

In Misskredit

Viele Firmen müssen Standard-Mezzanine-Kapital ersetzen. Nach Pleiten und Krise ist der Markt dafür aber tot – und Alternativen sind rar

Olaf Wittrock

Wenn es schlechtes Timing in der Unternehmensfinanzierung gibt, haben Firmen, die vor einigen Jahren sogenanntes Mezzanine-Kapital von der Stange aufgenommen haben, genau das erlebt. Sie haben sich im wohl schlechtesten Moment entschieden, ein damals als Innovation gefeiertes Angebot anzunehmen. Was folgte, war die Krise; sie hat Reserven aufgezehrt. Jetzt ist wieder Boom; da ist Geld für Investitionen nötig. Ausgerechnet nun wollen die Mezzanine-Kapitalgeber ihr Geld zurück.

Von 2004 bis 2007 hatten vornehmlich Banken ihren Mittelstandskunden ein verlockendes Angebot gemacht: Um Wachstum zu finanzieren, würden sie ein- bis zweistellige Millionenbeträge zur Verfügung stellen. Nicht als Kredit, sondern als Genussrecht. Das ist eigenkapitalähnlich und eine ideale Ergänzung zu Krediten, die die Eigenkapitalquote und damit tendenziell die Bonität verschlechtern. Zugleich haben Genussrechtshaber anders als andere Investoren keine Stimmrechte und in normalen Zeiten keinen Einfluss aufs Geschäft. Die Unternehmer blieben Herren im eigenen Haus. Statt Zinsen verlangten die Anbieter von Preps, Mezzcap, Equinotes und ähnlichen Produkten im Schnitt sieben bis zehn Prozent Vergütung pro Jahr. Ein vergleichsweise günstiger Preis, der dank starker Standardisierung gelang – und weil die Banken Risiken aus diesen Geschäften an andere Investoren weiterverkauften. Vereinbart wurden in der Regel sieben Jahre Laufzeit.

Man hat die Ausfallraten unterschätzt

CARSTEN RÖHRS,
Geschäftsführer Haspa BGM

Die sind 2011 bis 2014 rum. Rund 500 deutsche Mittelständler brauchen eine Anschlussfinanzierung. Experten schätzen den Bedarf auf 3,7 Mrd. bis 5 Mrd. Euro, die Hälfte davon muss in

diesem und im kommenden Jahr her. Das ist nicht einfach. Neues Standard-Mezzanine steht nicht zur Verfügung, der Markt ist nach spektakulären Pleiten bei mehreren Portfoliounternehmen und infolge der Finanzkrise tot. Zu verhandeln ist mit den Geldgebern von einst auch kaum: Die haben ihre Genussrechte ja längst weiterverkauft an Investoren, die sieben Jahre später schlicht ihre Rendite einfahren wollen und kaum Ambitionen haben dürften, neues Geld zu geben.

„Am Kapitalmarkt platzierte Standard-Mezzanine-Lösungen sind eigenkapitalähnliche Mittel, bei denen der Vermittler der Produkte in der Regel nicht ins Risiko gegangen ist“, erläutert Carsten Röhrs, Geschäftsführer der Haspa BGM, der mittelständischen Beteiligungsgesellschaft der Hamburger Sparkasse: „Für Firmen heißt das: Sie finden oft keinen Ansprechpartner bei ihrer Bank, mit dem sie über Prolongation oder andere Vertragsänderungen sprechen können.“

Die für die Firmen anonymen Gläubiger werden von einem Portfoliomanager vertreten, der nach festen Regeln agiert, sagt Röhrs: „Verhandlungsspielraum gibt es da fast nicht.“

Die Unternehmen müssen also anderswo Ersatz suchen. Möglichkeit eins: Sie zahlen das Kapital aus eigenen Mitteln zurück. Das ist der Königsweg, kann aber Wachstum bremsen, das Geld fehlt ja für Investitionen. Womöglich lassen sich ein paar Geldreserven aus der Bilanz heben, etwa durch Leasing oder den Verkauf offener Forderungen an Factoringgesellschaften. Fehlt trotz solcher Mühen Geld zur Rückzahlung der Mezzanine-Tranche, bleibt Möglichkeit zwei: Versuchen, bei der Bank an einen Kredit zu kommen. Oder Möglichkeit drei: Suche nach Eigenkapitalgebern.

„Ein Großteil der Unternehmen wird auch dank des neuen Aufschwungs Auffanglösungen finden“, sagt Marcus Jüngling von der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft PKF Faselt Schlage aus Frankfurt: „Aber wer immer die neuen Geldgeber sein wer-

den – sie werden deutlich höhere Anforderungen an die Transparenz der Unternehmen stellen.“ Die Geldgeber von Standard-Mezzanine-Programmen hatten vergleichsweise freigiebig Mittel verteilt. Auch an Unternehmen, die sich später als weniger solide erwiesen als gedacht. Als sich die Pleiten mehrt, stimmte aus Sicht der Investoren die Risiko-Rendite-Relation nicht mehr. „Womit man das Mezzanine-Kapital aus den Standardprogrammen kompensieren kann, ist nur individuell zu entscheiden“, sagt Jüngling: „Eigenkapital- und cashflowstarke Firmen können dazu zusätzliches Fremdkapital aufnehmen. Dort, wo das Eigenkapital aber nur künstlich durch das Mezzanine-Kapital aufgepumpt wurde, müssen andere Eigenkapitallösungen her.“ Die allerdings werden deutlich teurer.

Das bestätigt Haspa-BGM-Chef Röhrs: „Man hat die Ausfallraten unterschätzt, und so waren die Konditionen damals nicht risikoadäquat. Die Renditeanforderungen neuer Eigenkapitalinvestoren werden höher sein.“ Dafür seien die Investoren bereit, Risiken zu tragen – statt auf Provisionsbasis Eigenkapital zu verkaufen, das auf dem Kapitalmarkt landet. So argumentieren jedenfalls Anbieter wie die Haspa BGM, bei denen vermehrt Anfragen von Firmen auflaufen.

Die größte Hürde für Mittelständler, die mezzanines durch echtes

Eigenkapital ersetzen wollen, dürfte aber sein, überhaupt an einen Vertrag zu kommen. Die Branche ist vorsichtig: „Wir lassen uns nur mit guten Unternehmen ein, die das operative Geschäft überzeugend bewältigen“, sagt Harald Heidemann, Vorstand bei der S-UBG in Aachen, einer weiteren

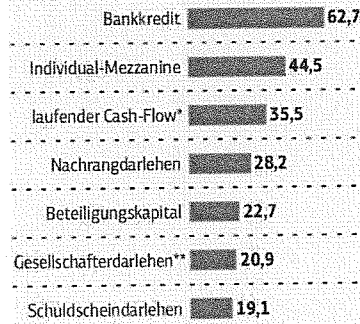
Beteiligungsgesellschaft aus dem Sparkassenlager. Gerade Firmen, die es schwer haben, Mezzanine-Tranchen zurückzuzahlen, werden kaum einen Investor finden. Und sie werden auch beim Kreditgespräch Probleme bekommen. „Voraussetzung für eine erfolgreiche Refinanzierung

sind in jedem Fall positive Geschäftsaussichten, nachhaltige Profitabilität und ein hoher Cashflow“, sagt Tobias Schätzmüller, Geschäftsführer beim Berater Advisory Partners in Wiesbaden: „Etwa ein Viertel der Unternehmen trifft die Notwendigkeit zur Anschlussfinanzierung nach unseren

Schätzungen unvorbereitet beziehungsweise in einer noch nicht bewältigten Krisensituation.“ Wer da kein Polster angespart hat, steht womöglich vor dem Ruin: „Hier sind Liquiditätsprobleme zu erwarten, die bis zur Zahlungsunfähigkeit und Insolvenz führen können.“

Kredite gefragt

einsetzbare Refinanzierungsformen aus Sicht des Unternehmens, in %



* Innenfinanzierung ** Gesellschaftereinlage

FTD/gal: Quellen: IBS, 08, Nov 2010, n = 110