur näheren Charakterisierung der Stichprobe wurden im Rahmen der Befragung Angaben zu Rechtsform, Gesellschafter-/Konzernstruktur, Umsatz und Mitarbeiterzahl erhoben. Die diesbezüglichen Umfrageresultate weichen – wie nachfolgend

---

<sup>47</sup> Vgl. Anhang, S. 77, für detaillierte Angaben zur Befragungsmethodik

<sup>48</sup> Im Hinblick auf PULS 2007-1 waren lediglich drei teilnehmende Firmen namentlich bekannt. Diese Unternehmen beteiligten sich alle an der Umfrage.

dargestellt – zum Teil merklich von den in Kapitel 3 vorgestellten Werten der Grundgesamtheit ab.

Eine sehr gute Übereinstimmung zeigt die Verteilung der Rechtsformen. 93,7% der befragten Unternehmen sind Kapitalgesellschaften oder haftungsbeschränkte Personengesellschaften. In der Grundgesamtheit beträgt dieser Anteil 95,1%. Auch innerhalb der Gruppe der haftungsbeschränkten Gesellschaftsformen stimmt der prozentuale Anteil der einzelnen Rechtsformen mit der Grundgesamtheit annähernd überein.<sup>49</sup> Unter den Kapitalgesellschaften befinden sich sieben börsennotierte Konzerne.

Tab. 5.1: Teilnahmequote nach Programm-Mezzanine-Transaktionen

	N Stichprobe	N Gesamt <sup>50</sup>	Teilnahmequote
PREPS 2004-1	9	34	26,5%
PREPS 2004-2	23	66	34,8%
PREPS 2005-1	16	47	34,0%
PREPS 2005-2	18	47	38,3%
PREPS 2006-1	21	46	45,7%
PREPS 2007-1	16	35	45,7%
SmartMezzanine	12	29	41,4%
equiNotes I	21	57	36,8%
equiNotes II	24	48	50,0%
H.E.A.T I-2005	8	32	25,0%
H.E.A.T I-2006	14	47	29,8%
H.E.A.T I-2007	21	60	35,0%
PULS 2006-1	12	39 <sup>51</sup>	30,8%
PULS 2007-1	3	- <sup>52</sup>	-
CB MezzCap	14	35	40,0%
S-Mezzanine / STEM	15	51	29,4%
Gesamt	247	673	

Überraschend fallen die Umfrageergebnisse in Bezug auf die Gesellschafter- bzw. Konzernstruktur aus. 164 der 208 Unternehmen sind nach eigenen Angaben inhabergeführte Familienunternehmen. Weitere 26 Firmen stufen sich als konzernunabhängiges Unternehmen mit Fremdgeschäftsführung ein. Lediglich 18 Firmen geben

<sup>49</sup> Vgl. Anhang, Abbildung A.1, S. 80

<sup>50</sup> Es wird die Grundgesamtheit deutscher Unternehmen dargestellt, da in der Umfrage auch nur deutsche Programm-Mezzanine-Nutzer kontaktiert und befragt wurden.

<sup>51</sup> Die Gesamtzahl der deutschen Unternehmen des PULS-2006-Programms beläuft sich auf 39. Darunter befindet sich aber eine unbekannte Anzahl an Firmen, die kein Mezzanine-Kapital sondern nicht nachrangige Verbindlichkeiten aufgenommen haben.

<sup>52</sup> Die Zahl deutscher Unternehmen innerhalb des PULS-2007-Programms ist unbekannt. Aus diesem Grund lässt sich keine Teilnahmequote berechnen.

an, Mutter- oder Tochterunternehmen eines Konzernverbundes zu sein. Vordergründig widerspricht der geringe Anteil an Konzerngesellschaften bisherigen Schlussfolgerungen. Diese Diskrepanz dürfte im Wesentlichen auf dem Umstand beruhen, dass der Status als Familienunternehmen eine Konzernstruktur nicht ausschließt. Für dieses Argument spricht auch die Umsatzhöhe der Familienunternehmen. Rund ein Drittel der Familienunternehmen weist Umsätze von mindestens 100 Mio. Euro auf, unterhalb von 20 Mio. Euro Jahresumsatz liegen hingegen nur 7,1%.

Vergleicht man die Umsatz- und Mitarbeiterzahlen der Stichprobenunternehmen mit den Werten der Grundgesamtheit treten beträchtliche Größenunterschiede zu Tage. Selbst im Vergleich zu der in Kapitel 3.3 berichteten Höchstschätzung erzielen die Stichprobenunternehmen im Durchschnitt 58% höhere Umsätze und beschäftigen 53% mehr Mitarbeiter (vgl. Tab. 5.2). Zwar wird insbesondere der Durchschnittswert der Mitarbeiterzahl durch zwei Unternehmen mit zusammen 50.000 Mitarbeitern nach oben verzerrt. Wie die ausnahmslos gestiegenen Quartilgrenzen jedoch belegen, sind die Größenzuwächse keineswegs nur ausreißerbedingt.

Tab. 5.2: Umsatz und Mitarbeiterzahl der Stichprobe und Grundgesamtheit

	N	Quartile			Mittelwert	Min	Max	Summe
		25	Median	75				
Übersicht A. Umsatz								
Stichprobe	199	45,0	80,0	150,0	158,6	1,3	2.300	31.570
Grundgesamtheit (Höchstschätzung)	513	28,9	54,0	103,0	100,3	2,9	1.703	51.439
Grundgesamtheit (Mindestschätzung)	513	24,3	48,0	84,1	84,1	0	1.703	43.163
Übersicht B. Mitarbeiterzahl								
Stichprobe	203	200,0	430,0	800,0	942,3	2	33.000	191.286
Grundgesamtheit (Höchstschätzung)	516	121,3	266,5	643,8	613,9	3	10.676	316.751
Grundgesamtheit (Mindestschätzung)	516	90,3	210,0	465,6	444,3	0	6.285	229.272

Zur Beurteilung der Repräsentativität der Stichprobe wurden die Umfragedaten über Umsatz- und Mitarbeiterzahl mit den jeweiligen Angaben der Emissionsprospekte verglichen. Sofern die Prospektangaben zugrunde gelegt werden, entspricht die Umsatz- und Mitarbeiterverteilung der Stichprobenunternehmen interessanterweise nahezu exakt den Werten der Grundgesamtheit (vgl. Anhangtabelle 2). Nach quantitativen Kriterien ist die Stichprobe demnach vollkommen repräsentativ. Unter der Annahme stimmiger Prospektangaben wären die im Rahmen der Studie festgestellten

Größenzuwächse demnach ausnahmslos durch Wachstumsprozesse bedingt. Wie zuvor bereits erwähnt, besteht allerdings auch die Möglichkeit, dass die Emissionsprospektangaben die tatsächliche Unternehmensgröße in einigen Fällen zu niedrig ansetzen.

## 5.2 Finanzierungsanlass und Gründe für Programm-Mezzanine-Aufnahme

### 5.2.1 Finanzierungsanlass

Gemäß den Umfrageergebnissen (vgl. Tab. 5.3) diene die Aufnahme von Programm-Mezzanine im Wesentlichen zwei Zielen – der Realisierung von Wachstumsvorhaben (73,5%) und der Stärkung der Eigenkapitalbasis (42,2%). Bei dem Ziel „Stärkung der Eigenkapitalbasis“ stand offenbar vorwiegend der Erhalt zusätzlichen wirtschaftlichen Eigenkapitals im Vordergrund. Denn der Großteil der Unternehmen, die diesen Finanzierungsanlass nannte, nutzt Programm-Mezzanine-Typen, die handelsrechtlich grundsätzlich nicht als Eigenkapital anerkannt werden können.<sup>53</sup>

Tab. 5.3: Finanzierungsanlass für Programm-Mezzanine-Aufnahme

(Mehrfachnennung möglich)	N	Prozent
Wachstumsvorhaben	150	73,5%
Stärkung der Eigenkapitalbasis	86	42,2%
Refinanzierung einer auslaufenden Finanzierung	24	11,8%
Ersatzinvestition	22	10,8%
M&A (Unternehmenszukauf, Fusion)	16	7,8%
Unternehmensnachfolge	4	2,0%
Buy-out Finanzierung	3	1,5%
Kein konkreter Anlass	2	1,0%
Sonstige	7	3,4%

Anm.: n=204

Darüber hinaus nutzten 11,8% der befragten Unternehmen das Programm-Mezzanine zur Refinanzierung von auslaufendem externen Kapital, wobei 3,4% der Unternehmen dies als alleinigen Grund angeben. Ersatzinvestitionen, die 10,8% der befragten Unternehmen als Finanzierungsanlass nannten, wurden in 68,2% der Fälle in Zusammenhang mit Wachstumsvorhaben getätigt. Ein ähnliches Bild ergibt sich für M&A-Vorhaben, welche 7,8% der Unternehmen als Finanzierungsanlass anführen. Nachfolge- und Buy-out-Finanzierungen bildeten hingegen keine typischen Anlässe für eine Programm-Mezzanine-Finanzierung. Auch sonstigen Finanzierungsanlässen kommt mit lediglich sieben Nennungen keine Bedeutung zu.

<sup>53</sup> Nur in den Programmen CB MezzCap, equiNotes I/II und SmartMezzanine konnte wahlweise Programm-Mezzanine mit bilanzieller Eigenkapitalanerkennung aufgenommen werden.

### 5.2.2 Vor- und Nachteile von Programm-Mezzanine

Zur Beurteilung der Vor- und Nachteile von Programm-Mezzanine wurden die Gesprächspartner im Rahmen der telefonischen Interviews gebeten, vorgegebene Eigenschaften auf einer fünfstufigen Skala von 1 (sehr vorteilhaft) bis 5 (sehr nachteilig) einzuordnen (vgl. Abb. 5.1). Die Vorteilhaftigkeit der Eigenschaften wurde anhand der Mittelwerte der Antworten verglichen.<sup>54</sup>

Den wichtigsten Vorzug von Programm-Mezzanine sehen die befragten Unternehmen in der nicht erforderlichen Stellung von Sicherheiten ( $\bar{x}$  1,6). Als zweitwichtigster Vorteil wird etwas überraschend der Erhalt der Eigentümerstruktur ( $\bar{x}$  1,8) genannt. Mit geringem Abstand folgen die Kriterien Nachrangigkeit ( $\bar{x}$  1,9) und Eigenkapitalcharakter ( $\bar{x}$  2,0). Grundsätzliche Nachteile besitzt Programm-Mezzanine aus Unternehmenssicht nicht. Lediglich die Zinskonditionen, die endfällige Tilgung sowie der organisatorische Aufwand werden von jeweils mehr als 10% der befragten Unternehmen überhaupt als nachteilig bezeichnet. Aber auch in Bezug auf diese Eigenschaften liegen die Antworten im Mittel bei mindestens 2,7 und damit überwiegend im vorteilhaften Bereich.

Mit 23,1% ist der Anteil derjenigen befragten Unternehmen unerwartet hoch, welche die Zinskonditionen von Programm-Mezzanine als nachteilig einstufen. Die damals angebotenen Zinssätze zwischen 7% und 10% waren und sind für nachrangiges Kapital außergewöhnlich günstig. Möglicherweise vergleichen einige der befragten Unternehmen die Zinskonditionen mit denen von erstrangigen Krediten und gelangen deshalb zu einer nachteiligen Bewertung. Denkbar ist ebenfalls, dass einige Unternehmen das heutige Zinsniveau als Vergleichsgröße wählen, welches deutlich unterhalb des damaligen Niveaus liegt. Überraschend ist auch, dass nur 18,1% der befragten Unternehmen die endfällige Tilgung als Nachteil ansehen. Gerade einmal 4,4% der Unternehmen stufen sie als sehr nachteilig ein. Die Mehrheit der befragten Unternehmen sieht die endfällige Tilgung sogar als Vorteil von Programm-Mezzanine an, obwohl darin eine Hauptursache der möglichen Refinanzierungsproblematik liegt.

Im Ergebnis werden sämtliche abgefragten Eigenschaften von Programm-Mezzanine mehrheitlich positiv bewertet. Dies legt den Schluss nahe, dass Programm-Mezzanine für den Großteil der Unternehmen ein durchweg attraktives Finanzierungsinstrument darstellt. Diese Schlussfolgerung bestätigt sich auf eindrucksvolle

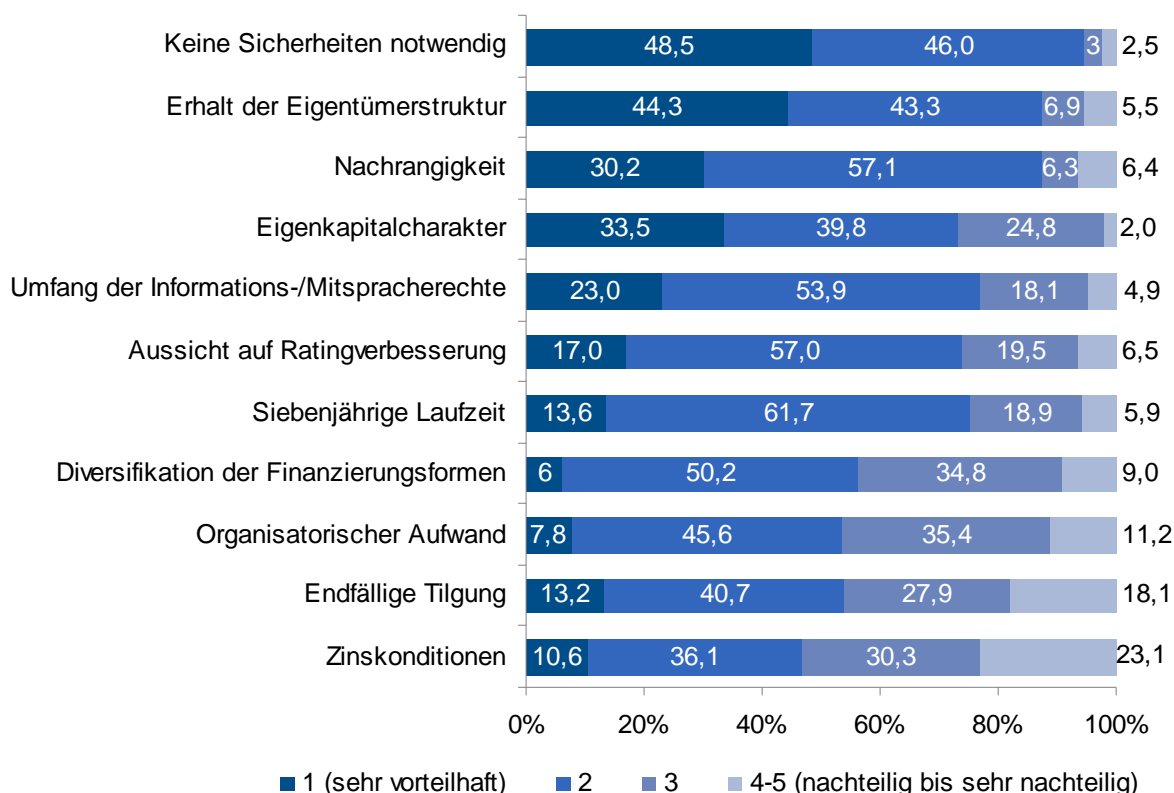
---

<sup>54</sup> Streng genommen ist eine Mittelwertbildung bei ordinalskalierten Werten methodisch nicht korrekt, da die Mittelwertbildung unterstellt, dass die Abstände zwischen den einzelnen Antwortkategorien gleich groß sind. Unter Verwendung der korrekten (gruppierten) Mediane als Lagemaße ergeben sich keine substantiellen Abweichungen, so dass innerhalb der Studie der geläufigere Mittelwert berichtet wird.



Weise, wenn explizit nach einer zusammenfassenden, rückblickenden Bewertung der Programm-Mezzanine-Finanzierung gefragt wird. 50,2% der Befragten stufen die Aufnahme von Programm-Mezzanine rückblickend als sehr vorteilhaft, weitere 34,6% als vorteilhaft für ihr Unternehmen ein. Lediglich acht Unternehmen (3,9%) gelangen zu einem negativen oder sehr negativen Fazit. Gleichzeitig geben 165 von 196 (84,2%) Befragten an, sich auch mit heutigem Wissen erneut für Programm-Mezzanine zu entscheiden. Zwölf Unternehmen beantworteten diese Frage nicht.

Abb. 5.1: Vor- und Nachteile von Programm-Mezzanine



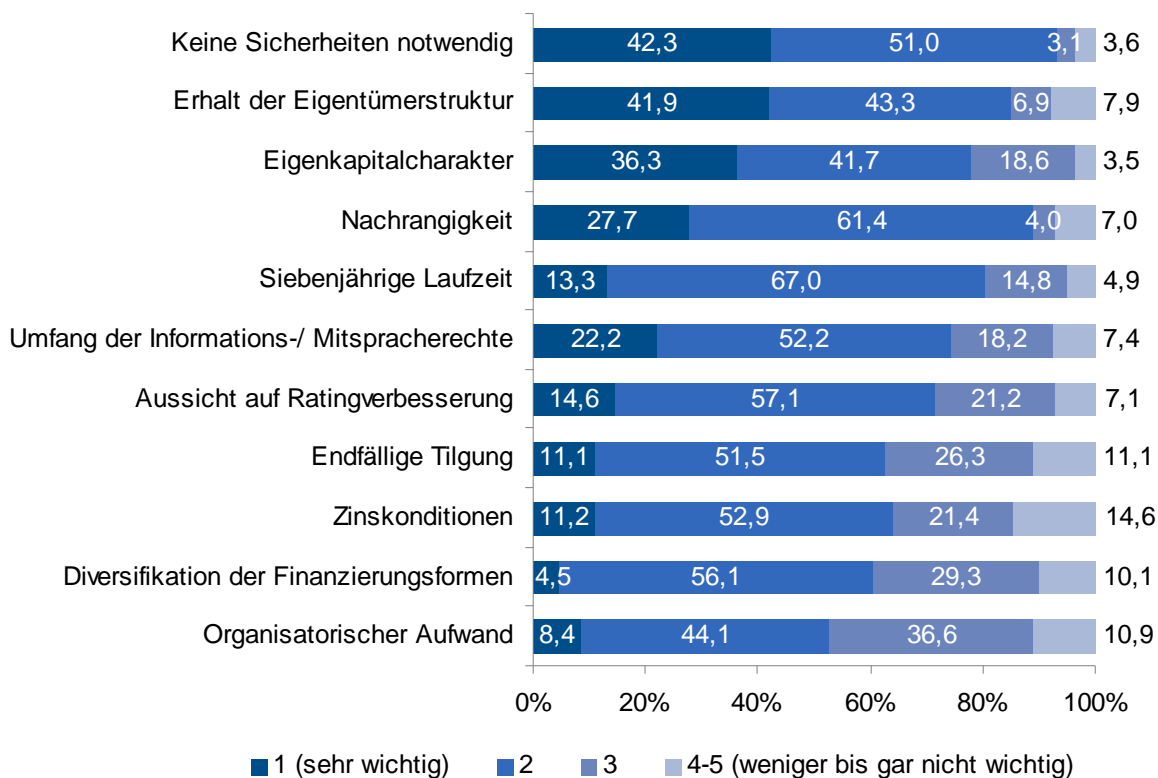
Anm.: Die Anzahl der ausgewerteten Antworten variiert zwischen n=198 und n=208, da einige Unternehmen keine Angaben gemacht haben.

### 5.2.3 Entscheidungsrelevante Eigenschaften von Programm-Mezzanine

Wichtigste Entscheidungskriterien bei der Wahl der Finanzierungsform Programm-Mezzanine waren die zuvor bereits als besonders vorteilhaft eingestufteten Eigenschaften (vgl. Abb. 5.2). Auf einer 5er-Skala von 1 (sehr wichtig) bis 5 (gar nicht wichtig) erreichte die nicht notwendige Sicherheitenstellung mit 1,7 den niedrigsten Mittelwert und somit den höchsten Stellenwert. Danach folgen der Erhalt der Eigentümerstruktur ( $\bar{x}$  1,9), der Eigenkapitalcharakter ( $\bar{x}$  1,9) sowie die Nachrangigkeit ( $\bar{x}$  1,9). Die Zinskonditionen ( $\bar{x}$  2,4) und die endfällige Tilgung ( $\bar{x}$  2,4) spielten hingegen eine untergeordnete Rolle bei der Entscheidungsfindung. 36,0% bzw. 37,4% der Be-

fragten sehen diese Eigenschaften sogar als wenig entscheidungsrelevant an. Interessanterweise werden alle abgefragten Eigenschaften mehrheitlich als wichtig oder sehr wichtig eingestuft. Der höchste Mittelwert ergibt sich für das Kriterium „organisatorischer Aufwand“ mit 2,5.

Abb. 5.2: Entscheidungskriterien bei der Wahl von Programm-Mezzanine



Anm.: Die Anzahl der ausgewerteten Antworten variiert zwischen n=196 und n=208, da einige Unternehmen keine Angaben gemacht haben.

Die von den Unternehmen als wichtig eingestuften Eigenschaften passen inhaltlich zu den zuvor genannten Finanzierungsanlässen. Gerade Wachstumsvorhaben sind mit oftmals schwer kalkulierbaren Risiken und einem hohem Kapitalbedarf verbunden. In solchen Situationen ist eine Finanzierungsform, die keine Sicherheitenstellung erfordert, die Eigentumsverhältnisse nicht beeinflusst und gleichzeitig Nachrangcharakter aufweist von großem Vorteil. Der hohe Stellenwert der Wahrung der Eigentumsverhältnisse erklärt sich vermutlich auch durch den hohen Anteil an Familienunternehmen in der Stichprobe.

Auch wenn die Stärkung der Eigenkapitalbasis als zweitwichtigster Finanzierungsanlass genannt wurde, lassen die Umfrageergebnisse vermuten, dass die wenigsten Unternehmen Programm-Mezzanine alleine zur Optimierung ihrer Finanzierungsstruktur verwendet haben. Hierfür spricht, dass der Eigenschaft „Diversifikation der Finanzierungsformen“ nur eine geringe Bedeutung im Rahmen der Finanzierungs-

entscheidung zukommt. Darüber hinaus erreicht auch der Aspekt „Aussicht auf Ratingverbesserung“ nur einen mittleren Stellenwert. Ferner hätte lediglich eine Minderheit (24,5%) der befragten Firmen echtes Eigenkapital oder Individual-Mezzanine aufnehmen müssen, wenn zum damaligen Zeitpunkt kein Programm-Mezzanine angeboten worden wäre. 30 Unternehmen machten hierzu keine Angaben.

#### 5.2.4 Zwischenfazit

Programm-Mezzanine wurde maßgeblich für Wachstumsvorhaben (73,5%) und zur Stärkung der Eigenkapitalbasis (42,2%) genutzt. Sonstigen Finanzierungsanlässen kommt nur eine geringe oder gar keine Bedeutung zu. Ausgesprochen positiv fällt das Fazit der befragten Unternehmen über das Finanzierungsprodukt Programm-Mezzanine aus. Sämtliche abgefragten Eigenschaften werden mehrheitlich als vorteilhaft eingestuft. Dies trifft sogar auf die endfällige Tilgung zu, die eine Hauptursache einer möglichen Refinanzierungsproblematik darstellt. 84,8% der Befragten berichten rückblickend zudem von vorteilhaften bis sehr vorteilhaften Auswirkungen der Mezzanine-Aufnahme auf ihr jeweiliges Unternehmen. Ein nahezu gleicher Prozentsatz (84,2%) der Befragten würde sich mit heutigem Wissen sogar erneut für Programm-Mezzanine entscheiden. Die hohen Zustimmungswerte zu dem Produkt Programm-Mezzanine lassen sich gleichzeitig als Indiz gegen das Vorliegen einer systemischen Refinanzierungskrise werten. Sofern existenzbedrohende Liquiditätsengpässe infolge der Refinanzierung des Programm-Mezzanine gegenwärtig in größerer Zahl absehbar wären, würden sich vermutlich nicht mehr als vier von fünf Unternehmen auch mit heutigem Wissen erneut für die Aufnahme von Programm-Mezzanine entscheiden.

### 5.3 Aktuelle Lage der Programm-Mezzanine-Unternehmen

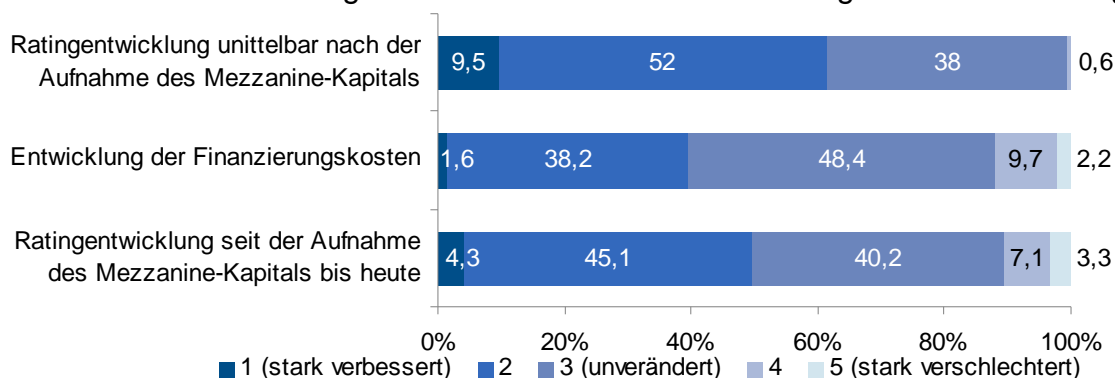
#### 5.3.1 Entwicklung seit der Programm-Mezzanine-Aufnahme

Die Aufnahme von Programm-Mezzanine führte bei 61,5% der befragten Unternehmen zu einer unmittelbaren Ratingverbesserung bei der Hauptgeschäftsbank und nur bei einem einzigen Unternehmen (0,6%) zu einer Verschlechterung (vgl. Abb. 5.3). Bei 38,0% der befragten Unternehmen hatte die Programm-Mezzanine-Aufnahme hingegen keinen Einfluss auf das Rating. Die Aufnahme von Mezzanine-Kapital hat sich damit nicht grundsätzlich positiv in den bankinternen Ratingmodellen ausgewirkt.<sup>55</sup>

---

<sup>55</sup> Vgl. zur Problematik der Ratingverbesserung im Zusammenhang mit der Aufnahme von Mezzanine-Kapital DVFA (2007), S. 34; Arnsfeld/Müller (2008), S. 335.

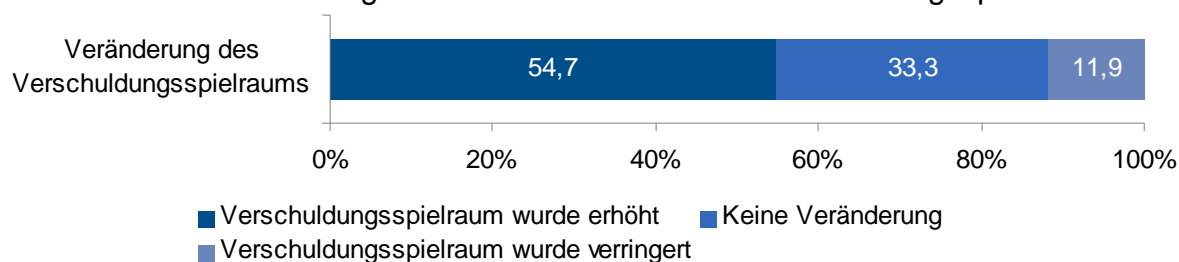
Abb. 5.3: Einfluss von Programm-Mezzanine auf Finanzierungskosten und Rating



Anm.: Die Anzahl der ausgewerteten Antworten variiert zwischen n=179 und n=186, da einige Unternehmen keine Angaben gemacht haben.

Die Ratingveränderung seit der Programm-Mezzanine-Aufnahme bis heute ist ebenfalls überwiegend positiv. Über diesen Zeitraum betrachtet, hat sich bei lediglich 10,4% der befragten Unternehmen das Rating verschlechtert. Bei 49,4% der Unternehmen kam es zu Verbesserungen. Die längerfristige Ratingentwicklung dürfte allerdings weniger von der Programm-Mezzanine-Aufnahme als von Veränderungen der Finanz- und Geschäftslage beeinflusst sein. Die langfristige Ratingentwicklung lässt zum gegenwärtigen Zeitpunkt erfreulicherweise nicht darauf schließen, dass sich die Mehrheit der befragten Unternehmen gegenwärtig in einer prekären Lage befindet.

Abb. 5.4: Einfluss von Programm-Mezzanine auf den Verschuldungsspielraum

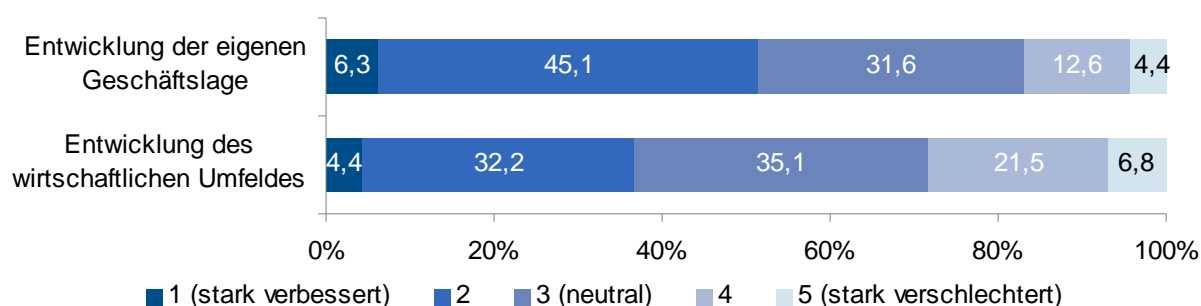


Anm.: Die Anzahl der ausgewerteten Antworten beträgt n=201, da einige Unternehmen keine Angaben gemacht haben.

Der Verschuldungsspielraum entwickelte sich im Zuge der Mezzanine-Aufnahme ebenfalls größtenteils erfreulich (vgl. Abb. 5.4). Bei 54,7% der befragten Unternehmen erhöhte sich der Verschuldungsspielraum durch die Programm-Mezzanine-Aufnahme, was unter anderem auf die Stärkung der wirtschaftlichen Eigenkapitalbasis und dem damit teilweise verbesserten Rating zurückzuführen sein dürfte. Für 11,9% der befragten Unternehmen verringerte sich der Verschuldungsspielraum. Ein geringerer Verschuldungsspielraum ging dabei nicht notwendigerweise mit Ratingverschlechterungen oder höheren Finanzierungskosten einher, so dass nicht von

einer eindeutigen Ursache-Wirkung-Beziehung zwischen diesen drei Aspekten ausgegangen werden kann.

Abb. 5.5: Geschäftsentwicklung seit Programm-Mezzanine-Aufnahme



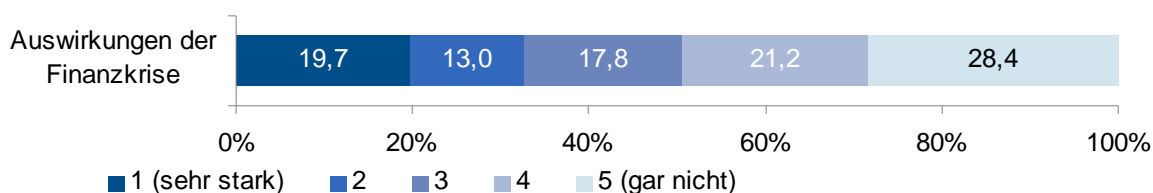
Anm.: Die Anzahl der ausgewerteten Antworten beträgt für die eigene Geschäftslage n=206 und für das wirtschaftliche Umfeld n=205.

Auch die Geschäftslage der befragten Unternehmen hat sich seit der Programm-Mezzanine-Aufnahme überwiegend vorteilhaft entwickelt (vgl. Abb. 5.5). 51,4% der Unternehmen berichten von einer Verbesserung; lediglich 17,0% der Firmen von einer Verschlechterung der Geschäftslage. Damit schätzen die Unternehmen ihre eigene Geschäftsentwicklung besser ein als die des wirtschaftlichen Umfeldes, welches sich laut 28,3% der befragten Unternehmen verschlechtert und nur für 36,6% verbessert hat.

### 5.3.2 Auswirkungen der Finanzkrise

Die im Jahre 2007 ausgebrochene Finanzkrise hat sich negativ auf die Finanzierungssituation vieler Programm-Mezzanine nutzender Unternehmen ausgewirkt. Auf einer Skala von 1 (sehr starke Auswirkung) bis 5 (gar keine Auswirkung) bewerteten die befragten Unternehmen die Auswirkungen der Finanzkrise im Durchschnitt mit 3,3. Während 50,5% der Unternehmen mittlere bis sehr starke Auswirkung feststellten, beeinflusste die Finanzkrise die Finanzierungssituation von 28,4% der Unternehmen überhaupt nicht (vgl. Abb. 5.6).

Abb. 5.6: Auswirkung der Finanzkrise auf die Finanzierungssituation



Anm.: Die Anzahl der ausgewerteten Antworten beträgt n=208.

Unternehmen, deren Finanzierungssituation mittel bis stark durch die Finanzkrise beeinträchtigt wurde, stellten vielfältige negative Auswirkungen fest (vgl. Tab. 5.4). Zwischen 53,5% und 60,4% dieser Unternehmen geben jeweils an, dass sie erweiterte Informations-/Offenlegungspflichten einräumen, zusätzliche Sicherheiten stellen oder Zinserhöhungen hinnehmen mussten. Neben höheren Anforderungen an bestehende Verbindlichkeiten ging die Finanzkrise auch mit einer geringeren Finanzierungsbereitschaft einher. 29,7% bis 37,6% der betroffenen Unternehmen berichten, dass Kreditanträge bzw. sonstige Finanzierungsanfragen abgelehnt und Liquiditätslinien gekürzt wurden. Inwieweit die höheren Anforderungen und die geringere Mittelbereitstellung primär das Ergebnis einer restriktiveren Geschäftspolitik seitens der Banken oder Folge einer verschlechterten Geschäftssituation der Unternehmen waren, lässt sich anhand der Umfrageergebnissen nicht beurteilen.

Tab. 5.4: Konkrete Auswirkungen der Finanzkrise auf die Finanzierungssituation

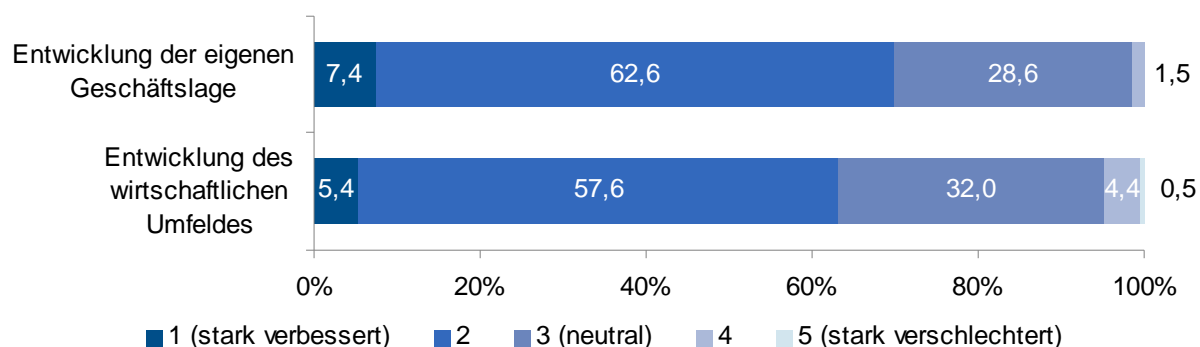
(Mehrfachnennung möglich)	N	Prozent
Stellung von zusätzlichen Sicherheiten	61	60,4%
Erweiterte Informations-/ Offenlegungspflichten	59	58,4%
Zinserhöhung	54	53,5%
Bonitätsherabstufung	43	42,6%
Ablehnung von Kreditanträgen	38	37,6%
Beschränkung von Investitionsdarlehen	37	36,6%
Kürzung der Liquiditätslinien	36	35,6%
Ablehnung sonstiger Finanzierungsanfragen (z.B. Leasing, Factoring)	30	29,7%
Sonstige	11	10,9%

Anm.: Es haben 105 Unternehmen angegeben, dass ihre Finanzierungssituation mittel bis stark von der Finanzkrise beeinflusst ist. Vier dieser Firmen haben keine Angaben gemacht (n=101).

### 5.3.3 Zukünftige Geschäftserwartungen

Die befragten Unternehmen schätzen die weitere Entwicklung der eigenen Geschäftslage ausgesprochen positiv ein. 70,0% der Unternehmen gehen von einer Verbesserung der eigenen Geschäftslage und nur 1,5% von einer Verschlechterung aus (vgl. Abb. 5.7). Die Unternehmen scheinen nach Jahren der Finanzkrise auch von einer Besserung der Gesamtwirtschaft überzeugt. 63% der Unternehmen erwarten eine Verbesserung ihres wirtschaftlichen Umfeldes und nur 4,9% eine Verschlechterung.

Abb. 5.7: Einschätzung der zukünftigen Geschäftsentwicklung



Anm.: Die Anzahl der ausgewerteten Antworten beträgt jeweils n=203.

Die positiven Zukunftsaussichten spiegeln sich auch deutlich in den 3-Jahres-Prognosen der Unternehmen bezogen auf Umsatz, Investitionsvolumen und Mitarbeiterzahl wider (vgl. Tab. 5.5). So gehen 95,2% der Unternehmen in den nächsten drei Jahren von einem Umsatzwachstum und nur ein Unternehmen von einem Umsatzrückgang aus. 26,2% der Unternehmen rechnen innerhalb dieses Zeitraums sogar mit einem Umsatzwachstum von über 20%, wobei das maximal erwartete Wachstum bei 150% liegt.

Tab. 5.5: Erwartete Wachstumsraten über einen 3-Jahres-Horizont

	N	Veränderung in Prozent						
		<0%	0%	<5%	<10%	<20%	<30%	>30%
Umsatzveränderung ggü. heute in %	187	1	8	30	39	60	31	18
Veränderung des Investitionsvolumens ggü. heute in %	178	6	78	15	24	28	12	15
Veränderung der Mitarbeiterzahl ggü. heute in %	188	14	64	37	43	24	2	4

Die erwartete Wachstumsrate des Investitionsvolumens liegt deutlich unterhalb derjenigen des Umsatzes. 43,8% der Unternehmen gehen von einem gleichbleibenden Investitionsvolumen aus. Eine Zunahme um mehr als 20% erwarten nur 15,2% der Unternehmen. Sechs Unternehmen erwarteten einen Investitionsrückgang in der Größenordnung von -5% bis -90%.

Hinsichtlich der Mitarbeiterzahlen wird mit den geringsten Wachstumsraten gerechnet. 34% der Unternehmen erwarten eine konstante Mitarbeiterzahl. Eine bedeutende Aufstockung des Personalbestandes erwartet lediglich eine kleine Minderheit innerhalb der nächsten drei Jahre: 3,2% der Unternehmen rechnen gegenwärtig mit einem Mitarbeiterwachstum von über 20%. Bei 14 Unternehmen wird ein Personalabbau von 3% bis 20% geplant.

#### 5.3.4 Zwischenfazit

Die Aufnahme von Programm-Mezzanine hat sich für den Großteil der Unternehmen positiv ausgewirkt. Dies zeigt sich anhand der Ratingveränderungen und der Entwicklung der Finanzierungskosten. Nur etwa jedes zehnte Unternehmen berichtet diesbezüglich von Verschlechterungen. 83% der Unternehmen berichten von einer stabilen bzw. verbesserten Geschäftslage seit der Programm-Mezzanine-Aufnahme. Die Unternehmen schätzen ihre eigene Entwicklung dabei im Durchschnitt etwas besser ein als die ihres wirtschaftlichen Umfeldes.

Die Finanzkrise hat sich auf die Finanzierungssituation der Hälfte der befragten Unternehmen negativ ausgewirkt. Konsequenzen waren vor allem höhere Anforderungen in Bezug auf Sicherheiten und Informationsrechte sowie Zinserhöhungen und Bonitätsherabstufungen. Ein Drittel der von der Finanzkrise betroffenen Unternehmen beklagt auch die Kürzung von Kreditlinien bzw. die Ablehnung von Finanzierungsanfragen.

Die meisten der Programm-Mezzanine Unternehmen blicken positiv in die Zukunft. Rund 70% erwarten eine Verbesserung ihrer eigenen Geschäftslage. Nur drei Unternehmen rechnen mit einer Verschlechterung. Beinahe genauso gut wird die weitere Entwicklung der allgemeinen Wirtschaftslage eingeschätzt. Zudem gehen 95% der befragten Unternehmen von einem Umsatzwachstum in den nächsten 3 Jahren aus. Einen Anstieg des Investitionsvolumens und der Mitarbeiterzahl erwarten hingegen nur 53% beziehungsweise 59% der Unternehmen. Die positive Geschäftserwartung der Unternehmen mildert eine möglicherweise bestehende Refinanzierungsproblematik ab. Inwieweit tatsächlich schon eine vollständige Normalisierung der Geschäftslage nach der Finanzkrise eingetreten ist, lässt sich aus den Umfrageresultaten nicht ableiten.

### 5.4 Notwendigkeit und Probleme der Anschlussfinanzierung

#### 5.4.1 Unternehmen ohne Anschlussfinanzierungslösung

Von den 208 befragten Unternehmen benötigen nach eigener Aussage 124 (59,6%) eine Anschlussfinanzierung für das auslaufende Mezzanine-Kapital. 83 Firmen (39,9%) verfügen über ausreichende Finanzmittel oder entsprechende Finanzierungszusagen. Ein Unternehmen (0,5%) gibt an, dass keine rechtliche Verpflichtung zur Rückzahlung mehr besteht.

Das Zustandekommen einer Anschlussfinanzierung besitzt für die 124 Firmen mit bislang ungeklärter Refinanzierung eine überwiegend hohe Bedeutung. Auf einer 5er-Skala von „sehr bedeutend“ bis „überhaupt nicht bedeutend“ stufen 39,5% der



Firmen die Anschlussfinanzierung als „sehr bedeutend“ ein, weitere 38,7% stufen sie als bedeutend ein. Lediglich fünf Firmen (4,8%) messen der Refinanzierung eine geringe oder gar keine Bedeutung bei.

Erfreulicherweise ist der Refinanzierungsbedarf oftmals geringer als der ursprünglich aufgenommene Mezzanine-Betrag. 108 der 124 Firmen machten im Rahmen der Befragung sowohl Angaben zu der Höhe des Programm-Mezzanine-Kapitals als auch zu ihrem konkreten Refinanzierungsbedarf. Von diesen 108 Firmen benötigen 54 eine Anschlussfinanzierung in voller Höhe des Ursprungsbetrags. 27 Unternehmen müssen maximal die Hälfte, weitere 20 Unternehmen zwischen 51% und 84% des Ursprungsbetrags refinanzieren. Bei den verbleibenden sieben Unternehmen liegt der Refinanzierungsbedarf höher als der Ausgangsbetrag. Möglicherweise sind hierfür – zumindest teilweise – rückständige Zinsen verantwortlich.

Tab. 5.6: Realistischerweise einsetzbare Refinanzierungsformen

(Mehrfachnennung möglich)	N	Prozent
Laufender Cash-Flow / Innenfinanzierung	39	35,5%
Bankkredit	69	62,7%
Gesellschafterdarlehen / -einlagen	23	20,9%
Individual-Mezzanine	49	44,5%
Beteiligungskapital	25	22,7%
Schuldscheindarlehen	21	19,1%
Nachrangdarlehen	31	28,2%
Leasing / Sale and Leaseback	18	16,4%
Börsenkapital	4	3,6%
Sonstige	9	8,2%
Ersetzung gegenwärtig vollkommen unrealistisch	11	10,0%

Anm.: n=110

Die Frage nach den zur Ersetzung des Programm-Mezzanine realistischerweise einsetzbaren Finanzierungsformen beantworten die Unternehmen sehr unterschiedlich (vgl. Tab. 5.6). Von 110 der 124 Unternehmen liegen entsprechende Antworten vor. 11 davon sehen derzeit überhaupt keine Möglichkeit, eine Anschlussfinanzierung zu erhalten. 36 Unternehmen nennen jeweils genau eine externe Finanzierungsform, mit der das Programm-Mezzanine abgelöst werden soll: Bankkredit (19 Nennungen), Individual-Mezzanine (5 Nennungen), Beteiligungskapital (5 Nennungen), Gesellschafterdarlehen/-einlagen (3 Nennungen), Leasing/Sale and Leaseback (2 Nennungen), Nachrangdarlehen (1 Nennung), Inhaber-Teilschuldverschreibung als sonstige Finanzierungsform (1 Nennung). Die Antworten der verbleibenden 63 Unternehmen verteilen sich mehrheitlich auf drei bis sechs unterschiedliche Finanzierungsformen.

Auffallend häufig können sich diese Unternehmen den Einsatz von Eigen- oder Mezzanine-Kapital in Form von Individual-Mezzanine, Beteiligungskapital und Nachrangdarlehen vorstellen. Offenbar besteht bei einem bedeutenden Teil der befragten Firmen ein Interesse an dem fortgesetzten Einsatz eigenkapitalnaher Finanzierungsformen.

Konkret um eine Anschlussfinanzierung bemüht, haben sich bis zum Zeitpunkt der Befragung jedoch erst 56 der 124 Unternehmen. Die Beantwortung dieser Frage ist maßgeblich durch die Fälligkeit der Mezzanine-Finanzierung beeinflusst. Von den 15 der 124 Unternehmen mit Fälligkeit in 2011, sind 12 (80%) auf der Suche nach einer Anschlusslösung. 3 (20%) Unternehmen blieben bisher noch untätig. Von den Unternehmen mit Fälligkeit in 2012 und 2013 setzen sich 44,4% bzw. 49,0% mit der Refinanzierung auseinander. 24,4% der Firmen mit Fälligkeit in 2014 arbeiten heute schon an einer Refinanzierungslösung.

Tab. 5.7: Gründe für das Nicht-Zustandekommen der Anschlussfinanzierung

(Mehrfachnennung möglich)	N	Prozent
Verhandlungen dauern noch an	36	65,5%
Zu großer zeitlicher Vorlauf bis zur Fälligkeit	12	21,8%
Angebotene Zinskonditionen waren nicht attraktiv	6	10,9%
Kein passendes Produktangebot	5	9,1%
Antrag wurde abgelehnt	2	3,6%

Anm.: n=55

Die Gruppe der 56 Unternehmen, die sich bereits um eine Anschlusslösung bemühen, wurde zusätzlich nach den Gründen für das bisherige Nicht-Zustandekommen der Refinanzierung gefragt (vgl. Tab. 5.7). Entgegen der Erwartung wurde bisher nur zwei Unternehmen eine beantragte Anschlussfinanzierung tatsächlich abgelehnt. In sechs Fällen scheiterte ein Refinanzierungsvorhaben an hohen Zinsforderungen. In fünf Fällen haben Unternehmen bislang kein passendes Finanzierungsprodukt gefunden. Die deutliche Mehrheit der Unternehmen befindet sich gegenwärtig noch in ersten Verhandlungen mit Banken und sonstigen Finanzierungspartnern. Der Ausgang dieser Gespräche war zum Zeitpunkt der Befragung für die Unternehmen nicht absehbar, so dass unklar bleibt, wie viele dieser Verhandlungen erfolgreich zu Ende geführt werden können. Eine Gruppe von 12 Unternehmen nennt schließlich den großen zeitlichen Vorauf bis zu Fälligkeit ihres Programm-Mezzanine-Kapitals als Grund für die noch nicht weiter fortgeschrittene Konkretisierung der Anschlussfinanzierung.

Die deutliche Mehrheit der Firmen ist von einem Gelingen der Refinanzierung überzeugt. 69,7% rechnen damit, von der privaten Finanzwirtschaft eine Anschlussfinanzierung zu erhalten, die sogar ihren Vorstellungen entspricht.<sup>56</sup> Diese Aussage erreicht unabhängig davon, ob sich die Unternehmen bereits um eine Anschlussfinanzierung bemühen oder nicht, nahezu identische Zustimmungswerte – 68,6% gegenüber 70,6%. 30,3% der Unternehmen ohne Anschlussfinanzierungslösung teilen diese optimistische Einschätzung jedoch nicht. Sie erwarten kein mit ihren Vorstellungen vereinbares Refinanzierungsangebot aus der privaten Finanzwirtschaft.

#### 5.4.2 Unternehmen mit Anschlussfinanzierungslösung

Der überwiegenden Mehrheit der Firmen mit bereits geklärt Refinanzierung bereitet die Ablösung des Mezzanine-Kapitals keine Schwierigkeiten. 51 der 83 Unternehmen können die Refinanzierung alleine aus der Innenfinanzierung bewältigen. Weitere fünf Unternehmen benötigen zusätzliche Mittel der Gesellschafter oder des Mutterunternehmens. Einen Bankkredit brauchen lediglich 14 Unternehmen (vgl. Tab. 5.8). In drei Fällen wird dieser von zusätzlichen Gesellschaftermitteln flankiert. Andere Finanzierungsformen spielen nahezu keine Rolle. Der ergänzende Einsatz von Leasing bzw. Schuldscheindarlehen wird in zwei bzw. drei Fällen genannt. Interessanterweise greift kein einziges Unternehmen auf die Finanzierungsformen Individual-Mezzanine, Beteiligungskapital oder Nachrangdarlehen zurück. Die Nutzung sonstiger Finanzierungsformen wurde in einem Fall angegeben, allerdings ohne nähere Spezifizierung. Zehn der 83 Unternehmen machten zur Art und Weise der Refinanzierung keine Angaben. Von diesen zehn Firmen abstrahiert, sind beachtliche 76,7% der Unternehmen mit bereits geklärt Refinanzierung nicht auf externes Kapital zur Ablösung des Programm-Mezzanine angewiesen. Die von den Unternehmen genannte hohe Innenfinanzierungskapazität steht vermutlich allerdings unter dem Vorbehalt einer mindestens gleichbleibenden Geschäftslage. Denn in den allermeisten Fällen basiert diese Aussage auf Zwei- bis Vierjahresprognosen. Lediglich 19% der Unternehmen mit geklärt Anschlussfinanzierung lösen das Programm-Mezzanine bereits 2011 ab.

Die erzielte Anschlusslösung schätzen die Unternehmen überwiegend positiv ein. Auf einer 5er-Skala von „sehr zufrieden“ bis „überhaupt nicht zufrieden“, antworten 63,2% der Unternehmen mit „sehr zufrieden“, 28,1% mit „zufrieden“, 7,0% mit „neutral“ und lediglich ein Unternehmen mit „überhaupt nicht zufrieden“. Diese Frage wurde von 26 der 83 Unternehmen nicht beantwortet.

---

<sup>56</sup> Von den 124 Unternehmen, die eine Anschlussfinanzierung benötigen, haben 119 diese Frage beantwortet. 51 der 119 Firmen bemühen sich bereits um eine Anschlussfinanzierung, die verbleibenden 68 Unternehmen beschäftigen sich noch nicht konkret mit der Refinanzierung.

Tab. 5.8: Voraussichtlich eingesetzte Refinanzierungsformen

(Mehrfachnennung möglich)	N	Prozent
Laufender Cash-Flow / Innenfinanzierung	66	90,4%
Bankkredit	14	19,2%
Gesellschafterdarlehen / -einlagen	8	11,0%
Individual-Mezzanine	-	-
Beteiligungskapital	-	-
Schuldscheindarlehen	3	4,1%
Nachrangdarlehen	-	-
Leasing / Sale and Leaseback	2	2,7%
Börsenkapital	-	-
Sonstige	1	1,4%

Anm.: n=73

#### 5.4.3 Unterschiede zwischen Firmen mit und ohne Refinanzierungslösung

Gegenstand dieses Abschnitts ist die Untersuchung, inwiefern sich die Unternehmen mit und ohne Refinanzierungsbedarf hinsichtlich ihrer Eigenschaften bzw. hinsichtlich ihres Antwortverhaltens statistisch nachweisbar voneinander unterscheiden. Ziel dieser Untersuchung ist die Identifikation von Variablen, die näheren Aufschluss darüber geben können, weshalb einer Gruppe von Unternehmen die Refinanzierung verhältnismäßig leicht fällt. Eingang in diese Analyse finden sämtliche bislang vorgestellten Fragen, die beiden Unternehmensgruppen gestellt wurden und bei denen keine Mehrfachnennung möglich war.

Als statistische Testverfahren kamen bei nominalskalierten Antwortkategorien der Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstest sowie der (generalisierte) exakte Test von Fisher zum Einsatz. Im Falle ordinalskalierter Variablen wurde der Mann-Whitney-U-Test verwendet. Im nachfolgenden Text werden die zweiseitigen Irrtumswahrscheinlichkeiten ( $p$ ) bezogen auf den (generalisierten) Test von Fisher ( $p_F$ ) bzw. den U-Test ( $p_U$ ) berichtet. Die Testresultate fallen insofern unerwartet aus, als sich nur im Hinblick auf wenige Fragen statistische Unterschiede feststellen lassen.

Den höchsten Signifikanzwert erreicht die Frage nach den Auswirkungen der Finanzkrise auf die Finanzierungssituation. Während sich bei zwei Drittel der Firmen ohne Refinanzierungsbedarf die Krise kaum oder gar nicht bemerkbar gemacht hat, verzeichneten 42,7% der Unternehmen mit Refinanzierungsbedarf negative bis stark negative Auswirkungen ( $p_U < 0,001$ ). Firmen, die noch eine Anschlussfinanzierung benötigen, schätzen ihre zurückliegende ( $p_U < 0,01$ ) und zukünftige Geschäftslage ( $p_U < 0,05$ ) zudem signifikant schlechter ein. Diese Aussage ist allerdings insoweit zu relativieren, als auch die Erwartungshaltung der Firmen mit Refinanzierungsbedarf

überwiegend positiv ist. Lediglich drei Unternehmen rechnen für die absehbare Zukunft mit einer Eintrübung der eigenen Geschäftslage.

Signifikant ist ebenfalls die Veränderung des Ratings seit der Mezzanine-Aufnahme bis heute ( $p_U < 0,001$ ). 63,5% der Firmen ohne Refinanzierungsbedarf konnten in diesem Zeitraum ihr Rating bei der Hauptgeschäftsbank verbessern. Bei lediglich 2,7% hat sich die Ratingnote verschlechtert. Von den Firmen mit Refinanzierungsbedarf hingegen nur 40,0% ihr Rating steigern, bei 15,5% kam es zu Verschlechterungen.

Die übrigen signifikanten Ergebnisse ergeben sich im Zusammenhang mit der Bewertung der Eigenschaften von Programm-Mezzanine. Unternehmen mit Refinanzierungsbedarf stufen die nicht notwendige Stellung von Sicherheiten ( $p_U < 0,01$ ), die Nachrangigkeit ( $p_U < 0,05$ ), den Erhalt der Eigentümerstruktur ( $p_U < 0,05$ ) sowie den Umfang der Mitsprache-/Kontrollrechte ( $p_U < 0,05$ ) im Durchschnitt vorteilhafter ein als die Gruppe der Unternehmen ohne Refinanzierungsbedarf. Der Aspekt „keine Stellung von Sicherheiten“ war den Unternehmen mit Refinanzierungsbedarf zudem ein signifikant wichtigeres Kriterium im Rahmen der Entscheidung für Programm-Mezzanine ( $p_U < 0,05$ ). Tab. 5.9 zeigt eine Zusammenfassung der signifikanten Ergebnisse.

Tab. 5.9: Übersicht der statistisch signifikanten Umfragevariablen

	N	$p_U$	Die Gruppe der Unternehmen mit Refinanzierungsbedarf...
Auswirkungen der Finanzkrise auf Finanzierungssituation	208	0,000	...hat größere Auswirkungen der Finanzkrise festgestellt
Geschäftsentwicklung seit Mezzanine-Aufnahme	206	0,003	...weist eine schlechtere Geschäftsentwicklung auf
Geschäftserwartung	203	0,021	...ist zurückhaltender bzgl. der weiteren Geschäftsentwicklung
Ratingentwicklung seit Mezzanine-Aufnahme	184	0,000	...weist eine schlechtere Ratingentwicklung auf
Vorteilhaftigkeit „keine Sicherheitenstellung“	198	0,009	...stuft dieses Merkmal vorteilhafter ein
Vorteilhaftigkeit „Nachrangigkeit“	205	0,029	...stuft dieses Merkmal vorteilhafter ein
Vorteilhaftigkeit „Erhalt der Eigentümerstruktur“	203	0,037	...stuft dieses Merkmal vorteilhafter ein
Vorteilhaftigkeit „Informations-/Mitspracherechte“	204	0,041	...stuft dieses Merkmal vorteilhafter ein
Wichtigkeit „keine Sicherheitenstellung“	196	0,016	...stuft dieses Entscheidungskriterium wichtiger ein

Aufschlussreich sind daneben auch diejenigen Variablen, die keinen signifikanten Einfluss auf den Refinanzierungsbedarf besitzen. Denn bei vielen dieser Variablen könnte ein solcher Einfluss vermutet werden. Unerheblich sind zunächst alle im Rahmen der Studie untersuchten qualitativen und quantitativen Unternehmensmerkmale: Rechtsform ( $p_F = 0,18$ ), Gesellschafterstruktur ( $p_F = 0,78$ ), Mitarbeiterzahl ( $p_{F1} = 0,16$ ;  $p_{F2} = 0,14$ ) und Umsatzhöhe ( $p_{F1} = 0,16$ ;  $p_{F2} = 0,29$ ).<sup>57</sup> Auch das Jahr der Fälligkeit ( $p_F = 0,44$ ), die Teilnahme an einem bestimmten Mezzanine-Programm<sup>58</sup> ( $p_F = 0,28$ ) oder der Status als Einzel- oder Mehrfachnutzer von Programm-Mezzanine ( $p_F = 0,34$ ) beeinflusst die Frage nach dem Refinanzierungsbedarf nicht wesentlich. Gleiches trifft auf die Beurteilung des wirtschaftlichen Umfeldes ( $p_U = 0,18$ ) sowie die unmittelbare Veränderung des Ratings ( $p_U = 0,43$ ) bzw. des Verschuldungsspielraums ( $p_U = 0,26$ ) nach der Mezzanine-Aufnahme zu. Unternehmen mit Refinanzierungsbedarf hätten auch nicht signifikant häufiger echtes Eigenkapital oder Individual-Mezzanine benötigt, wenn ihnen zum damaligen Zeitpunkt kein Programm-Mezzanine angeboten worden wäre ( $p_F = 0,18$ ). Schließlich unterscheidet sich auch die zusammenfassende, rückblickende Bewertung der Mezzanine-Aufnahme ( $p_U = 0,78$ ) nicht signifikant voneinander. Die gemeinsame Würdigung der signifikanten und nicht signifikanten Ergebnisse belegt, dass die Geschäftsentwicklung ein wesentlicher, wenn nicht sogar der wesentliche Einflussfaktor auf die Schwere der Refinanzierungsproblematik ist. Offenbar befand sich die Gruppe der Unternehmen mit ungelöster Anschlussfinanzierung insbesondere während der Finanzkrise in einer wirtschaftlich schwierigeren Situation als die Gruppe der Firmen ohne Refinanzierungsbedarf. Zu dieser Einschätzung passen die größeren Auswirkungen der Finanzkrise auf die Finanzierungssituation sowie die im Durchschnitt schlechtere Geschäfts- und Ratingentwicklung der Firmen mit Refinanzierungsbedarf. Auch die stärkere Betonung der Aspekte „keine Stellung von Sicherheiten“ und „Nachrangigkeit“ kann als Indiz für eine angespanntere operative Geschäftslage gewertet werden.

---

<sup>57</sup> Zur Überprüfung des Merkmals Umsatz dient eine Dummy-Variable, die sich an der Mittelstandsdefinition der EU orientiert (Umsatzgrenze: 50 Mio. Euro). Ferner wurde eine kategoriale Variable getestet, bei der die Unternehmen fünf Umsatzklassen mit einer jeweiligen Gruppenbreite von 50 Mio. Euro zugeordnet wurden. Die getesteten Mitarbeiter-Variablen besitzen den gleichen Aufbau. Die Mitarbeiter-Dummy-Variable nutzt ebenfalls die EU-Definition (Mitarbeitergrenze: 250 Mitarbeiter). Die Gruppenbreite der fünfstufigen kategorialen Mitarbeiter-Variable beträgt 100 Mitarbeiter.

<sup>58</sup> Der Test basiert auf den 190 Stichprobenunternehmen, die von genau einem Anbieter Programm-Mezzanine bezogen haben. Gegenübergestellt wurden dabei nicht die einzelnen Programme, sondern die sieben Anbietergruppen (CB MezzCap, equiNotes, H.E.A.T, PREPS, PRIME, PULS und StaGe).

#### 5.4.4 Besondere Problemstellungen der Anschlussfinanzierung

Im Zusammenhang mit der Refinanzierungsproblematik stellen der in Kapitel 4.3 beschriebene Aspekt des strukturellen Nachrangs sowie der in Kapitel 4.4 diskutierte eingeschränkte Handlungsspielraum des Managements der Mezzanine-Programme besondere Problemstellungen dar.

Zur Beurteilung der tatsächlichen Praxisrelevanz des Problems des strukturellen Nachrangs wurden die Unternehmen gefragt, ob sie Schwierigkeiten bei der Aufnahme von externem Kapital feststellen, sofern dessen Laufzeit über jene des Programm-Mezzanine hinausgeht. Alle 208 befragten Unternehmen beantworteten diese Frage. 60 Firmen (28,8%) klagen über entsprechende Schwierigkeiten. Für 128 Firmen (60,1%) stellt sich das Problem des strukturellen Nachrangs zumindest bisher nicht. Die verbleibenden 23 Firmen (11,1%) fragten in der jüngeren Vergangenheit kein externes Kapital nach, so dass keine Aussage möglich war. Interessanterweise sind es signifikant häufiger Unternehmen mit bestehendem Refinanzierungsbedarf, die derartige Schwierigkeiten feststellen ( $p_F < 0,01$ ): Von den 60 Firmen, welche die Frage bejahten, benötigen 45 noch eine Anschlussfinanzierung.

Alle 60 Unternehmen, die über Schwierigkeiten bei der Aufnahme von längerfristigem Kapital klagen, wurden zusätzlich nach dem Ausmaß dieser Schwierigkeiten und den davon betroffenen Finanzierungsformen gefragt. Für 29,5% der Firmen mit Refinanzierungsbedarf ist das Problem des strukturellen Nachrangs sehr bedeutend, für weitere 45,5% bedeutend. Deutlich abgeschwächer antworten die Unternehmen ohne Refinanzierungsbedarf. Lediglich 35,7% dieser Unternehmen vergeben die Attribute „bedeutend“ und „sehr bedeutend“. Aus dieser Gruppe heraus kam es sogar nur zu einer einzigen Nennung der Kategorie „sehr bedeutend“. Die geschilderten Abweichungen sind statistisch hochsignifikant ( $p_U < 0,01$ ).

Nach Auskunft der befragten Unternehmen betrifft das Problem des strukturellen Nachrangs schwerpunktmäßig Bankkredite. Bei 56 der 60 (93,3%) Firmen kam es zu Schwierigkeiten im Zusammenhang mit der Kreditaufnahme. Häufiger genannt werden daneben die Finanzierungsformen Leasing (14 Nennungen) und Beteiligungskapital (11 Nennungen). Vereinzelt wirkt sich das Problem des strukturellen Nachrangs offenbar auch auf weitere Finanzierungsformen aus (vgl. Tab. 5.10).

Zur Einschätzung des Handlungsspielraums des Managements der Mezzanine-Programme wurden die Firmen zunächst gefragt, ob das Management bereits wegen einer Flexibilisierung der Rückzahlung an das Unternehmen herantreten ist. Von 193 Firmen bejahten lediglich 20 (10,4%) diese Frage. Von 15 Firmen fehlen diesbezügliche Angaben. Obwohl derartige Kontaktaufnahmen nach Auskunft der Unter-

nehmen von allen Mezzanine-Anbietern durchgeführt wurden, besitzen diese bislang offenbar Einzelfallcharakter. Eine konzertierte Aktion von Seiten der Mezzanine-Anbieter fand bislang jedenfalls nicht statt.

Tab. 5.10: Finanzierungsformen mit dem Problem des strukturellen Nachrangs

(Mehrfachnennung möglich)	N	Prozent
Bankkredit	56	93,3%
Leasing / Sale and Leaseback	14	23,3%
Beteiligungskapital	11	18,3%
Individual-Mezzanine	9	15,0%
Nachrangdarlehen	7	11,7%
Gesellschaftereinlagen/-darlehen	4	6,7%
Schuldscheindarlehen	4	6,7%
Sonstige	5	8,3%

Anm.: n=60

Der zweite Ansatzpunkt zur Analyse des Handlungsspielraums des Managements bildete die Frage nach negativen Erfahrungen im Rahmen von Restrukturierungssituationen. 13 Firmen sammelten in der Vergangenheit negative Erfahrungen. Am häufigsten bemängelt wird die generell unflexible Haltung des Fonds-Managements (8 Nennungen). Die weiteren Nennungen beziehen sich auf die Verweigerung einer Zinsstundung (4 Nennungen), die langsame Reaktionszeit des Fonds-Managements (3 Nennungen) und die Verweigerung einer Laufzeitverlängerung (1 Nennung). Auf die Kategorie sonstige negative Erfahrungen entfielen 5 Nennungen.

#### 5.4.5 Zwischenfazit

Die Umfrageergebnisse ergeben ein uneinheitliches Bild über Ausmaß und Schwere der Refinanzierungsproblematik. Unerwartet hoch ist erfreulicherweise der Anteil der Unternehmen mit bereits geklärteter Anschlussfinanzierung. Rund 40% der befragten Firmen verfügen nach heutigem Kenntnisstand bereits über eine Refinanzierungslösung. Die überragende Mehrheit dieser Firmen ist sogar in Lage, die Refinanzierung ohne externes Kapital zu stemmen. Eigenkapitalnahe Finanzierungsformen, wie Individual-Mezzanine, Beteiligungskapital, Nachrangdarlehen, werden grundsätzlich nicht benötigt. Die augenscheinliche operative Stärke dieser Firmen spiegelt sich auch in den Angaben zur Rating- und Geschäftsentwicklung wider. Nur zwei Unternehmen dieser Gruppe berichten von einer Ratingverschlechterung seit der Mezzanine-Aufnahme. Eine Eintrübung der Geschäftslage erwartet kein einziges Unternehmen. In Anbetracht der Umfrageergebnisse ist unter der Voraussetzung einer mindestens gleichbleibenden gesamtwirtschaftlichen Lage davon auszugehen, dass



die Refinanzierung des Programm-Mezzanine dieser Gruppe von Stichprobenunternehmen keine Schwierigkeiten bereiten wird.

Bei den übrigen rund 60% der befragten Unternehmen ist die Refinanzierungsfrage noch ungelöst. 4 von 5 dieser Unternehmen messen der Anschlussfinanzierung eine hohe bis sehr hohe Bedeutung bei. Für die mögliche Brisanz der Refinanzierungsproblematik spricht des Weiteren die häufige Nennung eigenkapitalnaher und damit auch teurer Finanzierungsformen als denkbare Alternativen zur Ablösung von Programm-Mezzanine. Elf Unternehmen sehen derzeit sogar überhaupt keine realistische Möglichkeit zur Ersetzung des Programm-Mezzanine. Schließlich berichten mehr als vier von fünf der Unternehmen mit ungeklärter Refinanzierung von negativen Auswirkungen der Finanzkrise auf ihre Finanzierungssituation.

Selbst im Hinblick auf die Gruppe der Unternehmen mit ungeklärter Anschlussfinanzierung liefert die Umfrage jedoch auch gewichtige Argumente gegen die Brisanz der Refinanzierungsproblematik. Bei zahlreichen Firmen fällt der Refinanzierungsbedarf geringer aus als der zu tilgende Betrag. Die Geschäftserwartung ist auch in der Gruppe der Firmen mit Refinanzierungsbedarf überwiegend positiv. Nur drei dieser Firmen rechnen mit einer Verschlechterung. Zudem bemühen sich erst 45% der Unternehmen mit Refinanzierungsbedarf um eine Anschlusslösung. Fast alle dieser Unternehmen befinden sich gegenwärtig entweder noch in ersten Verhandlungen mit Banken bzw. sonstigen Finanzierungspartnern oder haben aufgrund des noch großen zeitlichen Vorlaufs bis zur Fälligkeit des Programm-Mezzanine keine konkreteren Schritte unternommen.

Das stärkste Argument gegen das Vorliegen einer systemischen Refinanzierungsproblematik liefert die mehrheitlich optimistische Einschätzung gegenüber dem Erhalt einer Anschlussfinanzierung. Rund 70% der Firmen mit Refinanzierungsbedarf glauben gegenwärtig eine Anschlussfinanzierung nach ihren Vorstellungen von der privaten Finanzwirtschaft zu erhalten.

Die Abwesenheit belastbarer Hinweise auf eine flächendeckende Refinanzierungsproblematik im Rahmen der Umfrage bedeutet jedoch nicht, dass Refinanzierungsprobleme grundsätzlich nicht bestehen oder nicht noch eintreten können. Sollten die Verhandlungen über die Anschlussfinanzierung nicht wie gewünscht verlaufen, stünden bis zu 60% aller befragten Unternehmen plötzlich doch vor Finanzierungsproblemen. Obwohl es keine Anhaltspunkte dafür gibt und eine hohe Teilnahmequote erreicht wurde, ist abschließend auch auf die Möglichkeit hinzuweisen, dass Unternehmen besserer Bonität überdurchschnittlich oft in der Stichprobe vertreten sind und somit die Umfrageergebnisse besser ausfallen als es tatsächlichen Lage entspricht.

## 5.5 Anforderungen an die Anschlussfinanzierung

### 5.5.1 Notwendige Eigenschaften aus Unternehmenssicht

Für 61,3% der 124 Unternehmen mit Refinanzierungsbedarf muss eine Anschlussfinanzierung nachrangig gegenüber Bankkrediten sein. 33,9% benötigen diese Eigenschaft nicht und 4,8% machten hierzu keine Angaben. 50,8% der Unternehmen geben sogar die bilanzielle Eigenkapitalanerkennung als notwendiges Merkmal einer Anschlussfinanzierung an. Dies ist aus zwei Gründen überraschend. Einerseits nutzt gegenwärtig nur ein geringer Teil der Unternehmen Programm-Mezzanine-Typen mit bilanziellem Eigenkapitalstatus.<sup>59</sup> Andererseits ließen die bisherigen Studienergebnisse nicht erkennen, dass sich die Hälfte der Firmen mit ungelöstem Refinanzierungsbedarf in einer derart prekären Lage befindet, dass die zwingende Erfordernis für den Erhalt bilanziellen Eigenkapitals besteht. Daher ist zu vermuten, dass die Frage zumindest von einem Teil der Unternehmen falsch verstanden wurde.<sup>60</sup>

Die Mindestlaufzeit der Anschlussfinanzierung sollte für 66,1% der Unternehmen zwischen 5 und 7 Jahre betragen. 18,5% der Unternehmen geben eine Laufzeit von 8 bis 10 Jahren, 2 (1,6%) Unternehmen eine Laufzeit von mehr als 10 Jahren an. Ein Auslaufen der Anschlussfinanzierung unterhalb von 5 Jahren wäre lediglich im Interesse von 11,3% der Firmen. Vollkommen unerheblich ist die Frage der Laufzeit für 2,4% der befragten Unternehmen.

Hinsichtlich der gewünschten Tilgungsstruktur lassen sich drei Gruppen von Unternehmen unterscheiden. Eine erste Gruppe von 85 Unternehmen (68,5%) zieht genau eine Tilgungsstruktur in Betracht. Am häufigsten wird dabei die laufende Tilgung (36 Unternehmen) genannt. Mit etwas Abstand folgen die endfällige Tilgung (25 Unternehmen) sowie die variable Tilgung in Abhängigkeit des Unternehmenserfolgs (24 Unternehmen). Eine zweite Gruppe von 20 Unternehmen (16,1%) schließt eine der drei genannten Tilgungsvarianten grundsätzlich für sich aus, wobei alle Tilgungsarten in etwa gleicher Häufigkeit genannt bzw. nicht genannt werden. Eine dritte Gruppe von 16 Unternehmen (12,9%) ist indifferent hinsichtlich der Tilgungsmodalitäten. Die verbleibenden 3 der 124 Unternehmen machten keine Angaben.

---

<sup>59</sup> Unter diesen 63 Unternehmen (50,8%) können maximal 26 Firmen sein, die gegenwärtig bereits Mezzanine-Typen mit bilanzieller Eigenkapitalanerkennung nutzen.

<sup>60</sup> Für diese Sichtweise spricht, dass sich das Rating für lediglich 10 der 63 Unternehmen, die zwingend bilanzielles Eigenkapital benötigen, seit der Mezzanine-Aufnahme bis heute verschlechtert hat. Innerhalb des gleichen Zeitraums ist die Geschäftslage bei 46 der 63 (73,0%) gleich geblieben oder verbesserte sich sogar. Auch die Finanzkrise hat sich bspw. nur auf die Finanzierungssituation der Hälfte dieser Unternehmen stark oder sehr stark ausgewirkt. Mehr als die Hälfte dieser Firmen rechnet zudem damit, eine Anschlussfinanzierung von der privaten Finanzwirtschaft gemäß den eigenen Vorstellungen zu erhalten.

Einer Verbriefung oder einem Weiterverkauf der im Zusammenhang mit einer Anschlussfinanzierung entstehenden Forderung steht die Mehrheit der Unternehmen ablehnend gegenüber: 58,9% (73 Unternehmen) sprechen sich explizit dagegen, nur 33,1% (41 Unternehmen) dafür aus. Als Begründung für die Ablehnung des Weiterverkaufs dient nahezu ausnahmslos ein allgemeines Unbehagen gegenüber anonymen und/oder wechselnden Finanzierungspartnern.

Einer Einräumung umfangreicher Informationsrechte würde die deutliche Mehrheit der befragten Unternehmen zustimmen. Jeweils mehr als drei Viertel der Unternehmen erachten eine detaillierte Unternehmensprüfung vor einer Finanzierungszusage (79,8%), die Einräumung erweiterter Informationsrechte (88,6%) sowie die Verpflichtung zu investorenspezifischem Reporting (78,1%) als akzeptabel. Deutlich zurückhaltender sind die befragten Unternehmen hinsichtlich Vertragsklauseln, welche die Einhaltung bestimmter Finanzkennzahlen (Financial Covenants) oder die Einräumung von aktiven Aufsichts- oder Mitspracherechten vorsehen. Weniger als ein Viertel der Unternehmen würde Financial Covenants (24,6%) zustimmen oder Vetorechte bei geplanten Großinvestitionen oder externen Finanzierungsvorhaben (20,2%) gewähren. Lediglich 12,3% würden einem Investor Beirats- bzw. Aufsichtsratsrechte zugestehen. Nur noch 6,1% der Unternehmen halten die Gewährung aktiver Mitspracherechte in geschäftspolitische Entscheidungen für akzeptabel.<sup>61</sup> Obwohl die Mehrheit der befragten Unternehmen hohe Anforderungen an eine Anschlussfinanzierung stellt – bilanzielles Eigenkapital, eine mindestens fünfjährige Laufzeit, den weitgehenden Ausschluss von Weiterverkaufs- und Mitspracherechten – darf sich die Anschlussfinanzierung gegenüber dem bestehenden Programm-Mezzanine für 100 der 124 (80,6%) Unternehmen nicht verteuern. Nur 5,6% der Unternehmen halten Zinssätze oberhalb von 10% für angemessen. Mit 69,4% stuft ein Großteil der Unternehmen einen Zinssatz zwischen 5% und 9% als angemessen ein. 12,1% der Unternehmen geben Zinssätze kleiner 5% an. Grundsätzlich aufgeschlossen stehen die befragten Unternehmen einer zusätzlichen gewinnabhängigen Vergütungskomponente gegenüber. 75,0% der Unternehmen könnten sich ein derartiges Vergütungselement prinzipiell vorstellen.

### 5.5.2 Entscheidungsrelevante Merkmale der Anschlussfinanzierung

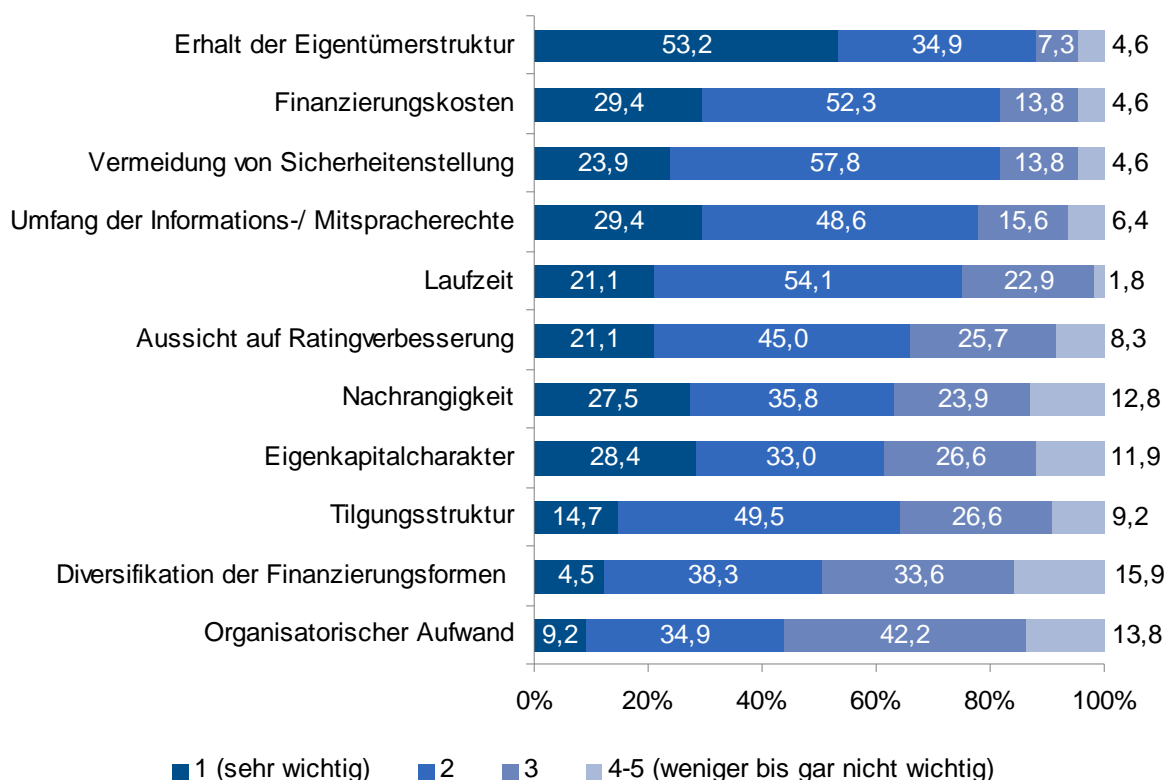
Zur Untersuchung der relativen Gewichtung der Entscheidungskriterien bei der Wahl der Anschlussfinanzierung wurden die Unternehmen mit Refinanzierungsbedarf gebeten, die einzelnen Anforderungskategorien auf einer 5er Skala von 1 (sehr wichtig)

---

<sup>61</sup> 10 der 124 Unternehmen haben keine Angaben zu ihrer Bereitschaft, Informations- und Mitspracherechte im Rahmen einer Anschlussfinanzierung einzuräumen, gemacht.

bis 5 (überhaupt nicht wichtig) zu bewerten. Die relative Bedeutung der Eigenschaften wurde – analog zu der Vorgehensweise in Kapitel 5.2 – anhand der Mittelwerte der Antworten verglichen.

Abb. 5.8: Entscheidungskriterien bei der Wahl der Anschlussfinanzierung



Anm.: n=109. Für die Eigenschaft „Diversifikation der Finanzierungsformen“ beträgt n=107, da zwei Unternehmen hierzu keine Angaben gemacht haben.

Als mit Abstand wichtigste Anforderung an eine Anschlussfinanzierung nennen die Unternehmen den Erhalt ihrer Eigentümerstruktur (vgl. Abb. 5.8). Diese weist mit 1,6 den niedrigsten Mittelwert und somit den höchsten Stellenwert auf.<sup>62</sup> Den Wunsch nach Unabhängigkeit verdeutlicht auch der im Durchschnitt als wichtig eingestufte Aspekt Umfang der Informations- und Mitspracherechte (Ø 2,0). Als zweit- und dritt-wichtigste Anforderungen an eine Anschlussfinanzierung nennen die Unternehmen die Höhe der Finanzierungskosten (Ø 2,0) sowie die Vermeidung einer Sicherheitenstellung (Ø 2,0).

Zu den etwas seltener als mindestens wichtig eingestuften Finanzierungseigenschaften gehören überraschenderweise die Aspekte Nachrangigkeit (Ø 2,2) und Eigenka-

<sup>62</sup> Interessanterweise stufen drei Viertel derjenigen Unternehmen, die zwingend bilanzielles Eigenkapital benötigen, den Erhalt der Eigentümerstruktur mit wichtig oder sehr wichtig ein. Gleichzeitig bezeichnen nur 24 der 63 Unternehmen die Eigenschaft „Eigenkapitalcharakter“ als sehr bedeutend. Dies lässt zusätzlich vermuten, dass die Frage nach der Notwendigkeit bilanziellen Eigenkapitals zumindest von einigen Firmen falsch verstanden wurde.

pitalcharakter ( $\bar{x}$  2,2). Es ist dabei allerdings zu berücksichtigen, dass immer noch 27,5% bzw. 28,4% der Unternehmen diese Eigenschaften als sehr wichtig ansehen. Selbst die am seltensten als wichtig oder sehr wichtig eingeordneten Aspekte Art der Tilgungsstruktur ( $\bar{x}$  2,3), Diversifikation der Finanzierungsformen ( $\bar{x}$  2,6) sowie organisatorischer Aufwand ( $\bar{x}$  2,6) besitzen dennoch eine vergleichsweise hohe Bedeutung.

Inwiefern sich die jeweilige Bedeutung der abgefragten Merkmale im Vergleich zu der Programm-Mezzanine-Entscheidung verändert hat, wurde anhand des Wilcoxon-Tests für abhängige Stichproben untersucht. Statistisch signifikante zweiseitige Irrtumswahrscheinlichkeiten ( $p_W$ ) ergaben sich in lediglich vier Fällen. Bemerkenswert ist die im Hinblick auf die Anschlussfinanzierung geringere Relevanz der Aspekte Nachrangigkeit ( $p_W < 0,05$ ) und Eigenkapitalcharakter ( $p_W < 0,05$ ). Auch die Vermeidung einer Sicherheitenstellung ( $p_W < 0,01$ ) wird weniger bedeutend eingestuft. Die Finanzierungskosten ( $p_W < 0,01$ ) sind im Rahmen der Anschlussfinanzierung hingegen ein wesentlich wichtigeres Entscheidungskriterium als sie es im Zusammenhang mit der Programm-Mezzanine-Aufnahme waren.

### 5.5.3 Zwischenfazit

Wunschvorstellung der Mehrheit der Unternehmen wäre eine nachrangige, eigenkapitalnahe, unbesicherte, mittel- bis langfristige Anschlussfinanzierung, die keine Mitsprache- oder Weiterverkaufsrechte beinhaltet und eine Verzinsung zwischen 5% und 10% aufweist. Gleichzeitig können sich die Unternehmen mehrheitlich die Einbeziehung einer gewinnabhängigen Vergütungskomponente vorstellen. Mit diesem Anforderungskatalog beschreiben die befragten Unternehmen somit im Durchschnitt letztlich nichts anderes als das Finanzprodukt Programm-Mezzanine.

Da Programm-Mezzanine-Finanzierungen nicht mehr zur Verfügung stehen, sind im Rahmen der Anschlussfinanzierung gewisse Abstriche unumgänglich. Unternehmen, die klassisches Fremdkapital aufnehmen, werden auf Nachrangigkeit verzichten und einer Sicherheitenstellung zustimmen müssen. Im Gegenzug können sie dafür aber möglicherweise zumindest einen Anstieg der Zinsbelastung verhindern. Soll der Mezzanine-Charakter erhalten bleiben, wird dies nur zu deutlich höheren Zinssätzen gelingen. Darf auch die Zinsbelastung nicht steigen, bleibt als letzte Option nur Beteiligungskapital. Dieses würde allerdings mit einer grundlegenden Veränderung der Eigentümerstruktur einhergehen, was nahezu 90% der befragten Unternehmen vermeiden möchten.

## 5.6 Politikforderungen

Am Ende der Umfrage wurden die Interviewpartner gefragt, ob nach ihrer Einschätzung ein Eingreifen der Politik im Zusammenhang mit der Refinanzierung von Programm-Mezzanine notwendig ist. Von den 202 antwortenden Unternehmen spricht sich etwas mehr als die Hälfte für eine entsprechende Unterstützung aus – 106 (52,5%) zu 96 Unternehmen (47,5%). Von den Unternehmen mit bereits sichergestellter Anschlussfinanzierung halten nur 39,5% ein Eingreifen der öffentlichen Hand für erforderlich. Anders stellt es sich die Situation bei Unternehmen mit noch ungeklärter Anschlussfinanzierung dar. Von diesen wünschen sich 61,2% eine Unterstützung von Seiten der Politik.

Tab. 5.11: Gründe für die Notwendigkeit eines Eingreifens der Politik

(Mehrfachnennung möglich)	N	Prozent
Mezzanine wird (zu diesen Konditionen) nicht mehr angeboten: Es gibt keine fairen Alternativen	31	31%
Unternehmen können Anschlussfinanzierung nicht alleine bewältigen	25	25%
Banken sind zu zurückhaltend bei Kreditvergabe	17	17%
Staat sollte eingreifen, wenn die private Finanzwirtschaft die Refinanzierung nicht sicherstellen kann	6	6%
Nach den Banken soll auch der Realwirtschaft geholfen werden	4	4%
Sonstige	20	20%

Anm.: n=100

Unternehmen, die ein Eingreifen des Staates als notwendig erachten, wurden darüber hinaus nach den Gründen für diese Einschätzung gefragt. 100 Unternehmen beantworteten diese Frage (vgl. Tab. 5.11). Als Hauptgrund für einen staatlichen Eingriff nennen 31 der 100 Unternehmen den Zusammenbruch des Programm-Mezzanine-Marktes und den Mangel an alternativen Finanzierungsformen mit vergleichbaren Konditionen. 25 Unternehmen sind der Meinung, dass zahlreiche Firmen die Anschlussfinanzierung nicht alleine werden bewältigen können. Die meisten dieser 25 Unternehmen schätzen die Dimension der Refinanzierungsproblematik so groß ein, dass Hilfsmaßnahmen unumgänglich erscheinen. Die Befragten berichten dabei allerdings nicht von Problemen ihres eigenen Unternehmens, sondern vermuten vielmehr gravierende Refinanzierungsprobleme bei anderen Firmen. 17 der 100 Unternehmen führen die zögerliche Kreditvergabebereitschaft der Banken als Argument für ein staatliches Einschreiten an. Gründe für die Zurückhaltung der Banken sehen sie in den verschärften Kreditvergaberichtlinien infolge der Finanzkrise und den höheren aufsichtsrechtlichen Anforderungen in Zuge von Basel II und Basel III.

Zahlreiche Nennungen entfallen daneben noch auf die Kategorie „sonstige Antworten“. Die in dieser Kategorie subsummierten Antworten waren ausgesprochen variantenreich, so dass sie sich nicht sinnvoll unter anderen Oberbegriffen zusammenfassen ließen. Unternehmen nannten zum Beispiel ein mangelndes Interesse von Banken an den benötigten Finanzierungsvolumen, eine allgemeine Unsicherheit im Markt oder zu hohe Anforderungen des Staates an Banken als sonstige Argumente.

Großes Einvernehmen herrscht zwischen den Befragten hinsichtlich der aus Unternehmenssicht idealen staatlichen Hilfsmaßnahmen. Insbesondere zwei Unterstützungsmaßnahmen würden sich die 94 antwortenden Unternehmen wünschen: die Gewährung von Bürgschaften/Haftungsfreistellungen (48 Nennungen) sowie die Bereitstellung öffentlicher Mittel (33 Nennungen). Im Hinblick auf die Hilfsmaßnahme „öffentliche Mittel“ wurde nur selten konkretisiert, ob es sich dabei um Kredite oder um dem Programm-Mezzanine ähnliche, eigenkapitalnahe Produkte handeln soll. Im Zusammenhang mit beiden Maßnahmen wurde von der überwiegenden Mehrheit der Befragten die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) als möglicher Bürgschafts- oder Kapitalgeber genannt. Als weitere denkbare Hilfsmaßnahmen wurden von jeweils bis zu sechs Befragten eine Laufzeitverlängerung der Mezzanine-Programme, die (temporäre) Lockerung der Basel-II-Richtlinie sowie ein vereinfachter Zugang zu Krediten genannt. 14 Nennungen ließen sich erneut nur unter der Rubrik „sonstige Antworten“ zurechnen. Hierzu zählen zum Beispiel der Appell an die Politik, Banken wieder zu ihrem eigentlichen Geschäft zu verpflichten, oder der allgemeine Wunsch nach einer verstärkten Bereitstellung von Risikokapital.

## 6 Zusammenfassung

Der Umstand, dass eine nennenswerte Anzahl von Unternehmen aktuell keine größeren Probleme in der Rückführung ihrer Programm-Mezzanine sehen, ist erfreulich, jedoch auch zum Teil in der gegenwärtigen wirtschaftlichen Gesamtsituation begründet. So haben sich viele Unternehmen schneller als erwartet von der Wirtschaftskrise der Jahre 2008 und 2009 erholt, jedoch ist die Nachfrage derzeit noch auf einem Niveau, das die Unternehmen mit ihrer bestehenden Kapazität abdecken können. So sind bislang Erweiterungsinvestitionen häufig unterblieben, indes konnte die Innenfinanzierung der Unternehmen gestärkt werden. Diese Mittel stehen zwar nun z.B. für die Rückführung der Mezzanine-Programme zur Verfügung, werden dem Unternehmen aber damit auch endgültig entzogen.

Angesichts der deutlich wieder einsetzenden Konjunkturerholung erwarten die Wirtschaftsinstitute spätestens für 2011 einen spürbaren Anstieg der Investitionstätigkeit und damit einhergehend der Finanzierungsnachfrage. Insofern stellt sich für die Gesamtwirtschaft die Herausforderung, nicht nur die derzeitig von der Problematik Programm-Mezzanine betroffenen Unternehmen zu finanzieren. Vor dem Hintergrund der regulatorischen Veränderungen infolge von Basel III ist anzunehmen, dass es insgesamt zu einer Verknappung des Kreditangebotes kommen wird.

### 6.1 Anschlussfinanzierung

Die Programm-Mezzanine sind ab 2011 fällig. Der Verbriefungsmarkt ist nach wie vor nicht aufnahmefähig für etwaige Anschluss-Strukturen. Die Frage nach der Anschlussfinanzierung ist für viele Unternehmen nur im Zusammenspiel mit ihren Hausbanken lösbar und dürfte unter Umständen auch die Neuordnung der gesamten Passivseite erfordern. Hierzu empfiehlt sich die frühzeitige Kontaktaufnahme, wenigstens 18 Monate vor Fälligkeit des Programm-Mezzanine und eine gute Vorbereitung: So sollte neben den Jahresabschlüssen der vergangenen Jahre auch die Geschäftsplanung für die künftigen Jahre in adäquater Form vorbereitet sein. Unternehmen, deren Bonität infolge der Krise geschwächt ist, sollten Planszenarien vorbereiten, aus der die Rückkehr zu ihrer früheren Leistungsfähigkeit nachvollziehbar wird. Auf einer solchen Basis wird es für den Einzelfall im Zusammenspiel mit der Hausbank möglich sein, unter Berücksichtigung der Innenfinanzierungskraft und unterschiedlicher Finanzierungselemente, eine adäquate Mittelversorgung des Unternehmens sicher zu stellen.

Grundsätzlich kommen als Fremdfinanzierungselemente der Einsatz langfristiger Darlehen, Factoring und Leasing in Betracht. Für größere Unternehmen können ggf. ABS-Transaktionen, Schuldscheindarlehen oder Anleihen sinnvolle Ergänzungen



darstellen. Im Einzelfall wird auch über Eigenkapitalprodukte, wie bspw. Individual-Mezzanine, Minder- oder Mehrheitsbeteiligung, nachzudenken sein.

Insofern ist es begrüßenswert, dass einige Institute zwischenzeitlich unterschiedliche Produktangebote mit einem Finanzierungsvolumen von insgesamt 1,5 Mrd. Euro platziert haben, die sich auch oder insbesondere als Anschlussfinanzierung für Programm-Mezzanine verstehen (vgl. Tab. 6.1).

Tab. 6.1: Aktuelle Eigenkapitalnahe Anschlussfinanzierungs-Angebote

	Deutsche Bank	Commerzbank, KfW	Sparkasse
Volumen	300 - 500 Mio. Euro	200 - 500 Mio. Euro	550 Mio. Euro
Finanzierungsart	EK über Genussrechte, d.h. Mezzanine-Mittel	Minderheitsbeteiligungen	„echtes“ Eigenkapital
Zielkunden (Umsatz)	max. 100 Mio. Euro	Bis zu 500 Mio. Euro	Bestehende und potenzielle Firmenkunden der Sparkassen
Ziehungsvolumen pro Kunde	2 - 10 M€	10 - 30 M€	-
Laufzeit	7 Jahre, flexible Rückzahlung	Über 5 Jahre	-
Konditionierung	einzelfallbezogen; „im untersten zweistelligen Prozentbereich“	Zielsetzung ist Buy-back über Gesellschafter	-
Rendite für Investoren	„im oberen einstelligen Prozentbereich“	-	-
Besonderheiten	Zinszahlungen können bei Verlusten aufgeschoben werden	Noch nicht bekannt; wird mit Exitklausel ausgestattet sein	Nutzung der 60 regionalen Beteiligungsgesellschaften
Externer Fondsbetreiber	ja (M Cap Finance)	ja (Afinum)	nein

Auch wenn seitens der Sparkassen keine konkreten Angaben zu Unternehmensgrößen bekannt sind, dürfte sich dieses Angebot vornehmlich an kleinere mittelständische Unternehmen richten. Die Deutsche Bank nennt explizit eine Obergrenze von 10 Mio. Euro Ziehungsvolumen pro Kunden, womit größeren Unternehmen ebenfalls häufig nicht geholfen sein dürfte.

Die in Kapitel 5 dargestellten Befragungsergebnisse zeigen, dass die Unternehmen ein kreditähnliches Produkt, das keinen Einfluss auf die Eigentumsstruktur nimmt, dem Unternehmen längerfristig zur Verfügung steht, die Finanzierungsstruktur durch eine Nachrangkomponente stabilisiert und die Option auf eine vorzeitige Tilgung einräumt, präferieren. Somit entsprechen Angebote, die primär auf Minderheitsbeteiligungen abzielen, wie z. B. das Angebot von Commerzbank und KfW, nicht dem Bedürfnis der Unternehmen, ihre Eigentumsstruktur zu bewahren.

Nach Angaben der Anbieter mehren sich zwar die Anfragen, jedoch ist bisher nur ein Fall (begleitet von M Cap Finance) konkret bekannt, bei dem eine auslaufende Programm-Mezzanine-Finanzierung tatsächlich über eines der zuvor genannten Marktangebote abgelöst werden soll.

Insbesondere die Bereitstellung nachrangiger Mittel dürfte Banken jedoch regelmäßig schwer fallen. Derartige Mittel sind aufgrund der sich bereits aus Basel II ggf. ergebenden hohen Risikogewichtung im gleichen Umfang mit knappem Eigenkapital zu unterlegen wie Unternehmensbeteiligungen oder Mezzanine-Finanzierungen. Dies gilt insbesondere für sogenannte IRB-Banken<sup>63</sup>. Auch von dem nach wie vor durch die Finanzkrise verunsicherten Kapitalmarkt dürften kurzfristig keine weitergehenden Aktivitäten in dieser Richtung zu erwarten sein.

## 6.2 Fördermittel

In der Tat verfügt die deutsche Förderlandschaft bereits über prinzipiell geeignete Angebotsstrukturen, wenngleich deren Fortbestand derzeit diskutiert wird: So bietet z.B. das Programm KfW-Unternehmerkapital ein integriertes Finanzierungspaket aus einem klassischen Darlehen aus der Programmvariante „Ergänzungsfinanzierung Unternehmerkredit zu KfAI“ und einem Nachrangdarlehen. In der Standardvariante ist die Aufteilung beider Komponenten stets gleich groß.

Mit Hilfe dieses Programms könnten die Unternehmen einerseits eine Optimierung ihrer Finanzierungsstruktur erzielen (und dadurch die aus dem Wegfall des Mezzanine-Programms resultierende Eigenkapitalschwächung abfedern) sowie andererseits die damit einhergehende Finanzierungslücke mit Laufzeiten bis zu zehn Jahren schließen. Darüber hinaus sieht das Programm eine Tilgung in den letzten Laufzeitjahren vor und ist somit nicht vollständig endfällig, wie die derzeitigen Programm-Mezzanine.

Antragsberechtigt für die Standard-Variante sind Unternehmen mit einem Gruppenumsatz bis zu 500 Mio. Euro. In der KMU-Variante – Unternehmen mit weniger als 250 Mitarbeiter und einem Jahresumsatz von höchstens 50 Mio. Euro oder einer Bilanzsumme von höchstens 43 Mio. Euro – können Unternehmen neben einer Zinsverbilligung auch noch von einer Aufteilung von Fremd- zu Nachrangkapital im Verhältnis 40 zu 60 profitieren.

Einer sofortigen Anwendung dieses bereits seit 2002 existierenden Programms steht indes nur eine Hürde im Weg. Derzeit ist das maximale Kreditvolumen pro Finanzie-

---

<sup>63</sup> Diese Banken verwenden einen internen Rating-Ansatz (Internal-Rating-Based Approach) zur Bestimmung ihrer Mindesteigenkapitalhinterlegung.

rungsvorhaben auf 4 Mio. Euro begrenzt. Dies dürfte jedoch bei einer nennenswerten Anzahl von Unternehmen nicht ausreichen, das Problem der Anschlussfinanzierung zu lösen. Erwägenswert erscheint jedoch vor dem genannten Hintergrund die Erhöhung des maximalen Kreditvolumens auf mind. 15 Mio. Euro einhergehend mit einer entsprechenden Ausweitung des Verwendungszwecks, um den betroffenen Unternehmen eine Anschlussfinanzierung mit ausreichenden Investitionsspielraum zu ermöglichen.

### **6.3 Mezzanine-Kapital-Fund**

Bereits vorgestellte Lösungen decken nicht alle Unternehmensgrößenklassen hinreichend ab. Außerdem bieten sie Produkte, deren Nachfrage von Seiten der Unternehmen aus den dargestellten Gründen gering ausfallen dürfte. Aus diesem Grund wäre es wünschenswert, dass ein weiterer Fonds initiiert wird, der auch auf Unternehmen mit Jahresumsätzen von mehr als 100 Mio. Euro abstellt und sich auf Nachrangdarlehen und Genussscheine konzentriert. Wie die vorliegende Studie zeigt, sind dies die von den Unternehmen nachgefragten Produkte, für die auch eine Bereitschaft besteht, entsprechende Preise zu zahlen. Wegen dessen volkswirtschaftlicher Bedeutung sollten sich hier, analog dem Fonds von Commerzbank und KfW, öffentliche und private Investoren gleichsam engagieren.

### **6.4 Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes**

Auch wenn die vorliegende Studie zeigt, dass von Marktversagen im Zusammenhang mit den Programm-Mezzanine-Strukturen keine Rede sein kann, ist die Zurückhaltung privater Investoren im Hinblick auf neue derartige Verbriefungsstrukturen angesichts der bereits erfolgten hohen Abschreibungen nachvollziehbar.

Dennoch werden auch künftig Mezzanine-Mittel aus privater Hand für solche Unternehmen benötigt werden, deren Finanzierungsbedarf durch Förderprogramme oder anderweitiger Angebote, aufgrund der Programmkriterien (z.B. qua Größe) oder ihres Investitionsverhaltens nicht gedeckt werden kann.

Hierbei geht es darum, die noch vorherrschende Risikoaversion aufzubrechen, was durch Anker- oder Co-Investments der öffentlichen Hand, bspw. des Bundes oder der KfW, in ansonsten kapitalmarktfinanzierte Strukturen gefördert werden kann.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass mit überschaubarem Aufwand durch geringfügige Unterstützung von öffentlicher Seite viel bewirkt werden kann, um das Problem Anschlussfinanzierung für Programm-Mezzanine kurzfristig zu lösen und so Unternehmen im Interesse der gesamten Volkswirtschaft auf den sich abzeichnenden Konjunkturaufschwung vorzubereiten.

## Literaturverzeichnis

- Altenburg, Michael (2010): Zu den Chancen einer Rückkehr von verbrieftem Mittelsstands-Mezzanine, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 63. Jg., Heft 10, S. 506-508.
- Arnsfeld, Torsten/ Müller, Julia (2008): Hybridkapital als Eigenkapitalsurrogat – Anerkennungspraktiken der Ratingagenturen und Konsequenzen für bankinterne Ratingverfahren, in: Finanz Betrieb, Nr. 5, S. 326-340.
- Börsen Zeitung (2010a): Mezzanine-Programmen droht ein dickes Ende, 03.11.2010, Nr. 212, S. 11, Autoren: Hippin, Andreas/ Kullrich, Antje.
- Börsen Zeitung (2010b): Bei Mezzanine droht ein böses Erwachen, 27.10.2010, Nr. 207, S. 12, Autoren: Hippin, Andreas/ Schrauber, Daniel.
- Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) (2007): Mezzanine Finanzierungsformen und Bilanzrating, DVFA Finanzschriften, Nr. 05/07, Dreieich.
- DZ Bank (2007): Nr. 5 lebt (nicht mehr ...), in: ABS & Structured Credits, Flash 19.06.2007, Autor: Cervený, Frank.
- FAZ (2010): Die Zeit zur Ablösung von Standard Mezzanine wird knapp - Refinanzierung stellt Mittelständler vor Schwierigkeiten, 26.10.2010, S. 20, Autor: Paul, Holger.
- Hofelich, Markus (2009): Mezzanine-Sentiment 2009, in: Unternehmer Edition, 4. Jg., Nr. 3, S. 67-69.
- Hommel, Ulrich/ Nohtse, Karsten (2008): Neuer Mut im Markt – Mezzanine-Finanzierung nach der „Sub-Prime“-Krise, in: Unternehmermagazin, Nr. 4, S. 16-17.
- Hommel, Ulrich/ Brockmann, Malte (2006): Golden Gate oder Tacoma Narrows? Mezzanine-Kapital als Finanzierungsbrücke zwischen Mittelstand und Kapitalmarkt, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Nr. 19, S. 23-25.
- Lehmann-Tolkmitt, Arno/ Knöll, André/ Elmers, Norman (2010): Mezzanine-Kapital – Bilanz und Lehre der Standardprogramme, München, Herausgeber: Hauck & Aufhäuser Finance Consulting GmbH.

- o.V. (2010): Die Ablösung von Standard-Mezzanine – Umfrage und Expertenbeiträge: Wie deutsche Mittelständler Standard-Mezzanine refinanzieren, Frankfurt am Main, Herausgeber: CMS Hasche Sigle, FCF Fox Corporate Finance GmbH, Finance Research, M Cap Finance.
- Rehahn, Johannes (2010): Bericht zum 1. Kapitalmarktforum 2010, in: Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht, Nr. 7, S. 306-308.
- Schmeisser, Wilhelm/ Clausen, Lydia (2008): Mezzanines Kapital für den Mittelstand zur Verbesserung des Rating, in: Deutsches Steuerrecht (DStR), 14/2008, S. 688-695.

## Tabellenverzeichnis

Tab. 2.1: Gegenüberstellung typischer Mezzanine-Ausgestaltungen.....	9
Tab. 2.2: Gegenüberstellung der ursprünglichen Tranchen-Größen .....	12
Tab. 2.3: Übersicht der verbrieften Mezzanine-Programme .....	16
Tab. 2.4: Entwicklung des Programm-Mezzanine-Marktes (2004-2010) .....	19
Tab. 2.5: Vergleich der ursprünglichen und aktuellen Tranchen-Ratings .....	22
Tab. 3.1: Quantitative Merkmale der Programm-Mezzanine-Unternehmen .....	28
Tab. 4.1: Relative Bedeutung des Refinanzierungsbedarfs.....	33
Tab. 4.2: Fristen für Auszahlung der Programm-Mezzanine-Investoren .....	37
Tab. 5.1: Teilnahmequote nach Programm-Mezzanine-Transaktionen.....	41
Tab. 5.2: Umsatz und Mitarbeiterzahl der Stichprobe und Grundgesamtheit .....	42
Tab. 5.3: Finanzierungsanlass für Programm-Mezzanine-Aufnahme.....	43
Tab. 5.4: Konkrete Auswirkungen der Finanzkrise auf die Finanzierungssituation...	50
Tab. 5.5: Erwartete Wachstumsraten über einen 3-Jahres-Horizont .....	51
Tab. 5.6: Realistischerweise einsetzbare Refinanzierungsformen .....	53
Tab. 5.7: Gründe für das Nicht-Zustandekommen der Anschlussfinanzierung.....	54
Tab. 5.8: Voraussichtlich eingesetzte Refinanzierungsformen .....	56
Tab. 5.9: Übersicht der statistisch signifikanten Umfragevariablen .....	57
Tab. 5.10: Finanzierungsformen mit dem Problem des strukturellen Nachrangs .....	60
Tab. 5.11: Gründe für die Notwendigkeit eines Eingreifens der Politik.....	66
Tab. 6.1: Aktuelle Eigenkapitalnahe Anschlussfinanzierungs-Angebote .....	69

## Abbildungsverzeichnis

Abb. 2.1: Schematische Darstellung einer Programm-Mezzanine-Verbriefung .....	10
Abb. 2.2: Schematische Darstellung des Wasserfall-Prinzips .....	11
Abb. 2.3: Verteilung des Programm-Mezzanine-Kapitals auf Anbieter (in Mio. Euro)	14
Abb. 3.1: Verteilung der Programm-Mezzanine-Unternehmen nach Rechtsform .....	25
Abb. 3.2: Verteilung der Programm-Mezzanine-Unternehmen nach Bundesland ....	26
Abb. 3.3: Verteilung der Programm-Mezzanine-Unternehmen nach Branche .....	27
Abb. 4.1: Fälligkeitsprofil deutscher Programm-Mezzanine-Finanzierungen .....	31
Abb. 5.1: Vor- und Nachteile von Programm-Mezzanine .....	45
Abb. 5.2: Entscheidungskriterien bei der Wahl von Programm-Mezzanine .....	46
Abb. 5.3: Einfluss von Programm-Mezzanine auf Finanzierungskosten und Rating.	48
Abb. 5.4: Einfluss von Programm-Mezzanine auf den Verschuldungsspielraum .....	48
Abb. 5.5: Geschäftsentwicklung seit Programm-Mezzanine-Aufnahme .....	49
Abb. 5.6: Auswirkung der Finanzkrise auf die Finanzierungssituation .....	49
Abb. 5.7: Einschätzung der zukünftigen Geschäftsentwicklung .....	51
Abb. 5.8: Entscheidungskriterien bei der Wahl der Anschlussfinanzierung .....	64

## Abkürzungsverzeichnis

bps	Basis Points
CDO	Collateralized Debt Obligation
CEG	Capital Efficiency Group
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
EK	Eigenkapital
FK	Fremdkapital
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HFA	Hauptfachausschuss
HGB	Handelsgesetzbuch
HVB	HypoVereinsbank
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
IRB	Internal Rating-Based Approach
KfAI	Kapital für Arbeit und Investitionen
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
n.v.	nicht verfügbar
M&A	Mergers & Acquisitions
PDL	Principal Deficiency Ledger
PREPS	Preferred Pooled Shares
RMBS	Residential Mortgage-Backed Securities
SFI	Strategic Finance Institute
SM	SmartMezzanine
SPV	Special Purpose Vehicle



## Anhang

### A.1 Befragungsmethodik

Die Umfragedaten wurden im Rahmen telefonischer Interviews durch das Marktforschungsinstitut factx, Gesellschaft für Markt- und Sozialforschung mbH, erhoben. Gegenstand der Interviews bildete ein Katalog geschlossener Fragen.<sup>64</sup> Im Verlauf der Interviews wurden in Abhängigkeit der gegebenen Antworten zusätzliche Fragen gestellt bzw. nicht anwendbare Fragen ausgelassen. Aus diesem Grund variiert der den Fragen zugrunde liegende Stichprobenumfang systematisch.

Die reinen, öffentlich zugänglichen Adressdaten der deutschen, Programm-Mezzanine nutzenden Unternehmen wurden dem Marktforschungsinstitut factx von der IKB Deutsche Industriebank AG, ohne Verweis auf weitere Unternehmensdaten, zur Verfügung gestellt. In Bezug auf elf Unternehmen fehlten benötigte Kontaktdaten. Ferner waren der IKB lediglich drei Teilnehmer des PULS-2007-Programms bekannt. Davon abstrahiert, bildet der Adressdatensatz die relevante Grundgesamtheit vollständig ab. Namentlich bekannte, ehemalige deutsche Nutzer von Programm-Mezzanine wurden bei der Zusammenstellung des Adressdatensatzes nicht berücksichtigt, da für diese Unternehmen keine Refinanzierungsnotwendigkeit mehr besteht.

Während des Befragungszeitraums vom 30.08. bis 01.10.2010 wurden sämtliche 540 Unternehmen des Adressdatensatzes von factx zwecks Vereinbarung eines Interviewtermins kontaktiert. 216 Firmen standen in diesem Zeitraum für ein Interview zur Verfügung. In acht Fällen konnte die Befragung nicht zu Ende geführt, weshalb sich der Stichprobenumfang auf 208 Unternehmen beläuft. Die Teilnahmequote an der Befragung erreicht somit 38,5%.

Als Interviewpartner konnten ausnahmslos mit der Programm-Mezzanine-Finanzierung betraute Personen gewonnen werden (vgl. Anhangtabelle 1). Von drei Ausnahmen abgesehen, nahmen die Interviewpartner mindestens die Position eines Abteilungsleiters oder Prokuristen ein. Bei 98 der 208 Interviews stand sogar ein Mitglied der Geschäftsführung oder des Vorstandes für die Befragung zur Verfügung.

---

<sup>64</sup> In drei Fällen konnte sich an eine geschlossene Hauptfrage eine offene Zusatzfrage anschließen.

Anhangtabelle 1: Position der Interviewpartner

	N	Prozent
Gesellschafter-Geschäftsführer	48	23,1%
Geschäftsführer / Vorstand	50	24,0%
Kaufmännischer Leiter	46	22,1%
Leiter Finanzabteilung	49	23,6%
Leiter Rechnungswesen	8	3,8%
Sonstige Position	7	3,4%
Gesamt	208	100,0%

## **A.2 Beschreibung des Fragebogens**

Der Fragebogen umfasste bis zu 60 Fragen für Unternehmen ohne geklärte Anschlussfinanzierung und bis zu 45 Fragen für Unternehmen mit geklärter Anschlussfinanzierung. Der Fragebogen war in die fünf nachfolgend erläuterten Themenbereiche untergliedert:

### **1. Finanzierungsanlass und Gründe für die Programm-Mezzanine-Aufnahme**

Die Unternehmen wurden zu ihren Motiven für die Aufnahme von Programm-Mezzanine befragt. Daneben wurden die Interviewpartner insbesondere gebeten, die Vor- und Nachteile von Programm-Mezzanine zu bewerten und zu gewichten. Abschließend wurden Fragen zu den Auswirkungen der Programm-Mezzanine-Aufnahme auf die Finanzierungssituation gestellt.

### **2. Aktuelle Situation der Unternehmen und Anschlussfinanzierungsbedarf**

Die Unternehmen wurden in diesem Abschnitt zunächst zu ihrer vergangenen Geschäftsentwicklung, den Auswirkungen der Finanzkrise und ihren Zukunftsaussichten befragt. Je nachdem ob ein Unternehmen angab, eine Anschlussfinanzierung zu benötigen, wurden unterschiedliche Folgefragen gestellt. Diese bezogen sich insbesondere auf die im Rahmen der Refinanzierung eingesetzten oder in Frage kommenden Finanzierungsformen sowie auf bisherige Probleme im Zusammenhang mit der Finanzierungsform Programm-Mezzanine.

### **3. Anforderungen an eine Anschlussfinanzierung**

Fragen aus diesem Abschnitt richteten sich an jene Unternehmen, die eine Anschlussfinanzierung benötigen. Abgefragt wurde die Notwendigkeit bzw. Akzeptanz bestimmter Finanzierungseigenschaften im Rahmen der Anschlussfinanzierung. Darüber hinaus konnten die Interviewpartner die Relevanz dieser Eigenschaften für die Finanzierungsentscheidung bewerten.

### **4. Abschlussfragen**

In diesem Abschnitt wurden die Unternehmen um zusammenfassende Beurteilungen bzw. Einschätzungen hinsichtlich der Finanzierungsform Programm-Mezzanine, den Aussichten auf den Erhalt einer Anschlussfinanzierung sowie der Notwendigkeit eines Eingreifens der öffentlichen Hand gebeten.

### **5. Angaben zum Unternehmen und Interviewpartner**

Die Umfrage endete mit Fragen nach allgemeinen Unternehmensangaben (Umsatz, Mitarbeiterzahl, Rechtsform und Gesellschafterstruktur) sowie nach der Position des Interviewpartners.

### A.3 Charakteristika der Stichprobenunternehmen

Abb. A.1: Rechtsformverteilung der Stichprobe

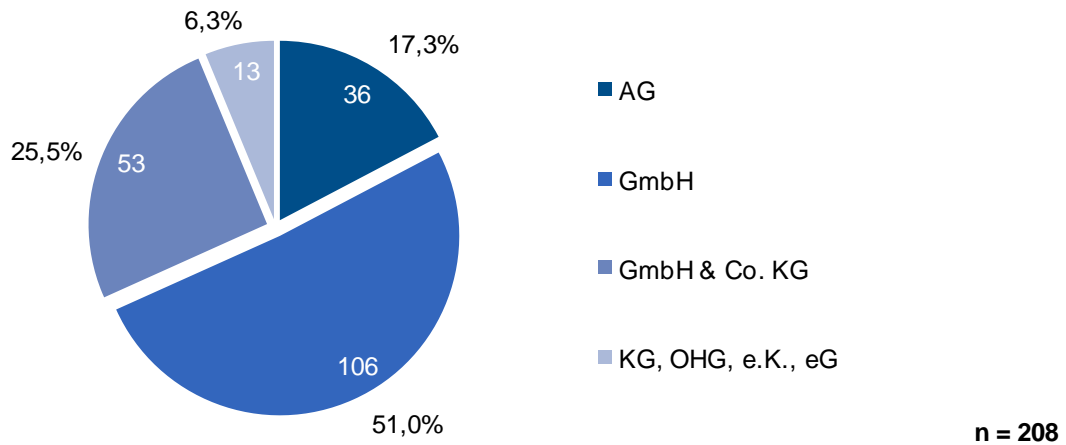


Abb. A.2: Gesellschafterstruktur der Stichprobe

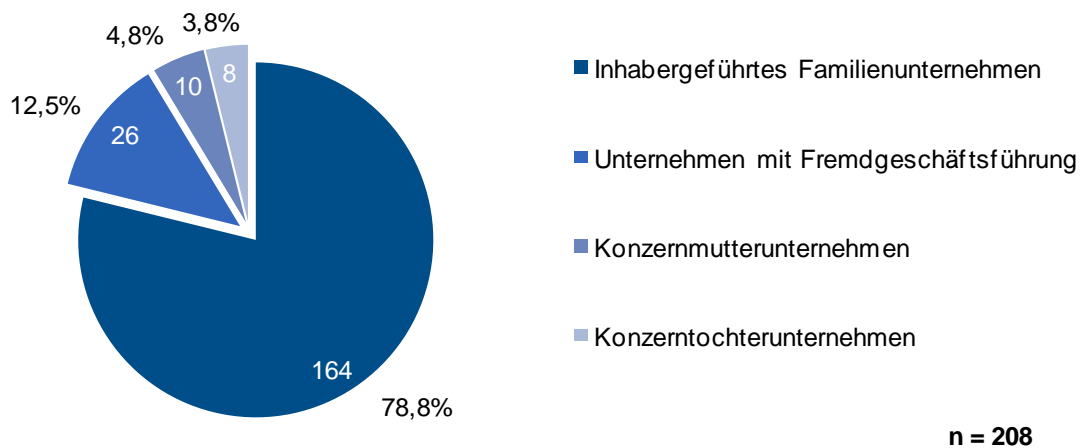


Abb. A.3: Umsatzverteilung der Stichprobe

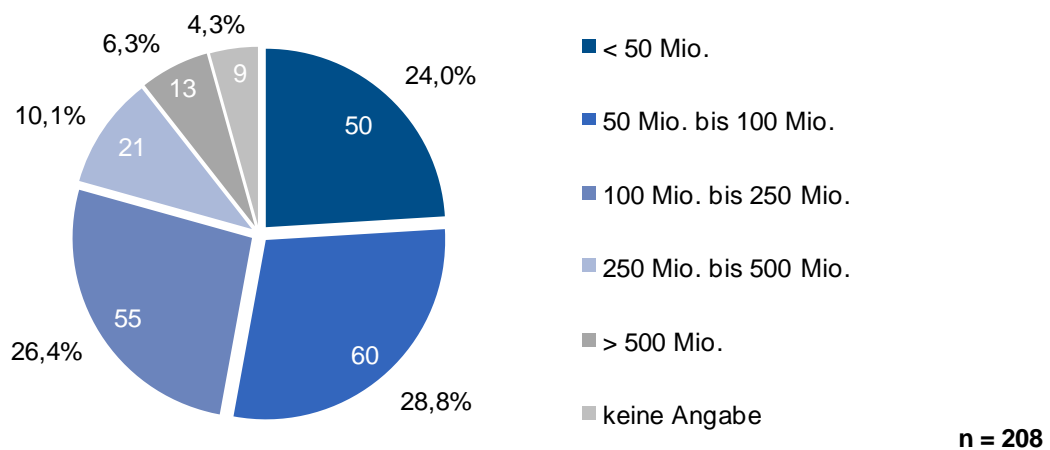
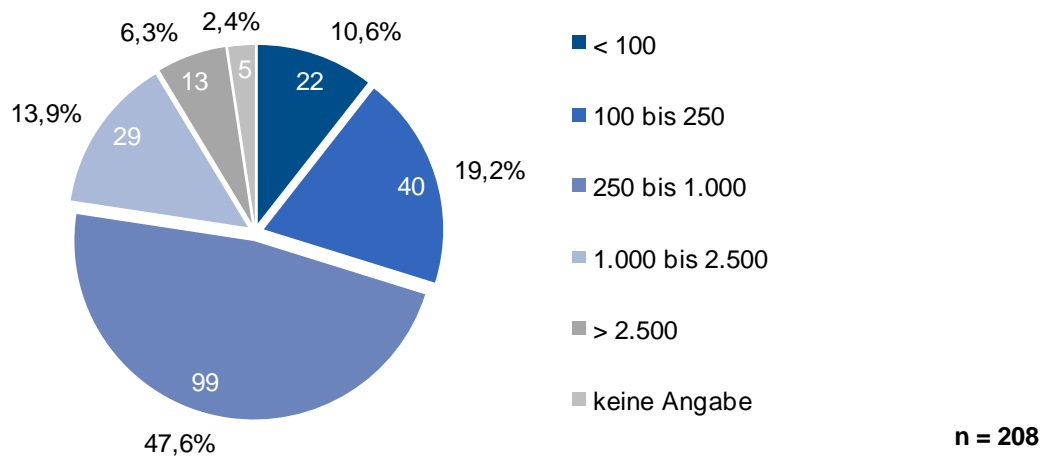


Abb. A.4: Mitarbeiterverteilung der Stichprobe



#### A.4 Repräsentativität der Stichprobe

Anhangtabelle 2 zeigt eine Gegenüberstellung der im Rahmen der Studie genannten Umsatz- und Mitarbeiterzahlen mit den entsprechenden Angaben der Emissionsprospekte in Bezug auf die Stichprobenunternehmen sowie die Grundgesamtheit. Die Gegenüberstellung basiert auf 182 der 208 befragten Unternehmen, weil nur in diesen Fällen die benötigten Informationen sowohl in den Emissionsprospekten als auch in der Umfrage vorlagen.

Wie aus der Tabelle ersichtlich wird, stimmen die quantitativen Merkmale der Stichprobe auf Grundlage der Emissionsprospektangaben nahezu exakt mit den Werten der Grundgesamtheit überein. Der Umstand, dass die im Rahmen der Umfrage erhobenen Größenangaben im Durchschnitt deutlich höher liegen, bleibt somit ohne Auswirkung auf die Repräsentativität der Stichprobe.

Anhangtabelle 2: Repräsentativität der Stichprobe

	N	Quartile			Mittelwert	Min	Max	Summe
		25	Median	75				
Übersicht A. Umsatz (in Mio.)								
Umfragewerte	182	48,8	81,0	152,5	163,4	1,3	2.300	29.737
Stichprobe (Höchstschätzung)	182	30,5	54,1	106,1	94,3	5,0	760	17.161
Grundgesamtheit (Höchstschätzung)	513	28,9	54,0	103,0	100,3	2,9	1.703	51.439
Übersicht B. Mitarbeiterzahl								
Umfragewerte	182	200,0	440,0	762,5	978,6	2	33.000	178.107
Emissionsprospekte (Höchstschätzung)	182	133,0	274,0	630,5	596,8	8	10.676	108.614
Grundgesamtheit (Höchstschätzung)	516	121,3	266,5	643,8	613,9	3	10.676	316.751