

Misch, Josef

Research Report

Analyse der Anwendung alternativer Finanzierungsformen für nicht kapitalmarktorientierte Unternehmen im Zeitraum von 2002 bis heute

Wirtschaftswissenschaftliche Schriften, No. 03/2013

Provided in Cooperation with:

Ernst-Abbe-Hochschule Jena, University of Applied Sciences, Department for Business Administration

Suggested Citation: Misch, Josef (2013) : Analyse der Anwendung alternativer Finanzierungsformen für nicht kapitalmarktorientierte Unternehmen im Zeitraum von 2002 bis heute, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften, No. 03/2013, ISBN 3-939046-33-7, Ernst-Abbe-Fachhochschule Jena, Fachbereich Betriebswirtschaft, Jena, <https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:gbv:27-20130408-103737-1>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/71196>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Wirtschaftswissenschaftliche Schriften

Analyse der Anwendung alternativer Finanzierungsformen für nicht kapitalmarktorientierte Unternehmen im Zeitraum von 2002 bis heute

Josef Misch

Heft 03 / 2013

Fachbereich Betriebswirtschaft

**Schriftenreihe: Wirtschaftswissenschaftliche Schriften,
Jahrgang 2013, Heft 3**

Reihe: Finanzwirtschaft und Kapitalmärkte

Herausgeber: Prof. Dr. Helmut Geyer

Autor: Josef Misch

ISSN 1868-1697
ISBN 3-939046-33-7

Redaktion:
Thomas Sauer, Guido A. Scheld, Matthias-W. Stoetzer

Ernst-Abbe-Fachhochschule Jena, Fachbereich Betriebswirtschaft
Carl-Zeiss-Promenade 2
D-07745 Jena
Tel.: 03641-205-550
Fax: 03641-205-551

Erscheinungsort: Jena

Die vorliegende Publikation wurde mit größter Sorgfalt erstellt, Verfasser und Herausgeber können für den Inhalt jedoch keine Gewähr übernehmen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Vervielfältigung, Übersetzung, Mikroverfilmung und Einspeicherung in elektronische Systeme des gesamten Werkes oder Teilen daraus bedarf – auch für Unterrichtszwecke – der vorherigen Zustimmung der Ernst-Abbe-Fachhochschule Jena, Fachbereich Betriebswirtschaft und des Autors.

Printed in Germany

Abstract

Im Jahr 2004 wurde erstmals Mezzanine-Kapital in Form von Genussscheinen verbrieft und an mittelständische Unternehmen vergeben. Viele Mittelständler nahmen, durch ihre Wachstumspläne beflügelt, das als wirtschaftliches Eigenkapital zählende Mezzanine-Kapital zu sehr günstigen Konditionen auf. Dabei rückte die Tatsache der endfälligen Rückzahlung zum Ende der Laufzeit (meistens sieben Jahre) in den Hintergrund. Die ersten Mezzanine-Programme werden im Jahr 2011 fällig. Ob die Unternehmen dann in der Lage sind, zurückzuzahlen, ist momentan noch ungewiss. Die Brisanz der sich daraus ergebenden Refinanzierungsproblematik gibt Anlass dazu, sich mit dem Markt für Mezzanine-Finanzierungen als alternative Finanzierungsform auseinanderzusetzen. Der Schwerpunkt liegt dabei auf verbrieftem Mezzanine-Kapital, was im Folgenden als Programm-Mezzanine bezeichnet wird. Dazu werden die Mezzanine-Portfolios nach Volumen, Risiken, Ausfällen und deren Ursachen analysiert und die Refinanzierungsmöglichkeiten, das aktuelle Angebot und die aktuelle Nachfrage nach Programm-Mezzanine erörtert.

Nach einer kurzen theoretischen Abhandlung zum Thema Mezzanine-Kapital wird zunächst der Gesamtmarkt von Programm-Mezzanine untersucht. Im Anschluß wird jedes der sieben Mezzanine-Programme kurz vorgestellt und auf die aktuelle Marktsituation und die individuellen Besonderheiten eingegangen. Dazu wurden mit fünf der sieben Mezzanine-Programm-Anbieter Telefoninterviews durchgeführt. Auf individuelles Mezzanine-Kapital wird in Kapitel 5 nur zur Vervollständigung des Themas eingegangen. Der Schwerpunkt der Analyse liegt deutlich auf Programm-Mezzanine.

Das Volumen von Programm-Mezzanine verzeichnete 2004-2006 die größten Wachstumsraten. Treiber des hohen Erfolges waren auf Nachfrageseite die sehr günstigen Konditionen und auf Angebotsseite die Möglichkeit der Banken, risikofreie Erträge zu erwirtschaften. 2007 ist das Volumen von Programm-Mezzanine-Transaktionen deutlich zurückgegangen, bis im Jahr 2008 keine einzige Transaktion mehr verbrieft wurde. Als Ursachen kristallisieren sich vor allem der Zusammenbruch des Verbriefungsmarktes und die zu hohen Risiken der Mezzanine-Portfolios heraus. Bei der Analyse der Mezzanine-Portfolio-Struktur fällt auf, dass die Prüfung des Risikos durch die Anbie-

ter/Ratingagenturen und die Haftung durch die Investoren auseinanderfallen (Moral Hazard). Daraus resultieren mangelhafte Auswahlprozesse der Portfolio-Unternehmen und in der Folge hohe Risiken in den Portfolios. Die Ausfälle der Portfolios betragen durchschnittlich 12,4%. Die Refinanzierungssituation stellt sich laut einer Studie der IKB/EBS nicht so dramatisch dar, wie eingangs erwartet. Ein Großteil der Unternehmen kann die Refinanzierung aus eigenen Mitteln bewältigen, oder plant die Refinanzierung je nach Bonität mittels Fremdkapital, Beteiligungskapital oder individuellem Mezzanine-Kapital. Derzeit wird kein verbrieftes Mezzanine-Kapital angeboten, einige Programm-Mezzanine-Anbieter bieten jedoch Individual-Mezzanine aus der eigenen Bilanz an. Die Auswertung der Studien und Telefoninterviews lässt auch keine Änderung der Situation in naher Zukunft erwarten. Die Nachfrage nach Programm-Mezzanine ist vor dem Hintergrund der anstehenden Refinanzierungen hoch.

Inhaltsverzeichnis

Abstract	I
Inhaltsverzeichnis	III
Übersichtsverzeichnis	VI
Abkürzungsverzeichnis	VII
1. Einführung	1
1.1. Problemstellung	1
1.2. Terminologische Abgrenzung	2
1.3. Inhaltliche Abgrenzung	2
1.4. Aufbau und Methodik der Arbeit	4
2. Grundlagen	5
2.1. Definition und Merkmale von Mezzanine-Kapital.....	5
2.2. Formen von Mezzanine-Kapital	7
2.2.1. Debt Mezzanine	7
2.2.2. Hybrid Mezzanine	10
2.2.3. Equity Mezzanine	11
2.3. Vor- und Nachteile von Mezzanine-Kapital.....	13
2.4. Verwendungsmöglichkeiten von Mezzanine-Kapital	14
2.5. Vergütungsstruktur in der Mezzanine-Finanzierung.....	16
3. Programm-Mezzanine.....	16
3.1. Abgrenzung und Charakteristika	16
3.2. Funktionsweise	17
3.3. Historie	19
3.4. Untersuchung des Marktes für Programm-Mezzanine.....	21
3.4.1. Anwendung und Marktvolumen von Mezzanine-Programmen	21

3.4.2.	Risiken der Mezzanine-Portfolios	23
3.4.3.	Ausfälle innerhalb der Mezzanine-Portfolios.....	25
3.4.4.	Entwicklung der Ratings	27
3.4.5.	Refinanzierungsproblematik auslaufender Mezzanine-Programme.....	27
3.4.6.	Ursachen des Scheiterns von Programm-Mezzanine	32
4.	Darstellung und Marktuntersuchung deutscher Mezzanine-Programme.....	34
4.1.	PREPS™	34
4.1.1.	Darstellung wesentlicher Charakteristika.....	34
4.1.2.	Analyse der aktuellen Marktsituation.....	35
4.2.	H.E.A.T	38
4.2.1.	Darstellung wesentlicher Charakteristika.....	38
4.2.2.	Analyse der aktuellen Marktsituation.....	39
4.3.	EquiNotes	41
4.3.1.	Darstellung wesentlicher Charakteristika.....	41
4.3.2.	Analyse der aktuellen Marktsituation.....	42
4.4.	PULS	43
4.4.1.	Darstellung wesentlicher Charakteristika.....	43
4.4.2.	Analyse der aktuellen Marktsituation.....	44
4.5.	CB MezzCAP	45
4.5.1.	Darstellung wesentlicher Charakteristika.....	45
4.5.2.	Analyse der aktuellen Marktsituation.....	46
4.6.	SmartMezzanine	47
4.6.1.	Darstellung wesentlicher Charakteristika.....	47
4.6.2.	Analyse der aktuellen Marktsituation.....	48
4.7.	S-Mezzanine/STEM	50
4.7.1.	Darstellung wesentlicher Charakteristika.....	50

4.7.2. Analyse der aktuellen Marktsituation.....	51
5. Individual-Mezzanine.....	55
5.1. Abgrenzung und Charakteristika.....	55
5.2. Untersuchung des Marktes für Individual-Mezzanine	56
6. Fazit und Ausblick.....	56
Anhangverzeichnis	61
Literaturverzeichnis	83

Übersichtsverzeichnis

Übersicht 1: Refinanzierung einer Mezzanine-Transaktion via CDO.....	17
Übersicht 2: Volumen der Mezzanine-Programme	22
Übersicht 3: Mehrfachnutzung pro Transaktion (sortiert nach Zeitablauf).....	24
Übersicht 4: Ausfälle einzelner Mezzanine-Programme (absolut, prozentual).....	26
Übersicht 5: Aufspaltung des gesamten Programm-Mezzanine-Volumens nach Fälligkeit.....	28
Übersicht 6: Denkbare Möglichkeiten zum Vertragslaufzeitende von Programm- Mezzanine	31

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset Backed Securities
Abs.	Absatz
AktG	Aktiengesetz
BVMW	Bundesverband mittelständischer Wirtschaft
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CEG	Capital Efficiency Group AG
CDO	Collateralized-Debt-Obligation
CSG	Schweizer Capital Securities Group AG
d.h.	das heißt
FB	Finanzbetrieb (Zeitschrift)
ff.	fortfolgende
Haspa	Hamburger Sparkasse
HGB	Handelsgesetzbuch
i.d.R.	in der Regel
LBBW	Landesbank Baden-Württemberg
LBO	Leveraged Buy-Out
MBG	Mittelständische Beteiligungsgesellschaft
MBI	Management Buy-In
MBO	Management Buy-Out
Mio.	Million
Mrd.	Milliarde
PDL	Principal Deficiency Ledger
sog.	sogenannt
S&P	Standard & Poor's
u.a.	unter anderem
VC Magazin	VentureCapital Magazin (Zeitschrift)
z.B.	zum Beispiel

1. Einführung

1.1. Problemstellung

„Mezzanine-Programmen droht ein dickes Ende“ oder „Bei Mezzanine droht ein böses Erwachen“, so oder so ähnlich lauten die aktuellen Schlagzeilen der Fachpresse zum Thema Mezzanine-Kapital. Seit 2004 haben rund 700 Mittelständler verbrieftes Programm-Mezzanine in Höhe von über 4 Mrd. Euro aufgenommen. Für den nach wie vor eigenkapitalschwachen Mittelstand bot sich eine attraktive Möglichkeit, Investitionen und Wachstum mit eigenkapitalähnlichen Mitteln zu sehr günstigen fremdkapitalähnlichen Konditionen ab 5,5% pro Jahr voranzutreiben. Dem Thema der Endfälligkeit dieser Finanzierungsform wurde nur bedingt Aufmerksamkeit geschenkt, ab 2011 müssen die ersten Mezzanine-Finanzierungen endfällig zurückgezahlt werden. Im Vergleich zum gesamten Verbriefungsmarkt, welcher in Deutschland bis 2006 ein Volumen von 189 Mrd. Euro erreichte, stellt Programm-Mezzanine mit rund 4,5 Mrd. Euro verbrieftem Volumen nur einen kleinen Teil des Verbriefungsmarktes dar. Dennoch gibt die Refinanzierungsproblematik Anlass dazu, den Markt und die Entwicklung von Mezzanine-Kapital zu untersuchen.¹ Sinnvoll erscheint die Untersuchung ab dem Jahr 2002, da die Situation auf den Kapitalmärkten direkt nach der Dotcom-Blase im Jahr 2000 das Bild verfälschen würde. Ziel dieser Arbeit ist es, den Markt für Mezzanine-Kapital nach folgenden Fragestellungen zu untersuchen:

- Wie hoch ist das Marktvolumen und wie verteilt es sich auf einzelne Anbieter?
- Was sind die größten Risiken in den Mezzanine-Portfolios?
- Wie hoch sind die Ausfälle in den Mezzanine-Portfolios und wie verteilen sich diese auf die einzelnen Anbieter?
- Wie werden die endfälligen Mezzanine-Programme zum Ende der Laufzeit zurückgezahlt?
- Was gibt es für Angebote für die Refinanzierung der Mezzanine-Programme seitens der Anbieter?

¹ Vgl. Anhang VII, Elmers/Knöll/Lehmann-Tolkmitt, 2010, S. 12, 31, Hippin/Kullrich, Börsen-Zeitung 03.11.2010, S. 11, o.V., Börsenzeitung 27.10.2010, S. 12.

- Wie sieht das aktuelle Angebot der Programm-Mezzanine-Anbieter aus?
- Wie hoch ist die aktuelle Nachfrage nach Mezzanine-Kapital allgemein?
- Was sind die Ursachen für diese Marktentwicklung?

1.2. Terminologische Abgrenzung

Alternative Finanzierungsformen sind sämtliche Finanzierungsformen, die nicht eindeutig dem Fremd- oder Eigenkapital zugeordnet werden können.

Als **nicht kapitalmarktorientierte Unternehmen** werden im Rahmen dieser Arbeit Unternehmen bezeichnet, die nicht börsennotiert sind.

Als **Programm-Mezzanine** wird im Rahmen dieser Arbeit standardisiertes Mezzanine-Kapital bezeichnet, welches mittels CDO-Struktur verbrieft wird. In der Literatur und Fachpresse werden auch Begriffe wie Standard-Mezzanine oder standardisiertes Mezzanine-Kapital verwendet, deren genaue Definition jedoch nicht immer eindeutig ist. Im Gegensatz zur vorliegenden Arbeit bezeichnen Literatur und Fachpresse teilweise auch nicht verbrieftes Mezzanine-Kapital, was einen hohen Grad an Standardisierung aufweist (z.B. Mezzanine-Kapital mittels Fonds-Struktur), als Standard-Mezzanine.²

Die einzelnen Portfolios der Mezzanine-Programme werden im Folgenden auch als **Mezzanine-Transaktionen** bezeichnet.

Individual-Mezzanine bezeichnet alle Formen von Mezzanine-Kapital, die nicht Programm-Mezzanine sind. Darunter zählen bilateral ausgehandelte Einzelverträge zwischen Investor und Mezzanine-Nehmer genauso wie großvolumige Mezzanine-Fonds, die mehrere hundert Mezzanine-Finanzierungen vergeben.

1.3. Inhaltliche Abgrenzung

Die Untersuchung alternativer Finanzierungsformen konzentriert sich im Rahmen dieser Arbeit auf den Markt für Mezzanine-Kapital mit Schwerpunkt Programm-Mezzanine.

² Vgl. Brokamp/Ernst/Hollasch/Lehmann/Weigel, 2008, S. 18-20, Fleischhauer/Kaluza, Unternehmeredition 2008, S. 43.

Im Fokus stehen vor allem die Darstellung der aktuellen Marktsituation hinsichtlich des Marktvolumens, der Ausfälle und der bestehenden Risiken. Neben der Analyse der Anwendung (Nachfrageseite) von Mezzanine-Kapital wird insbesondere die Angebotsseite hinsichtlich ihres aktuellen Mezzanine-Angebots mit Blick auf die Refinanzierungsproblematik untersucht.

Aufgrund der heterogenen Kapitalgeberstruktur und der unzureichenden Datenlage bei Individual-Mezzanine ist es sehr schwierig, den Markt für Individual-Mezzanine sowie den Gesamtmarkt vollständig ab dem Jahr 2002 zu untersuchen.³ Außerdem würde es den Rahmen dieser Diplomarbeit überschreiten, jeden einzelnen Anbieter in der Ausführlichkeit zu analysieren, wie es in Kapitel 4 für Programm-Mezzanine-Anbieter praktiziert wurde. Daher beschränkt sich die Analyse des Marktes für Individual-Mezzanine auf ein Minimum. Der Schwerpunkt liegt in der Analyse des Marktes für Programm-Mezzanine ab seiner Entstehung im Jahr 2004.

Die Untersuchung begrenzt sich auf deutsche Anbieter, schließt aber ausländische Mezzanine-Nehmer ein. Den größten Teil der Programm-Mezzanine-Nehmer machen jedoch deutsche Unternehmen aus.⁴ Des Weiteren konzentriert sich die Untersuchung auf nicht kapitalmarktorientierte Unternehmen, da besonders diese Unternehmen infolge des fehlenden Kapitalmarktzugangs einen Bedarf an alternativen Finanzierungsformen haben. In diesem Zusammenhang bietet Programm-Mezzanine mittels Verbriefung einen indirekten Zugang zum Kapitalmarkt für diese Unternehmen.⁵ Allerdings kann hier keine absolute Grenze gezogen werden, da sich unter den Mezzanine-Nehmern einige wenige börsennotierte Konzerne befinden. Der überwiegende Teil der Programm-Mezzanine-Nehmer entfällt jedoch auf nicht börsennotierte größere Familienunternehmen (Jahresumsatz > 20 Mio. Euro), die im Folgenden auch als Mittelstand bezeichnet werden.⁶

³ Telefonat mit Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK), Herrn Dahmann vom 09.09.2010.

⁴ Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 14.

⁵ Vgl. Brokamp/Ernst/Hollasch/Lehmann/Weigel, 2008, S. 18.

⁶ Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 1, 41.

1.4. Aufbau und Methodik der Arbeit

Die vorliegende Arbeit gliedert sich in sechs Kapitel. Nach der Einführung im ersten Kapitel werden im zweiten Kapitel die theoretischen Grundlagen erläutert, die für das Verständnis der folgenden Kapitel Voraussetzung sind. Das zweite Kapitel stützt sich überwiegend auf die Auswertung entsprechender Fachliteratur. Das dritte und vierte Kapitel stellen den Schwerpunkt der Arbeit dar. Im dritten Kapitel werden die grundlegenden Charakteristika und die Funktionsweise sowie die Historie von Programm-Mezzanine erläutert und der Markt für Programm-Mezzanine untersucht. Die Informationen stammen größtenteils aus Fachzeitschriften und aus Studien zum Programm-Mezzanine-Markt. Im vierten Kapitel wird die aktuelle Marktsituation von jedem der sieben Mezzanine-Programme nach einer kurzen Darstellung der wesentlichen Charakteristika analysiert. Die Informationen stammen aus Fachzeitschriften, aus Studien zum Programm-Mezzanine-Markt, von der Homepage der Anbieter und kooperierender Banken sowie einem Telefoninterview mit dem Anbieter. Dazu wurde mit jedem Anbieter ein Telefoninterview nach einem individuell erstellten Fragenkatalog durchgeführt. Eine Ausnahme stellt die EquiNotes Management GmbH und die CBG Commerz Beteiligungsgesellschaft dar. Aufgrund der starken Einbindung in das operative Tagesgeschäft war derzeit kein Telefoninterview mit Vertretern beider Gesellschaften möglich. Die Informationen in den Kapiteln 4.3 und 4.5 beschränken sich daher auf öffentlich zugängliche Informationen. Vor jedem Telefonat wurden zuerst die öffentlich zugänglichen Informationen der Homepage des Anbieters und aus Fachzeitschriften und Studien gesammelt und ausgewertet. Danach wurden die Fragen je nach Informationsstand und Besonderheiten des Mezzanine-Programms zusammengestellt. Die Protokolle der Telefoninterviews befinden sich im Anhang. Zur Vervollständigung des Themas Mezzanine-Kapital wird im fünften Kapitel in knapper Form auf Individual-Mezzanine eingegangen. Das fünfte Kapitel ist als kurzer Überblick und Abrundung des Schwerpunktes Programm-Mezzanine zu sehen und erhebt keinen Anspruch auf Umfang und Intensität der Analyse von Programm-Mezzanine. Das sechste Kapitel schließt die Thematik mit einem Fazit und Ausblick ab.

2. Grundlagen

2.1. Definition und Merkmale von Mezzanine-Kapital

Eine eindeutige Definition für den Begriff Mezzanine-Kapital existiert in der Literatur nicht.⁷ Der Begriff Mezzanin stammt ursprünglich aus der Architektur und bezeichnet das Zwischengeschoss eines Hauses, welches besonders in der Baukunst der Renaissance und des Barocks zu finden ist.⁸ In der Finanzwirtschaft bezeichnet Mezzanine-Kapital, in Analogie zum ursprünglichen Begriff aus der Architektur, eine Mischform zwischen Eigen- und Fremdkapital und dient dazu, die Finanzierungslücke zwischen Eigen- und Fremdkapital in der Kapitalstruktur eines Unternehmens zu schließen.⁹ Finanzierungsmodelle, die Eigen- und Fremdkapitalelemente kombinieren, werden auch als hybride Finanzierungsinstrumente bezeichnet.¹⁰ Aufgrund einer fehlenden eindeutigen Definition für den Mezzanine-Begriff ist eine konsistente Einordnung von Finanzierungsinstrumenten als Mezzanine-Kapital nicht möglich.¹¹ In der Literatur wird oft zwischen Mezzanine im engeren Sinne und Mezzanine im weiteren Sinne unterschieden. Unter Mezzanine im weiteren Sinne werden sämtliche Finanzierungstitel subsumiert, die sich weder eindeutig dem vorrangigen und voll besicherten Fremdkapital, noch eindeutig dem voll stimmberechtigten Eigenkapital zuordnen lassen. Während unter diese Definition auch nicht nachrangige Finanzierungstitel fallen, werden unter Mezzanine-Kapital im engeren Sinne nur nachrangige Finanzierungsinstrumente mit einer - zumindest teilweisen - erfolgsabhängigen Verzinsung zusammengefasst.¹²

Mezzanine-Kapital erhöht das wirtschaftliche Eigenkapital, dadurch wird die Verhandlungsposition um günstige Kreditkonditionen gestärkt.¹³ Grundsätzlich ist Mezzanine-Kapital durch Nachrangigkeit gegenüber anderen Gläubigern (Mezzanine-Kapital im engeren Sinne), Vorrangigkeit gegenüber Eigenkapital, zeitlicher Befristung der Kapitalüberlassung und steuerlicher Abzugsfähigkeit der Zinsen gekennzeichnet. Die Gesell-

⁷ Vgl. Dürr, 2007, S. 21, Elkemann-Reusch/Häger, 2004, S. 22, Lüpken, 2003, S. 99.

⁸ Vgl. o.V.: Duden – Das Fremdwörterbuch, 2005, S. 658.

⁹ Vgl. Grampp /Hielscher/Singer, 2002, S. 308.

¹⁰ Vgl. Bernet/Denk, 2000, S. 108.

¹¹ Vgl. Dürr, 2007, S. 21.

¹² Vgl. Dörscher/Hinz, FB 2003, S. 607, Werner, 2007, S. 31.

¹³ Vgl. Haunerding/Probst, 2006, S. 84, Riehm, 2009, S. 144.

schafterstruktur wird durch die Aufnahme von Mezzanine-Kapital nicht beeinflusst, damit wird eine Verwässerung der Stimmrechtsverhältnisse vermieden. Mezzanine-Kapital wird in der Regel aufgrund des höheren Risikos¹⁴ höher vergütet als Fremdkapital und kann darüber hinaus erfolgsabhängige Vergütungskomponenten enthalten. Hinsichtlich der Ausgestaltung der Vertragskonditionen ist Mezzanine-Kapital sehr flexibel und vielseitig.¹⁵ Das zeigt sich in den unterschiedlichen Gestaltungsformen, welche im Wesentlichen die stille Gesellschaft, das Darlehen in unterschiedlichen Ausprägungen, die Schuldverschreibung als Nachranganleihe oder als Wandel- bzw. Optionsanleihe sowie das Genussrecht sind. Jedoch können im Einzelfall durch individuelle vertragliche Ausgestaltung aus den genannten Basisstrukturen unterschiedlichste Mezzanine-Instrumente konstruiert werden.¹⁶

Mezzanine-Kapital wird in der Literatur meistens in Debt Mezzanine (Mezzanine-Kapital mit Fremdkapitalausrichtung), Hybrid Mezzanine und Equity Mezzanine (Mezzanine-Kapital mit Eigenkapitalausrichtung) unterteilt.¹⁷ In Deutschland zählen insbesondere nachrangige Darlehen, Verkäuferdarlehen und typisch stille Beteiligungen zu Debt Mezzanine, während atypisch stille Beteiligungen, partiarische Darlehen und Genussscheine zu Equity Mezzanine gezählt werden. Wandel- und Optionsanleihen, bei denen die Inhaber von der Fremdkapitalposition in die Eigenkapitalposition wechseln können, werden dem Hybrid Mezzanine zugerechnet. Einige Autoren bezeichnen diese Instrumente auch als Mezzanine-Kapital im engeren Sinne.¹⁸

Ein weiteres wichtiges Kriterium zur Unterscheidung ist die Einteilung von Mezzanine-Kapital nach Marktfähigkeit in handelbares öffentliches, sowie privat platziertes Mezzanine-Kapital. Die gehandelten Volumina sind bei öffentlichem Mezzanine-Kapital

¹⁴ Das Risiko ist für Kapitalgeber erhöht, da Mezzanine-Kapital typischerweise ohne Sicherheitenbestellung zur Verfügung gestellt wird. Außerdem wirkt sich die Nachrangigkeit gegenüber Fremdkapital risikoe erhöhend aus.

¹⁵ Vgl. Elkemann-Reusch/Häger, 2004, S. 23, Werner, 2007, S. 22-27.

¹⁶ Vgl. Werner, 2007, S. 21-22.

¹⁷ Vgl. Elkemann-Reusch/Häger, 2004, S. 23, Franz/Hötzingler/Mangels, 2007, S. 16, Werner, 2007, S. 28-29.

¹⁸ Vgl. Dürr, 2007, S. 22, im Gegensatz zur Definition von Dörscher/Hinz, FB 2003, S. 607 und Werner, 2007, S. 31, deren Verständnis von Mezzanine-Kapital im engeren Sinne sich größtenteils auf die Eigenschaft der Nachrangigkeit stützt.

(unter anderem aufgrund des höheren Grades an Standardisierung) größer als bei privatem Mezzanine-Kapital.¹⁹

2.2. Formen von Mezzanine-Kapital

2.2.1. Debt Mezzanine

Als Debt Mezzanine wird Mezzanine-Kapital mit Fremdkapitalausrichtung bezeichnet und wird in der Form von Nachrangdarlehen, Verkäuferdarlehen oder typischen stillen Beteiligungen vergeben.²⁰ Debt Mezzanine stellt bilanziell zwar Fremdkapital dar, wirtschaftlich handelt es sich jedoch um Eigenkapital. Bei entsprechender Ausgestaltung wird Debt Mezzanine auch steuerrechtlich als Fremdkapital behandelt, sodass die Aufwendungen steuerrechtlich wie Betriebsausgaben abziehbar sind.²¹ Teilweise wird Debt Mezzanine auch als Quasi-Fremdkapital bezeichnet.²² Typisch für Debt Mezzanine ist eine feste und variable (erfolgsabhängige) Zinsstruktur, entweder als regelmäßige Zinszahlung oder als endfällige Zinszahlung.²³

Ein **Nachrangdarlehen**, auch als Junior Debt oder Subordinated Debt bezeichnet, ist ein mittel- bis langfristig (zwischen fünf und zehn Jahren) angelegtes Darlehen, welches anderen Fremdkapitalgebern mittels Rangrücktrittsvereinbarung oder Nachrangabrede nachrangig gestellt wird. In der Gestaltung des Inhaltes und der Reichweite des Nachranges sind Darlehensgeber und Darlehensnehmer grundsätzlich frei. Die Zinszahlungen erfolgen entweder regelmäßig oder am Ende der Laufzeit. Nachrangdarlehen sind nicht an den laufenden Verlusten beteiligt²⁴ und in der Regel unbesichert oder zweitrangig besichert. Damit wird der Kreditspielraum eines Unternehmens nicht weiter eingeschränkt. In Krisenzeiten tritt durch die Nachrangigkeit der Verzinsung und Tilgung eine Liquiditätsentlastung der zu finanzierenden Gesellschaft ein. Die Finanzierungskosten sind aufgrund des höheren Ausfallrisikos in der Regel höher als bei einem klassischen Kredit. Die Vergütung erfolgt in der Regel in Form eines fixen Zinssatzes, wird

¹⁹ Vgl. Bösl/Sommer, 2006, S. 38, Klandt/Nathusius/Seibt, 2001, S. 206-207.

²⁰ Vgl. Elkemann-Reusch/Häger, 2004, S. 26.

²¹ Vgl. Riehm, 2009, S. 149.

²² Vgl. Klandt/Nathusius/Seibt, 2001, S. 215.

²³ Vgl. Elkemann-Reusch/Häger, 2004, S. 26.

²⁴ Vgl. Elkemann-Reusch/Häger, 2004, S. 26.

dagegen eine am Gewinn des Unternehmens orientierte variable Vergütung eingebaut, spricht man von einem **partiarischen Darlehen**, einer Sonderform des Nachrangdarlehens.²⁵

Nachrangdarlehen bieten die Möglichkeit, den öffentlichen Kapitalmarkt im Rahmen einer Mezzanine-Emission mit einzubeziehen und bieten sich besonders für Unternehmen mit hohem Kapitalbedarf an. In den Anleihebedingungen ist in dem Fall ein Rangrücktritt vereinbart. Die Vergütung ist nicht erfolgsabhängig und die Anleihegläubiger sind nicht am laufenden Verlust beteiligt.²⁶

Ein **Verkäuferdarlehen** wird auch als Seller's Note oder Vendor's Loan bezeichnet und wird im Rahmen einer Unternehmensakquisition als mezzanines Finanzierungsinstrument eingesetzt.²⁷ Der Unternehmensverkäufer gewährt dem Unternehmenskäufer ein Darlehen, um den Kaufpreis zu finanzieren.²⁸ Das Darlehen besteht in der Regel in Form einer Stundung des Kaufpreises oder eines Teils des Kaufpreises durch den Verkäufer. Ob ein Verkäuferdarlehen tatsächlich mezzaninen Charakter erlangt, ist abhängig von den vertraglichen Vereinbarungen. Sind diese beispielsweise den vertraglichen Vereinbarungen eines Nachrangdarlehens ähnlich, zählt das Verkäuferdarlehen damit auch zum Mezzanine-Kapital.²⁹ Ein Verkäuferdarlehen wird typischerweise dann angewendet, wenn die Preisvorstellungen von Käufer und Verkäufer weit auseinanderliegen. Mit Hilfe eines Verkäuferdarlehens wird eine Transaktion meist erst ermöglicht. Dies geschieht häufig mit der sogenannten Earn-Out-Konstruktion, bei welcher ein Teil des Kaufpreises auf Basis der tatsächlich realisierten Cashflows des Unternehmens geleistet wird. Der Verkäufer partizipiert dadurch von der zukünftigen Wertsteigerung des Unternehmens. Allerdings trägt der Verkäufer im Gegenzug auch weiterhin unternehmerisches Risiko und riskiert Zahlungsausfälle, bis der Kaufpreis vollständig getilgt ist.³⁰

²⁵ Vgl. Lüpken, 2003, S. 104, Werner, 2007, S. 59.

²⁶ Vgl. Werner, 2007, S. 59-60.

²⁷ Vgl. Elkemann-Reusch/Häger, 2004, S. 27, Werner, 2007, S. 62.

²⁸ Vgl. Hauser, 2009, S. 32.

²⁹ Vgl. Werner, 2007, S. 62.

³⁰ Vgl. Elkemann-Reusch/Häger, 2004, S. 28.

Die **stille Gesellschaft** ist eine reine Innengesellschaft und tritt nach außen nicht als Träger von Rechten und Pflichten auf.³¹ Mezzanine-Investoren bietet sie die Möglichkeit, sich in gesellschaftsrechtlicher Form an Unternehmen zu beteiligen. Die Rahmenbedingungen sind in §§ 230 ff. HGB geregelt. Zwingende Voraussetzungen der stillen Gesellschaft sind:

- Beteiligung an einem Handelsgewerbe
- Übergang der Vermögenseinlage des stillen Gesellschafters in das Vermögen des Inhabers des Handelsgeschäfts
- Beteiligung des stillen Gesellschafters am Gewinn

Alle anderen Einzelheiten können im Gesellschaftervertrag individuell vereinbart werden. Die stille Gesellschaft kann je nach vertraglicher Ausgestaltung von typischer oder atypischer Art sein, der Unterschied besteht insbesondere in der Vergütung und den Einflussmöglichkeiten des stillen Gesellschafters.

Die **typisch stille Gesellschaft** ist am ordentlichen Betriebsergebnis und je nach Vereinbarung auch am Verlust des zu finanzierenden Unternehmens beteiligt. Die Verlustbeteiligung kann nach § 231 Abs. 2 HGB ausgeschlossen werden, die Gewinnbeteiligung ist hingegen ein notwendiges Kriterium für die stille Gesellschaft. Nach § 233 HGB stehen der typisch stillen Gesellschaft gesetzliche Informations- und Kontrollrechte zu. Die typisch stille Gesellschaft ist nicht am Vermögen des Unternehmens beteiligt und hat kein Mitspracherecht bei unternehmerischen Entscheidungen. Die Zuordnung der typisch stillen Gesellschaft zum Debt Mezzanine bzw. Equity Mezzanine ist abhängig von der gesellschaftsrechtlichen Ausgestaltung der Beteiligungsverhältnisse. Das Gesellschaftskapital wird abhängig von der Ausgestaltung der Beteiligungsverhältnisse entweder im Fremdkapital oder im Eigenkapital passiviert und wird damit entweder dem Debt Mezzanine oder Equity Mezzanine zugeordnet. Unter bestimmten Voraussetzungen (u.a. Nachrangabrede) kann das Kapital der typisch stillen Gesellschaft als Eigenkapital des zu finanzierenden Unternehmens behandelt werden.³² Die typisch stille

³¹ Vgl. Dürr, 2007, S. 66.

³² Vgl. Haunerding/Probst, 2006, S. 88-89, Werner, 2007, S. 57-58.

Gesellschaft kann also nicht ausschließlich unter Debt Mezzanine subsumiert werden, in der Literatur wird diese jedoch häufig unter Debt Mezzanine angeführt.³³

2.2.2. Hybrid Mezzanine

Für Hybrid Mezzanine existiert bislang noch keine einheitliche Definition. In der Literatur werden darunter jedoch sämtliche Mezzanine-Instrumente subsumiert, die sich in bilanzieller Hinsicht aus einem Eigenkapitalanteil und einem Fremdkapitalanteil zusammensetzen. Dies ist z.B. bei Wandel- und Optionsanleihen der Fall.³⁴

Wandelanleihen (auch Wandelschuldverschreibung oder Convertible Bond genannt) sind Schuldverschreibungen, die ein Umtausch- oder Bezugsrecht auf Aktien des emittierenden Unternehmens begründen. In § 221 AktG ist die Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen durch Aktiengesellschaften geregelt. Wandelanleihen verbriefen einen Anspruch auf Rückzahlung des Anleihebetrages gegenüber dem emittierenden Unternehmen sowie das Recht, die Wandelanleihe bei Fälligkeit innerhalb einer bestimmten Frist, unter bestimmten Bedingungen und zu einem bestimmten Umtauschverhältnis in eine Beteiligung des emittierenden Unternehmens zu tauschen.³⁵ Der einzige Unterschied zur Optionsanleihe besteht darin, dass Wandelanleihen ein Recht auf Umwandlung in eine Beteiligung und **Optionsanleihen** ein Bezugsrecht auf Vollgesellschaftsanteile zusätzlich zum Rückzahlungsanspruch beinhalten.³⁶ Wie bei anderen Formen des Mezzanine-Kapitals ist auch bei Wandel- und Optionsanleihen ein großer Gestaltungsspielraum gegeben, z.B. durch Vereinbarung eines erfolgsabhängigen Zinssatzes³⁷ oder durch Erklärung eines Rangrücktrittes des Kapitalgebers gegenüber anderen Gläubigern, wodurch erst der eigentlich mezzanine Charakter von Wandel- und Optionsanleihen entsteht.³⁸ Die laufende Verzinsung vor Ausübung des Umtausch- bzw. Bezugsrechts ist im Vergleich zu Mezzanine-Kapital mit ausschließlicher Festverzinsung nied-

³³ Vgl. Beinert/Henne/Reichling, 2005, S. 240, Elkemann-Reusch/Häger, 2004, S. 26-30, Riehm, 2009, S. 148.

³⁴ Vgl. Elkemann-Reusch/Häger, 2004, S. 31-33, Gündel/Katzorke, 2007, S. 141, Riehm, 2009, S. 149, Werner, 2007, S. 60-61.

³⁵ Vgl. Brokamp/Ernst/Hollasch/Lehmann/Weigel, 2008, S. 115-116, Riehm, 2009, S. 211, Werner, 2006, S. 98-99.

³⁶ Vgl. Werner, 2006, S. 99.

³⁷ Vgl. Gündel/Katzorke, 2007, S. 153.

³⁸ Vgl. Lüpken, 2003, S. 107-108.

riger. Als Gegenleistung erhält der Kapitalgeber mit der Möglichkeit der Ausübung des Umtausch- bzw. Bezugsrechts die Chance, an Wertsteigerungen des Unternehmens teilzuhaben.³⁹

Eine **Going Public-Anleihe** ist ähnlich der Wandel- oder Optionsanleihe eine Kombination aus Anleihe und Option. Diese Option berechtigt zum Erwerb einer Kaufoption auf Aktien einer noch an der Börse einzuführenden Aktiengesellschaft. Diese Wandlungsoption gilt nur für den Fall der tatsächlichen Börseneinführung. Going Public-Anleihen eignen sich besonders für stark wachsende Unternehmen, die die erforderliche Börsenreife für die Eigenkapitalaufnahme auf dem Kapitalmarkt noch nicht erreicht haben.⁴⁰

2.2.3. Equity Mezzanine

Mezzanine-Kapital, das nicht nur wirtschaftlich, sondern im Gegensatz zu Debt Mezzanine auch bilanziell Eigenkapital darstellt, wird als Equity Mezzanine bezeichnet. Dazu zählen insbesondere Genussrechte und atypisch stille Beteiligungen. Die Stellung des Mezzanine-Investors ist der Stellung eines Eigenkapitalgebers ähnlich, deswegen wird auch von Mezzanine-Kapital mit Eigenkapitalausrichtung oder Junior Mezzanine gesprochen.⁴¹

Genussrechte gewähren dem Inhaber die Teilnahme am Gewinn oder Liquiditätserlös einer Gesellschaft, ohne dabei selbst Gesellschafter zu werden.⁴² Die Ansprüche des Genussrechtinhabers sind ausschließlich schuldrechtlicher und nicht gesellschaftsrechtlicher Natur, da dieser dem Unternehmen Kapital für einen bestimmten Zeitraum zur Verfügung stellt und damit Gläubiger des Unternehmens wird.⁴³ Aus diesem Grund haben Genussrechte Fremdkapitalcharakter, jedoch kann das Genussrechtskapital als Sonderposten des Eigenkapitals angesetzt werden, wenn:

- Nachrangigkeit gegenüber anderen Kreditgebern vereinbart ist

³⁹ Vgl. Elkemann-Reusch/Häger, 2004, S. 32.

⁴⁰ Vgl. Elkemann-Reusch/Häger, 2004, S. 33, Müller-Känel, 2008, S. 155-156.

⁴¹ Vgl. Elkemann-Reusch/Häger, 2004, S. 34, Gündel/Katzorke, 2007, S. 140.

⁴² Vgl. Werner, 2007, S. 56.

⁴³ Vgl. Werner, 2006, S. 83.

- Volle Verlustbeteiligung besteht
- Kapital langfristig zur Verfügung gestellt wird
- Investor Anspruch auf wiederkehrende, gewinnabhängige Vergütungen hat.

Treffen diese Voraussetzungen nicht zu, handelt es sich um Fremdkapital.⁴⁴ Der Kapitalgeber hat keine Stimm- oder Kontrollrechte, sämtliche unternehmerischen Entscheidungen verbleiben beim Management,⁴⁵ daher eignen sich Genussrechte besonders als reine Finanzierungsinstrumente. Da Genussrechte gesetzlich kaum geregelt sind, bieten diese einen hohen Gestaltungsspielraum.⁴⁶ Das Genussrecht ist wie die stille Gesellschaft am Gewinn und je nach vertraglicher Ausgestaltung auch am Verlust beteiligt, das Genussrecht lässt sich auch sonst wie eine stille Gesellschaft gestalten. Wesentlicher Unterschied ist jedoch, dass für die stille Gesellschaft zwingende Rechte in den §§ 230 ff. HGB formuliert sind und der Kapitalgeber nur in Form der stillen Gesellschaft als steuerlicher Mitunternehmer gelten kann. Des Weiteren lässt sich nur das Genussrecht verbrieft, z.B. in Form von Genussscheinen.⁴⁷

Die **atypisch stille Gesellschaft** wird im Unterschied zur typisch stillen Gesellschaft immer dem Equity Mezzanine zugerechnet. Voraussetzung ist in jedem Fall die Nachrangigkeit der Rückforderungsansprüche des stillen Gesellschafters im Falle der Insolvenz des zu finanzierenden Unternehmens.⁴⁸ Der Kapitalgeber gilt steuerlich als Mitunternehmer, da dieser Mitunternehmerrisiko und Mitunternehmerinitiative trägt. Das Mitunternehmerrisiko resultiert aus der Beteiligung am laufenden Gewinn und Verlust sowie an den stillen Reserven des Unternehmens. Mitunternehmerinitiative bedeutet weitgehende Kontrollrechte und bestimmte Geschäftsführungsbefugnisse durch den Kapitalgeber über die „passiven“ gesetzlichen Kontrollrechte hinaus. Für das Unternehmen stellt die atypisch stille Beteiligung längerfristiges Kapital dar und wird in der Bilanz als eigenkapitalähnlicher Sonderposten ausgewiesen.⁴⁹ Die atypisch stille Gesellschaft ist einer direkten Beteiligung sehr ähnlich, unterscheidet sich jedoch dadurch,

⁴⁴ Vgl. Elkemann-Reusch/Häger, 2004, S. 34-35.

⁴⁵ Vgl. Werner, 2006, S. 83.

⁴⁶ Vgl. Werner, 2007, S. 56.

⁴⁷ Vgl. Werner, 2006, S. 63-64.

⁴⁸ Vgl. Haunerding/Probst, 2006, S. 88-89.

⁴⁹ Vgl. Elkemann-Reusch/Häger, 2004, S. 36.

dass die Laufzeit begrenzt ist und die gesellschaftsrechtlichen Regelungen keine Anwendung finden.⁵⁰

2.3. Vor- und Nachteile von Mezzanine-Kapital

Die vorangegangenen Kapitel zeigen bereits viele Vorteile mezzaniner Finanzierungsinstrumente, diese sollen zusammen mit den Nachteilen noch einmal kurz zusammengefasst werden. Soweit ein Rangrücktritt hinter dritten Gläubigern mit dem Mezzanine-Geber vereinbart ist, wird Mezzanine-Kapital i.d.R. als wirtschaftliches Eigenkapital anerkannt und verbessert damit die Eigenkapitalquote, was sich positiv auf das Rating und die Position in Verhandlungen um Kreditkonditionen auswirkt. Die Einflussrechte der Gesellschafter werden nicht beeinträchtigt und die Stimmrechtsverhältnisse nicht verwässert, da Mezzanine-Geber i.d.R. nur Informations- und Kontrollrechte zugestanden werden und keinen direkten Einfluss auf die Geschäftsführung nehmen können. Die Zinszahlungen an Mezzanine-Geber wirken i.d.R. steuermindernd, da Mezzanine-Kapital bei entsprechender Ausgestaltung steuerlich als Fremdkapital angesehen wird. Außerdem wird der Kreditspielraum des Mezzanine-Nehmers nicht belastet, da im Rahmen von Mezzanine-Kapital i.d.R. keine Sicherheiten gestellt werden müssen. Ein wesentlicher Vorteil liegt in der hohen Flexibilität bezüglich Kapitalbindung, Kosten, Vergütung und Rückzahlung. Die Mezzanine-Finanzierung kann damit optimal auf die Bedürfnisse des Unternehmens abgestimmt werden.

In der Literatur wird oft der Nachteil der relativ hohen Kosten der Mezzanine-Finanzierung im Vergleich zu konventionellem Fremdkapital angeführt. Da Mezzanine-Kapital eine Zwischenposition zwischen Eigen- und Fremdkapital einnimmt, sollten die Kosten im optimalen Fall auch zwischen Eigen- und Fremdkapitalkosten liegen. Nimmt man die Eigenkapitalkosten als Maßstab, so ist Mezzanine-Kapital wieder relativ günstig. Gravierender hingegen ist, dass im Gegensatz zu originärem Eigenkapital die Überlassung von Mezzanine-Kapital zeitlich befristet erfolgt. Dadurch können sich Refinanzierungsprobleme ergeben.⁵¹

⁵⁰ Vgl. Lüpken, 2003, S. 106.

⁵¹ Vgl. Brokamp/Ernst/Hollasch/Lehmann/Weigel, 2008, S. 23-27, Elkemann-Reusch/Häger, 2004, S. 42-44, Haunerding/Probst, 2006, S. 85-86, Lüpken, 2003, S. 109-110, Werner, 2006, S. 95.

Die hier genannten Vor- und Nachteile gelten für den größten Teil mezzaniner Finanzierungsformen und erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Aufgrund der vielfältigen Ausgestaltungsformen von Mezzanine-Kapital kann es vereinzelte Finanzierungsvarianten geben, bei denen die vorangegangenen Ausführungen nur eingeschränkt zutreffen, oder bei denen Vor- oder Nachteile zum Tragen kommen, die hier nicht erwähnt sind.

2.4. Verwendungsmöglichkeiten von Mezzanine-Kapital

Mezzanine-Kapital wurde in der Vergangenheit fast ausschließlich für Unternehmenskäufe bzw. sog. Buy-Out-Transaktionen verwendet. In den letzten Jahren hat sich das Anwendungsspektrum jedoch wesentlich verbreitert. Mithilfe neuartiger standardisierter Mezzanine-Programme hat Mezzanine-Kapital auch den deutschen Mittelstand erreicht.⁵²

Mit sog. **Buy-Out-Transaktionen** wird der Kauf bzw. Übernahme von Unternehmen durch Finanzinvestoren bezeichnet. Kauft sich das eigene Management des Unternehmens in die Gesellschafterposition ein, wird von MBO gesprochen, wird das Unternehmen dagegen von Externen übernommen, wird von MBI gesprochen. Eine überwiegend fremdfinanzierte Transaktion wird als LBO bezeichnet. Mezzanine-Kapital findet im Rahmen von Buy-Outs besonders im Rahmen von Nachfolgefinauzierungen und bei der Ausgliederung von Konzernteilen Anwendung. Da die MBO-/MBI-Manager i.d.R. nicht über ausreichend liquide Mittel verfügen und die Aufnahme weiterer Anteilseigner mit der Abgabe von weiteren Stimmrechten verbunden ist, bietet sich die Aufnahme von Mezzanine-Kapital an. Die Finanzierungslücke wird geschlossen und die Geschäftsführung verbleibt bei den MBO-/MBI-Managern.⁵³

Der **Bridge Loan** stellt ein weiteres typisches Anwendungsgebiet von Mezzanine-Kapital dar. Plant ein Unternehmen einen Börsengang, der momentan aufgrund der schlechten Marktlage ungünstig ist, kann der Finanzierungsbedarf mit Hilfe einer Mez-

⁵² Vgl. Brokamp/Ernst/Hollasch/Lehmann/Weigel, 2008, S. 35.

⁵³ Vgl. Brokamp/Ernst/Hollasch/Lehmann/Weigel, 2008, S. 35, Elkemann-Reusch/Häger, 2004, S. 45, Werner, 2007, S. 67-69.

zanine-Finanzierung überbrückt werden. Mithilfe des Börsengangs kann das Mezzanine-Kapital refinanziert werden. Ein typisches Instrument ist die Going Public-Anleihe.⁵⁴

Im Rahmen von **Wachstumsfinanzierungen** zur Erweiterung von Produktionskapazitäten erlangt Mezzanine-Kapital vor allem im Mittelstand Bedeutung. Banken können diese Risiken nur begrenzt tragen und zum organisierten Kapitalmarkt sowie zu Private Equity hat der Mittelstand nur begrenzten Zugang.⁵⁵

Bei anstehenden **Gesellschafterwechseln** haben Unternehmen oft nicht die benötigte Liquidität, um die ausscheidenden Gesellschafter auszubezahlen. Zusätzliche Kredite sind aufgrund der reduzierten Haftbasis infolge des Ausscheidens der Gesellschafter nur schwer zu bekommen. Hier könnten mit einer sog. Earn-Out-Konstruktion über den zukünftigen Cashflow die Anteile durch einen Mezzanine-Investor übernommen werden.⁵⁶

Auch **Start-Ups** können mit Mezzanine-Kapital finanziert werden. Die Risikoposition des Mezzanine-Gebers ist aufgrund des hohen Insolvenzrisikos bei Unternehmensgründungen dem Eigenkapitalgeber sehr ähnlich. Da Kapitalgeber jedoch ihr Kapital nicht unbegrenzt zur Verfügung stellen wollen und auch die Eigentümer eine Position als Minderheitsgesellschafter bei Aufnahme von Eigenkapital vermeiden wollen, bietet sich trotz dessen die Verwendung von Mezzanine-Kapital an.

Befinden sich Unternehmen in der **Sanierung** kann aufgrund des hohen Verschuldungsgrades das benötigte Fremdkapital meistens nicht mehr beschafft werden. Mit sog. Turnaround-Mezzanine kann, unter Inkaufnahme hoher Risikoaufschlägen, der Finanzierungsbedarf zur Restrukturierung gedeckt werden, z.B. durch spezielle sanierende stille Beteiligungen oder Sanierungsgenussrechte.⁵⁷

Die beschriebenen Verwendungsmöglichkeiten sind nach Ansicht des Verfassers die für nicht kapitalmarktorientierte Unternehmen relevanten Verwendungsmöglichkeiten. Speziell für Mezzanine-Kapital kapitalmarktorientierter Unternehmen existieren noch

⁵⁴ Vgl. Elkemann-Reusch/Häger, 2004, S. 45, Werner, 2007, S. 70.

⁵⁵ Vgl. Werner, 2007, S. 66-67.

⁵⁶ Vgl. Elkemann-Reusch/Häger, 2004, S. 46-47.

⁵⁷ Vgl. Alvensleben/Beauvais/Hellich, VC Magazin „Tech-Guide 2007“, S. 114-115, Elkemann-Reusch/Häger, 2004, S. 49, Werner, 2007, S. 71-72.

mehr Anwendungsgebiete, deren Ausführung für diese Arbeit jedoch nicht zweckmäßig wäre.

2.5. Vergütungsstruktur in der Mezzanine-Finanzierung

Die Vergütung für Mezzanine-Kapital ist genauso vielseitig wie deren Ausgestaltungsmöglichkeiten. Bei der Vergütung unterscheidet man zunächst zwischen drei Vergütungsformen, der Vergütung parallel zur Laufzeit, der aufgelaufenen Vergütung am Laufzeitende und der zusätzlichen Schlussvergütung (sog. Kicker). Alle drei Vergütungsformen können fix oder variabel ausgestaltet sein und werden in der Praxis häufig miteinander kombiniert. Die variablen Vergütungsbestandteile hängen oft vom Unternehmenserfolg des Mezzanine-Nehmers ab.⁵⁸ Wird die Schlussvergütung erfolgsbezogen ausgezahlt, wird von virtuellen Equity-Kickern oder Non-Equity-Kickern gesprochen. Beinhaltet der Kicker dagegen das Recht zum Bezug von Gesellschaftsanteilen, wird dies als (echter) Equity-Kicker bezeichnet.⁵⁹

3. Programm-Mezzanine

3.1. Abgrenzung und Charakteristika

Programm-Mezzanine im Sinne der vorliegenden Arbeit (siehe Kapitel 1.2) zeichnet sich durch Verbriefung mittels CDO-Struktur und durch Standardisierung der Mezzanine-Gewährung sowie der vertraglichen Dokumentation aus, was sich positiv in den niedrigen Transaktionskosten niederschlägt. Dadurch profitieren die finanzierten Unternehmen von günstigen Konditionen. Für die Vergabe sind bestimmte Voraussetzungen der Mezzanine-Nehmer notwendig, z.B. bezüglich Mindestumsatz oder Bonität.⁶⁰ Größtenteils wurden Genussrechte verbrieft.⁶¹

⁵⁸ Vgl. Plankensteiner/Rehbock, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 08/2005, S. 790.

⁵⁹ Vgl. [Plankensteiner/Rehbock, http://www.kfw.de/kfw/de/I/II/Download_Center/Fachthemen/Research/PDF-Dokumente_WirtschaftsObserver_online/2005/WOb_Juli_2005.pdf](http://www.kfw.de/kfw/de/I/II/Download_Center/Fachthemen/Research/PDF-Dokumente_WirtschaftsObserver_online/2005/WOb_Juli_2005.pdf) vom 09.01.11, Werner, 2007, S. 42.

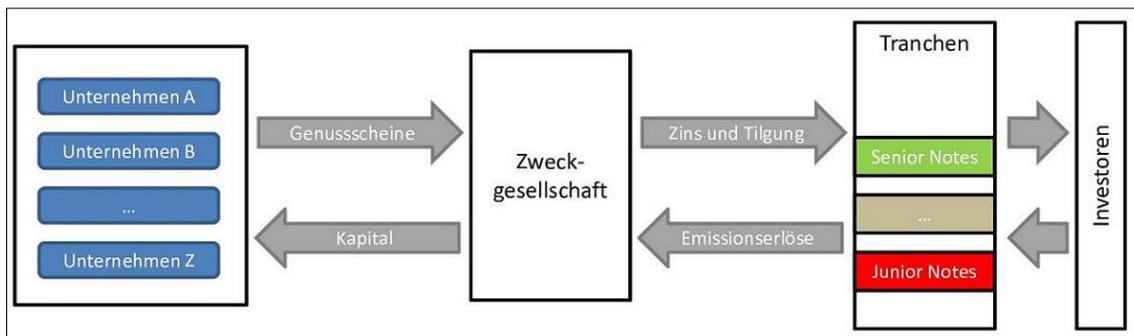
⁶⁰ Vgl. Gündel/Katzorke, 2007, S. 102-103.

⁶¹ Vgl. Elmers/Knöll/Lehmann-Tolkmitt, 2010, S. 31.

3.2. Funktionsweise

Mit der Verbriefung von Mezzanine-Kapital ist es gelungen, die Kluft zwischen Finanzierungsbedarf des deutschen Mittelstands einerseits und dem Interesse nationaler und internationaler Investoren an direkten Investments in den deutschen Mittelstand andererseits zu schließen. Mithilfe von ABS-basierten Modellen der Mezzanine-Finanzierung können die privaten Märkte für Mezzanine-Kapital mit den öffentlichen Kapitalmärkten verbunden werden.⁶² Üblicherweise liegt Standard-Mezzanine-Produkten Genussrechtskapital zugrunde, welches in einem Pool durch einen Finanzintermediär gebündelt und meist in einer CDO-Struktur am Kapitalmarkt veräußert wird.⁶³ CDOs zählen zur Gruppe der forderungsbesicherten Wertpapiere (ABS).⁶⁴ Übersicht 1 zeigt schematisch die Struktur einer standardisierten Mezzanine-Transaktion via CDO.

Übersicht 1: Refinanzierung einer Mezzanine-Transaktion via CDO



Quelle: In Anlehnung an Brokamp/Ernst/Hollasch/Lehmann/Weigel, 2008, S. 78

Der Finanzintermediär ist i.d.R. eine Zweckgesellschaft, die das Mezzanine-Kapital standardisiert an verschiedene Unternehmen ausreicht. Die Banken treten dabei als Initiatoren der Zweckgesellschaften auf und beschränken sich im weiteren Verlauf überwiegend auf die Vermittlung des Mezzanine-Kapitals an die Unternehmen. Die Verwaltung übernimmt ein unabhängiges Fonds-Management.⁶⁵

⁶² Vgl. Gündel/Katzorke, 2007, S. 99.

⁶³ Vgl. Achleitner/Kaserer, Der Schweizer Treuhänder 11/2007, S. 824.

⁶⁴ Vgl. Brokamp/Ernst/Hollasch/Lehmann/Weigel, 2008, S. 73.

⁶⁵ Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 10.

Charakteristisch für die Standardisierung ist, dass jedes Unternehmen ein einheitliches Prüfverfahren durchlaufen muss. Um die Transaktionskosten möglichst gering zu halten, ist eine Individualisierung des Mezzanine-Vertrages fast nicht möglich. Die Genussrechte werden verbrieft und der Pool nach Tranchen unterschiedlichen Risikogehaltes strukturiert, die am Kapitalmarkt platziert werden. Die Zweckgesellschaft erhält während der Laufzeit Zahlungen für Zins und Tilgung aus den Mezzanine-Finanzierungen. Diese werden nach dem Prinzip eines Wasserfalls für die Zahlungsansprüche der Investoren zuerst auf risikoärmere Tranchen (Senior Notes) und danach auf risikoreicheren Tranchen (Junior Notes) verteilt.⁶⁶ Treten bei den Mezzanine-Nehmern Zahlungsverzögerungen oder Zahlungsausfälle auf, läuft die Verrechnung der Verluste nach folgendem Schema ab: Die Investoren des First-Loss-Piece erhalten solange keine Ausschüttungen, bis diese nichtausgeschütteten Zinsen genau der Höhe des Verlustes entsprechen. Diese werden für die Ansprüche der Investoren höherer Tranchen verwendet. Sollte der Verlust höher sein als die Zinsansprüche der First-Loss-Piece Investoren, werden diese „Überverluste“ auf dem sog. Principal Deficiency Ledger (PDL) verbucht. Ist das Konto am Ende der Laufzeit nicht ausgeglichen, wird der Rückzahlungsanspruch der First-Loss-Piece-Investoren um den Betrag gemindert, der für den Kontoausgleich benötigt wird. Übersteigen die Verluste sogar die Höhe des First-Loss-Piece, werden die nächsthöheren Tranchen in Anspruch genommen.⁶⁷

Die Höhe der Verzinsung der unterschiedlichen Tranchen ist abhängig vom vergebenen Tranchen-Rating. Als Vergleichswert werden die Renditen identisch eingestufte Kapitalmarktprodukte herangezogen. In nahezu allen Verbriefungstransaktionen erhielt die Senior-Tranche die beste Moody's Ratingnote „Aaa“.⁶⁸ Die niedrigste (risikoreichste) Tranche wird auch als „Equity-Piece“ oder „First-Loss-Piece“ bezeichnet und wird wegen des hohen Verlustrisikos nicht geratet. Im Gegenzug können Investoren eine überdurchschnittliche Vergütung erwarten. Die Größe der Equity-Pieces der einzelnen Verbriefungstransaktionen variiert zwischen 4,5% und 21% bezogen auf das jeweilige

⁶⁶ Vgl. Gündel/Katzorke, 2007, S. 100-103.

⁶⁷ Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 12.

⁶⁸ Preps 2004-1 wurde als einzige Transaktion nicht mit „Aaa“ sondern mit „Aa2“ bewertet.

Emissionsvolumen. Dementsprechend variieren die Volumina der restlichen Tranchen.⁶⁹

Der Kapitalmarkt stellt hohe Anforderungen an Finanztitel, so verlangen Investoren ein international anerkanntes Bonitätsrating für Einzelrisiken, das die Vergleichbarkeit mit anderen Finanztiteln ermöglicht (z.B. Moody's Mittelstands Bilanzrating RiskCalc™). Von großer Relevanz ist außerdem, wer die Erstverluste im Falle einer Insolvenz eines Unternehmens übernimmt und welche Auswirkungen das auf die Performance des Portfolios hat. Für den Fall einer Underperformance wird ein bankenunabhängiger Portfolio- bzw. Recoverymanager verlangt.⁷⁰

Durch das Pooling einzelner Finanzierungsverträge wird eine Losgrößentransformation erreicht, durch die auch kleinere Unternehmen auf dem Kapitalmarkt Finanzmittel aufnehmen können, die aufgrund fehlender Größe allein nicht dazu in der Lage gewesen wären. Investoren erhalten ein diversifiziertes Anlageprodukt, mit dem sie die Möglichkeit haben, effizient in mittelständische Unternehmen zu investieren.⁷¹ Banken schonen in einem Umfeld steigender Eigenkapitalanforderungen ihre Bilanz, da das Risiko auf Investoren des Kapitalmarktes verlagert wird. Damit ergeben sich nicht nur für alle Beteiligten viele Vorteile, sondern auch volkswirtschaftlich positive Effekte.⁷² Der bekannteste und am weitesten verbreitete Anbieter verbriefter Mezzanine-Finanzierungen ist die im Jahr 2004 von der HypoVereinsbank AG und Capital Efficiency Group AG (CEG) entwickelte Genussrechtsplattform PREPS.⁷³

3.3. Historie

Die Situation vor Entstehung der ersten Mezzanine-Programme war geprägt von ambitionierten Wachstumsplänen vieler Unternehmen aufgrund der erwarteten konjunkturellen Lage, einer restriktiver werdenden Kreditvergabepolitik der Banken und einer traditionell schwachen Eigenkapitalstruktur des Mittelstandes. Unternehmen suchten nach Finanzierungslösungen, die einen eigenkapitalstärkenden Effekt haben, während Kon-

⁶⁹ Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 11, 22.

⁷⁰ Vgl. Gündel/Katzorke, 2007, S. 101.

⁷¹ Vgl. Achleitner/Kaserer, Der Schweizer Treuhänder 11/2007, S. 824.

⁷² Vgl. Elmers/Knöll/Lehmann-Tolkmitt, 2010, S. 13.

⁷³ Vgl. Brokamp/Ernst/Hollasch/Lehmann/Weigel, 2008, S. 120.

trollrechte und Anteile bei den Unternehmen verbleiben. Banken erkannten in diesem Marktumfeld und im Zuge der steigenden Eigenkapitalanforderungen (Basel II) die Vorzüge der Verbriefungstechnik als Refinanzierungsinstrument. Die Banken konnten ohne Belastung des Eigenkapitals Kredite vergeben und das Risiko auf Investoren am Kapitalmarkt abwälzen.⁷⁴ Diese Anforderungen sowohl von Kapitalnehmer- als auch von Kapitalgeberseite mündeten in der Entwicklung des ersten Mezzanine-Programms, welches 2004 in Form der Genussrechtsplattform PREPS™ von der Schweizer Capital Efficiency Group AG (CEG) und der HypoVereinsbank gemeinsam entwickelt wurde. Genussrechte verschiedener mittelständischer Unternehmen wurden gebündelt und in Form einer Anleihe an institutionelle Investoren ausplatziert. PREPS™ verknüpfte auf innovative Weise die Vorteile der Mezzanine-Finanzierung mit den Vorteilen der Kapitalmarktfinanzierung und griff damit wesentliche Trends in der Unternehmensfinanzierung auf. Die Bündelung zahlreicher Unternehmen in einem Portfolio senkte das Risiko für Investoren und schaffte eine neue attraktive Anlagemöglichkeit. Gleichzeitig wurden mit dieser neuen Methode die Kosten für Mezzanine-Nehmer im Vergleich zu individuellem Mezzanine gesenkt, das erste PREPS™-Programm kostete jährlich etwa 8% Zinsen. Die Zinsen gerieten mit zunehmendem Wettbewerb weiterer Programm-Mezzanine-Anbieter weiter unter Druck, teilweise bis auf 6,5% pro Jahr.⁷⁵ Im Jahr 2004 wurden 865 Mio. Euro Mezzanine-Kapital an 101 Unternehmen durch PREPS™ ausgereicht. Mit dem Eintritt von HSBC und IKB/Deutsche Bank verdoppelte sich im Jahr 2005 die Anzahl der finanzierten Unternehmen auf 202 mit einem ausgereichten Volumen von insgesamt 1.264 Mio. Euro. Den Höhepunkt markierte das Jahr 2006 mit 1.396 Mio. Euro, die an 269 Unternehmen vergeben wurden.⁷⁶ Die Insolvenz des Spielwaren-Herstellers „Nici“ im Jahr 2006 läutete die Wende dieses Aufwärtstrends ein. Besonders unglücklich war, dass gleich drei Mezzanine-Programme von der Insolvenz betroffen waren, die „Nici“ insgesamt 40 Mio. Euro zur Verfügung gestellt hatten. Im Zuge dieser Insolvenz kamen erste Diskussionen um die Sorgfältigkeit der Due Diligence und die Sicherheit von Mezzanine-Programmen auf. Die Ursache der „Nici“-Insolvenz war jedoch Betrug, wogegen die besten Prüfmechanismen nichts helfen. „Nici“ blieb kein

⁷⁴ Vgl. Elmers/Knöll/Lehmann-Tolkmitt, 2010, S. 12-13.

⁷⁵ Vgl. Bösl/Sommer, 2006, S. 38, Hofelich,

[http://www.unternehmeredition.de/index.php?id=8&no_cache=1&tx_ttnews\[tt_news\]=24&tx_ttnews\[backPid\]=23](http://www.unternehmeredition.de/index.php?id=8&no_cache=1&tx_ttnews[tt_news]=24&tx_ttnews[backPid]=23) vom 18.01.2011.

⁷⁶ Vgl. Bruch: Jahresrückblick 2008 Mezzanine, <http://mezzanine-bericht.de/2008.pdf> vom 16.01.2011.

Einzelfall, weitere Insolvenzen von Mezzanine-Nehmern folgten, u.a. vom PC-Hersteller Krystaltech Lynx Europe GmbH.⁷⁷ Die Volumina ausgereicherter Mezzanine-Programme stürzten 2007 um fast 60% im Vergleich zum Vorjahr auf 578 Mio. Euro ab. 2008 waren laut Mezzanine-Bericht.de gar keine Verbriefungen mehr möglich. Die Marktführer PREPS und H.E.A.T scheiterten bei dem Versuch, neues Programm-Mezzanine am Kapitalmarkt zu platzieren.⁷⁸

3.4. Untersuchung des Marktes für Programm-Mezzanine

3.4.1. Anwendung und Marktvolumen von Mezzanine-Programmen

Nach seinem Höhepunkt in den Jahren 2004-2007, in denen immer mehr Anbieter zu immer günstigeren Konditionen auf den Programm-Mezzanine-Markt gedrängt sind, ist dieser in Folge der Finanzkrise völlig zusammengebrochen. 2007 planten Conpair AG in Zusammenarbeit mit Lehman Brothers Inc. die Platzierung ihres Mezzanine-Programms „SME Growth“, was mit einem Volumen von 350 Mio. Euro am Kapitalmarkt platziert werden sollte. Die Verbriefung wurde jedoch aufgrund zu geringer Nachfrage auf Investorenseite abgebrochen und auf 2008 verschoben. Doch auch 2008 wurden keine Geldgeber gefunden und „SME Growth“ wurde endgültig abgesagt. Im gleichen Jahr scheiterte die Zusammenarbeit der beiden Marktführer Capital Efficiency Group (CEG) und HSBC Trinkaus bei dem Versuch, eine erneute Mezzanine-Verbriefung mit einem Volumen von ca. 250 Mio. Euro zu platzieren. Seit 2008 ist keine einzige Verbriefung von Mezzanine-Kapital zustande gekommen. Auch in naher Zukunft wird keine Änderung erwartet.⁷⁹

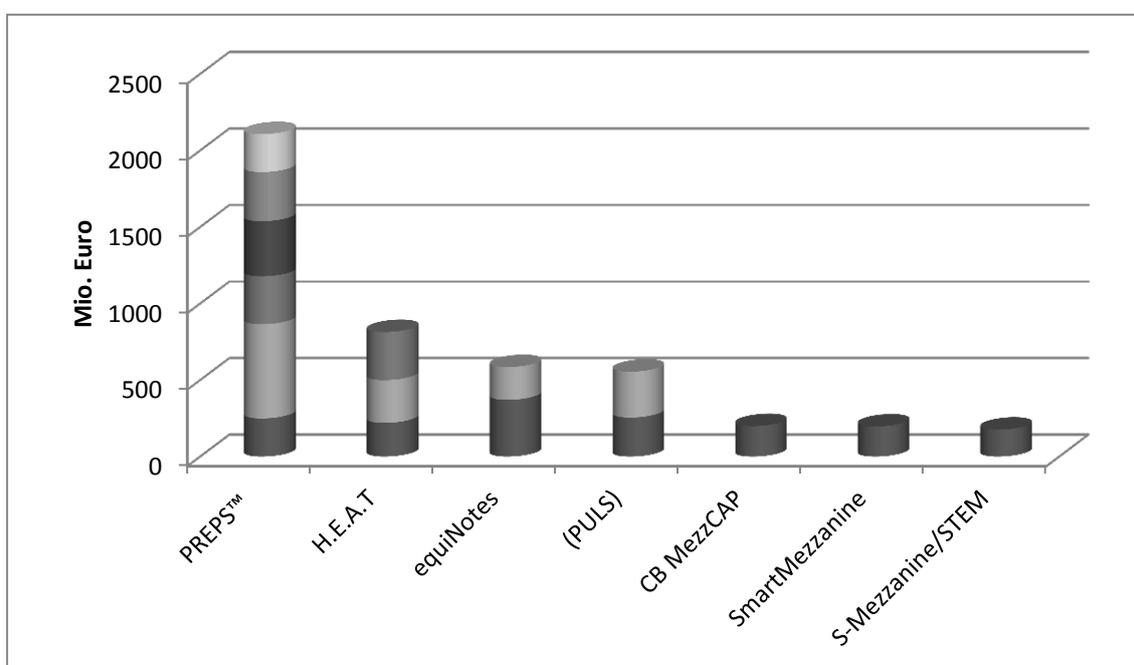
⁷⁷ Vgl. Hofelich, [http://www.unternehmeredition.de/index.php?id=8&no_cache=1&tx_ttnews\[tt_news\]=24&tx_ttnews\[backPid\]=23](http://www.unternehmeredition.de/index.php?id=8&no_cache=1&tx_ttnews[tt_news]=24&tx_ttnews[backPid]=23) vom 18.01.2011.

⁷⁸ Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 21.

⁷⁹ Vgl. Bruch: Jahresrückblick 2008 Mezzanine, <http://mezzanine-bericht.de/2008.pdf> vom 16.01.2011, Fleischhauer/Olkowski, Unternehmeredition 2010, S. 30, Martens, Markt und Mittelstand 01.12.2008, S. 76-78.

Seit 2004 wurden in Deutschland 4.355,3 Mio. Euro⁸⁰ verbrieftes Mezzanine-Kapital von sieben Anbietern auf den Markt gebracht. Die zwei kleinsten Mezzanine-Programme SmartMezzanine und S-Mezzanine/STEM waren die einzigen, die von Sparkassen/Landesbanken angeboten wurden. Alle anderen wurden von privaten Geschäftsbanken, teilweise in Kooperation mit einer Finanzberatung (PREPS™, PULS) angeboten. PREPS™ ist mit einem Volumen von ca. 2,1 Mrd. Euro und insgesamt sechs Transaktionen mit Abstand der größte Anbieter von Programm-Mezzanine und hat einen Marktanteil von über 50%. Die kleinsten drei Programme mit jeweils nur einer Transaktion teilen sich einen Marktanteil von 13%.⁸¹

Übersicht 2: Volumen der Mezzanine-Programme



Quelle: Anhang VII

Insgesamt wurden 52 der 686 vergebenen Programm-Mezzanine-Finanzierungen an ausländische Unternehmen mit einem Volumen von 357,5 Mio. Euro vergeben (exclusive PULS). Deutsche Unternehmen haben im Umkehrschluss 634 Programm-Mezzanine-Finanzierungen mit einem Volumen von 3.720,3 Mio. Euro aufgenommen

⁸⁰ Diese Summe berücksichtigt das Volumen der PULS-Transaktion nur zu 50%, da diese laut Telefoninterview mit Steffen Hanne (Vgl. Anhang IV) zu 50% gleichrangige Finanzierungsmittel enthält, die dem Fremdkapital zuzurechnen sind.

⁸¹ Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 13-14.

(durchschnittlich 5,9 Mio. Euro pro Finanzierung). Die kleinste Finanzierung betrug je nach Anbieter zwischen 1 und 2,5 Mio. Euro, die größte zwischen 10 und 18 Mio. Euro.⁸²

Programm-Mezzanine wurde größtenteils für Wachstumsvorhaben und die Stärkung der Eigenkapitalbasis aufgenommen. Zu diesem Schluss kommen die Studie der IKB/EBS sowie die Studie von Hauck & Aufhäuser.⁸³ Die detaillierten Umfrageergebnisse beider Studien sind dem Anhang XI zu entnehmen.

3.4.2. Risiken der Mezzanine-Portfolios

Um an einem der sieben Mezzanine-Programme teilzunehmen, musste der Jahresumsatz der Unternehmen über 10 Mio. Euro, bei einigen Anbietern sogar deutlich darüber liegen (PREPS™ > 50 Mio. Euro). Da nur 1,3% der deutschen Unternehmen einen Jahresumsatz > 10 Mio. Euro haben, war der Kreis der Teilnehmer sehr begrenzt.

Dazu kommt noch, dass einige Unternehmen Programm-Mezzanine-Kapital von mehreren Transaktionen/Anbietern aufgenommen haben. Gibt es dann Schwierigkeiten bei der Refinanzierung der ersten auslaufenden Transaktion, wird es wahrscheinlich auch in allen folgenden Transaktionen zu Schwierigkeiten bei der Refinanzierung kommen. Mit Blick auf die bevorstehende Refinanzierungswelle erster auslaufender Mezzanine-Programme birgt diese Tatsache ein besonderes Risiko für die länger laufenden Transaktionen, besonders bei einem hohen Wert der Mehrfachnutzung.⁸⁴ In Übersicht 3 sind sämtliche Transaktionen nach dem Ende der wirtschaftlichen Laufzeit sortiert und zeigen im Balkendiagramm, wie viele Unternehmen der Transaktion (in Prozent) gleichzeitig andere Mezzanine-Programme genutzt haben. Besonders gefährdet ist die Transaktion Prime 2006-1 aus zwei Gründen: Erstens läuft die Transaktion vergleichsweise spät aus und zweitens hat Prime 2006-1 den höchsten Wert der Mehrfachnutzung von 65,53%, d.h. 19 von 29 Unternehmen der Transaktion nutzen parallel Programm-

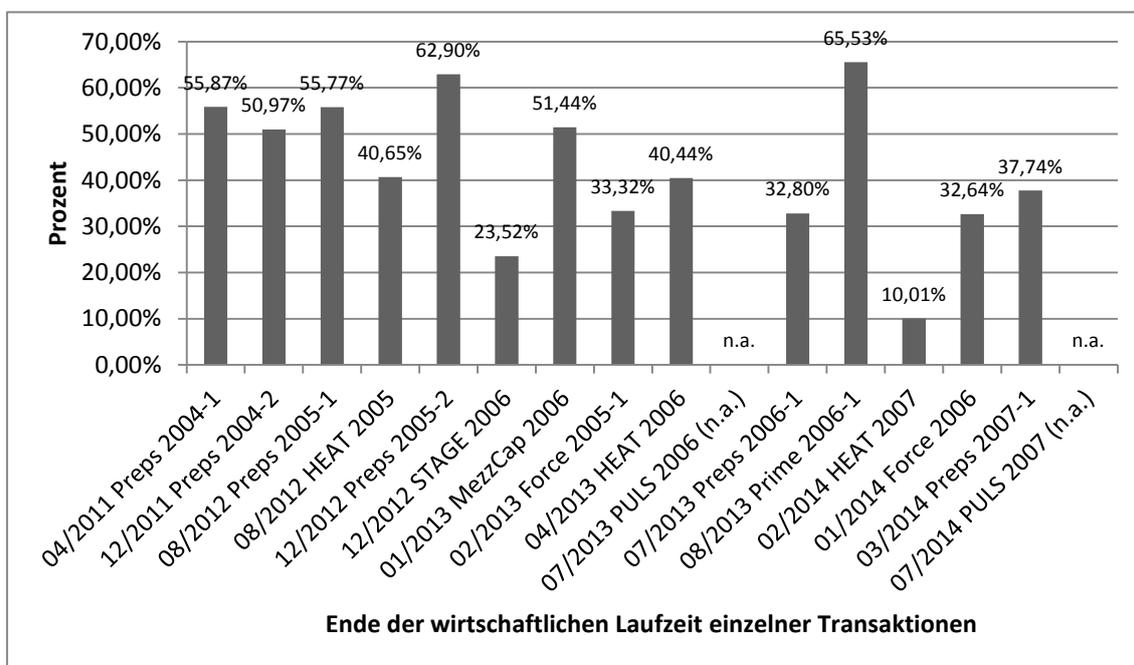
⁸² Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 14-15.

⁸³ Vgl. Anhang XI.

⁸⁴ Vgl. HSH Nordbank Credit Research (Hrsg.), http://www.hsh-nordbank.de/media/de/pdf/produkte/anlageprodukte/verbriefungstransaktionen/prime/additionalinformation_2/mezzaneclosmarktberblick2010.pdf? vom 30.01.2011, S. 14-15.

Mezzanine anderer Anbieter. Daten für beide PULS-Programme sowie für Force 2006 lagen nicht vor.⁸⁵

Übersicht 3: Mehrfachnutzung pro Transaktion (sortiert nach Zeitablauf)



Quelle: eigene Darstellung aus Anhang VII, Anhang VIII

Ein weiteres Problem ist die zu niedrige Risikostreuung innerhalb der Transaktionen. Bei zehn Transaktionen entfallen zwischen 20% und 25% des gesamten Portfolios auf die fünf größten Schuldner. Auch in diesem Vergleich liegt Prime 2006-1 mit Abstand vorn. Knapp 40% des gesamten Volumens der Transaktion entfallen auf die fünf größten Schuldner.⁸⁶ Prime 2006-1 hat mit 29 Finanzierungen hingegen auch das kleinste Portfolio (bezogen auf die Stückzahlen), weshalb die fünf größten Schuldner schon aus diesem Grund einen größeren, prozentualen Anteil ausmachen als bei großen Transaktionen wie z.B. Preps 2004-2 mit 67 Finanzierungen.⁸⁷

⁸⁵ Vgl. Anhang VIII.

⁸⁶ Vgl. HSH Nordbank Credit Research (Hrsg.), http://www.hsh-nordbank.de/media/de/pdf/produkte/anlageprodukte/verbriefungstransaktionen/prime/additionalinformation_2/mezzaninemarktberblick2010.pdf? vom 30.01.2011, S. 11.

⁸⁷ Vgl. Anhang VII.

3.4.3. Ausfälle innerhalb der Mezzanine-Portfolios

Von den insgesamt verbrieften 4.077,8 Mio. Euro (exclusive PULS) wurden aufgrund von Unternehmensinsolvenzen bereits 506,5 Mio. Euro (12,4%) vollständig wertberichtigt. Da die durchschnittlich ausgefallene Finanzierung mit 7,1 Mio. Euro über der durchschnittlich vergebenen Finanzierung von 5,9 Mio. Euro liegt, ist tendenziell von Ausfällen größerer Unternehmen auszugehen. Momentan weisen alle Mezzanine-Programme einen positiven PDL⁸⁸ aus. Das zeigt, dass:

- alle Mezzanine-Programme von Zahlungsausfällen betroffen sind,
- die bisher eingesparten Equity-Piece-Zinsen nicht zur Deckung der bis jetzt aufgelaufenen Verluste ausreichen,
- die eingetretenen Ausfälle wesentlich höher sind als erwartet.

Teilweise übersteigen die PDL-Werte sogar den gesamten Wert des Equity-Pieces. Equity-Piece-Investoren würden jetzt bei Fälligwerden nichts vom Nennbetrag zurück-erhalten. Bei diesen Programmen besteht sogar die Gefahr, dass Investoren höherer Tranchen nicht den vollen Nennbetrag zurückerhalten.⁸⁹

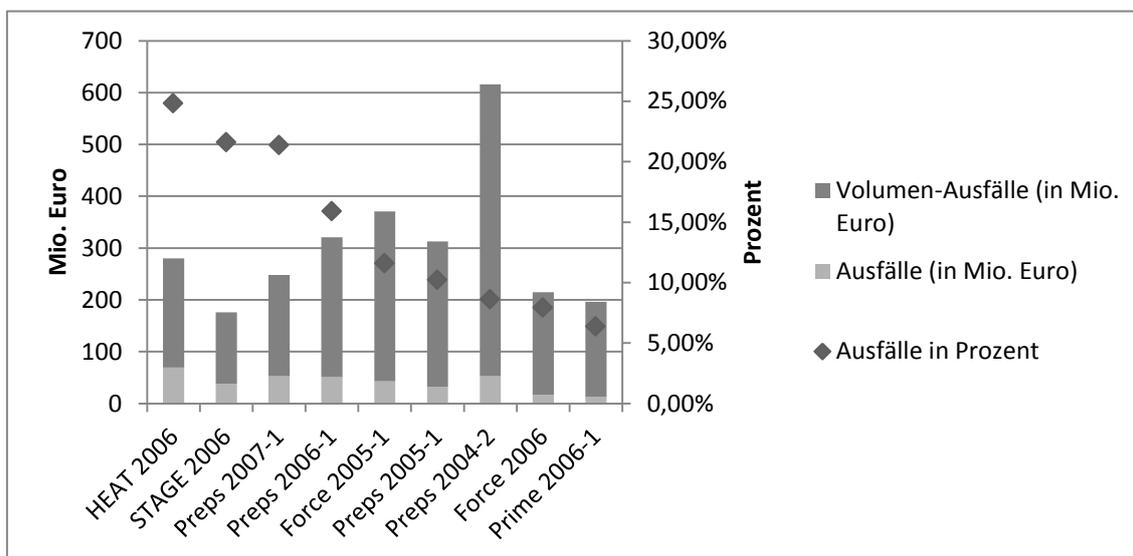
Die Datenlage ist bei den Ausfällen nicht eindeutig, da drei verschiedene Quellen zu drei unterschiedlichen Ergebnissen der kumulierten Ausfälle führen. Während Mezzanine-Bericht.de Ausfälle in Höhe von 611 Mio. Euro publiziert, ist in der Studie der IKB/EBS von 506,5 Mio. Euro und in der Studie der HSH Nordbank von 369 Mio. Euro die Rede. Ausfälle pro Transaktion sind jedoch nur auf Mezzanine-Bericht.de und in der Studie der HSH Nordbank ersichtlich, wobei Mezzanine-Bericht.de Angaben zu 14 Transaktionen macht und die HSH Nordbank nur zu neun Transaktionen. Sieben dieser neun Angaben sind höher oder genauso groß wie die Angaben von Mezzanine-Bericht.de. Da die kumulierten Verluste im Laufe der Zeit nicht abnehmen können, werden die Daten der HSH mit hoher Wahrscheinlichkeit die aktuelleren sein. Diese sind in Übersicht 4 dargestellt. Die Balken zeigen in ihrer Gesamtlänge das gesamte Volumen der jeweiligen Transaktionen, die hell abgesetzten Teilbalken innerhalb der Gesamtbalken zeigen die absoluten Ausfälle der jeweiligen Transaktion in Mio. Euro.

⁸⁸ Erläuterung in Kapitel 3.2.

⁸⁹ Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 18-20.

Die Transaktionen sind nach prozentualem Ausfall pro Transaktion (durch Würfel dargestellt) sortiert. HEAT 2006 hat absolut und relativ die größten Ausfälle zu verzeichnen. Die höchsten Ausfälle insgesamt wurden im Jahr 2009 verzeichnet.⁹⁰

Übersicht 4: Ausfälle einzelner Mezzanine-Programme (absolut, prozentual)



Quelle: eigene Darstellung von Daten aus HSH Nordbank Credit Research (Hrsg.), http://www.hsh-nordbank.de/media/de/pdf/produkte/anlageprodukte/verbriefungstransaktionen/prime/additionalinformation_2/mezzanineclosmarktberblick2010.pdf? vom 30.01.2011, S. 7.

In der Studie der HSH Nordbank wird außerdem die einjährig geschätzte Unternehmensausfallrate berechnet, auf die sich in der Einzelbetrachtung der Mezzanine-Programme in Kapitel 4 bezogen wird. Auf Basis von Moody's geschätzten Branchen-Ausfallraten und weiteren Informationen werden mittels Portfolioeinteilung die einjährigen Ausfallwahrscheinlichkeiten der Mezzanine-Transaktionen abgeschätzt. Diese geben u.a. einen Eindruck über die Konzentration ausfallgefährdeter Branchen innerhalb der Transaktionen im Vergleich zu anderen Transaktionen. HEAT 2006 belegt mit 1,12% auch hier den Spitzenplatz, was auf eine hohe Konzentration an ausfallgefährdeten Branchen innerhalb der Transaktion schließen lässt. Die hohe tatsächliche Ausfallquote von HEAT 2006 (siehe Übersicht 4) bestätigt diesen Rückschluss. Preps 2007-1

⁹⁰ Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 18, HSH Nordbank Credit Research (Hrsg.), http://www.hsh-nordbank.de/media/de/pdf/produkte/anlageprodukte/verbriefungstransaktionen/prime/additionalinformation_2/mezzanineclosmarktberblick2010.pdf? vom 30.01.2011, Mezzanine-Bericht.de: <http://mezzanine-bericht.de/> vom 06.02.2011.

hat den geringsten Wert von 0,82%. Die prognostizierten Ausfallraten für die kommenden 12 Monate (Stand 30.07.2010) sind insgesamt im Vergleich zum Vorjahr deutlich gesunken, was an den optimistischen Konjunkturaussichten liegen könnte.⁹¹

3.4.4. Entwicklung der Ratings

Die schlechte Entwicklung der Mezzanine-Programme seit deren Beginn zeigt sich auch bei der Betrachtung der Ratingentwicklung. Nahezu alle Senior-Tranchen erhielten bei deren Auflegung die beste Moody's Ratingnote „Aaa“ (bis auf Preps 2004-1 mit „Aa2“). Bis Oktober 2010 haben lediglich zwei Programme dieses Rating beibehalten (allerdings mit negativem Ausblick), die restlichen 12 der 14 Programme (PULS bleibt unberücksichtigt) wurden unterschiedlich stark herabgestuft. Die Senior-Tranchen von vier Programmen bewegen sich gemäß Moody's sogar im Non-Investmentgrade Bereich.⁹² Durch die Kreditkrise sind viele Unternehmen in Schwierigkeiten geraten, die vor der Krise als solide galten. Außerdem wirkt sich die geringe Risikostreuung (siehe Kapitel 3.4.2) verstärkend auf die negative Entwicklung aus.⁹³

3.4.5. Refinanzierungsproblematik auslaufender Mezzanine-Programme

Insgesamt steht bis zum Jahr 2014 die Refinanzierung aller 16 Mezzanine-Transaktionen an. Die erste Transaktion Preps 2004-1 läuft zum April 2011 aus. Die größte Masse wird ab Mitte des Jahres 2012 fällig.⁹⁴ Übersicht 5: Aufspaltung des gesamten Programm-Mezzanine-Volumens nach Fälligkeit zeigt die Gesamtvolumina nach Quartalen sortiert, in denen die Transaktionen fällig werden (PULS fließt nur zu 50% in die Berechnung ein, die Gründe werden im Anhang VII erläutert).

⁹¹ Vgl. HSH Nordbank Credit Research (Hrsg.), http://www.hsh-nordbank.de/media/de/pdf/produkte/anlageprodukte/verbriefungstransaktionen/prime/additionalinformation_2/mezzaneclosmarktberblick2010.pdf? vom 30.01.2011, S. 5-6.

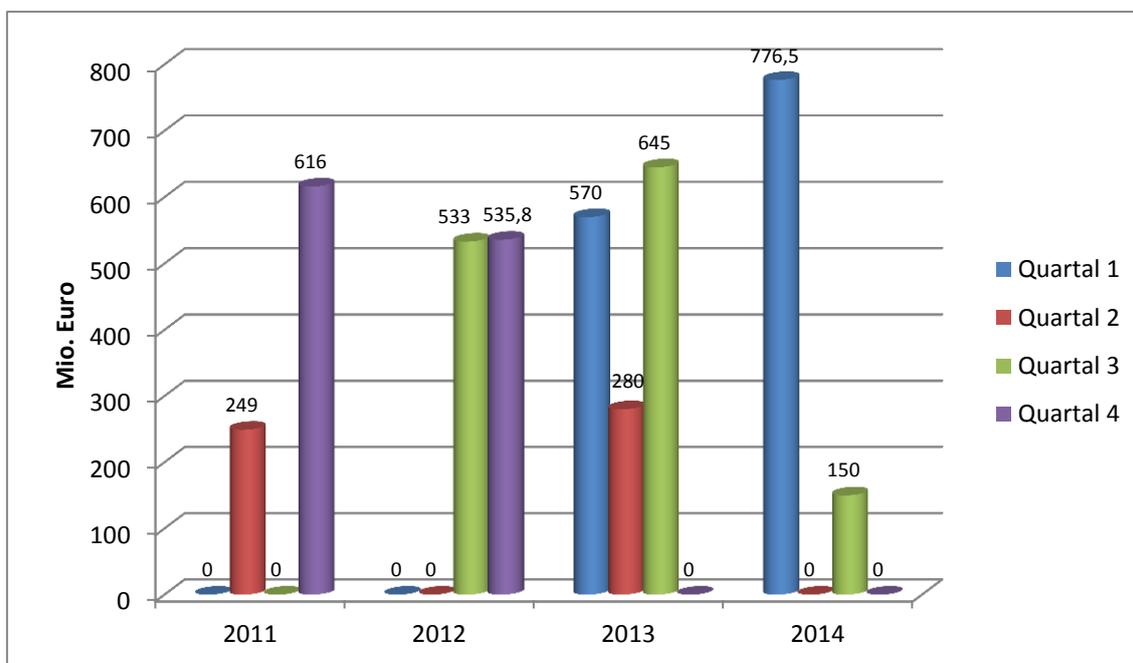
⁹² Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 20, 22.

⁹³ Vgl. HSH Nordbank Credit Research (Hrsg.), http://www.hsh-nordbank.de/media/de/pdf/produkte/anlageprodukte/verbriefungstransaktionen/prime/additionalinformation_2/mezzaneclosmarktberblick2010.pdf? vom 30.01.2011, S. 9.

⁹⁴ Vgl. Anlage VII.

Diese Übersicht geht vom gesamten emittierten Volumen (deutsche und ausländische Unternehmen) aller deutschen Mezzanine-Programme von 4.355,3 Mio. Euro aus. Dieser Betrag reduziert sich jedoch um Forderungsverluste aus Insolvenzen, Fälle vorzeitiger Rückzahlung und Weiterveräußerungen von Forderungen. IKB/EBS haben unter Berücksichtigung dieser Werte ein tatsächliches Refinanzierungsvolumen deutscher Unternehmen von ca. 3 Mrd. Euro errechnet. Eine Aufspaltung des tatsächlich zu refinanzierenden Betrages nach einzelnen Transaktionen ist nicht verfügbar. Trotz dessen gibt Übersicht 5: Aufspaltung des gesamten Programm-Mezzanine-Volumens nach Fälligkeit einen guten Überblick über die Verteilung der anstehenden Refinanzierungen von Programm-Mezzanine deutscher Anbieter im Zeitablauf.⁹⁵

Übersicht 5: Aufspaltung des gesamten Programm-Mezzanine-Volumens nach Fälligkeit



Quelle: eigene Darstellung aus Anhang VII

Die Refinanzierung der Mezzanine-Programme steht aufgrund des Zusammenbruchs des Verbriefungsmarktes und dem damit weggefallenen Angebot an neuen Mezzanine-Programmen vor erheblichen Schwierigkeiten. Mit dem Ende der vertraglichen Laufzeit müssen die Finanzierungen endfällig getilgt werden, anderenfalls steht die Zahlungsunfähigkeit des Unternehmens an. Individual-Mezzanine stellt eine im Vergleich zu Pro-

⁹⁵ Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 30.

gramm-Mezzanine teure Variante dar, die außerdem nur bonitätsstarken Unternehmen zur Verfügung steht. Eine andere Möglichkeit ist Fremdkapital. Dabei ergibt sich jedoch das Problem des strukturellen Nachranges. Das bedeutet, dass die Refinanzierung von Nachrangkapital mit Fremdkapital nicht im Interesse der Fremdkapitalgeber ist, da diese damit in die Risikoposition von Nachrangkapitalgebern eintreten, aber nur mit Fremdkapitalkonditionen entlohnt werden. Da die Rückführung von nachrangigen Mitteln die Gläubigerposition verschlechtert, könnten Fremdkapitalgeber außerdem auf die Rückführung ihres Fremdkapitals vor Fälligkeit des Mezzanine-Kapitals drängen. Erschwerend kommt hinzu, dass Mezzanine-Kapital bereits zwei Jahre vor Fälligkeit den Status als wirtschaftliches Eigenkapital bei der Berechnung des bankinternen Ratings verlieren kann. Das verschlechtert die Situation für die Aufnahme von Fremdkapital mit Ablauf der Mezzanine-Programme zusätzlich.⁹⁶ Den Mezzanine-Anbietern drohen aufgrund der schwierigen Refinanzierungssituation hohe Ausfälle. Aufgrund seiner Kapitalmarktprodukteigenschaften und der Einbindung diverser Transaktionspartner sind Restrukturierungen für Programm-Mezzanine-Kapital schwierig.⁹⁷

Rund 40% (83 Unternehmen) der im Rahmen der Studie der IKB/EBS befragten 208 Unternehmen verfügen bereits über eine Refinanzierungslösung. 90,4% der befragten Unternehmen dieser Gruppe gaben an, die Refinanzierung u.a. aus dem laufenden Cash-flow bzw. durch Innenfinanzierung zu finanzieren. 19,2% der Befragten gaben auch die Verwendung von Bankkrediten an (Mehrfachnennungen waren möglich). Bei der Gruppe ohne konkrete Anschlussfinanzierungslösungen (124 Unternehmen \approx 60%) dominierten der Bankkredit mit 62,7% sowie Individual-Mezzanine mit 44,5%. Die Antworten zu realistisch einsetzbaren Refinanzierungsformen fielen bei der zweiten Gruppe deutlich heterogener als bei der ersten Gruppe aus.⁹⁸ Konkret hatten sich erst 56 der 124 Unternehmen um eine Anschlussfinanzierung bemüht, wovon wiederum 65,5% das Andauern der Verhandlungen und 21,8% einen zu großen zeitlichen Vorlauf bis zur Fälligkeit als Gründe für das Nicht-Zustandekommen der Anschlussfinanzierung angaben. Bei lediglich 3,6% der Befragten war eine Antragsablehnung der Grund.⁹⁹

⁹⁶ Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 34-35.

⁹⁷ Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 36-39.

⁹⁸ Vgl. Anhang IX.

⁹⁹ Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 54.

In einer Studie von Hauck & Aufhäuser mit 27 teilnehmenden Unternehmen wurde ebenfalls nach dem Stand der Refinanzierung der Mezzanine-Programme gefragt. Wie bei der IKB/EBS Studie auch sind Unternehmen aus allen sieben Mezzanine-Programmen vertreten. Laut Hauck & Aufhäuser haben bereits 70% der Befragten die Refinanzierung geplant, bei 4% ist die Refinanzierung bereits erfolgt und 26% haben die Refinanzierung noch nicht geplant. Bei der Frage nach möglichen Wegen der Refinanzierung dominieren, wie in der Studie der IKB/EBS (Gruppe ohne konkrete Anschlussfinanzierungslösungen), Fremdkapital mit 45% und Individual-Mezzanine mit 29%.¹⁰⁰ Im derzeitigen Marktumfeld ist Fremdkapital für die Unternehmen schwierig zu bekommen. Aufgrund der niedrigen Eigenkapitalausstattung des Mittelstandes, steigenden Eigenkapitalanforderungen der Banken und verschärften Kreditvergabebedingungen im Zuge der Finanzkrise sind die Bedingungen für die Fremdkapitalaufnahme eher schlecht. Umfragen des Bundesverbands der mittelständischen Wirtschaft bestätigen die Verschärfung der Kreditvergabe und verzeichnen außerdem eine Zunahme der geforderten Sicherheiten, der Informationspflichten und der Zinsmargen der Banken. Alternativ zum Bankkredit können zur Refinanzierung des Mezzanine-Kapitals Unternehmensanleihen emittiert werden. Diese Form der Fremdkapitalaufnahme ist für kleine Unternehmen aufgrund der Anforderungen (Rating, Emissionskosten) jedoch eher schwierig.¹⁰¹ Des Weiteren wurde im Rahmen der Umfrage der IKB/EBS nach den Entscheidungskriterien bei der Wahl der Anschlussfinanzierung gefragt, wobei der Erhalt der Eigentümerstruktur bei den Unternehmen das mit Abstand wichtigste Kriterium war.¹⁰² Zusammengefasst wünschen sich die Unternehmen „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.“¹⁰³ Diese Anforderungen beschreiben exakt das Produkt Programm-Mezzanine. Da dieses Produkt nicht mehr ange-

¹⁰⁰ Vgl. Elmers/Knöll/Lehmann-Tolkmitt, 2010, S. 22-23.

¹⁰¹ HSH Nordbank Credit Research (Hrsg.), http://www.hsh-nordbank.de/media/de/pdf/produkte/anlageprodukte/verbriefungstransaktionen/prime/additionalinformation_2/mezzanineclosmarktberblick2010.pdf? vom 30.01.2011, S. 12-14.

¹⁰² Vgl. Anhang X.

¹⁰³ Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 65.

boten wird, sind Kompromisse bei der Refinanzierung nicht zu vermeiden. Erfolgt diese durch Fremdkapital muss auf Nachrangigkeit verzichtet, bei Individual-Mezzanine müssen höhere Zinsen akzeptiert und bei einer Refinanzierung durch Beteiligungskapital muss eine Veränderung der Eigentümerstruktur in Kauf genommen werden.¹⁰⁴ Zum Vertragslaufzeitende der Mezzanine-Programme sind grundsätzlich folgende Möglichkeiten denkbar und abhängig von der jeweiligen Unternehmens- und Marktsituation mehr oder weniger wahrscheinlich:

Übersicht 6: Denkbare Möglichkeiten zum Vertragslaufzeitende von Programm-Mezzanine

Möglichkeit	Anmerkung
Verlängerungen der Mezzanine-Programm-Anbieter	Unwahrscheinlich aufgrund des zusammengebrochenen Verbriefungsmarktes
Refinanzierung aus laufendem Cash-flow/Innenfinanzierung	Gute Ertragslage des Unternehmens erforderlich
Refinanzierung durch Fremdkapital (von Banken → Kredite, vom Kapitalmarkt → Anleihen, Schuldscheindarlehen)	Gutes Rating erforderlich
Refinanzierung durch Beteiligungskapital	Mittleres Rating erforderlich
Refinanzierung durch Individual-Mezzanine	Mittleres Rating erforderlich
Refinanzierung durch Factoring, Leasing	
Insolvenz des Unternehmens	Bei schlechtem Rating/schlechter Bonität, da sich weder Fremd- noch Eigenkapitalgeber finden lassen

Quellen: Eigene Darstellung nach Anhang II, Anhang III, Anhang IV, Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 53

¹⁰⁴ Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 65.

3.4.6. Ursachen des Scheiterns von Programm-Mezzanine

Nach einem hohen Wettbewerb der Mezzanine-Programme untereinander kam der Markt nach Ausbruch der Finanzkrise völlig zum Erliegen. Die ersten Mezzanine-Programme haben verhältnismäßig große Volumina verbrieft, so dass die Equity-Pieces aufgrund ihrer Größe einen gewissen Teil an Verlusten abfedern konnten. Preps 2004-2 zum Beispiel wurde mit einem Volumen von 616 Mio. verbrieft. Aufgrund des zunehmenden Wettbewerbs wurden immer kleinere Programme (z.B. StaGe-2006 mit einem Volumen von 175,8 Mio. Euro) mit risikoreicheren Tranchen (bis in den Non-Investmentgrade-Bereich) auf dem Markt etabliert, die auch dementsprechend nur über kleine Equity-Pieces als Verlustpuffer verfügten.¹⁰⁵ Das Marktumfeld für Programm-Mezzanine war vor der Finanzkrise 2007 geprägt von zu vielen Anbietern und einem daraus resultierenden harten Wettbewerb zu nicht risikogerechten Kampfbedingungen. Die Banken verschärfen zusätzlich mit günstigen Kreditkonditionen den Wettbewerb.¹⁰⁶ Die Ausfallrisiken von Programm-Mezzanine sind aufgrund dieser Situation zum Teil falsch bewertet worden. Gründe liegen u.a. darin, dass Mezzanine-Kapital in seiner verbrieften Form neu ist. Die Methode der Verbriefung von Forderungen ist relativ alt und auch Mezzanine-Kapital gibt es schon lange. Beides in Kombination gibt es jedoch erst seit 2004. Aus diesem Grund existierten auch keine historischen Daten über Ausfälle und das tatsächliche Risiko konnte nicht angemessen bewertet werden. Diese Tatsache hätte über Risikoaufschläge und ein entsprechend vorsichtiges Rating berücksichtigt werden müssen. Das Risiko lag durch die Verbriefung bei den Investoren und nicht bei den Programm-Anbietern. Die Anbieter verdienten durch die Auflegung ein risikoloses Disagio zwischen vier und fünf Prozent, was die Anbieter im Zuge des hohen Konkurrenzkampfes um geeignete Unternehmen zu standardisierten Bewertungen mit nicht ausreichenden Prüfmechanismen und Risikoanalysen verleitete. Dazu kam das Problem der mangelnden Risikostreuung (siehe Kapitel 3.4.2). Eine weitere Schwachstelle waren die rückwärtsgerichteten Ratings, die meist nur die Bilanzbonität beurteilten. Qualitative Beurteilungen über das Geschäftsmodell, das Marktumfeld oder die

¹⁰⁵ Vgl. Elmers/Knöll/Lehmann-Tolkmitt, 2010, S. 19-21.

¹⁰⁶ Vgl. Hofelich,

[http://www.unternehmeredition.de/index.php?id=8&no_cache=1&tx_ttnews\[tt_news\]=24&tx_ttnews\[backPid\]=23](http://www.unternehmeredition.de/index.php?id=8&no_cache=1&tx_ttnews[tt_news]=24&tx_ttnews[backPid]=23) vom 18.01.2011.

Qualität des Managements waren für die Investoren aus den Ratings nicht ersichtlich. Außerdem wurden Rating-Verfahren verwendet, welche Konjunkturschwankungen nicht in die Bewertung einbezogen haben. Dadurch sind die Ratings vor der Finanzkrise 2008 tendenziell zu gut ausgefallen. Den Anbietern spielte der stetig steigende Anlage- und Renditedruck der Investoren in die Hände, aufgrund dessen der Risikogehalt der Wertpapiere nicht mehr ausreichend analysiert wurde und eine irrationale Risiko-Rendite-Struktur akzeptiert wurde. Durch die ersten Ausfälle änderte sich die Investitionsbereitschaft der Investoren schnell.¹⁰⁷

Zusammenfassend können folgende Ursachen für den Zusammenbruch des Programm-Mezzanine-Marktes identifiziert werden:¹⁰⁸

Endogene Ursachen:

- hoher Konkurrenzkampf
 - immer kleinere, risikoreichere Mezzanine-Programme mit ungenügendem Verlustpuffer
 - sinkende Bonitätsanforderungen an die Portfoliounternehmen
 - kein risikogerechtes Pricing
 - standardisierte Bewertungsmethoden mit ungenügenden Prüfmechanismen und Risikoanalysen
- rückwärtsgerichtete Ratings
- mangelnde Risikostreuung

Exogene Ursachen:

- Unsicherheit potentieller Investoren durch:
 - Zusammenbruch des Verbriefungsmarktes → Vertrauensverlust in strukturierte Finanzprodukte

¹⁰⁷ Vgl. Elmers/Knöll/Lehmann-Tolkmitt, 2010, S. 19-21, Martens, Markt und Mittelstand 01.12.2008, S. 76-78.

¹⁰⁸ Vgl. Bruch: Jahresrückblick 2008 Mezzanine, <http://mezzanine-bericht.de/2008.pdf> vom 16.01.2011, Elmers/Knöll/Lehmann-Tolkmitt, 2010, S. 19-21, Fleischhauer/Olkowski, Unternehmeredition 2010, S. 30, Vgl. Hofelich, [http://www.unternehmeredition.de/index.php?id=8&no_cache=1&tx_ttnews\[tt_news\]=24&tx_ttnews\[backPid\]=23](http://www.unternehmeredition.de/index.php?id=8&no_cache=1&tx_ttnews[tt_news]=24&tx_ttnews[backPid]=23) vom 18.01.2011, Martens, Markt und Mittelstand 01.12.2008, S. 76-78.

- diverse Insolvenzen von Unternehmen, die Programm-Mezzanine aufgenommen hatten → negative Auswirkungen auf die Performance der Mezzanine-Programme → Erwartungen der Investoren nicht erfüllt
- kein Interesse insbesondere von bonitätsstarken Unternehmen an unflexiblen Programm-Mezzanine aufgrund:
 - endfälliger Tilgung → keine Option der Nachverhandlung (diese kann in bestimmten Situationen von existentieller Bedeutung sein)

4. Darstellung und Marktuntersuchung deutscher Mezzanine-Programme

4.1. PREPS™

4.1.1. Darstellung wesentlicher Charakteristika

PREPS™ ist eine von der HypoVereinsbank und Capital Efficiency Group AG (CEG) gegründete Verbriefungsplattform und ermöglicht die Finanzierung eigenkapitalähnlicher Mittel für den Mittelstand auf den internationalen Kapitalmärkten. Mit einem Verbriefungsvolumen von über 2,1 Mrd. Euro verteilt auf sechs Transaktionen von 2004 bis 2007 wurden 327 Finanzierungen arrangiert. Damit ist PREPS™ deutlicher Marktführer im Markt für Programm-Mezzanine-Kapital (siehe Abbildung 5.2.2. aktuelle Marktlage).¹⁰⁹ Aus diesem Grund soll auf PREPS™ etwas intensiver als auf die anderen Mezzanine-Programme eingegangen werden. Im Rahmen der PREPS™-Transaktionen wurden überwiegend Genussrechte vergeben, jedoch gab es innerhalb der Transaktionen eine kleine Minderheit an Nachrangdarlehen, wovon wiederum ein kleiner Teil im Nachhinein in Genussrechte gewandelt wurde. Aus diesem Grund wird auf die Nachrangdarlehen nicht weiter eingegangen, die folgenden Aussagen beziehen sich weitestgehend auf die verbrieften Genussrechte.¹¹⁰

¹⁰⁹ Vgl. Capital Efficiency Group AG: <http://www.ceg-ag.com/> vom 24.01.2011.

¹¹⁰ Telefoninterview mit Jan Rickers; Mitarbeiter Capital Efficiency Group AG vom 25.01.2011 (siehe Anlage)

Die Nachfrage der Investoren nach den Genussrechten lag in den ersten vier Transaktionen 2004 und 2005 deutlich über dem Angebot. Der Zinssatz, den die Unternehmen letztendlich zahlen mussten, wurde im Rahmen einer Roadshow bei institutionellen Investoren ermittelt. In Abhängigkeit von der verlangten Vergütung der Investoren für die einzelnen Junior und Senior Notes wurde ein synthetischer Mischzinssatz ermittelt, den die Unternehmen für die Genussrechte bezahlen mussten.¹¹¹ Die Höhe dieser Mischzinssätze sind für jede Transaktion auf der Homepage der CEG hinterlegt und gelten nur für die Genussrechte, für die Nachrangdarlehen gelten höhere Zinssätze. Alle Unternehmen müssen sich durch das Moody's KMV RiskCalc¹¹² einer Bonitätsbeurteilung unterziehen, dessen Ergebnis mindestens ein „Baa3“ (Investmentgrade) aufweisen muss. Erfüllen Unternehmen diese Voraussetzung, erfolgt keine weitere Differenzierung der Konditionen nach deren Bonität, d.h. jedes Unternehmen, was die Mindestanforderungen erfüllt, bezahlt den besagten Mischzinssatz.¹¹³

4.1.2. Analyse der aktuellen Marktsituation

Aus diesem Mischzinssatz könnte sich das Problem der adversen Selektion ergeben. Theoretisch wäre der Mischzinssatz für das Ausfallrisiko von Unternehmen mit einem überdurchschnittlichen Rating von z.B. „AAA“ zu hoch und für Unternehmen mit einer Bewertung von „Baa3“ zu niedrig. Das würde in der Theorie zur Folge haben, dass die bonitätsstarken Unternehmen aufgrund des für sie zu teuren Mischzinssatzes nicht am Mezzanine-Programm teilnehmen, obwohl die Berechnung des Misch-Zinssatzes diese Unternehmen mit einbezieht. In der Folge würden nur noch bonitätsschwache Unternehmen im Portfolio der Transaktion verbleiben. Laut Jan Rickers von der Capital Efficiency Group AG lässt sich dieser Zusammenhang nicht in der Praxis erkennen. Zum einen befinden sich deutsche mittelständische Unternehmen¹¹⁴ üblicherweise nicht in Ratingbereichen von „AAA“. Abgesehen davon ergibt sich für derart überdurchschnitt-

¹¹¹ Vgl. Bösl/Sommer, 2006, S. 108-109.

¹¹² Moody's KMV RiskCalc ist ein Modell, mit dem man mit relativ wenig Aufwand mittelständische Unternehmen in der Bonität beurteilen kann. Das Ergebnis ist kein offizielles Rating, sondern eher ein Quasi-Rating.

¹¹³ Telefoninterview mit Jan Rickers; Mitarbeiter Capital Efficiency Group AG vom 25.01.2011 (siehe Anlage)

¹¹⁴ Innerhalb des PREPSTTM-Programms ist der Anteil an ausländischen finanzierten Unternehmen eher gering, deswegen liegt der Schwerpunkt der Betrachtung auf deutschen Unternehmen. (Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 16.)

lich bonitätsstarke Unternehmen nicht die Notwendigkeit einer mezzaninen Finanzierung. Mit der Mindestanforderung von einer Bonitätsbewertung „Baa3“ befinden sich ohnehin nur das bonitätsstärkste obere Drittel des deutschen Mittelstandes im Portfolio.¹¹⁵

Vielmehr könnte das Problem der Informationsasymmetrie im Bereich der sog. Repeater vorzufinden sein. Als Repeater werden Unternehmen bezeichnet, die mehrmals Mezzanine-Kapital, zum Teil bei unterschiedlichen Programm-Mezzanine-Anbietern aufgenommen haben. Laut Herrn Rickers wurde in Studien gezeigt, dass die Ausfallquote bei Repeatern im Vergleich zu Einfach-Nutzern überdurchschnittlich hoch ist. Eine Ursache dafür könnte sein, dass diese Unternehmen das rückwärtsgerichtete Bewertungsmodell durch die standardisierten Ratings ausgenutzt haben, indem diese aufgrund der letzten positiven Jahresabschlüsse versucht haben, möglichst viel Mezzanine-Kapital aufzunehmen, obwohl bereits negative Zukunftsaussichten bestanden. Das zeigt ein klassisches Beispiel von Informationsasymmetrie, indem ein Vertragspartner (Mezzanine-Nehmer) bei Vertragsabschluss mehr weiß als er vorgibt, um sich einen Vorteil zu verschaffen. Nachweisen kann man diesen Zusammenhang jedoch nicht, dies ist nur eine Vermutung.¹¹⁶

Das aktuelle Angebot umfasst ausschließlich das von der HypoVereinsbank direkt angebotene Individual-Mezzanine, was jedoch deutlich teurer, dafür aber auch flexibler als Program-Mezzanine ist und damit individueller auf das Unternehmen angepasst werden kann. Im Gegensatz zu PREPS™ wurden mit diesem Produkt keine großen Volumina erreicht. PREPS™ 2007-1 war die letzte Verbriefungstransaktion der CEG und HypoVereinsbank, seitdem gibt es keine Verbriefungen mehr. Das ist bei anderen Anbietern ähnlich. Mezzanine-Kapital, das am Kapitalmarkt refinanziert wird, wird laut Herrn Rickers aktuell von keinem Anbieter mehr angeboten. Das wird sich wahrscheinlich auch im Jahr 2011 nicht ändern. Von Unternehmensseite besteht jedoch großes Interesse an Mezzanine-Finanzierungen insbesondere zu den günstigen Konditionen, die innerhalb der vergangenen Mezzanine-Programme angeboten wurden. Besonders vor dem

¹¹⁵ Telefoninterview mit Jan Rickers; Mitarbeiter Capital Efficiency Group AG vom 25.01.2011 (siehe Anlage)

¹¹⁶ Telefoninterview mit Jan Rickers; Mitarbeiter Capital Efficiency Group AG vom 25.01.2011 (siehe Anlage)

Hintergrund der anstehenden Refinanzierungen auslaufender Mezzanine-Programme besteht eine große Nachfrage. Von Seiten der Investoren besteht kein Interesse mehr an Kapitalanlageprodukten, die sich auf verbrieftes Mezzanine-Kapital beziehen. Das ist wahrscheinlich auch einer der Gründe, warum momentan keine Mezzanine-Programme mehr angeboten werden können.¹¹⁷

Innerhalb von PREPS™ gibt es bereits Zahlungsausfälle durch Mezzanine-Nehmer zu beklagen, genaue Zahlen konnten jedoch weder im Telefoninterview, noch in diversen Mezzanine-Marktstudien ermittelt werden. Laut Marktüberblick 2010 für Mezzanine-CLOs sind von Ausfällen nur vier PREPS™-Transaktionen¹¹⁸ mit kumulierten Verlusten von insgesamt 189 Mio. Euro betroffen. Bezogen auf das gesamte PREPS™-Verbriefungsvolumen von über 2,1 Mrd. Euro entspricht das einer Ausfallquote von knapp 9%. Laut Mezzanine-Bericht.de sind sogar alle sechs PREPS™-Transaktionen mit einem Gesamtverlust von 287 Mio. Euro betroffen.¹¹⁹

Wie in Kapitel 5.2.2. beschrieben, ist die Risikostreuung in den Mezzanine-Portfolien aufgrund der Konzentration auf zu wenige Schuldner nicht ausreichend. PREPS 2004-2 hat mit 16% den niedrigsten prozentualen Anteil der fünf größten Schuldner am Gesamtvolumen der Transaktion. Alle anderen PREPS™-Transaktionen liegen mit 20% - 23% im Durchschnitt.¹²⁰ Bezüglich des Risikos aus Überschneidungen zwischen den unterschiedlichen Verbriefungen liegt PREPS™ mit knapp 49% leicht über dem Durchschnitt von 41%. Von 329 PREPS™-Mezzanine-Finanzierungen haben 161 Mezzanine-Nehmer gleichzeitig auch andere Mezzanine-Programme in Anspruch genommen.¹²¹

¹¹⁷ Telefoninterview mit Jan Rickers; Mitarbeiter Capital Efficiency Group AG vom 25.01.2011 (siehe Anlage)

¹¹⁸ Preps 2004-2 mit 53 Mio. Euro (616 Mio. Euro emittiert), Preps 2005-1 mit 32 Mio. Euro (313 Mio. Euro emittiert), Preps 2006-1 mit 51 Mio. Euro (321 Mio. Euro emittiert), Preps 2007-1 mit 53 Mio. Euro (248 Mio. Euro emittiert)

¹¹⁹ Vgl. HSH Nordbank Credit Research (Hrsg.), http://www.hsh-nord-bank.de/media/de/pdf/produkte/anlageprodukte/verbriefungstransaktionen/prime/additionalinformation_2/mezzaneclosmarktberblick2010.pdf? vom 30.01.2011, S. 7, Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 19, Mezzanine-Bericht.de: <http://mezzanine-bericht.de/> vom 06.02.2011.

¹²⁰ Vgl. HSH Nordbank Credit Research (Hrsg.), http://www.hsh-nord-bank.de/media/de/pdf/produkte/anlageprodukte/verbriefungstransaktionen/prime/additionalinformation_2/mezzaneclosmarktberblick2010.pdf? vom 30.01.2011, S. 11.

¹²¹ siehe Anlage (Berechnung Überlappung auf Mezzanine-Programm Ebene)

Da es durch die zeitliche Begrenzung der Mezzanine-Programme zu einem hohen Refinanzierungsbedarf der Unternehmen kommen wird, interessiert besonders die Frage nach adäquaten Angeboten seitens PREPS™. Diesbezüglich existieren keine Angebote durch PREPS™, auch gibt es keine Angebote der zeitlichen Verlängerung der Transaktionen. Die Genussrechte wurden im Rahmen einer Verbriefung am Kapitalmarkt zu vorher fest definierten Konditionen platziert, diese beinhalten u.a. einen fixen Rückzahlungszeitraum und lassen keinen Spielraum für Verhandlungen. Kann das Mezzanine-Kapital durch die Unternehmen am Stichtag zum Ablauf der wirtschaftlichen Laufzeit (bei PREPS™-Transaktionen immer sieben Jahre¹²²) nicht zurückgezahlt werden, bleibt die Forderung bis zum Ablauf der rechtlichen Laufzeit bestehen. Innerhalb dieser Zeit findet durch den Recovery-Manager ein organisierter Verkaufsprozess statt, in dem Investoren gesucht werden, die diese Genussrechte mit einem Abschlag kaufen. Gelingt dies nicht, steht bei Ablauf der rechtlichen Laufzeit die Zahlungsunfähigkeit des Mezzanine-Nehmers an und die Mezzanine-Geber können im Rahmen der gesetzlichen Möglichkeiten des Insolvenzverfahrens ihre Forderungen geltend machen. Die rechtliche Laufzeit endet bei PREPS™ 2004-1 und PREPS™ 2004-2 jeweils ein Jahr, bei allen anderen PREPS™-Transaktionen zwei Jahre nach Ablauf der wirtschaftlichen Laufzeit. Das Ende der wirtschaftlichen Laufzeit aller PREPS™-Transaktionen bewegt sich zwischen April 2011 (PREPS™ 2004-1) und März 2014 (PREPS™ 2007-1). Eine Verlängerung der rechtlichen Laufzeit, wie es bei dem Mezzanine-Programm von HSBC H.E.A.T diskutiert worden ist, wird bei PREPS™ nicht in Erwägung gezogen. Da die Genussscheine börsentäglich gehandelt werden können und die Investoren damit unbekannt sind, ist es fast unmöglich, die erforderlichen Zustimmungen der Investoren zur Verlängerung der rechtlichen Laufzeit zu bekommen.¹²³

4.2. H.E.A.T

4.2.1. Darstellung wesentlicher Charakteristika

H.E.A.T-Mezzanine ist das Mezzanine-Programm der HSBC, das wirtschaftliches Eigenkapital in Form von Genussrechten und Nachrangdarlehen für den Mittelstand be-

¹²² Vgl. Capital Efficiency Group AG: <http://www.ceg-ag.com/> vom 24.01.2011.

¹²³ Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 37, Telefoninterview mit Jan Rickers; Mitarbeiter Capital Efficiency Group AG vom 25.01.2011 (siehe Anlage).

reitstellt. Insgesamt ist dieses Programm in drei Verbriefungstransaktionen im Jahr 2005, 2006 und 2007 mit einem Volumen von insgesamt 814 Mio. Euro auf dem Markt erschienen, damit ist H.E.A.T nach PREPS™ der zweitgrößte deutsche Anbieter von verbrieftem Mezzanine-Kapital. Zielgruppe dieses Programms sind langjährig etablierte Unternehmen mit gesicherter Marktstellung, hohem Wachstumspotential und stabilem Cashflow. Die Unternehmen sollten ein haftendes Eigenkapital von mindestens 2 Mio. Euro und Umsatzerlöse von mindestens 15 Mio. Euro vorweisen können.¹²⁴ Die erste Transaktion wurde überwiegend im deutschsprachigen Raum, die dritte Transaktion weltweit platziert.¹²⁵

4.2.2. Analyse der aktuellen Marktsituation

Derzeit wird von der HSBC kein Mezzanine-Kapital angeboten, weder Individual-Mezzanine noch verbrieftes Programm-Mezzanine.¹²⁶ Der letzte Versuch einer Verbriefung erfolgte 2008 in Zusammenarbeit mit der Capital Efficiency Group (CEG). Gemeinsam sollte eine Mezzanine-Transaktion mit einem Volumen von ca. 250 Mio. Euro und einem Portfolio von ca. 60 Unternehmen aufgelegt werden.¹²⁷ Aufgrund des schlechten Marktumfeldes für Verbriefungen konnte die Transaktion jedoch nicht am Kapitalmarkt platziert und bereits zugesagte Gelder den Unternehmen nicht ausgezahlt werden. Gründe könnten die generelle Scheu der Investoren vor Verbriefungen und die häufig negative Entwicklung der finanzierten Unternehmen sein.¹²⁸ Im Rahmen der anstehenden Refinanzierungsproblematik (Ende der wirtschaftlichen Laufzeit H.E.A.T I: August 2012, H.E.A.T II: April 2013, H.E.A.T III: Februar 2014) haben die Investoren des H.E.A.T-Programms zugestimmt, die rechtliche Fälligkeit (Legal Maturity) von einem Jahr auf fünf Jahre zu verlängern. Damit wird den Unternehmen Zeit für eine

¹²⁴ Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 14-17, HSBC Trinkaus & Burkhardt AG: <http://www.hsbc-heatmezzanine.de/ssg/tiles/display?def=00,00,00> vom 23.01.2011.

¹²⁵ Vgl. Hippin/Kullrich, Börsen-Zeitung 03.11.2010, S. 11.

¹²⁶ Telefoninterview mit Jochen Schumacher; Firmenkunden, HSBC Trinkaus & Burkhardt AG vom 10.02.2011 (siehe Anlage).

¹²⁷ Vgl. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.): Pressemitteilung vom 23.04.2008, [http://www.hsbc-trinkaus.de/tubweb/pressroom.nsf/0/CC1C2F39AF12D13DC12575530062D07F/\\$File/2008-04-23%20PM%20HSBC%20Trinkaus%20CEG%20H.E.A.T%20I-2008.pdf](http://www.hsbc-trinkaus.de/tubweb/pressroom.nsf/0/CC1C2F39AF12D13DC12575530062D07F/$File/2008-04-23%20PM%20HSBC%20Trinkaus%20CEG%20H.E.A.T%20I-2008.pdf) vom 10.02.2011.

¹²⁸ Vgl. Bruch: Aktuelle Entwicklungen im Mezzanine-Markt – Stand August 2008, <http://www.foerderland.de/fachbeitraege/beitrag/Aktuelle-Entwicklungen-im-Mezzanine-Markt-Stand-August-2008/aecb55912a/> vom 10.02.2011, Bruch: Jahresrückblick 2008 Mezzanine, <http://mezzanine-bericht.de/2008.pdf> vom 16.01.2011.

Anschlussfinanzierung verschafft, in der Hoffnung weitere Insolvenzen zu verhindern.¹²⁹

2006 wurde H.E.A.T I-2005 von Insolvenzen der Kristalltech Lynx und der Hücke AG betroffen,¹³⁰ 2007 konnte eine Insolvenz der von H.E.A.T mit fast 12 Mio. Euro finanzierten Emprise AG durch die Zurechnung des Mezzanine-Kapitals zum wirtschaftlichen Eigenkapital verhindert werden.¹³¹ Laut Börsen-Zeitung gehören die drei H.E.A.T-Transaktionen mit 16 – 17% Ausfallquote mit zu den von Ausfällen am stärksten betroffenen Transaktionen.¹³² Konkrete Ausfallquoten sind nur für die Transaktion H.E.A.T II-2006 verfügbar. Mit 24,82% kumulierten Ausfällen belegt diese Transaktion den Spitzenplatz unter allen in der Studie der HSH Nordbank verglichenen Mezzanine-Programmen. Diese Transaktion zeigt auch mit 1,12% die höchste einjährig geschätzte Unternehmensausfallrate, was auf eine hohe Konzentration an ausfallgefährdeten Branchen innerhalb der Transaktion schließen lässt. Die fünf größten Schuldner machen bei H.E.A.T II-2006 und H.E.A.T III-2007 jeweils knapp 25% aus, damit liegen die beiden Transaktionen in dem Bereich zwischen 20% und 25%, in dem sich zehn der zwölf verglichenen Transaktionen bewegen. Im Bereich der Mehrfachnutzung der Portfoliounternehmen liegen H.E.A.T I-2005 und H.E.A.T II-2006 mit jeweils ca. 40% im Durchschnitt. H.E.A.T III-2007 zeigt mit 10% den mit Abstand niedrigsten Wert im Vergleich. Nur sechs von 60 Portfoliounternehmen der Transaktion H.E.A.T III-2007 nutzen andere Mezzanine-Programme. Dementsprechend gering sind auch die negativen Folgen durch Überlappungen für H.E.A.T III-2007.¹³³

¹²⁹ Vgl. Hippin/Kullrich, Börsen-Zeitung 03.11.2010, S. 11, Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 37, o.V., Der Treasurer 04.11.2010, S. 1-4.

¹³⁰ Vgl. Bruch: Jahresrückblick 2008 Mezzanine, <http://mezzanine-bericht.de/2008.pdf> vom 16.01.2011.

¹³¹ Vgl. Bruch: Jahresrückblick 2007 Mezzanine, <http://www.mezzanine-bericht.de/2007.pdf> vom 09.02.2011.

¹³² Vgl. Hippin/Kullrich, Börsen-Zeitung 03.11.2010, S. 11.

¹³³ Vgl. HSH Nordbank Credit Research (Hrsg.), http://www.hsh-nordbank.de/media/de/pdf/produkte/anlageprodukte/verbriefungstransaktionen/prime/additionalinformation_2/mezzaninemarktberblick2010.pdf? vom 30.01.2011, S. 6-15.

4.3. *EquiNotes*

4.3.1. Darstellung wesentlicher Charakteristika

2005 haben die IKB und die Deutsche Bank das Mezzanine-Programm EquiNotes auf den Markt gebracht, welches unter dem Namen „Force“ verbrieft worden ist. Portfolio-manager und Financial Advisor war die EquiNotes Management GmbH. Die erste Transaktion EquiNotes I/2005 war in Deutschland im Jahr 2005 mit einem Volumen von 371 Mio. Euro die größte Transaktion für verbrieftes Mezzanine-Kapital und die zweitgrößte Transaktion (nach PREPS™ 2004-2 mit 616 Mio. Euro) insgesamt. Teilnehmende Unternehmen sollten einen Jahresumsatz von mindestens 50 Mio. Euro vorweisen können, EquiNotes II/2006 richtete sich an Unternehmen mit einem Jahresumsatz ab 25 Mio. Euro. Insgesamt wurden im Rahmen von zwei verbrieften Transaktionen (EquiNotes I/2005, EquiNotes II/2006) 585 Mio. Euro an 105 Unternehmen in Form von Genussrechten vergeben. Der Zinssatz bewegte sich in einem Korridor zwischen 6,75% und 9,3% jährlich.¹³⁴ Eine Besonderheit von EquiNotes ist die sehr intensive Bonitätsprüfung mittels interner Due Diligence durch die IKB und einer externen steuerlichen und rechtlichen Kurz-Due Diligence.¹³⁵ EquiNotes II/2006 wurde in zwei Varianten angeboten. Typ A* stellt wirtschaftliches Eigenkapital dar und ist endfällig zurückzuzahlen, während Typ A handelsrechtliches Eigenkapital darstellt und nur dann zurückzuzahlen ist, wenn es aus freiem Eigenkapital bedient werden kann.¹³⁶ Die rechtliche Laufzeit endet bei EquiNotes I/II vier Jahre nach Ende der wirtschaftlichen Laufzeit (Ende wirtschaftliche Laufzeit EquiNotes I: Februar 2013, EquiNotes II: Januar 2014).¹³⁷

¹³⁴ Vgl. Achleitner/Kaserer, Der Schweizer Treuhänder 11/2007, S. 826, EquiNotes Management GmbH: <http://www.equinotes.de/equi/index.html> vom 12.02.2011, Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 14-17.

¹³⁵ Vgl. Borke, Michael: Finanzierungsalternativen für den Mittelstand, http://www.coburg.ihk.de/downloads/starthilfe/vortraege/Vortrag_Mezzanine.pdf vom 08.02.2011, S. 15.

¹³⁶ Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 17, IKB Private Equity GmbH (Hrsg.): Kurzanalyse standardisierte Mezzanine-Programme, http://www.private-equity-forum.net/media/events/Pr%C3%A4sentation_EQUINOTES_HMehrllich.pdf vom 12.02.2011, S. 11.

¹³⁷ Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 37, Die Angaben der wirtschaftlichen Laufzeit aus Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 37 weichen geringfügig von den Angaben aus IKB Private Equity GmbH (Hrsg.): Kurzanalyse standardisierte Mezzanine-Programme, http://www.private-equity-forum.net/media/events/Pr%C3%A4sentation_EQUINOTES_HMehrllich.pdf vom 12.02.2011, S. 10 ab.

4.3.2. Analyse der aktuellen Marktsituation

2007 wurde durch die IKB und die Deutsche Bank das dritte gemeinsame Mezzanine-Programm EquiNotes III aufgelegt, was sich mit Genussrechtskapital zwischen 1-15 Mio. Euro zu Zinssätzen ab 7,45% pro Jahr (bonitätsabhängig) an Firmen ab 10 Mio. Euro Jahresumsatz richtete. Durch eine risikoadäquate Preisfindung konnte das Kapital nach erfolgtem Prüfungsprozess zeitnah und zunächst unabhängig vom Verbriefungsmarkt an die Unternehmen ausgezahlt werden.¹³⁸ Da EquiNotes III in der Studie der IKB/EBS sowie im „Jahresrückblick 2007 Mezzanine“ in den Berechnungen des Gesamtmarktvolumens nicht berücksichtigt wird, ist davon auszugehen, dass diese Transaktion aufgrund des ungünstigen Marktumfeldes nicht verbrieft werden konnte und die Kapitalnehmer der Transaktion durch die IKB/Deutsche Bank direkt finanziert wurden.¹³⁹

Neben PREPS™ 2004-2, PREPS™ 2005-1 und CB MezzCAP I war auch EquiNotes I durch die Insolvenz der Nici AG im Jahr 2006 betroffen.¹⁴⁰ Weitere Insolvenzen im Portfolio von EquiNotes folgten 2007 mit dem Autozulieferer ISE GmbH und 2008 durch Betrug der Ricö Logistik und Transport.¹⁴¹ Die EquiNotes-Transaktionen sind insgesamt von Ausfällen weniger stark betroffen als andere. EquiNotes II/2006 hat im Vergleich zu allen anderen verglichenen Transaktionen mit 7,93% die zweitniedrigste kumulierte Ausfallquote nach PRIME 2006-I. EquiNotes I/2005 liegt mit 11,61% leicht unter dem Durchschnitt von 13,49%.¹⁴² Bezüglich der Mehrfachnutzung liegen nur Daten von EquiNotes I/2005 und EquiNotes III/2007 vor. Jeweils 33% der Portfoliounternehmen beider Programme haben gleichzeitig Mezzanine-Kapital anderer Mezzanine-

¹³⁸ Deutsche Bank (Hrsg.): Pressemitteilung vom 10.07.2007, http://www.deutsche-bank.de/medien/de/content/presse_informationen_2007_3576.htm vom 13.02.2011.

¹³⁹ Vgl. Bruch: Jahresrückblick 2007 Mezzanine, <http://www.mezzanine-bericht.de/2007.pdf> vom 09.02.2011, Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 14-17.

¹⁴⁰ Vgl. Finance Magazin (Hrsg.): CB MezzCAP getrübt durch Nici-Insolvenz, <http://www.peopleanddeals.de/article/1055/cb-mezzcap-getruebt-durch-nici-insolvenz> vom 09.02.2011.

¹⁴¹ Vgl. Bruch: Jahresrückblick 2008 Mezzanine, <http://mezzanine-bericht.de/2008.pdf> vom 16.01.2011.

¹⁴² Vgl. HSH Nordbank Credit Research (Hrsg.), http://www.hsh-nord-bank.de/media/de/pdf/produkte/anlageprodukte/verbriefungstransaktionen/prime/additionalinformation_2/mezzaninclosmarktberblick2010.pdf? vom 30.01.2011, S. 7.

Programme erhalten. Damit liegen beide Programme unter dem Durchschnitt von 41%.¹⁴³

4.4. PULS

4.4.1. Darstellung wesentlicher Charakteristika

PULS ist die Bezeichnung für zwei Programm-Mezzanine-Transaktionen der Advisum GmbH, Merrill Lynch und der Schweizer Capital Securities Group AG (CSG) mit einem Gesamtvolumen von 555 Mio. Euro und 104 Portfoliounternehmen. Damit liegt PULS im Volumenvergleich auf Platz vier der insgesamt sieben deutschen Mezzanine-Programme. Laut Steffen Hanne wurden im Rahmen der PULS-Transaktionen neben nachrangigen mezzaninen Finanzierungsmitteln auch gleichrangige Finanzierungsmittel vergeben, die eher dem Fremdkapital zuzurechnen sind. Deren Anteil beträgt ca. 50% am Gesamtvolumen, dies ist insbesondere beim Volumenvergleich mit anderen „reinen“ Mezzanine-Programmen zu beachten. Sowohl PULS 2006 als auch PULS 2007 wurden komplett verbrieft. Merrill Lynch war dabei insbesondere für die Strukturierung der Transaktionen und die Platzierung bei institutionellen Investoren zuständig. Die Advisum GmbH als Initiator des Mezzanine-Programms war für die Origination sowie Prüfung der Unternehmen mittels Due Diligence zuständig. CSG begleitet die Unternehmen während der Laufzeit des Programms in der Rolle des Portfoliomanagers. Zielkunden waren der klassische Mittelstand aus industrienahen Branchen mit durchschnittlich 60-70 Mio. Euro Jahresumsatz und einem etablierten Geschäftsmodell mit langer Unternehmenshistorie von mehreren Jahrzehnten. Die Höhe des Zinssatzes hing grundsätzlich vom Rating und der qualitativen Einschätzung aus der Due Diligence ab. Finanziert wurde ab mindestens 2 Mio. Euro bis maximal 10 Mio. Euro mit regionalem Schwerpunkt im deutschsprachigen Raum, d.h. in Deutschland, Österreich und der Schweiz.¹⁴⁴

¹⁴³ siehe Anlage (Berechnung Überlappung auf Mezzanine-Programm Ebene).

¹⁴⁴ Vgl. Advisum GmbH: <http://www.advisum.de/de/alternative-finanzierungen/puls.html> vom 07.02.2011, Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 14, Telefoninterview mit Steffen Hanne; Investment Manager, Advisum GmbH vom 04.02.2011 (siehe Anlage).

4.4.2. Analyse der aktuellen Marktsituation

Informationen zu Ausfällen konnten weder im Telefoninterview noch in Marktstudien ermittelt werden, da die Ausfallstruktur nicht veröffentlicht wird. Im Marktüberblick 2010 für Mezzanine-CLOs wird PULS gar nicht erwähnt und in der Studie der IKB/EBS zur Refinanzierungsproblematik wird explizit auf das Fehlen detaillierter Daten hingewiesen. Aus diesem Grund können keine Angaben zu Ausfallrate, Schuldnerkonzentration und Mehrfachnutzung der Unternehmen gemacht werden.¹⁴⁵ Laut Telefoninterview werden jedoch aufgrund des konjunkturellen Aufschwungs tendenziell keine weiteren Ausfälle erwartet. Die Zeitschrift „Der Treasurer“ hingegen erwähnt im Mai 2010 neben PREPS™ und H.E.A.T auch die Transaktion PULS 2006 im Zusammenhang mit möglichen Ausfällen aufgrund der schwachen wirtschaftlichen Entwicklung. Die Nachfrage am Markt für Programm-Mezzanine seitens der Kapitalnehmer bewertet Steffen Hanne als hoch, jedoch kann die Nachfrage durch das Angebot aufgrund der vorherrschenden Risikoaversion auf Investorenmenseite und den nicht funktionierenden Verbriefungsmärkten nicht befriedigt werden.¹⁴⁶

Das momentane Angebot umfasst ausschließlich Fremdkapitallösungen, im Gegensatz zur HSH Nordbank, HypoVereinsbank, Commerzbank oder der WestLB wird auch kein Individual Mezzanine angeboten. Im Rahmen der PULS-Transaktionen haben Unternehmen mit guter Kapitalstruktur die gleichrangigen Fremdkapitallösungen dem nachrangigen Mezzanine-Kapital aufgrund der geringeren Kosten vorgezogen. Diese Fremdkapitallösungen können bei entsprechender Bonität der Unternehmen auch für die Refinanzierung der auslaufenden Mezzanine-Programme eingesetzt werden. Ob zur Refinanzierung der PULS-Transaktionen Nachrangkapital angeboten werden kann, hängt von der Entwicklung der Verbriefungsmärkte ab, kurzfristig sieht Steffen Hanne jedoch keine Besserung. Wie sich die Refinanzierungssituation von PULS tatsächlich darstellt, wird sich erstmalig im Juli 2013 herausstellen, wenn die wirtschaftliche Lauf-

¹⁴⁵ Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 14, Vgl. HSH Nordbank Credit Research (Hrsg.), http://www.hsh-nordbank.de/media/de/pdf/produkte/anlageprodukte/verbriefungstransaktionen/prime/additionalinformation_2/mezzaninenclosmarktberblick2010.pdf vom 30.01.2011, S. 7.

¹⁴⁶ o.V., „Der Treasurer“ 06.05.2010, S. 1, Telefoninterview mit Steffen Hanne; Investment Manager, Advium GmbH vom 04.02.2011 (siehe Anlage).

zeit von PULS 2006 endet (PULS 2007: Juli 2014). Grundsätzliche Refinanzierungsmöglichkeiten werden die Prolongation durch die Anbieter selbst, sowie unterschiedlichste Fremdkapitallösungen sein. Diese werden größtenteils durch die Banken, zum Teil aber auch durch den Kapitalmarkt, wie Schuldscheindarlehen oder Anleiheemissionen, angeboten. PULS 2006 wird rechtlich im Juli 2014 und PULS 2007 im April 2016 fällig. Pläne zur Verlängerung der rechtlichen Fälligkeit (ähnlich wie bei H.E.A.T) existieren momentan noch nicht, da bis zur Fälligkeit der ersten Transaktion nach Meinung von Steffen Hanne noch genügend Zeit ist.¹⁴⁷

4.5. CB MezzCAP

4.5.1. Darstellung wesentlicher Charakteristika

Das 2006 aufgelegte Mezzanine Programm der Commerzbank AG nennt sich „CB MezzCAP“ und wurde mit einem Volumen von 199,5 Mio. Euro verbrieft. Im Rahmen dieses Programms haben 35 mittelständische Unternehmen (Jahresumsatz zwischen 20 und 600 Mio. Euro) Genussrechtskapital je nach Bonität zu einem Zinssatz zwischen sieben und neun Prozent erhalten. Die Rolle des Portfoliomanagers und Financial Advisors übernahm die Commerzbank-Tochter CBG Commerz Beteiligungsgesellschaft. Finanziert wurden Beträge ab 2,5 Mio. Euro bis maximal 15 Mio. Euro.¹⁴⁸ Das Programm wurde in zwei Varianten angeboten, die sich hinsichtlich Zinssatz, Verlustteilnahme und Eigenkapitalanerkennung nach HGB voneinander unterscheiden.¹⁴⁹ Eine Besonderheit ist die überdurchschnittlich hohe Differenz zwischen dem Ende der wirtschaftlichen Laufzeit (Januar 2013) und der rechtlichen Laufzeit (bis Oktober 2036), die bei den meisten anderen Mezzanine-Programmen nur ein bis zwei Jahre beträgt.¹⁵⁰

¹⁴⁷ Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 37, Telefoninterview mit Steffen Hanne; Investment Manager, Advisum GmbH vom 04.02.2011 (siehe Anlage).

¹⁴⁸ Vgl. Commerzbank AG (Hrsg.): Pressemitteilung vom 05.04.2006, https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/presse/archiv/_presse_mitteilungen/2006/quarteral_06_02/presse_archiv_detail_06_02_23.html vom 09.02.2011.

¹⁴⁹ Vgl. Borke, Michael: Finanzierungsalternativen für den Mittelstand, http://www.coburg.ihk.de/downloads/starthilfe/vortraege/Vortrag_Mezzanine.pdf vom 08.02.2011, S. 13-16.

¹⁵⁰ Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 37.

4.5.2. Analyse der aktuellen Marktsituation

Das aktuelle Angebot beschränkt sich, ähnlich wie bei der HSH Nordbank, HypoVer-einsbank oder der WestLB, auf Individual Mezzanine.¹⁵¹ Die zweite Transaktion CB MezzCAP II mit einem geplanten Volumen von 250 Mio. Euro wird in der Studie der IKB/EBS sowie im „Jahresrückblick 2007 Mezzanine“ in den Berechnungen des Gesamtmarktvolumens nicht aufgeführt. Demzufolge ist davon auszugehen, dass diese zweite Transaktion ähnlich wie bei der HSH Nordbank oder bei der WestLB AG/BayernLB nicht am Kapitalmarkt verbrieft werden konnte. Stattdessen möchte die Commerzbank die Teilnehmer des Programms CB MezzCAP II direkt finanzieren, allerdings zu höheren Zinssätzen als dies bei einer Verbriefung möglich wäre.¹⁵²

CB MezzCAP I musste schon kurz nach seiner Einführung 2006 die Insolvenz der Nici AG verkraften, die an dem Genussrechtsprogramm beteiligt war. S&P setzte die D- und E-Tranche von CB MezzCAP I in der Folge auf Watch Negative.¹⁵³ Weitere Insolvenzen im Portfolio von CB MezzCAP I folgten 2007 und 2008, laut „Jahresrückblick 2008 Mezzanine“ betragen die Ausfälle 34 Mio. Euro (von 199,5 Mio. Euro).¹⁵⁴ Daten zur aktuellen Ausfallquote sowie zur Schuldnerkonzentration sind in der Studie der HSH Nordbank für CB MezzCAP I nicht verfügbar. Die Börsenzeitung bestätigt jedoch Ausfälle von mehr als 15% des Portfoliovolumens.¹⁵⁵ Bezüglich der Mehrfachnutzung liegt CB MezzCAP I mit 51% leicht über dem Durchschnitt von 41%, d.h. 18 der 35 Portfoliounternehmen nutzen gleichzeitig andere Mezzanine-Programme.¹⁵⁶

¹⁵¹ CBG Commerz Beteiligungskapital GmbH & Co. KG:

http://www.cbg.commerzbank.de/de/produkte_leistungen/individual_mezzanine/start.htm vom 09.02.2011.

¹⁵² Vgl. Bruch: Jahresrückblick 2007 Mezzanine, <http://www.mezzanine-bericht.de/2007.pdf> vom 09.02.2011, Finance Magazin (Hrsg.): Ausgewählte Mezzanine-Programme und -Fonds auf dem deutschen Markt, http://www.peopleanddeals.de/file_download/38 vom 05.02.2011, Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 14-17.

¹⁵³ Vgl. Finance Magazin (Hrsg.): CB MezzCAP getrübt durch Nici-Insolvenz, <http://www.peopleanddeals.de/article/1055/cb-mezzcap-getruebt-durch-nici-insolvenz> vom 09.02.2011.

¹⁵⁴ Vgl. Bruch: Jahresrückblick 2008 Mezzanine, <http://mezzanine-bericht.de/2008.pdf> vom 16.01.2011.

¹⁵⁵ Vgl. Hippin/Kullrich, Börsen-Zeitung 03.11.2010, S. 11.

¹⁵⁶ Vgl. Anlage VIII.

4.6. *SmartMezzanine*

4.6.1. Darstellung wesentlicher Charakteristika

SmartMezzanine ist ein Sammelbegriff für unterschiedliche Mezzanine-Produkte der HSH Nordbank AG. Bis 2006 war SmartMezzanine ein klassisches Verbriefungsprogramm, welches einmalig in der Transaktion PRIME 2006-I Funding Limited Partnership mit einem Volumen von 196,5 Mio. Euro verbrieft wurde und an 29 Unternehmen in Form von Genussrechten ausgereicht wurde. Der wesentliche Unterschied zu anderen Verbriefungsprogrammen wie PREPS™ oder H.E.A.T war, dass die Genussrechte anfangs aus der eigenen Bilanz der HSH Nordbank gekauft und erst im Nachhinein über eine Zweckgesellschaft an Investoren verkauft wurden. Aus diesem Grund wurde dieses Mezzanine-Kapital nur Bestandskunden der HSH Nordbank angeboten, bei denen von der Marktfolge entsprechende Genehmigungen vorlagen, das ausgereichte Mezzanine-Kapital für die gesamte Laufzeit auf der eigenen Bilanz behalten zu können. Hingegen erfolgte im Rahmen der PREPS™-Transaktion die Ausreichung des Mezzanine-Kapitals an die Unternehmen zeitgleich mit der Zeichnung der Notes durch die Investoren. Die teilnehmenden Unternehmen wurden verpflichtet, bis zu einem Jahr zu warten, bis sämtliche Investoren zur Refinanzierung organisiert wurden. Damit lag das Risiko der PREPS™-Transaktion zu keiner Zeit in der eigenen Bilanz.¹⁵⁷

PRIME 2006-I Funding Limited Partnership wurde von der HSH Nordbank gemeinsam mit der LBBW und der Haspa durchgeführt und konnte komplett vermarktet werden, d.h. sämtliche Wertpapiere aus der Verbriefungstransaktion konnten an Investoren verkauft werden. Mit einem Volumen von 196,5 Mio. Euro ist PRIME 2006-I im Volumenvergleich mit anderen Programm-Mezzanine-Anbietern eine relativ kleine Verbriefungstransaktion. Die Bandbreite reicht von einem Emissionsvolumen von 175,8 Mio. Euro (S-Mezzanine/STEM) bis 2,1 Mrd. Euro (PREPS™). Im Gegensatz zu PREPS™ beschränkt sich PRIME jedoch auf eine einzige verbrieftete Transaktion. Als unabhängiger Portfolio-Manager ist die Altium Mitkap AG beauftragt, die Ende 2008 für den Aufbau einer zweiten Verbriefungstransaktion (PRIME 2 Limited) mit einem Volumen

¹⁵⁷ Vgl. Altium Mitkap AG: <http://www.altiummitkap.ch/mandate/prime-2006-i.html> vom 29.01.2011, Telefoninterview mit Christian Schanze; Capital Markets Credit, HSH Nordbank AG vom 28.01.2011 (siehe Anlage).

von mindestens 250 Mio. Euro und mindestens 50 teilnehmenden Portfoliounternehmen beauftragt wurde. Laut Christian Schanze konnte die zweite Verbriefungstransaktion aufgrund der Kapitalmarktkrise nicht am Markt verbrieft werden. Diese Assets liegen derzeit noch auf der Bilanz der HSH Nordbank und werden selektiv vermarktet. Diese Aussage gilt für den Anteil der HSH Nordbank an der PRIME 2 Limited Transaktion, für die Anteile der LBBW und der Haspa kann diesbezüglich keine verbindliche Aussage getroffen werden.¹⁵⁸ Nach Einschätzung des Verfassers wird es jedoch auch der LBBW und der Haspa aufgrund der Kapitalmarktkrise nicht möglich gewesen sein, Investoren für ihre Anteile zu finden.

4.6.2. Analyse der aktuellen Marktsituation

Das momentane Angebot umfasst ein Genussrechts-/Nachrangdarlehens-Programm, innerhalb dessen drei Produktvarianten¹⁵⁹ angeboten werden. Diese unterscheiden sich insbesondere hinsichtlich ihrer Anerkennung als wirtschaftliches Eigenkapital.¹⁶⁰ Diese Mezzanine-Programme stehen an dieser Stelle nicht im Mittelpunkt der Betrachtung, da diese nicht verbrieft werden, sondern aus der eigenen Bilanz der HSH Nordbank angeboten werden. Damit fehlt diesem Programm das entscheidende Charakteristikum, für die zu Beginn des fünften Kapitels getroffene Definition für Standard-Mezzanine-Kapital nach Brokamp/Ernst/Hollasch/Lehmann/Weigel. Das SmartMezzanine-Genussrechts-/Nachrangdarlehens-Programm weist dennoch zum Teil standardisierte Elemente auf.¹⁶¹

Momentan sind keine weiteren Verbrieftungen geplant. Derzeit wird guten Bestandskunden der HSH Nordbank Mezzanine-Kapital in Form der drei SmartMezzanine-Produktvarianten aus der eigenen Bilanz angeboten, deren Nachfrage derzeit jedoch

¹⁵⁸ Vgl. Altium Mitkap AG: <http://www.altiummitkap.ch/mandate.html> vom 29.01.2011, Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 14, Telefoninterview mit Christian Schanze; Capital Markets Credit, HSH Nordbank AG vom 28.01.2011 (siehe Anlage).

¹⁵⁹ SmartMezzanine100, SmartMezzanine50, SmartSub

¹⁶⁰ Vgl. Altium Mitkap AG: <http://www.altiummitkap.ch/unsere-mezzanine-produkte/alle-mezzanine-produkte-im-vergleich.html> vom 29.01.2011, HSH Nordbank AG: http://www.hsh-nordbank.de/de/produkte/finanzierungen/smartfinancefamily_1/smartmezzanine_1/smartmezzanine_1.jsp vom 29.01.2011.

¹⁶¹ Vgl. Fleischhauer/Olkowski, Unternehmeredition 2010, S. 32, HSH Nordbank AG: http://www.hsh-nordbank.de/de/produkte/finanzierungen/smartfinancefamily_1/smartmezzanine_1/smartmezzanine_1.jsp vom 29.01.2011.

eher gering ist. Das könnte daran liegen, dass auslaufende Mezzanine-Programme anderer Anbieter durch die HSH Nordbank nicht refinanziert werden und SmartMezzanine nur HSH-intern angeboten wird. PRIME 2006-I läuft 2013 aus, spätestens dann wird die Nachfrage der Bestandskunden nach SmartMezzanine aufgrund anstehender Refinanzierungen ansteigen. Seitens der Investoren ist ebenfalls keine Nachfrage nach verbrieftem Mezzanine-Kapital zu verzeichnen, was auf die derzeit nicht funktionierenden Verbriefungsmärkte zurückzuführen ist. Von deren Entwicklung ist 2013 die Refinanzierung von PRIME 2006-I abhängig. Die HSH Nordbank wird mit Sicherheit versuchen, das Risiko auszulagern. Ob das in Form von Verbriefungen, Syndizierungen oder in Form eines Fonds geschehen wird, oder ob die HSH Nordbank einzelne Risiken auf die eigene Bilanz nimmt, hängt vom Funktionieren der Verbriefungsmärkte 2013 ab. Die wirtschaftliche Laufzeit endet im August 2013, unter bestimmten Voraussetzungen kann die Rückzahlung an die Investoren zum Ende der rechtlichen Laufzeit August 2015 erfolgen. Eine nachträgliche Verlängerung der rechtlichen Fälligkeit, wie es bei H.E.A.T Mezzanine der Fall gewesen ist, ist nicht geplant. Laut Christian Schanze sieht die HSH Nordbank bezüglich der anstehenden Refinanzierungswelle eine dreigeteilte Lösung. Dass sämtliche auslaufende Mezzanine-Programme mit neuem Programm-Mezzanine refinanziert werden können sei bei der momentanen Situation der Verbriefungsmärkte eher unwahrscheinlich. Gute Kunden mit guter Bonität werden sich Senior Unsecured (unbesichertes Fremdkapital) refinanzieren können. Kunden mittlerer Bonität könnten sich über Private Equity, die Aufnahme neuer Gesellschafter oder Individual Mezzanine refinanzieren. Bei Kunden mit schlechter Bonität werden Insolvenzen bei derzeitiger Marktlage wahrscheinlich nicht zu vermeiden sein. Bislang hat es innerhalb von PRIME 2006-I zwei Ausfälle gegeben,¹⁶² das sind 6,36% (kumuliert) des Emissionsvolumens. Die kumulierte Ausfallrate liegt im Vergleich zu anderen Mezzanine-Programmen deutlich unter dem Durchschnitt von 14,27% und markiert die niedrigste Ausfallrate der betrachteten Mezzanine-Programme. Auch innerhalb der prognostizierten Ausfallraten¹⁶³ für die kommenden 12 Monate erreicht PRIME 2006-I im Marktüberblick 2010 für Mezzanine-CLOs vom 30.07.2010 mit 0,88% den zweitniedrigsten Wert. Wie bereits beschrieben, stellt die ungenügende Risikostreuung ein großes Prob-

¹⁶² Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 37, Telefoninterview mit Christian Schanze; Capital Markets Credit, HSH Nordbank AG vom 28.01.2011 (siehe Anlage).

¹⁶³ Erläuterung in Kapitel 3.4.3

lem in allen Mezzanine-Portfolios aller Anbieter dar. Im prozentualen Vergleich der fünf größten Schuldner zur Größe des Gesamtportfolios liegt PRIME 2006-I im Vergleich zu anderen Mezzanine-Anbietern mit knapp 40% an erster Stelle. Dieses hohe Klumpenrisiko hat sich bei Ausfällen innerhalb von PRIME 2006-I bisher noch nicht bemerkbar gemacht, die kumulierte Ausfallquote ist, wie bereits erwähnt, im Vergleich zu anderen Mezzanine-Programmen die niedrigste. Der Ausfall eines der fünf größten Schuldner würde die prozentuale Ausfallquote bedeutend beeinflussen.¹⁶⁴ Neben dem höchsten Klumpenrisiko steht PRIME 2006-I auch bezüglich des Risikos aus Mehrfachnutzung auf Platz eins. 19 der 29 Mezzanine-Nehmer nutzen parallel andere Mezzanine-Programme.¹⁶⁵

Die Konditionen des aktuell angebotenen SmartMezzanine haben sich im Vergleich zum verbrieften SmartMezzanine (PRIME 2006-I) nur geringfügig erhöht, was aus dem seit 2006 gesunkenen Zinsniveau und den deutlich erhöhten Risikokosten resultiert.¹⁶⁶

4.7. S-Mezzanine/STEM

4.7.1. Darstellung wesentlicher Charakteristika

Das kleinste deutsche Standard-Mezzanine-Programm wurde 2006 von der WestLB AG (Lead Arranger) gemeinsam mit der BayernLB (Co-Arranger) mit einem Volumen von 175,8 Mio. Euro Genussrechtskapital und 51 Portfoliounternehmen unter dem Namen „StaGe-Mezzanine“ verbrieft. StaGe (WestLB, BayernLB) gehört zusammen mit PRIME (HSH, LBBW, Haspa) zu den zwei einzigen Standard-Mezzanine-Programmen, die von Landesbanken/Sparkassen angeboten wurden. Außerdem sind beide Mezzanine-Programme volumenmäßig die kleinsten auf dem Markt für Programm-Mezzanine. Das Mezzanine-Programm wurde unter der Marke „STEM“ (BayernLB) und der Marke „S-Mezzanine“ (WestLB AG) bei mittelständischen Unternehmen vermarktet. Die Programme zielten auf den breiten Mittelstand und damit die klassische Firmenkundschaft

¹⁶⁴ Vgl. HSH Nordbank Credit Research (Hrsg.), http://www.hsh-nordbank.de/media/de/pdf/produkte/anlageprodukte/verbriefungstransaktionen/prime/additionalinformation_2/mezzaninemarktberblick2010.pdf? vom 30.01.2011, S. 6-11.

¹⁶⁵ Vgl. Anlage VIII.

¹⁶⁶ Telefoninterview mit Christian Schanze; Capital Markets Credit, HSH Nordbank AG vom 28.01.2011 (siehe Anlage).

der Sparkassen ab. S-Mezzanine richtete sich an Unternehmen ab 10 Mio. Euro Jahresumsatz und stellte Mezzanine-Finanzierungen ab 1 Mio. Euro zur Verfügung, während STEM Tranchen zwischen 5 und 10 Mio. Euro für Unternehmen ab 30 Mio. Euro Jahresumsatz zur Verfügung stellte. Charakteristisch für diese Programme ist, dass diese teilweise geringere Bonitätsanforderungen als andere Anbieter stellten. Im Programm STEM wurde lediglich ein Mindestrating von Ba2 nach Moody's KMV RiskCalc gefordert, während der größte Teil der Anbieter ein Baa3 verlangte. Damit stand auch Unternehmen mit Sub-Investmentgrade der Weg zu verbrieftem Mezzanine-Kapital offen, was sich in vergleichsweise hohen Konditionen von bis zu 11,75% Zinsen pro Jahr bemerkbar machte. Andere Mezzanine-Programme bewegten sich üblicherweise in einer Range von 6,8% - 9,5% Zinsen pro Jahr. Der Vertrieb lief zum großen Teil über Sparkassen, insbesondere von S-Mezzanine. Außerdem kam den Sparkassen eine wichtige Rolle bei der Refinanzierung des Portfolios zu, da ein signifikanter Anteil der Verbriefung durch diese selbst gezeichnet wurde.¹⁶⁷

4.7.2. Analyse der aktuellen Marktsituation

Das momentane Angebot an Mezzanine-Kapital umfasst nach Aussage von Herbert Jackel nicht verbrieftes Individual-Mezzanine ab einem Finanzierungsbedarf von 3 Mio. Euro. Dieses wird aus der eigenen Bilanz angeboten, da das Konzept von verbrieftem Programm-Mezzanine nicht funktioniert hat. Im Durchschnitt haben sich die aktuellen Konditionen, wie bei SmartMezzanine auch, im Vergleich zum Verbriefungsprogramm leicht erhöht. Die Nachfrage von Kapitalnehmer Seite nimmt nach Beobachtungen der WestLB zu. Gründe liegen zum einen im Anziehen der Wirtschaft und dem damit ansteigenden Bedarf an Nachrangkapital für wirtschaftliche Expansion und zum anderen am Kapitalbedarf für Anschlussfinanzierungen auslaufender Mezzanine-Programme. Von Investorensseite ist nach Beobachtungen der WestLB keine Nachfrage nach Mezzanine-CLOs zu verzeichnen.

¹⁶⁷ Vgl. BayernLB (Hrsg.): Presseinfo vom 12.07.2006, http://www.bayernlb.de/internet/In/ar/sc/Internet/de/Downloads/0100_CorporateCenter/1320Presse/Pressemeldungen/2006/07Juli/20060712MezzanineWestLB.pdf?downloadOID=26988 vom 02.02.2011, BBG Berater (Hrsg.): Mezzanine-Produkte im Vergleich, http://www.betriebsberatungsstelle.de/dwl/2006_01_bbg_berater.pdf vom 03.02.2011, Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 13-14.

Spezielle Angebote zur Anschlussfinanzierung von StaGe gibt es nicht, das von der WestLB angebotene Individual-Mezzanine kann jedoch auch für diesen Zweck eingesetzt werden. Weitere grundsätzliche Möglichkeiten sind Fremdkapital, Eigenkapital, Factoring oder Leasing. Die Refinanzierungsproblematik wird entscheidend von der Bonität der Unternehmen abhängen. Unternehmen mit guter Bonität werden die Anschlussfinanzierung größtenteils fremd finanzieren, während das bonitätsmäßig schlechteste Drittel der Unternehmen Probleme haben wird, überhaupt eine Möglichkeit der Refinanzierung zu finden. Die wirtschaftliche Laufzeit von StaGe endet im Dezember 2012, die rechtliche Laufzeit im Dezember 2013. Eine Verlängerung der rechtlichen Laufzeit wie bei H.E.A.T steht momentan noch nicht zur Debatte. Eine Verlängerung kann allerdings ein Thema werden, um den Unternehmen Zeit für eine Anschlussfinanzierung zu geben und die Refinanzierungsproblematik zu entschärfen. Herbert Jackel würde es auch nicht ausschließen, dass auch andere Anbieter zunächst prolongieren. Die Investoren müssen der Prolongation zwar zustimmen, jedoch sollte das in den meisten Fällen kein Hindernis darstellen, da die Investoren kein Interesse haben, die finanzierten Unternehmen in die Insolvenz zu treiben und damit den größten Teil ihres investierten Geldes zu verlieren. Ein Hindernis könnte hingegen der Umsetzungsaufwand darstellen. Besonders schwierig gestalten sich die Abstimmungsprozesse großvolumiger Verbriefungen wie PREPS™, die sich über mehrere Transaktionen erstreckt haben und aufgrund ihrer Größe eine sehr heterogene Investorenstruktur aufweisen. S-Mezzanine ist bezüglich des Volumens wesentlich kleiner, die Investorenstruktur damit auch bedeutend übersichtlicher.¹⁶⁸

Laut Herbert Jackel gab es im Rahmen dieses Mezzanine-Programms ein oder zwei Ausfälle, weitere gravierende Ausfälle werden aus seiner Sicht nicht erwartet.¹⁶⁹ Mittlerweile sind innerhalb von StaGe-Mezzanine Verluste von 38 Mio. Euro aufgetreten. Bei einem Emissionsvolumen von 175,8 Mio. Euro entspricht das einer kumulierten Ausfallquote von 21,62% und ist im Vergleich zu den Ausfallquoten anderer Anbieter

¹⁶⁸ Vgl. Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 37, Telefoninterview mit Herbert Jackel; Abteilungsleiter Mezzanine und Private Equity, WestLB AG vom 02.02.2011 (siehe Anlage).

¹⁶⁹ Telefoninterview mit Herbert Jackel; Abteilungsleiter Mezzanine und Private Equity, WestLB AG vom 02.02.2011 (siehe Anlage).

der zweithöchste Wert.¹⁷⁰ Setzt man die 38 Mio. Euro Verlust in Bezug zum durchschnittlichen Finanzierungsvolumen von 3,45 Mio. Euro (175,8 Mio. Euro Emissionsvolumen/51 Portfoliounternehmen), so erscheint die Angabe der Anzahl der Ausfälle von ein bis zwei sehr gering. Entweder ist die tatsächliche Anzahl der Ausfälle höher oder die Ausfälle haben ein oder zwei überdurchschnittlich große Schuldner getroffen. Der größte Schuldner macht jedoch nur 5% und die fünf größten Schuldner machen knapp 25% des gesamten StaGe-Mezzanine-Portfolios aus. Von daher scheint sich der Verlust von 38 Mio. Euro auf mehr als zwei Schuldner zu verteilen.¹⁷¹ StaGe-Mezzanine ist auch bei der einjährigen geschätzten Unternehmensausfallrate¹⁷² innerhalb des Portfolios mit 1,09% verglichen mit anderen Anbietern auf dem zweithöchsten Platz. Da diese Ausfallrate u.a. auf der Grundlage von Moody's erwarteten branchenspezifischen Ausfallraten ermittelt wird, lässt das auf eine Konzentration besonders ausfallgefährdeter Branchen innerhalb des StaGe-Mezzanine-Portfolios schließen.¹⁷³

Wie in Kapitel 5.2.2 beschrieben, resultiert ein besonderes Ausfallrisiko aus Überschneidungen innerhalb der unterschiedlichen Mezzanine-Programme. Nur 24% der StaGe-Mezzanine Nutzer haben auch andere Mezzanine-Programme in Anspruch genommen, das ist verglichen mit anderen Anbietern der zweitniedrigste Wert. Im Vergleich dazu nutzen 66% der Portfoliounternehmen aus PRIME 2006-I noch andere Mezzanine-Programme, was den Spitzenplatz in der Mehrfachnutzung darstellt.¹⁷⁴

Mit einer zweiten Verbriefungstransaktion wurde versucht, an die Erfolge der ersten Verbriefung StaGe anzuknüpfen. Die Informationsdichte zu der zweiten Verbriefung ist sehr gering, auch im Telefoninterview mit Herbert Jackel war es nicht möglich, genaue

¹⁷⁰ Vgl. HSH Nordbank Credit Research (Hrsg.), http://www.hsh-nordbank.de/media/de/pdf/produkte/anlageprodukte/verbriefungstransaktionen/prime/additionalinformation_2/mezzaninecosmarktberblick2010.pdf? vom 30.01.2011, S. 7.

¹⁷¹ Vgl. HSH Nordbank Credit Research (Hrsg.), http://www.hsh-nordbank.de/media/de/pdf/produkte/anlageprodukte/verbriefungstransaktionen/prime/additionalinformation_2/mezzaninecosmarktberblick2010.pdf? vom 30.01.2011, S. 11.

¹⁷² Erläuterung in Kapitel 3.4.3

¹⁷³ Vgl. HSH Nordbank Credit Research (Hrsg.), http://www.hsh-nordbank.de/media/de/pdf/produkte/anlageprodukte/verbriefungstransaktionen/prime/additionalinformation_2/mezzaninecosmarktberblick2010.pdf? vom 30.01.2011, S. 5-6.

¹⁷⁴ Vgl. Anlage VIII.

Informationen zur zweiten Verbriefungstransaktion zu erhalten. Laut Finance Magazin war das Programm mit einem Volumen von 150 Mio. Euro geplant und wurde als S-Mezzanine II, STEM II oder MezzaFine II bezeichnet.¹⁷⁵ Das Programm war hinsichtlich Zielkunden, Bonitätsanforderungen (auch unterhalb Investment Grade Bonität) und Tranchenhöhe (ab 1 Mio. Euro) dem ersten Programm ähnlich und wurde später von der WestLB statt als S-Mezzanine II unter dem neuen Namen MEZZANINEpro^M verkauft.¹⁷⁶ Da weder S-Mezzanine II, STEM II, MezzaFine II, StaGe II, MEZZANINEpro^M oder ein anderes Mezzanine-Programm (außer StaGe I) der WestLB AG oder der BayernLB in Studien oder anderen zusammenfassenden Darstellungen des Marktes für Programm-Mezzanine erscheint, ist davon auszugehen, dass die zweite Transaktion nicht am Kapitalmarkt verbrieft werden konnte.¹⁷⁷ Als Ursache sind die nicht funktionierenden Verbriefungsmärkte in Zusammenhang mit dem Beginn der Finanzkrise zu vermuten. Fraglich ist, ob Unternehmen das Mezzanine-Kapital bereits vor der geplanten Verbriefung ausgereicht bekommen haben und die entsprechenden Forderungen jetzt in den Bilanzen der WestLB AG oder BayernLB verbucht sind. Damit wären WestLB AG und BayernLB genauso von Refinanzierungsrisiken durch den Auslauf ihres eigenen Mezzanine-Programms betroffen wie die HSH Nordbank, deren nicht verbrieft PRIME 2 Limited Transaktion laut Telefoninterview mit Christian Schanze in der eigenen Bilanz verbucht ist.

¹⁷⁵ Finance Magazin (Hrsg.): Ausgewählte Mezzanine-Programme und -Fonds auf dem deutschen Markt, http://www.peopleanddeals.de/file_download/38 vom 05.02.2011.

¹⁷⁶ WestLB AG (Hrsg.): MEZZANINEpro^M: Mehr Schubkraft für Ihr Unternehmen, http://appsrv07.westlb.com/isearch/westlb/westlb_de/de/ul/fin/eigenkapitalloesungen/mezzanine_kapital/Documents/BRO_Mezzanine.pdf vom 05.02.2011.

¹⁷⁷ Vgl. Bruch: Jahresrückblick 2008 Mezzanine, <http://mezzanine-bericht.de/2008.pdf> vom 16.01.2011, Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 14, HSH Nordbank Credit Research (Hrsg.), http://www.hsh-nord-bank.de/media/de/pdf/produkte/anlageprodukte/verbriefungstransaktionen/prime/additionalinformation_2/mezzaninemarktberblick2010.pdf? vom 30.01.2011, S. 1-15.

5. Individual-Mezzanine

5.1. Abgrenzung und Charakteristika

Wie der Name schon erkennen lässt, handelt es sich bei Individual-Mezzanine um kundenspezifische, individuell ausgearbeitete Lösungen. Aufgrund der aufwendigen Auswahlprozesse kostet Individual-Mezzanine mit 10% bis 25% pro Jahr deutlich mehr als standardisierte Varianten.¹⁷⁸ Individual-Mezzanine wird von Banken, Sparkassen, unabhängigen Anbietern sowie von regional fokussierten MBGs angeboten. Die Produktlösungen der MBGs enthalten genauso wie die drei Programme der KfW¹⁷⁹ standardisierte Elemente, einige Anbieter (z.B. HSH Nordbank) bieten nach eigenen Angaben sog. Standard-Mezzanine aus der eigenen Bilanz/Fondsstruktur an. Aufgrund der fehlenden Verbriefung entsprechen diese Programme jedoch nicht der getroffenen Definition von Programm-Mezzanine (Kapitel 1.2) und werden im Rahmen dieser Arbeit dem Individual-Mezzanine zugerechnet.¹⁸⁰ Die DZ Bank hat 2004 in Zusammenarbeit mit der Buchanan Capital Group den Genussscheinfonds „ge|mit“ mit einem Volumen von 430 Mio. Euro für den gehobenen Mittelstand aufgelegt.¹⁸¹ Das „Mezzanine-Panel 2010“ ordnet diesen zwar als Standard-Mezzanine ein, im „Jahresrückblick 2008 Mezzanine“ wird dieser jedoch als Individual-Mezzanine betrachtet und wird nicht in die Berechnung des Gesamtvolumens deutscher Mezzanine Verbriefungen einbezogen. Auch in der Studie der IKB/EBS, sowie im Marktüberblick 2010 für Mezzanine-CLOs wird „ge|mit“ nicht als Mezzanine-Programm berücksichtigt. Aus diesem Grund wird „ge|mit“ im Rahmen dieser Arbeit nicht dem Programm-Mezzanine zugerechnet. Genaue Informationen, ob es sich bei diesem Programm um ein verbrieftes Mezzanine-Programm mit einer CDO-Struktur wie z.B. PREPS™ handelt, oder ob es sich um einen Mezzanine-Fonds handelt, konnten jedoch nicht ausfindig gemacht werden.¹⁸²

¹⁷⁸ Vgl. Brokamp/Ernst/Hollasch/Lehmann/Weigel, 2008, S. 20.

¹⁷⁹ 1) KfW-Kapital für Arbeit und Investitionen, 2) ERP-Innovationsprogramm, 3) KfW-Genusssrechtsprogramm.

¹⁸⁰ Vgl. Fleischhauer/Olkowski, Unternehmeredition 2010, S. 30-32.

¹⁸¹ Vgl. DZ Bank AG (Hrsg.): Pressemitteilung vom 02.09.2004, http://www.dzbank.de/unternehmen/index.jsp;jsessionid=0000WEm7lpgp3c7S5raNkfJ9GnI:13ujsv2qo?path=/dz3_presse_0247.html vom 17.02.2011.

¹⁸² Vgl. Bruch: Jahresrückblick 2008 Mezzanine, <http://mezzanine-bericht.de/2008.pdf> vom 16.01.2011, Fleischhauer/Olkowski, Unternehmeredition 2010, S. 38, Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 14-17,

5.2. Untersuchung des Marktes für Individual-Mezzanine

Parallel zum Zusammenbruch des Marktes für Programm-Mezzanine ist das Volumen von Individual-Mezzanine 2009 stark gewachsen. Die gegenwärtig starke Nachfrage wird nach Meinung der Teilnehmer des Mezzanine-Panels 2010 auch in Zukunft weiter anhalten. Im Rahmen der Erhebungen des Mezzanine-Panels unter 45 führenden und in Deutschland aktiven Mezzanine-Anbietern hat sich das Marktvolumen von Individual-Mezzanine von 0,4 Mrd. Euro in 2007 über 1,8 Mrd. Euro in 2008 auf 3,9 Mrd. Euro in 2009 vervielfacht. Die Werte zeigen nicht das Gesamtvolumen des deutschen Marktes. Da die 45 Panel-Teilnehmer jedoch gut 80% des Gesamtmarktes repräsentieren, kann die Entwicklung des Volumens als repräsentativ für die Entwicklung des Gesamtmarktes gesehen werden. Die starke Volumensteigerung hat vor allem zwei Gründe. Zum einen ist mit dem Zusammenbruch des Marktes für Programm-Mezzanine 2008 eine Angebotslücke für Mezzanine-Kapital entstanden und zum anderen haben mittelständische Unternehmen mit erhöhtem Eigenkapitalverzehr als Folge der Wirtschaftskrise zu kämpfen. Hauptinvestor im Bereich Individual-Mezzanine bleibt wie im Jahr 2008 die KfW mit 3,5 Mrd. Euro. Die durchschnittliche Tranchengröße war bei Individual-Mezzanine kleiner als bei Programm-Mezzanine.¹⁸³ Im Anhang VI sind 37 führende und in Deutschland aktive Individual-Mezzanine-Anbieter aufgelistet, die im Rahmen des Mezzanine-Panels 2010 teilgenommen haben.

6. Fazit und Ausblick

Der Markt für Programme-Mezzanine verzeichnete 2004-2006 die größten Wachstumsraten, 2007 ist das Programm-Mezzanine-Volumen signifikant zurückgegangen.¹⁸⁴ 2007 und 2008 scheiterten einige Anbieter mit dem Versuch, neue Programm-Mezzanine-Portfolios zu etablieren. Seit 2008 ist der Markt für Programm-Mezzanine endgültig

HSH Nordbank Credit Research (Hrsg.), http://www.hsh-nord-bank.de/media/de/pdf/produkte/anlageprodukte/verbriefungstransaktionen/prime/additionalinformation_2/mezzanineclosmarktberblick2010.pdf? vom 30.01.2011.

¹⁸³ Vgl. Fleischhauer/Olkowski, Unternehmeredition 2010, S. 30-34.

¹⁸⁴ Vgl. Bruch: Jahresrückblick 2007 Mezzanine, <http://www.mezzanine-bericht.de/2007.pdf> vom 09.02.2011.

zusammengebrochen. Treiber des hohen Erfolgs zwischen 2004 und 2006 waren auf Nachfrageseite die niedrigen Zinsen für eigenkapitalähnliche Mittel und auf Angebotsseite die Möglichkeit der Banken, ohne Belastung des Eigenkapitals Erträge zu generieren. Die Ursachen für den Zusammenbruch des Marktes für Programm-Mezzanine sind vielfältig. Neben exogenen Ursachen wie dem Zusammenbruch des Verbriefungsmarktes aufgrund der Finanzkrise 2008 sind vor allem der hohe Konkurrenzkampf der Anbieter für Fehler in der Zusammenstellung der Mezzanine-Portfolios hinsichtlich Risikostruktur und Qualität der Teilnehmer als endogene Ursachen zu nennen. Als markanter Fehler zeigt sich das Auseinanderfallen von Risikoprüfung durch die Anbieter/Ratingagenturen und Risikohaftung durch die Investoren. Damit sind Parallelen zu den Ursachen der Subprime-Krise zu erkennen (Moral Hazard). Außerdem waren zum Höhepunkt der Mezzanine-Programme irrationales Anlegerverhalten, d.h. blindes Vertrauen auf die Ratings und das Eingehen von ungünstigen Risiko-Rendite-Konstellationen zu beobachten. Auch hier zeigen sich Parallelen zur Subprime-Krise.¹⁸⁵

Die wesentlichen Risikofaktoren der Mezzanine-Portfolios sind:

- gesunkene Qualität der Mezzanine-Nehmer infolge gesunkener Bonitätsanforderungen
- Überlappungen innerhalb der Mezzanine-Portfolios aufgrund von Mehrfachnutzung → hohes Risiko für länger laufende Mezzanine-Programme
- zu niedrige Risikostreuung bezüglich der Größe einzelner Mezzanine-Nehmer im Verhältnis zum Gesamtportfolio

Diese Risikofaktoren könnten, abhängig von der Konjunktorentwicklung, die ohnehin schon hohen Ausfallraten weiter erhöhen. Einige Equity-Piece-Investoren werden bei Fälligkeit der Mezzanine-Programme aufgrund der Ausfälle in den Mezzanine-Portfolios nichts vom investierten Nennbetrag zurückerhalten. Eventuell werden sogar Investoren höherer Tranchen Einbuße bei der Rückzahlung der Programme in Kauf nehmen müssen.

¹⁸⁵ Vgl. Elmers/Knöll/Lehmann-Tolkmitt, 2010, S. 21.

Die Refinanzierungssituation stellt sich hingegen nicht so schlimm wie erwartet dar. Lediglich zwei von insgesamt 208 befragten Unternehmen der Studie der IKB/EBS gaben eine Antragsablehnung als Grund für das nicht Zustandekommen der Anschlussfinanzierung an. Der größte Teil der Unternehmen verfügt entweder über ausreichende Mittel, hat bereits eine entsprechende Finanzierungszusage, die Verhandlungen dauern derzeit noch an oder der zeitliche Vorlauf bis zur Fälligkeit ist noch groß genug.¹⁸⁶

Individual-Mezzanine wurde im Rahmen der Studie der IKB/EBS als wichtige Refinanzierungsform in der Gruppe der Unternehmen ohne Anschlussfinanzierungslösungen angegeben.¹⁸⁷ Auch das Mezzanine-Panel 2010 bestätigt Individual-Mezzanine als wichtiges Refinanzierungsinstrument für die auslaufenden Mezzanine-Programme und verzeichnet seit 2007 ein progressives Wachstum des Marktvolumens sowie eine hohe Nachfrage von Individual-Mezzanine seitens der Panel-Teilnehmer.¹⁸⁸ Die aktuelle Nachfrage nach Programm-Mezzanine schätzten alle Befragten des Telefoninterviews besonders vor dem Hintergrund der anstehenden Refinanzierungen ebenfalls als hoch ein.

Alle Gesprächspartner in den Telefoninterviews gehen jedoch von keiner Neuauflage von Programm-Mezzanine aus. Dieses Bild wird vom überwiegenden Teil der Panel-Teilnehmer des Mezzanine-Panels 2010 bestätigt.¹⁸⁹ Alle Anbieter bieten derzeit kein Programm-Mezzanine an, weder für Neugeschäft, noch zur Prolongation der auslaufenden Programme. Stattdessen bieten einige Anbieter Individual-Mezzanine aus der eigenen Bilanz an. Weiteres Angebot von Individual-Mezzanine kommt derzeit aus konjunkturellen Stützungsprogrammen (Mittelstandsfonds der Sparkassen, Deutsche Bank, KfW/Commerzbank).¹⁹⁰

Das Programm-Mezzanine ist aufgrund der Kapitalmarktverbriefung endfällig zurückzuzahlen, ein Anbieter (HSBC) hat jedoch mit den Investoren die Verlängerung der rechtlichen Fälligkeit vereinbart. Das soll den Mezzanine-Nehmern mehr Zeit für eine Refinanzierung geben und weitere Insolvenzen und damit den Totalausfall der Forde-

¹⁸⁶ Vgl. Anhang IX, Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 54.

¹⁸⁷ Vgl. Anhang IX.

¹⁸⁸ Vgl. Fleischhauer/Olkowski, Unternehmeredition 2010, S. 32-33.

¹⁸⁹ Vgl. Fleischhauer/Olkowski, Unternehmeredition 2010, S. 30.

¹⁹⁰ Vgl. Elmers/Knöll/Lehmann-Tolkmitt, 2010, S. 26.

rungen verhindern. H.E.A.T 2006 ist ohnehin, sowohl absolut als auch relativ gesehen, die am meisten von Ausfällen betroffene Transaktion.

Als realistische Refinanzierungsoptionen sind bei Unternehmen mit guter Bonität die Innenfinanzierung und die Finanzierung über Fremdkapital zu sehen. Unternehmen mit mittlerer Bonität können auslaufendes Programm-Mezzanine zu deutlich teureren Konditionen gegebenenfalls mit Individual-Mezzanine oder über Beteiligungskapital refinanzieren. Unternehmen mit schlechter Bonität könnte schlimmstenfalls die Zahlungsunfähigkeit drohen. Die Befragungen der IKB/EBS¹⁹¹ und die gestiegenen Konjunkturaussichten¹⁹² lassen jedoch nicht die anfangs befürchtete Refinanzierungs-Katastrophe erwarten. Für Beteiligungsgesellschaften könnten sich mit den anstehenden Mezzanine-Programm-Refinanzierungen günstige Einstiegsmöglichkeiten in den Mittelstand bieten.

Es verbleibt der Eindruck, dass sich die Mezzanine-Nehmer zu sehr auf ein Fortbestehen von Programm-Mezzanine verlassen haben, um bei Vertragslaufzeitende wieder mit Programm-Mezzanine refinanzieren zu können. In naher Zukunft wird Mezzanine-Kapital zwar teurer, dafür aber auch individueller werden. Wie sich das Konzept von verbrieftem Mezzanine-Kapital auf lange Sicht entwickeln wird, bleibt abzuwarten. Größtenteils wird jedoch nicht von einer Wiederbelebung dieses Marktes ausgegangen. Der Zustand der Verbriefungsmärkte, die tatsächlich realisierten Ausfälle in den Mezzanine-Portfolios sowie die konjunkturelle Lage werden einen entscheidenden Einfluss auf die eventuelle Wiederbelebung von Programm-Mezzanine haben. Der ursprüngliche Gedanke, mit verbrieftem Mezzanine-Kapital den nicht kapitalmarktorientierten Mittelstand und Investoren des Kapitalmarktes zusammenzubringen, ist sehr interessant und bietet gerade vor dem Hintergrund steigender Eigenkapitalanforderungen der Banken ein großes Potential in der Mittelstandsfinanzierung. Sollte sich verbrieftes Mezzanine-Kapital erneut am Markt behaupten können, wäre vor allem mehr Nachhaltigkeit wünschenswert. Statt den Fokus auf volumengetriebenes Massengeschäft zu setzen, könnte eine höhere Qualität hinsichtlich der Bonitätsanforderungen der Portfolio-Unternehmen,

¹⁹¹ Vgl. Anhang IX.

¹⁹² Vgl. HSH Nordbank Credit Research (Hrsg.), http://www.hsh-nordbank.de/media/de/pdf/produkte/anlageprodukte/verbriefungstransaktionen/prime/additionalinformation_2/mezzaninemarktberblick2010.pdf? vom 30.01.2011, S. 16-18.

ein risikogerechteres Pricing sowie eine bessere Risikostreuung in den Mezzanine-Portfolios einen nachhaltigen Erfolg von Programm-Mezzanine sichern. Die intensiveren Prüfmechanismen und Risikoanalysen könnten über höhere Konditionen abgedeckt werden. Des Weiteren soll an die Investoren appelliert werden, das Risiko ihrer Investitionen im Vorfeld genau zu überprüfen und nicht ausschließlich auf Ratings zu vertrauen. Wären die Investoren zu dem gegebenen Risiko-Rendite-Verhältnis nicht bereit gewesen zu investieren, hätte sich das Angebot bis auf ein marktgerechtes Risiko-Rendite-Verhältnis verbessern müssen. Die Konditionen für Programm-Mezzanine hätten sich zwar für die Portfolio-Unternehmen erhöht, im Gegenzug wäre der Markt für Programm-Mezzanine eventuell nicht vollständig zusammengebrochen.

Anhangverzeichnis

Anhang I: Telefoninterview 1 Capital Efficiency Group AG	62
Anhang II: Telefoninterview 2 HSH Nordbank AG	66
Anhang III: Telefoninterview 3 WestLB AG.....	69
Anhang IV: Telefoninterview 4 ADVISUM GmbH.....	72
Anhang V: Telefoninterview 5 HSBC Trinkaus & Burkhardt AG	76
Anhang VI: 37 Anbieter Individual-Mezzanine.....	77
Anhang VII: Überblick Mezzanine-Programme	78
Anhang VIII: Berechnung der Mehrfachnutzung pro Transaktion	79
Anhang IX: Befragungen von Programm-Mezzanine Nutzern zu realistisch einsetzbaren Refinanzierungsformen	80
Anhang X: Entscheidungskriterien bei der Wahl der Anschlussfinanzierung	81
Anhang XI: Grund für die Aufnahme des Mezzanine-Kapitals	82

Anhang I: Telefoninterview 1 Capital Efficiency Group AG

Name: Jan Rickers
 Position: keine Angabe
 Telefon: +41 41/7602015
 Unternehmen: Capital Efficiency Group AG
 Datum/Uhrzeit/Dauer: 25.01.2011/17:02 Uhr/ca. 25 min.

1. Welche Formen von Mezzanine-Kapital wurden im Rahmen von PREPS vergeben?

Größtenteils Genussrechte, jedoch gab es in Transaktionen auch kleine Minderheiten an Nachrangdarlehen, wovon allerdings wiederum einige in Genussrechte gewandelt wurden.

2. Hatten Genussrechte und Nachrangdarlehen unterschiedliche Konditionen?

Die Genussrechte haben einheitlichen Zinssatz (siehe Zinssatz der PREPS-Programme), die Nachrangdarlehen haben einen höheren Zins gezahlt.

3. Gab es durch den einheitlichen Zinssatz mittels Misch-Zinssatz das Problem der adversen Selektion?

Die Gefahr bestand grundsätzlich, wobei alle Unternehmen ein Mindestrating mit Moody's RiskCalc (Modell mit dem man mit relativ wenig Aufwand mittelständische Unternehmen in der Bonität beurteilen kann, damit kein offizielles Rating, sondern eher ein Quasi-Rating) „Baa3“ (Investmentgrade) vorweisen mussten, das heißt alle teilnehmenden Unternehmen mussten sich ungefähr im besten Drittel des Mittelstandes befinden. Rein theoretisch könnten Unternehmen, die mit „AAA“ geratet sind, sagen, dass ihnen der Zinssatz zu teuer ist und demzufolge nicht am Programm teilnehmen, obwohl die Berechnung des Misch-Zinssatzes diese Unternehmen mit einbezieht. In der Praxis sieht es so aus, dass sich deutsche mittelständische Unternehmen üblicherweise nicht in diesen Ratingbereichen wiederfinden. Sollte es doch Einzelfälle geben, stehen diesen wesentlich günstigere Finanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung bzw. besteht für Un-

ternehmen, die nach diesem Modell mit „AAA“ geratet sind, keine Notwendigkeit der Finanzierung mit Mezzanine-Kapital.

Im Bereich der sog. Repeater findet man eher das Problem der Informationsasymmetrie. Das sind Unternehmen, die Mezzanine-Kapital mehrmals bei unterschiedlichen Anbietern aufgenommen haben. Dabei wurde in Studien nachgewiesen, dass bei Repeaters eine höhere Ausfallquote bestand. Eine Ursache könnte sein, dass diese Unternehmen dieses eher rückwärtsgerichtete Bewertungsmodell durch die standardisierten Ratings in der Weise ausgenutzt haben, als dass die Geschäftssituation zum Zeitpunkt der Mezzanine-Kapital-Aufnahme in den letzten Jahresabschlüssen noch positiv war, die Unternehmen eventuell über negative Zukunftsaussichten mehr wussten, als sie preisgegeben haben und dann versucht haben, sich mit möglichst viel Mezzanine-Kapital einzudecken. Nachweisen kann man diesen Zusammenhang jedoch nicht, dies ist nur eine Vermutung.

4. Worin liegt der Unterschied zwischen dem Programm-Mezzanine-Kapital PREPS und dem direkt von der HVB angebotenen Mezzanine-Kapital?

HVB-Mezzanine ist deutlich teurer, aber auch flexibler und kann individueller auf das Unternehmen angepasst werden. Im Gegensatz zu PREPS wurden bei dieser Form niemals wirkliche große Volumina erreicht.

5. Wie ist die Rolle der HVB bei der Transaktion?

Die Rolle der HVB war insbesondere der CEG mittelständische Unternehmen vorzustellen, die Interesse an Mezzanine-Kapital haben. Diese Unternehmen mussten sich nach dem Ratingmodell der vermittelnden Partnerbank unterziehen, bevor sie mit Moody's RiskCalc bewertet wurden. Außerdem hat die HVB bei der Platzierung am Kapitalmarkt, also bei der Refinanzierung der Zweckgesellschaft unterstützt.

6. Wird PREPS noch angeboten?

Nein, PREPS war die erste und die letzte Transaktion, seit 2007 gibt es keine Verbrieftungen mehr.

7. Wird noch anderes Programm-Mezzanine von anderen Anbietern angeboten?

Mezzanine-Kapital, das am Kapitalmarkt refinanziert wird, gibt es nicht mehr und wird es wahrscheinlich auch 2011 nicht geben (alle Plattformen).

8. Wird Programm noch nachgefragt?

a. Von Unternehmensseite

Unter anderem aufgrund der anstehenden Refinanzierungen besteht von Unternehmensseite großes Interesse an Programm-Mezzanine, insbesondere zu den alten Konditionen.

b. Von Investorensseite

... besteht keine Nachfrage.

9. Wie hoch Ausfälle?

Auch bei PREPS gab es Ausfälle (siehe Studie IKB/EBS).

10. Refinanzierung

a. Angebote zur Refinanzierung durch PREPS

... gibt es nicht.

b. Was gibt es für Refinanzierungsmöglichkeiten?

Die Unternehmen müssen das Mezzanine-Kapital zurückzahlen, da es sich um eine Kapitalmarktverbriefung handelt und dem Anbieter in dem Fall die Hände gebunden sind. Für das aufgenommene Mezzanine-Kapital gibt es standardisierte Prozesse und keine Verhandlungsmöglichkeiten. Es wird zwischen der wirtschaftlichen Laufzeit und der rechtlichen Laufzeit unterschieden. Wenn das Unternehmen das Mezzanine-Kapital zum Stichtag nicht zurückzahlen kann, heißt das nicht, dass das Mezzanine-Kapital abgeschrieben wird, sondern es gibt noch eine rechtliche Restlaufzeit, in der die Forderung offen stehenbleibt. Es gibt dann einen organisierten Verkaufsprozess, d.h. der Recovery-Manager hat die Aufgabe, Investoren zu suchen, die bereit sind, das Genussrecht mit einem Abschlag zu kaufen. Findet sich niemand und das Unternehmen kann am Ende dieser Restlaufzeit nicht zahlen, steht die Insolvenz des Unternehmens an.

c. Bestehen Pläne zur Verlängerung der rechtlichen Fälligkeit (ähnlich wie bei H.E.A.T)?

Das geht, wenn man alle Investoren kennt oder man z.B. nur 51% für Entscheidungen benötigt oder ähnliches. In PREPS ist das so nicht möglich, da diese Genussrechte am Kapitalmarkt täglich gehandelt werden und die Investoren damit nicht bekannt sind.

11. Werden die Genussrechte als bilanzielles Eigenkapital anerkannt?

Nein, aber die Genussrechte werden als wirtschaftliches Eigenkapital anerkannt.

12. Gibt es noch weitere Kosten bei der Aufnahme von PREPS-Genussrechten, z.B. ein Disagio?

Die Auszahlung erfolgte zu 96%, dazu kamen unabhängig von der Höhe der Kapitalaufnahme 30.000 Euro einmalige Kosten für Prozess und Ratings und 5.000 Euro jährliche Kosten für Verwaltungsaufwand und für das Rating.

Anhang II: Telefoninterview 2 HSH Nordbank AG

Name: Christian Schanze
Position: Capital Markets Credit
Telefon: 0431/900-15110
Unternehmen: HSH Nordbank AG
Datum/Uhrzeit/Dauer: 28.01.2011/17:16 Uhr/ca. 20 min.

1. Was ist SmartMezzanine?

War bislang ein klassisches Verbriefungsprogramm, welches in der Verbriefung Prime 2006-1 Funding Limited Partnership geendet ist, ähnlich wie PREPS, HEAT, mit dem Unterschied, dass wir das Risiko am Anfang komplett auf die Bilanz genommen haben und erst im Nachhinein an ein Vehikel verkauft haben. Also nicht wie bei anderen Mezzanine-Programmen das Originate-to-Distribute-Modell (z.B. bei PREPS) sondern es wurde klar nur mit Bestandskunden (HSH) gemacht, bei denen von der Marktfolge auch entsprechende Genehmigungen vorlagen, das Risiko für die komplette Laufzeit auf der Bilanz behalten zu können. Danach wurde es verkauft (mit risikoentlastender Wirkung). Grundsätzlich war und ist es auch zukünftig so, dass man entsprechende Nachrangfinanzierungen nur mit guten Kernkunden macht.

2. Funktionsweise normales Standard Mezzanine anderer Anbieter

Bei PREPS war es so, dass sich die Unternehmen verpflichtet haben, an dem Programm teilzunehmen. Dann gab es einen Cut-Off, wo man gesagt hat, an dem Tag zeichnen die Investoren die jeweiligen Notes der Verbriefungstransaktion und an dem Tag kriegen die Unternehmen das Kapital. Man holt sich zuerst die Unternehmen, verpflichtet sie, bis zu einem Jahr zu warten, in der Zeit werden Investoren gesammelt, die an einem bestimmten Tag die Notes zeichnen. An dem Tag bekommen die Unternehmen auch die entsprechende Finanzierung.

3. Wieviele Verbriefungs-Transaktionen hat die HSH gemacht?

Wir haben auch eine große Verbriefungstransaktion, die PRIME 2006-1 (wurden komplett vermarktet). Die einzigen Verbriefungen haben wir gemeinsam mit der LBBW und der Haspa gemacht. Alle Banken haben Assets eingeliefert. Eine weitere Verbriefung war geplant, die Kapitalmarktkrise kam dazwischen. Diese Assets haben wir auf der Bilanz derzeit und es wird selektiv vermarktet.

4. Werden die Genussrechte als bilanzielles Eigenkapital anerkannt?

100%-iger EK-Ausweis in der HGB-Bilanz (bei SmartMezzanine 100) bzw. 50%-ige Eigenkapitalanerkennung bei der HSH Nordbank AG??

5. Wird SmartMezzanine noch angeboten?

Selektiv wird es noch angeboten (Bestandskunden)

6. Wird Programm noch nachgefragt?

a. Von Unternehmensseite

Von Bestandskunden eher weniger. Refinanzierungen von anderen Programmen werden nicht gemacht.

7. Wie werden die neuen Programme bei Auslaufen Prime 2013/2015 ausgestaltet sein?

Das ist schwer zu sagen. Man wird sicherlich versuchen das auszuplatzieren, ob in Form einer Verbriefung oder in Form eines Fonds, oder wie man das ausgestaltet, das müssen die Investorenmärkte zeigen. Wo kann man sowas platzieren, ggf. syndizieren, oder packt man das in einen Fonds. Es muss keine Verbriefung sein, das hängt davon ab ob es funktionierende Verbriefungsmärkte 2013 gibt.

8. Wie werden die Konditionen für die Programme sein?

Absolut gesehen sind sie fast vergleichbar. Damals hohes Zinsniveau, heute sehr hohe Risikokosten. Wenn man sagt, das kostet heute um die 10%. Damals hatte man Einstand 5% und 3% Risikoprämie. Heute 7-Jahressatz bei ca. 2% + 8% Risikoprämie. Tendenziell leicht teurer geworden.

9. Wird die Rolle des Portfoliomanagers ähnlich wie bei PREPS extern übernommen?

Die Altium Mitkap AG in der Schweiz übernimmt die Rolle des Portfoliomanagers für PRIME. Altium hat weder eine Verbindung zur HSH, noch zur HaSpa, noch zur LBBW und ist komplett extern.

10. Wie hoch sind die Ausfälle?

Zwei Ausfälle bisher (siehe Reports)

11. Wird mit weiteren Ausfällen gerechnet?

Je nach Konjunktorentwicklung. Wenn der Aufschwung nicht so nachhaltig ist, wie bestimmte Prognosen dies vorhersagen, könnte man davon ausgehen, dass es zu weiteren Ausfällen kommen könnte.

12. Was gibt es für Refinanzierungsmöglichkeiten?

Es wird sehr schwer, eine neue große Welle von Programm-Mezzanine am Markt zu etablieren. Wir können uns hier nur eine 3-geteilte Lösung vorstellen:

- Gute Kunden mit gutem Rating, die nicht drauf angewiesen sind, werden sich Senior Unsecured (unbesicherte Kredite) finanzieren.
- Mittleres Rating, über Private Equity neue Gesellschafter oder Individual Mezzanine
- Schlechtes Rating: wenn die Märkte zurückkommen und sich Investoren zur Refinanzierung finden, bringen wir als Bank Angebot und Nachfrage gern zusammen, bleiben die Märkte schlecht und finden sich keine Investoren, werden Unternehmensinsolvenzen nicht zu vermeiden sein

13. Bestehen Pläne zur Verlängerung der rechtlichen Fälligkeit (ähnlich wie bei H.E.A.T)?

PRIME geplante Fälligkeit 2013, Legal Fälligkeit 2015, unter bestimmten Voraussetzungen (die im Prospekt definiert sind) kann die Laufzeit des Genussrechts von 2013 auf 2015 verlängert werden.

Anhang III: Telefoninterview 3 WestLB AG

Name: Herbert Jackel
 Position: Abteilungsleiter Mezzanine und Private Equity
 Telefon: 0211/826-6656
 Unternehmen: WestLB AG
 Datum/Uhrzeit/Dauer: 02.02.2011/09:36 Uhr/ca. 15 min.

1. Wo ist der Unterschied zwischen S-Mezzanine, STEM?

Unterschiedlicher Name, gleiches Programm (S-Mezzanine WestLB, STEM BayernLB)

2. Wer waren die Zielkunden und in welcher Größenordnung bewegen sich die Tranchen?

zwischen 3-5 Mio. Tranchen Größe (Unternehmen ab 15 Mio. Jahresumsatz und Mindestbonität Ba2, aber vereinzelt auch größere Unternehmen dabei)

3. Einordnung von S-Mezzanine als wirtschaftliches-/bilanzielles Eigenkapital

S-Mezzanine ist Nachrangkapital, und wird als bilanzielles Fremdkapital aber wirtschaftliches Eigenkapital anerkannt.

4. Wurden die Genussrechte nach dem Originate-to-Distribute-Modell verkauft oder lag das Risiko ähnlich wie bei SmartMezzanine zwischenzeitlich auf der eigenen Bilanz?

Das Kapital wurde erst aus der eigenen Bilanz begeben und wurde im Nachgang verbrieft.

5. Wie sieht das aktuelle Mezzanine Angebot aus?

Jetziges Mezzanine eher Individual Mezzanine ab 3 Mio. Euro (Risiko auf eigene Bücher, da im Moment keine Investoren). Das Konzept von verbrieftem Programm-Mezzanine hat nicht funktioniert.

6. Wie beurteilen Sie die Nachfrage der Kapitalnehmer nach Mezzanine-Kapital?

Die Nachfrage nimmt nach eigenen Beobachtungen zu:

- da Wirtschaft anzieht und damit der Bedarf an Nachrangkapital für wirtschaftliche Expansion zunimmt (Investitionen)
- Anschlussfinanzierung an auslaufende Mezzanine-Programme

7. Wie beurteilen Sie die Nachfrage der Kapitalgeber/Investoren nach Mezzanine-Kapital?

Von Investorensseite sehr verhalten, da sehen wir kaum Bewegung.

8. Wieviele Ausfälle gab es bei S-Mezzanine/STEM bisher

1 oder 2 Ausfälle.

9. Wieviele Ausfälle werden noch erwartet?

Momentan werden keine weiteren gravierenden Ausfälle erwartet.

10. Was gibt es für Angebote zur Refinanzierung auslaufender Mezzanine-Programme durch WestLB/BayernLB?

Das momentane Angebot kann auch für Anschlussfinanzierungen verbriefter Mezzanine-Programme herangezogen werden.

11. Was gibt es grundsätzlich für Möglichkeiten der Refinanzierung auslaufender Mezzanine-Programme?

Das Hauptproblem ist nicht Anschlussfinanzierung an sich sondern speziell die Anschlussfinanzierung bonitätsschwacher Unternehmen. Grundsätzlich gibt es diverse Mglk. Anschlussfinanzierung:

- Individual Mezz.
- klassischer Kredit
- Eigenkapital
- Factoring
- Leasing

Unternehmen mit ausreichender Bonität werden keine Probleme haben, eine passende Anschlussfinanzierung zu finden. Probleme werden das letzte Drittel der Unternehmen mit schlechter Bonität haben. Unternehmen mit guter Bonität werden versuchen, fälliges Mezzanine-Kapital mit Krediten zurück zu zahlen.

12. Wie haben sich die Konditionen von der Verbriefung zum heutigen Angebot entwickelt

Die aktuellen Konditionen haben sich im Durchschnitt im Vergleich zu den Konditionen der Verbriefungsprogramme leicht erhöht.

13. Bestehen Pläne zur Verlängerung der rechtlichen Fälligkeit (ähnlich wie bei H.E.A.T)?

Momentan ist eine Verlängerung kein Thema, da StaGe erst 2013 ausläuft. Eine Verlängerung kann allerdings ein Thema werden, um den Unternehmen Zeit für eine Anschlussfinanzierung zu geben und die Refinanzierungsproblematik zu entschärfen.

Wir würden es auch nicht ausschließen, dass andere Anbieter zunächst prolongieren. Die Investoren müssen der Prolongation zustimmen. Das wird in den meisten Fällen der Fall sein, da die Investoren kein Interesse haben, die finanzierten Unternehmen in die Insolvenz zu treiben und damit den größten Teil ihres investierten Geldes zu verlieren.

Vom Umsetzungsaufwand ist die Verlängerung eine große Herausforderung, da sämtliche Investoren der Verlängerung zustimmen müssen, besonders bei großvolumigen Verbriefungen wie PREPS™, die sich über mehrere Transaktionen erstreckt haben und aufgrund ihrer Größe eine sehr heterogene Investorenstruktur aufweisen. S-Mezzanine ist vom Volumen her wesentlich kleiner, die Investorenstruktur damit auch bedeutend übersichtlicher.

Anhang IV: Telefoninterview 4 ADVISUM GmbH

Name: Steffen Hanne
 Position: Investment Manager
 Telefon: 030/688304103
 Unternehmen: ADVISUM GmbH
 Datum/Uhrzeit/Dauer: 04.02.2011/15:53 Uhr/ca. 25 min.

1. Welche Rolle spielt Merrill Lynch, Schweizer Capital Securities Group AG (CSG), Advisum?

- Advisum = Fondsinitiator der Kapitalmarktfonds, d.h. der das Produkt aufgelegt hat, die Produktidee hatte, der auch Investment Advisor der Unt. ist, d.h. Unt. geprüft und in das Programm eingebracht hat
 - Origination
 - Ansprache d. U
 - Information d. U
 - Prüfung d. U mittels Due Diligence
- Merrill Lynch = Begleitung der Strukturierung, Ansprache des Kapitalmarktes, d.h. Begleitung bei Roadshows und Platzierung bei institutionellen Investoren
- CSG = Portfoliomanager, d.h. Begleitung der Unternehmen während der Laufzeit der Anleihen

2. Volumen, erstrangiger Anteil?

- nachrangige, gleichrangige Variante (ca. 50/50)
- nachrangig wie PREPS EquiNotes (Mezzanine-Kapital)
- gleichrangig dem FK näher, vergleichbar mit Schuldscheindarlehen, für Unt. kostengünstigere Variante
- beide Bausteine können für je nach Situation des Unt. Vorteile haben
- Unt. mit bereits guter Kapitalstruktur haben gerne zur gleichrangigen und damit günstigeren Variante gegriffen, wodurch man verschiedene Bedarfsfragen besser abbilden konnte

3. Wurden beide PULS-Transaktionen komplett verbrieft?

- Ja, komplett

4. Wer waren die Zielkunden und in welcher Größenordnung bewegen sich die Tranchen?

- Zielkunden: klassischer Mittelstand
 - etabliertes Geschäftsmodell
 - industrienaher Branche
 - durchschnittl. Umsatz 60-70 Mio. €
 - 200-300 MA
 - langjährige Unternehmenshistorie von mehreren Jahrzehnten
 - regional überwiegend deutschsprachiger Raum, also Deutschland, Österreich, Schweiz
- ab 2 Mio. bis max. 10 Mio., kein Unterschied zwischen gleichrangig, nachrangig

5. Wieviele Ausfälle gab es bei PULS bisher

- Ausfallstruktur wird nicht veröffentlicht

6. Wieviele Ausfälle werden noch erwartet?

- tendenziell eher keine Ausfälle erwartet, im Zuge der konjunkturellen Aufwertungen werden mögliche Ausfälle geringer

7. Wie sieht das aktuelle Mezzanine Angebot aus durch Lynch, CSG, Advisum?

- ausschließlich Fremdkapitallösungen, kein Mezzanine (Individual, Standard)

8. Wie waren die Konditionen des PULS Programmes?

- Konditionen: relativ weit gespreizt, hat sich je nach Kapitalmarktentwicklung nach oben/unten bewegt, grundsätzlich abhängig von der Einschätzung des Unt. hinsichtlich der quantitativen Zahl sprich dem Rating des Unt. aber auch von der qualitativen Einschätzung aus der Due Diligence, gab dann aber auch keinen festen Zinssatz für eine bestimmte Ratingklasse, es war relativ weit gespreizt in Abhängigkeit von der Ausfall-WS des. Unt. und von der Kapitalmarktentwicklung, grds. Zinsen von 6% (gleichrangig) bis zweistellig bei (nachrangig)

9. Wie beurteilen Sie die Nachfrage der Kapitalnehmer nach Mezzanine-Kapital (allgemeine Markteinschätzung)?

- Interesse gäbe es mit Sicherheit weiterhin, allerdings kann Kapitalmarkt Angebot nicht befriedigen, da Risikoaversion momentan sehr hoch ist

10. Wie beurteilen Sie die Nachfrage der Kapitalgeber/Investoren nach Anlagemöglichkeiten in verbrieftes Mezzanine-Kapital (allgemeine Markteinschätzung)?

- Da die Verbriefungsmärkte momentan nicht funktionieren, ist die Nachfrage eher gering

11. Was gibt es für Angebote zur Refinanzierung auslaufender PULS-Programme durch Advisum?

- Programme gestartet 2006/2007, erste Ausläufe ab 2013
- nicht durch Nachrangige Mittel zumindest nicht derzeit, es kann sein, dass das Instrument mittelfristig wieder funktioniert, wenn einmal am Kap.markt nichts weiter passiert (keine größeren Ausfälle, gute Konjunktur), Renditehunger groß genug, dann kann es durchaus sein, dass sich von Kapitalgeber-Seite entsprechend wieder Produkte entwickeln, momentan sehen wir das kurzfristig eher nicht
- wobei das aus unserer Sicht durch FK-Instrumente kein Problem darstellt, die sind sicherlich auch weiterhin verfügbar, nur als nachrangige Mezzanine-Instrumente sehen wir das ganze Volumen was dort platziert wurde einmal und momentan dann auch in den nä. Jahren im Markt fällig wird sehen wir das momentan eher nicht

12. Was gibt es grundsätzlich für Möglichkeiten der Refinanzierung auslaufender Mezzanine-Programme?

- Refi-möglichkeiten
 - Verlängerungen von den Anbietern
 - FK aus unterschiedlichsten Quellen (Großteil durch Banken)
 - Kapitalmarktangebote z.B. Schuldscheindarlehen, Anleiheemissionen
 - FK von Banken

13. Bestehen Pläne zur Verlängerung der rechtlichen Fälligkeit (ähnlich wie bei H.E.A.T)?

- Verlängerung (HEAT) noch nichts vorgesehen, Frage stellt sich momentan noch nicht, noch genug Zeit bis zum Fälligwerden der ersten Mittel

Anhang V: Telefoninterview 5 HSBC Trinkaus & Burkhardt AG

Name: Jochen Schumacher
Position: Firmenkunden
Telefon: 0211/9103995
Unternehmen: HSBC Trinkaus & Burkhardt AG,
Datum/Uhrzeit/Dauer: 10.02.2011/17:28 Uhr/ca. 5 min.

1. Wie ist das aktuelle Angebot an Mezzanine-Kapital?***a. Wird H.E.A.T noch angeboten?***

- HEAT ist abgeschlossen und wird derzeit nicht angeboten

b. Wird Individual Mezzanine durch die HSBC angeboten?

- Individual Mezzanine wird von der HSBC nicht aktiv angeboten

Anhang VI: 37 Anbieter Individual-Mezzanine

- BayBG Bayerische Beteiligungsgesellschaft
- Bayerische Mezzaninekapital
- BayernLB
- Belvall SA
- Beteiligungskapital Hannover
- Beteiligungs-Managementgesellschaft Hessen
- Bremer Beteiligungsgesellschaft mbH
- BTG Beteiligungsgesellschaft Hamburg mbH
- CBG Commerz Gruppe (CB Mezzanine Capital)
- CFH/SachsenLB
- Conetwork Erneuerbare Energien Management GmbH
- EQT
- Equinet
- Hannover Finanz
- HSH Nordbank
- Indigo
- KfW Bankengruppe
- L-Bank
- L-EA Private Equity
- M Cap Finance GmbH & Co. KG
- MBG Baden-Württemberg
- MBG Berlin Brandenburg
- MBG Mecklenburg-Vorpommern
- MBG Niedersachsen
- MBG Nordrhein-Westfalen (KBG)
- MBG Rheinland-Pfalz
- MBG Sachsen
- MBG Sachsen-Anhalt
- MBG Schleswig-Holstein
- MBG Thüringen
- MML Capital Partners
- Nord Holding
- NRW.Bank
- Saarländische Investitionskreditbank
- S UBG Aachen
- West LB
- WGZ Initiativkapital

Quelle: Fleischhauer/Olkowski, Unternehmeredition 2010, S. 38.

Anhang VII: Überblick Mezzanine-Programme

Anbieter	Produkt	Transaktion	Volumen in Mio. Euro	Anzahl teilnehmender Unternehmen	Ende wirtschaftliche Laufzeit	Ende rechtliche Laufzeit
HypoVereinsbank, CEG	PREPS™	2004-1	249	34	04/2011	04/2012
		2004-2	616	67	12/2011	12/2012
		2005-1	313	51	08/2012	08/2014
		2005-2	360	62	12/2012	12/2014
		2006-1	321	61	07/2013	07/2015
		2007-1	248	52	03/2014	03/2016
		Gesamt	2.107	327		
HSBC	H.E.A.T	I-2005	220	32	08/2012	08/2013
		II-2006	280	47	04/2013	04/2014
		III-2007	314	60	02/2014	02/2015
		Gesamt	814	139		
IKB, Deutsche Bank	equiNotes	Force I-2005	370,5	57	02/2013	02/2017
		Force II-2006	214,5	48	01/2014	01/2018
		Gesamt	585	105		
ADVISUM, Merrill Lynch	PULS	2006	255	44	07/2013	07/2014
		2007	300	60	07/2014	04/2016
		Gesamt	277,5*	52*		
Commerzbank	CB MezzCAP	2006	199,5	35	01/2013	10/2036
HSH Nordbank, LBBW, Haspa	SmartMezzanine	PRIME 2006-I	196,5	29	08/2013	08/2015
BayernLB, WestLB	S-Mezzanine/STEM	StaGe-2006	175,8	51	12/2012	12/2013
SUMME ALLER TRANSAKTIONEN:			4.355,3	738		

* Die PULS Transaktion wird nur zu 50% berücksichtigt, da PULS laut Telefoninterview mit Steffen Hanne (Vgl. Anhang IV) zu ca. 50% gleichrangige Finanzierungsmittel enthält, die dem Fremdkapital zuzurechnen sind. Da das genaue Verhältnis zwischen nachrangigen/gleichrangigen Finanzierungen jedoch nicht genau bekannt ist, sind die Gesamt Angaben für nachrangiges Mezzanine-Kapital bezüglich Volumen und Anzahl der finanzierten Unternehmen nur näherungsweise.

Quellen: Advisum GmbH: <http://www.advisum.de/de/alternative-finanzierungen/puls.html> vom 07.02.2011, Altium Mitkap AG: <http://www.altiummitkap.ch/> vom 29.01.2011, BayernLB (Hrsg.): Presseinfo vom 12.07.2006, http://www.bayernlb.de/internet/In/ar/sc/Internet/de/Downloads/0100_CorporateCenter/1320Presse/Pressemeldungen/2006/07Juli/20060712MezzanineWestLB.pdf?downloadOID=26988 vom 02.02.2011, Capital Efficiency Group AG: <http://www.ceg-ag.com/> vom 24.01.2011, Commerzbank AG (Hrsg.): Pressemitteilung vom 05.04.2006, https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/presse/archiv/_presse_mitteilungen/2006/quarter_06_02/presse_archiv_detail_06_02_23.html vom 09.02.2011, EquiNotes Management GmbH: <http://www.equinotes.de/equi/index.html> vom 12.02.2011, Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 16, 17, 37, HSBC Trinkaus & Burkhardt AG: <http://www.hsbc-heatmezzanine.de/ssg/tiles/display?def=00.00.00> vom 23.01.2011, Telefoninterviews (Anhang I-V).

Anhang VIII: Berechnung der Mehrfachnutzung pro Transaktion

Prozentualer Anteil des Portfolios, der gleichzeitig andere Mezzanine-Programme nutzt																
Portfoliogröße (n)	Preps 2004-1	Preps 2004-2	Preps 2005-1	HEAT 2005	Preps 2005-2	Force 2005-1	MezzCap 2006	HEAT 2006	Preps 2006-1	STAGE 2006	Prime 2006-1	HEAT 2007	Preps 2007-1	FORCE 2007	SUMME	Ranking
Preps 2004-1	34	17,65%	11,76%	2,94%	5,88%	0,00%	0,00%	2,94%	0,00%	8,82%	5,88%	0,00%	0,00%	0,00%	55,87%	3
Preps 2004-2	67	7,69%	7,86%	1,49%	7,46%	1,49%	4,48%	5,97%	4,48%	2,90%	2,90%	1,49%	1,49%	2,90%	50,97%	6
Preps 2005-1	52	7,69%	9,62%	1,92%	17,31%	5,85%	1,92%	0,00%	1,92%	0,00%	7,69%	0,00%	3,85%	0,00%	55,77%	4
HEAT 2005	32	3,13%	3,13%	3,13%	0,00%	0,00%	0,00%	12,50%	6,25%	6,25%	0,00%	3,13%	0,00%	3,13%	40,65%	7
Preps 2005-2	62	3,23%	8,06%	14,52%	0,00%	1,61%	0,00%	6,45%	8,06%	0,00%	3,23%	0,00%	16,13%	1,61%	62,90%	2
Force 2005-1	57	0,00%	1,75%	3,51%	0,00%	1,75%	10,53%	2,86%	0,00%	1,75%	1,75%	0,00%	3,51%	0,00%	33,32%	10
MezzCap 2006	35	2,86%	8,57%	2,86%	0,00%	11,43%	17,14%	2,86%	2,86%	2,13%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	51,44%	5
HEAT 2006	47	0,00%	8,51%	0,00%	8,51%	0,00%	0,00%	2,13%	0,00%	2,13%	4,26%	6,39%	0,00%	4,26%	40,44%	8
Preps 2006-1	61	0,00%	3,28%	1,64%	3,28%	8,20%	0,00%	3,28%	1,86%	1,64%	1,64%	0,00%	6,56%	1,64%	32,80%	11
STAGE 2006	51	5,88%	1,96%	0,00%	3,92%	0,00%	1,96%	1,96%	1,96%	6,90%	3,45%	0,00%	0,00%	0,00%	23,52%	13
Prime 2006-1	29	6,90%	3,45%	13,79%	0,00%	6,90%	3,45%	0,00%	6,90%	3,45%	6,90%	3,45%	0,00%	10,34%	65,52%	1
HEAT 2007	60	0,00%	1,67%	0,00%	1,67%	0,00%	0,00%	5,00%	0,00%	0,00%	1,67%	0,00%	0,00%	0,00%	10,01%	14
Preps 2007-1	53	0,00%	1,89%	3,77%	0,00%	18,87%	3,77%	0,00%	7,55%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,89%	37,74%	9
FORCE 2006	49	0,00%	4,08%	0,00%	2,04%	2,04%	10,20%	4,08%	2,04%	0,00%	6,12%	0,00%	2,04%	0,00%	32,64%	12

Umrechnung der prozentualen Größen nach (n)															
Portfoliogröße (n)	Preps 2004-1	Preps 2004-2	Preps 2005-1	HEAT 2005	Preps 2005-2	Force 2005-1	MezzCap 2006	HEAT 2006	Preps 2006-1	STAGE 2006	Prime 2006-1	HEAT 2007	Preps 2007-1	FORCE 2007	SUMME
Preps 2004-1	34	6	4	1	2	0	0	1	0	3	2	0	0	0	19
Preps 2004-2	67	5	5	1	5	1	1	3	4	3	2	1	1	1	34
Preps 2005-1	52	4	5	1	9	2	0	1	0	1	0	4	2	0	29
HEAT 2005	32	1	1	1	0	0	0	0	4	2	2	0	1	0	13
Preps 2005-2	62	2	5	9	0	1	1	4	0	5	0	2	0	10	39
Force 2005-1	57	0	1	2	0	1	6	0	0	1	1	0	2	5	19
MezzCap 2006	35	1	3	1	0	4	6	1	1	1	0	0	0	0	18
HEAT 2006	47	0	4	0	4	0	0	1	2	2	1	3	0	2	19
Preps 2006-1	61	0	2	2	5	0	1	2	1	1	1	1	0	4	20
STAGE 2006	51	3	1	0	2	0	1	1	1	1	2	0	0	0	12
Prime 2006-1	29	2	1	4	0	2	1	1	2	1	2	1	0	3	19
HEAT 2007	60	0	1	0	1	0	0	0	3	0	0	1	0	0	6
Preps 2007-1	53	0	1	2	0	10	2	0	4	0	0	0	0	1	20
FORCE 2006	49	0	2	0	1	1	5	0	2	1	0	3	0	1	16
689*															283

Durchschnittliche Fremdfindung innerhalb eines Mezzanine-Programms:	283	=	41,07%
	689*		

* Einzelne Angaben der Portfolioerößen weichen geringfügig von den recherchierten Angaben (Homepage der Anbieter) ab. Die Summe der Portfolioerößen (exklusive PULS) beträgt laut Angaben der einzelnen Anbieter 686. Diese Summe wird auch durch Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 14 bestätigt. Für die gewonnenen Schlussfolgerungen aus diesen Daten sind diese geringfügigen Abweichungen jedoch unerheblich.

Quelle: eigene Berechnungen, HSH Nordbank Credit Research (Hrsg.), http://www.hsh-nordbank.de/media/de/pdf/produkte/anlageprodukte/verbriefungstransaktionen/prime/additionalinformation_2/mezzaninclosmarktberblick2010.pdf? vom 30.01.2011.

Anhang IX: Befragungen von Programm-Mezzanine Nutzern zu realistisch einsetzbaren Refinanzierungsformen

ca. 60% Unternehmen ohne Anschlussfinanzierungslösungen (124 von 208 Befragten)

(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

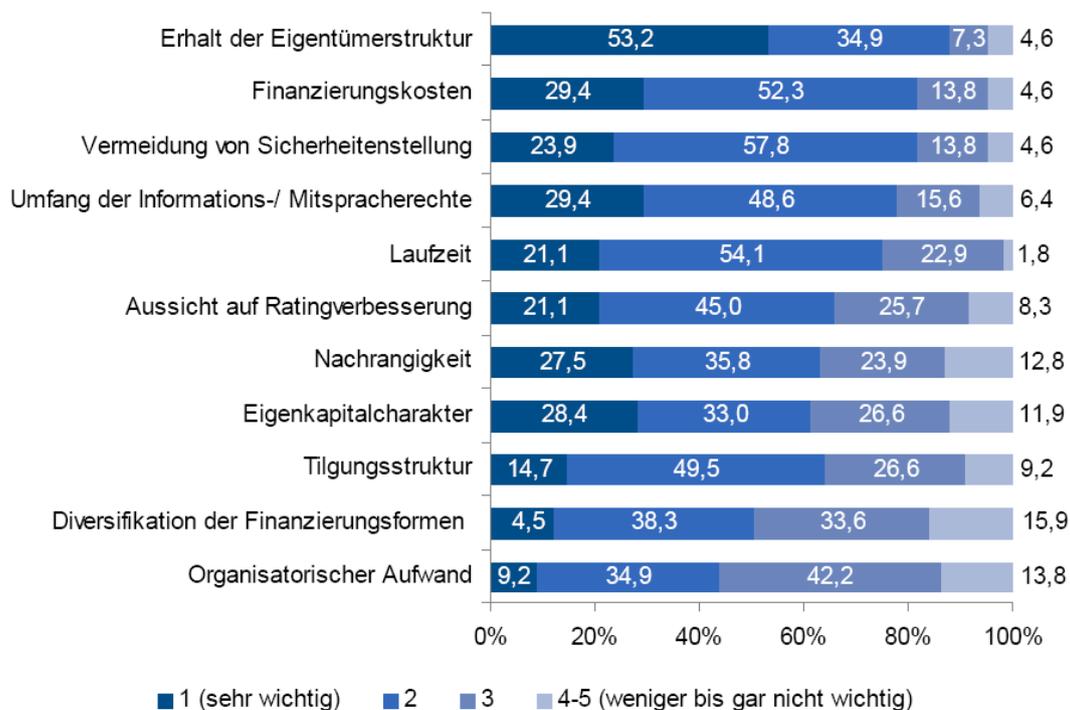
ca. 40% Unternehmen mit Anschlussfinanzierungslösungen (83 von 208 Befragten)

(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

Quelle: Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 53-56

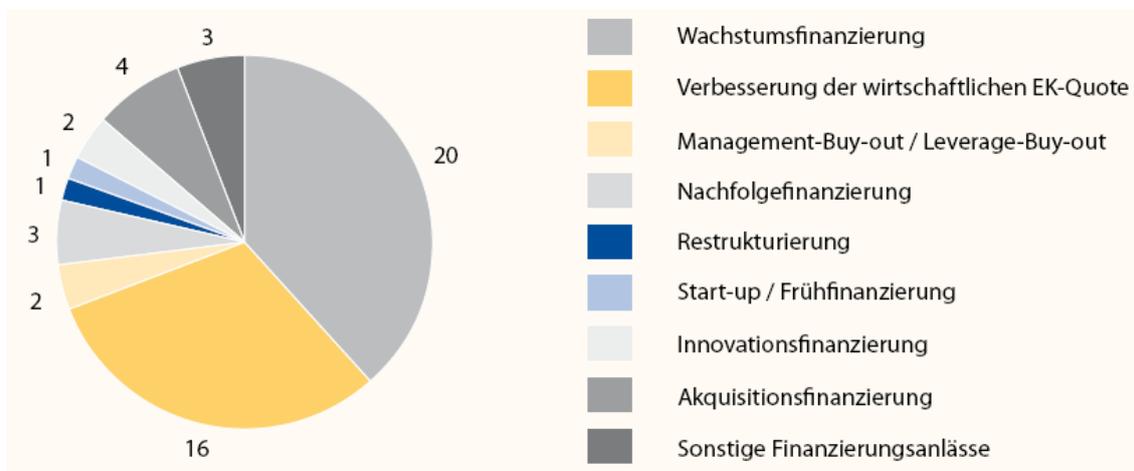
Anhang X: Entscheidungskriterien bei der Wahl der Anschlussfinanzierung



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

Quelle: Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 64

Anhang XI: Grund für die Aufnahme des Mezzanine-Kapitals



Quelle: Elmers/Knöll/Lehmann-Tolkmitt, 2010, S. 16

(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

Quelle: Hommel/Nohtse/Schneider, 2010, S. 43

Literaturverzeichnis

- Achleitner, Ann-Christin/ Kaserer, Christoph: Mezzaninkapital auf dem Weg zum Standardprodukt, in: Der Schweizer Treuhänder (Zeitschrift) 11/2007, S. 823-828
- Advisum GmbH: <http://www.advisum.de/de/alternative-finanzierungen/puls.html> vom 07.02.2011
- Altium Mitkap AG: <http://www.altiummitkap.ch/> vom 29.01.2011
- Alvensleben, Philipp von/ Beauvais, Ernst-Albrecht von/ Hellich, Peter: Gründer-Mezzanine, in: VentureCapital Magazin (Zeitschrift) „Tech-Guide 2007“, S. 114-115
- Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das durch Artikel 6 des Gesetzes vom 9. Dezember 2010 (BGBl. I S. 1900) geändert worden ist
- BayernLB (Hrsg.): Presseinfo vom 12.07.2006, http://www.bayernlb.de/internet/ln/ar/sc/Internet/de/Downloads/0100_CorporateCen-ter/1320Presse/Pressemeldungen/2006/07Juli/20060712MezzanineWestLB.pdf?downloadOID=26988 vom 02.02.2011
- BBG Berater (Hrsg.): Mezzanine-Produkte im Vergleich, http://www.betriebsberatungsstelle.de/dwl/2006_01_bbg_berater.pdf vom 03.02.2011
- Beinert, Claudia/ Henne, Antje/ Reichling, Peter: Praxishandbuch Finanzierung, Wiesbaden 2005
- Bernet, Beat/ Denk, Christof L.: Finanzierungsmodelle für KMU, Bern/Stuttgart/Wien 2000
- Borke, Michael: Finanzierungsalternativen für den Mittelstand, http://www.coburg.ihk.de/downloads/starthilfe/vortraege/Vortrag_Mezzanine.pdf vom 08.02.2011
- Bösl, Konrad/ Sommer, Michael: Mezzanine Finanzierung, München 2006
- Brokamp, Jürgen/ Ernst, Dietmar/ Hollasch, Karsten/ Lehmann, Georg/ Weigel, Klaus: Mezzanine-Finanzierung, München 2008
- Bruch, Guido: Jahresrückblick 2007 Mezzanine, <http://www.mezzanine-bericht.de/2007.pdf> vom 09.02.2011

- Bruch, Guido: Aktuelle Entwicklungen im Mezzanine-Markt – Stand August 2008, <http://www.foerderland.de/fachbeitraege/beitrag/Aktuelle-Entwicklungen-im-Mezzanine-Markt-Stand-August-2008/aecb55912a/> vom 10.02.2011
- Bruch, Guido: Jahresrückblick 2008 Mezzanine, <http://mezzanine-bericht.de/2008.pdf> vom 16.01.2011
- BVMW: Fälligkeit bei Mezzanine, http://rundbrief.bvmwsued.de/fileadmin/user_upload/rundbrief/2009/offener/rb-faelligkeit-bei-mezzaninen.pdf vom 05.02.2011
- Capital Efficiency Group AG: <http://www.ceg-ag.com/> vom 24.01.2011
- CBG Commerz Beteiligungskapital GmbH & Co. KG: http://www.cbg.commerzbank.de/de/produkte_leistungen/individual_mezzanine/start.htm vom 09.02.2011
- Commerzbank AG (Hrsg.): Pressemitteilung vom 05.04.2006, https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/presse/archiv/presse_mitteilungen/2006/quartal_06_02/presse_archiv_detail_06_02_23.html vom 09.02.2011
- Deutsche Bank (Hrsg.): Pressemitteilung vom 10.07.2007, http://www.deutsche-bank.de/medien/de/content/presse_informationen_2007_3576.htm vom 13.02.2011
- Dörscher, M./ Hinz, H.: Mezzanine Capital – Ein flexibles Finanzierungsinstrument für KMU, in: Finanz Betrieb (Zeitschrift) 2003, Nr. 5, S. 607
- Dürr, Ulrike L.: Mezzanine-Kapital in der HGB- und IFRS-Rechnungslegung, Berlin 2007
- DZ Bank AG (Hrsg.): Pressemitteilung vom 17.08.2004, http://www.dzbank.de/unternehmen/index.jsp;jsessionid=0000ircB-THp1KBTm4dZDIBsQoo:13ujsv2qo?path=/dz3_presse_0252.html vom 17.02.2011
- DZ Bank AG (Hrsg.): Pressemitteilung vom 02.09.2004, http://www.dzbank.de/unternehmen/index.jsp;jsessionid=0000WEm7lpgp3c7S5raNkfJ9GnI:13ujsv2qo?path=/dz3_presse_0247.html vom 17.02.2011
- Elkemann-Reusch, Manfred/ Häger, Michael: Mezzanine Finanzierungsinstrumente – Stille Gesellschaft-Nachrangdarlehen-Genussrechte, Berlin 2004

- Elmers, Norman/ Knöll, André/ Lehmann-Tolkmitt, Arno: Mezzanine-Kapital – Bilanz und Lehren der Standardprogramme, Hauck & Aufhäuser Unternehmerstudie 2010, Norderstedt 2010
- EquiNotes Management GmbH: <http://www.equinotes.de/equi/index.html> vom 12.02.2011
- Finance Magazin (Hrsg.): Ausgewählte Mezzanine-Programme und -Fonds auf dem deutschen Markt, http://www.peopleanddeals.de/file_download/38 vom 05.02.2011
- Finance Magazin (Hrsg.): CB MezzCAP getrübt durch Nici-Insolvenz, <http://www.peopleanddeals.de/article/1055/cb-mezzcap-getruebt-durch-nici-insolvenz> vom 09.02.2011
- Fleischhauer, Uwe/ Kaluza, Anne: Ergebnisse des 2. Mezzanine-Panels, in: Unternehmeredition (Zeitschrift) „Mezzanine 2008“, Nr. 2/08, S. 42-51
- Fleischhauer, Uwe/ Olkowski, Michael: Ergebnisse des 4. Mezzanine-Panels, in: Unternehmeredition (Zeitschrift) „Mezzanine 2010“, Nr. 5/10, S. 30-38
- Franz, Andreas/ Hötzing, Felix/ Mangels, Norbert: Mezzanine-Kapital – Geschäftsfeld für Mittelstandsfinanzierungen, Frankfurt 2007
- Grampp, Michael/ Hielscher, Udo/ Singer, Jürgen: Börsenlexikon, Frankfurt am Main 2002
- Güllmann, Peter: Mezzanine-Finanzierungen für den Mittelstand, in: VentureCapital Magazin (Zeitschrift) 5/2005, S. 18-19
- Gündel, Matthias/ Katzorke, Björn: Private Equity, Köln 2007
- Handelsgesetzbuch in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 4100-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, das durch Artikel 18 des Gesetzes vom 8. Dezember 2010 (BGBl. I S. 1768) geändert worden ist
- Hauser, Christoph: Chancen und Risiken einer Unternehmensakquisition durch eine Zwischengesellschaft als Finanzierungsmodell, Hamburg 2009
- Hauerndinger, Monika/ Probst, Hans-Jürgen: Finanz- und Liquiditätsplanung in kleinen und mittleren Unternehmen, München 2006
- Hippin, Andreas/ Kullrich, Antje: Mezzanine-Programmen droht ein dickes Ende, in: Börsen-Zeitung (Zeitschrift) 03.11.2010, Nr. 212, S. 11

- Hofelich, Markus: Die Folgen erster Insolvenzen für Standard-Mezzanine-Programme, [http://www.unternehmeredition.de/index.php?id=8&no_cache=1&tx_ttnews\[tt_news\]=24&tx_ttnews\[backPid\]=23](http://www.unternehmeredition.de/index.php?id=8&no_cache=1&tx_ttnews[tt_news]=24&tx_ttnews[backPid]=23) vom 18.01.2011
- Hommel, Ulrich/ Nohtse, Karsten/ Schneider, Hilmar: Programm-Mezzanine – Quo Vadis? – Eine empirische Untersuchung der Refinanzierungsproblematik aus Unternehmenssicht, Wiesbaden 2010
- HSBC Trinkaus & Burkhardt AG: <http://www.hsbc-heatmezzanine.de/ssg/tiles/display?def=00,00,00> vom 23.01.2011
- HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.): Pressemitteilung vom 23.04.2008, [http://www.hsbc-trinkaus.de/tubweb/pressroom.nsf/0/CC1C2F39AF12D13DC12575530062D07F/\\$File/2008-04-23%20PM%20HSBC%20Trinkaus%20CEG%20H.E.A.T%20I-2008.pdf](http://www.hsbc-trinkaus.de/tubweb/pressroom.nsf/0/CC1C2F39AF12D13DC12575530062D07F/$File/2008-04-23%20PM%20HSBC%20Trinkaus%20CEG%20H.E.A.T%20I-2008.pdf) vom 10.02.2011
- HSH Nordbank AG: http://www.hsh-nordbank.de/de/produkte/finanzierungen/smartfinancefamily_1/smartmezzanine_1/smartmezzanine_1.jsp vom 29.01.2011
- HSH Nordbank Credit Research (Hrsg.): Mezzanine CLOs – Marktüberblick 2010 – mit Fokus auf Prime 2006-1, http://www.hsh-nordbank.de/media/de/pdf/produkte/anlageprodukte/verbriefungstransaktionen/prime/additionalinformation_2/mezzaninemarktberblick2010.pdf? vom 30.01.2011
- IHK Schleswig-Holstein: http://www.ihk-schleswig-holstein.de/starthilfe/unternehmensfoerderung/Finanzierungshilfen_und_Foerdermittel/739744/KfWGenussrechtsprogramm.html vom 14.02.2011
- IKB Private Equity GmbH (Hrsg.): Kurzanalyse standardisierte Mezzanine-Programme, http://www.private-equity-forum.net/media/events/Pr%C3%A4sentation_EQUINOTES_HMehrlich.pdf vom 12.02.2011
- Jackel, Herbert; Abteilungsleiter Mezzanine und Private Equity, WestLB AG, Telefoninterview vom 02.02.2011

- Klandt, Heinz/ Nathusius, Klaus/ Seibt, Dietrich: Beiträge zur Unternehmensgründung, Lohmar/Köln 2001
- Lüpken, Silke: Alternative Finanzierungsinstrumente für mittelständische Unternehmen vor dem Hintergrund von Basel II, Bremen 2003
- Martens, Andrea: Ruhe in Frieden, Mezzanine, in: Markt und Mittelstand (Zeitschrift) 01.12.2008, Nr. 12, S. 76-78
- Mezzanine-Bericht.de: <http://mezzanine-bericht.de/> vom 06.02.2011
- Müller-Känel, Oliver: Mezzanine Finance – Neue Perspektiven in der Unternehmensfinanzierung, 3. Auflage, Bern 2008
- o.V.: Bei Mezzanine droht ein böses Erwachen, in: Börsen-Zeitung (Zeitschrift) 27.10.2010, Nr. 207, S. 12
- o.V.: Die Krise der Mezzanine-Nutzer, in: Der Treasurer (Zeitschrift) 06.05.2010, Ausgabe 09, S. 1
- o.V.: Duden – Das Fremdwörterbuch, 8. Auflage, Mannheim 2005
- o.V.: Refinanzierung mit Hindernissen, in: Der Treasurer (Zeitschrift) 04.11.2010, Ausgabe 21, S. 1-4
- Plankensteiner, Dirk/ Rehbock, Tobias: Mezzanine-Finanzierungen für den Mittelstand: Der Markt ist in Bewegung., http://www.kfw.de/kfw/de/I/II/Download_Center/Fachthemen/Research/PDF-Dokumente_WirtschaftsObserver_online/2005/WOb_Juli_2005.pdf vom 09.01.2011
- Plankensteiner, Dirk/ Rehbock, Tobias: Die Bedeutung von Mezzanine-Finanzierungen in Deutschland, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen (Zeitschrift) 08/2005, Nr. 15, S. 790
- Rickers, Jan; Mitarbeiter Capital Efficiency Group AG, Telefoninterview vom 25.01.2011 (siehe Anlage)
- Riehm, Ashok/ Riehm, Sonja: Bankkredit adieu! Die besten Finanzierungsalternativen, Göttingen 2009
- Rudolph, Bernd: Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, Tübingen 2006
- Schanze, Christian; Capital Markets Credit, HSH Nordbank AG, Telefoninterview vom 28.01.2011 (siehe Anlage)

Werner, Horst S.: Das Private Placement zur Kapitalbeschaffung, 2. aktualisierte Ausgabe, Köln 2006

Werner, Horst S.: Mezzanine-Kapital – Mit Mezzanine-Finanzierung die Eigenkapitalquote erhöhen, 2. aktualisierte Auflage, Köln 2007

WestLB AG (Hrsg.): MEZZANINEpro^M: Mehr Schubkraft für Ihr Unternehmen, http://appsrv07.westlb.com/isearch/westlb/westlb_de/de/ul/fin/eigenkapitalloesungen/mezzanine_kapital/Documents/BRO_Mezzanine.pdf vom 05.02.2011

Wirtschaftswissenschaftliche Schriften

Jahrgang 2013

Misch, J., 2013, Analyse der Anwendung alternativer Finanzierungsformen für nicht kapitalmarktorientierte Unternehmen im Zeitraum von 2002 bis heute, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 3/2013, Fachbereich Betriebswirtschaft, Ernst-Abbe-Fachhochschule Jena

Hussini, S. J., Finke, W. F., 2013, Workshop Proceedings, Sept. 15-17, 2012 Kabul/Afghanistan – Creating Awareness for the Use of OpenSource Systems in the Public Sector in Afghanistan, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 2/2013, Fachbereich Betriebswirtschaft, Ernst-Abbe-Fachhochschule Jena

Fröhlich, J., 2013, Erarbeitung eines Konzeptes zur Einführung bzw. Umsetzung eines Betrieblichen Gesundheitsmanagements in die unternehmerische Praxis auf der Grundlage von Erfolgsfaktoren des „Thüringer Netzwerkes Betriebliches Gesundheitsmanagement“, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 1/2013, Fachbereich Betriebswirtschaft, Ernst-Abbe-Fachhochschule Jena

Jahrgang 2012

Albrecht, S., Bark, B., Beyer, C., Blosser, B., Bösnecker, P., Brandt, T., Buerke, G., Chen, L., Domnik, M., Gätcke, J., Schleicher, St., Schultheiß, S., 2012, Auszubildende im Handwerk – Eine empirische Studie in der Region Jena, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 4/2012, Fachbereich Betriebswirtschaft, Ernst-Abbe-Fachhochschule Jena

Ernst, D., Stoetzer, M.-W., 2012, Beschäftigungseffekte von Innovationen auf Unternehmensebene: Ein Überblick theoretischer und empirischer Befunde, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 3/2012, Fachbereich Betriebswirtschaft, Ernst-Abbe-Fachhochschule Jena

Rauschenbach, M., 2012, Strategisches IP-Management im Unternehmen unter Berücksichtigung rechtlicher Rahmenbedingungen, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 2/2012, Fachbereich Betriebswirtschaft, Ernst-Abbe-Fachhochschule Jena

Buerke, G., 2012, Ausgewählte Aspekte zu Corporate Social Responsibility bei deutschen Großunternehmen und Nachhaltigkeit bei produzierenden KMU in Sachsen und Thüringen, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 1/2012, Fachbereich Betriebswirtschaft, Ernst-Abbe-Fachhochschule Jena

Jahrgang 2011

Geyer H., 2011, Besonderheiten bei der Finanzierung von Wohnungsgesellschaften – unter besonderer Beachtung der Risiken aus Zinsänderungen, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 2/2011, Fachbereich Betriebswirtschaft, Fachhochschule Jena

Lehmann, M.-Ch., 2011, Demografischer Wandel – Identifikation von personalwirtschaftlichen Handlungsfeldern auf Basis einer Altersstrukturanalyse am Praxisbeispiel Commerz Real AG, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 1/2011, Fachbereich Betriebswirtschaft, Fachhochschule Jena

Jahrgang 2010

Döring, S., 2010, Zusammen flexibel ist man weniger allein? Eine empirische Analyse der neuen Arbeitsform Coworking als Möglichkeit der Wissensgenerierung, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 1/2010, Fachbereich Betriebswirtschaft, Fachhochschule Jena

Jahrgang 2009

Pfeil, S., 2009, Kritische Darstellung der theoretischen Grundlagen zum Bildungscontrolling bei verhaltensorientierten Personalentwicklungsmaßnahmen, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 2/2009, Fachbereich Betriebswirtschaft, Fachhochschule Jena

Krähmer, Ch., Stoetzer, W.-M., 2009, Die Nachfrageeffekte der Hochschulen in Jena - Eine Regionalökonomische Analyse der Einkommens- und Beschäftigungswirkungen, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 1/2009, Fachbereich Betriebswirtschaft, Fachhochschule Jena

Jahrgang 2008

Dietmann, C., 2008, Kann denn Siegen Sünde sein? Die Ökonomik des Dopings am Beispiel des Radsports, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 1/2008, Fachbereich Betriebswirtschaft, Fachhochschule Jena