

# Damoklesschwert Programm-Mezzanine

*Ergebnisse einer Bilanzanalyse aller Programm-Mezzanine-finanzierten Unternehmen: 15% können Rückzahlung nicht leisten*

Von Dr. Volkhard Emmrich, stv. Vorsitzender der Geschäftsführung,  
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH

*Ab Juli 2011 stehen insgesamt 4,7 Mrd. EUR standardisiertes Mezzanine-Kapital zur Refinanzierung an. Es handelt sich um rund 700 Einzelfinanzierungen aus den Jahren 2004 bis 2007, die unter Namen wie PREPS, HEAT, FORCE, CB Mezzcap oder PULS von Banken aufgelegt wurden. Gleichartige Produkte stehen dazu derzeit nicht zur Verfügung. Dies wird aus heutiger Sicht auch so bleiben, d.h. die Neuaufnahme eines günstigen kapitalmarktplatzierten Genussscheinkapitals ist nicht möglich, die Refinanzierung muss also durch andere Instrumente erfolgen. Ein Blick in die öffentlich zugänglichen Bilanzen und Jahresabschlüsse der mit Standard-Mezzanine finanzierten Unternehmen zeigt, wo die Probleme liegen bzw. welche Lösungsansätze im Einzelnen zielführend sind.*



Dr. Volkhard Emmrich

## **Bonitätsanalyse: Wer hat Schwierigkeiten?**

Aufgrund der aktuellen Zahlenbasis ergibt sich in etwa folgendes Bild: Bei ca. 45% bis 50% der Unternehmen ist die Bonität so gut, dass eine Anschlussfinanzierung wohl problemlos möglich ist. Dagegen wird schon bei einer Gruppe von 30% bis 40% die Refinanzierung aufgrund der nicht so guten Bonität schwierig. Lediglich rund 15% der Mezzanine-finanzierten Unternehmen sind aus heutiger Sicht wohl massiv gefährdet.

## **Mögliche Refinanzierungsquellen**

Analysiert man die Struktur hinsichtlich der möglichen Refinanzierungsquellen, so zeigt sich in etwa folgendes

Bild: Ca. 10% der Mezzanine-finanzierten Unternehmen wird die Rückführung aus dem Free Cashflow und damit vollständig aus eigener Kraft gelingen. Etwa 60% können die Refinanzierung durch Fremdkapital bzw. durch Individual-Mezzanine bewerkstelligen. Doch bei rund 30% der Unternehmen wird die Refinanzierung aufgrund schwacher operativer Performance äußerst schwierig bzw. erfordert eine grundsätzliche Rekapitalisierung der Passivseite oder aber eine Lösung über Insolvenz.

## **Low Performer: Eigenkapital oder Insolvenz?**

Eigenkapital oder Insolvenz heißt wohl die entscheidende Frage für die Gruppe der Low Performer. Ist die operative Performance schwach oder befindet sich das Unternehmen in der Restrukturierung, so muss die Passivseite in aller Regel sowieso neu aufgestellt und vor allem das Eigenkapital gestärkt werden. Ist ohne Fresh Money die Zahlungsfähigkeit in der Restrukturierung nicht aufrecht zu erhalten, so ist als insolvenznahe

### ZUR PERSON: DR. VOLKHARD EMMRICH

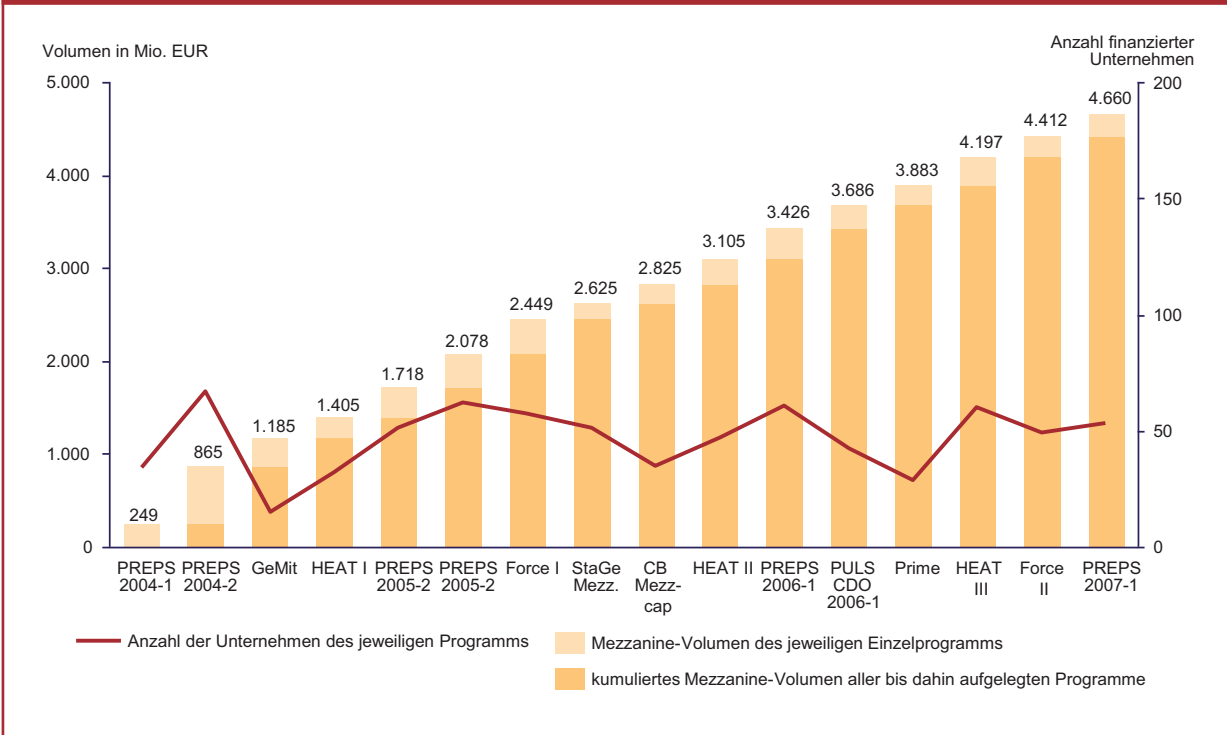
Dr. Volkhard Emmrich ist stellvertretender Vorsitzender der Geschäftsführung des Beratungsunternehmens Dr. Wieselhuber & Partner GmbH. Sein Tätigkeitsschwerpunkt liegt in der Beratung von inhabergeführten Industrieunternehmen – insbesondere bei Fragen der Krisenbewältigung und Unternehmenssanierung.  
[www.wieselhuber.de](http://www.wieselhuber.de)

Lösung eine Ablösung des Mezzanine-Kapitals „gegen Cash“ und entsprechendem Abschlag möglich. Auch das Insolvenzplanverfahren ist durchaus ein geeignetes Instrument, wenn dem keine Restriktionen aus dem Geschäftsmodell entgegenstehen. Unabhängig von der Frage nach möglichen Potenzialen eines Insolvenzverfahrens wird wohl Eigenkapitalzufuhr bei schwachen Unternehmen die primäre Refinanzierungsquelle sein, z.B. durch die Altgesellschafter, Distressed Fonds oder spezialisierte Private Equity-Häuser.

**Steht „die Ampel auf gelb“, sind Vorarbeiten unverzichtbar**

Größter individueller Handlungsbedarf besteht wohl bei denjenigen Unternehmen, die zwar kein „harter“ Restrukturierungsfall sind und somit nicht auf insolvenznahe Lösungsinstrumente zurückgreifen können, andererseits jedoch ad hoc keine Refinanzierungsmöglichkeiten haben. Zu deren allerersten Hausaufgaben sollte zählen, alle Liquiditätsreserven im Unternehmen sowie die Möglichkeiten zur Verringerung des notwendigen

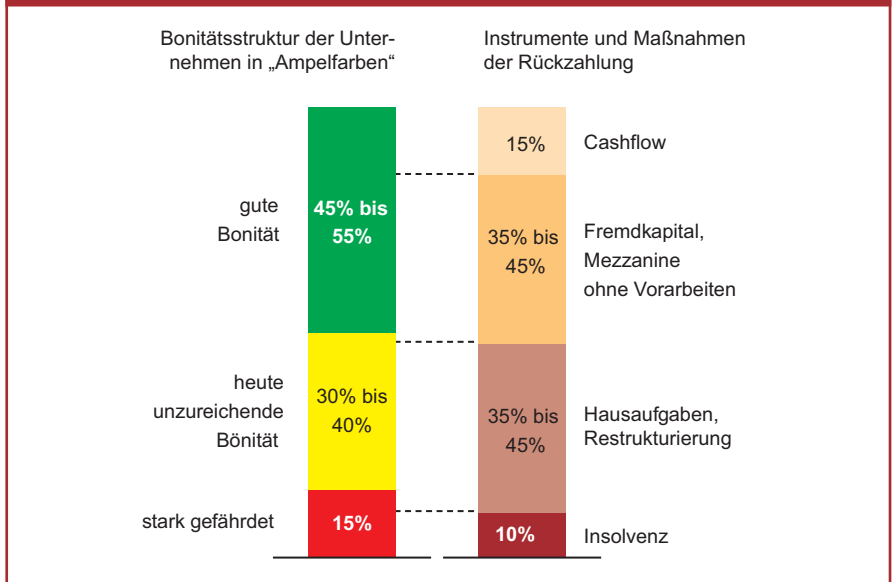
**ABB. 1: AUFGELEGTES STANDARD-MEZZANINE-VOLUMEN NACH EINZELPROGRAMMEN 2004 BIS 2007  
IN CHRONOLOGISCHER REIHENFOLGE**



Quelle: Quelle: Mezzanine-Bericht; Handelsblatt, W&P Recherche

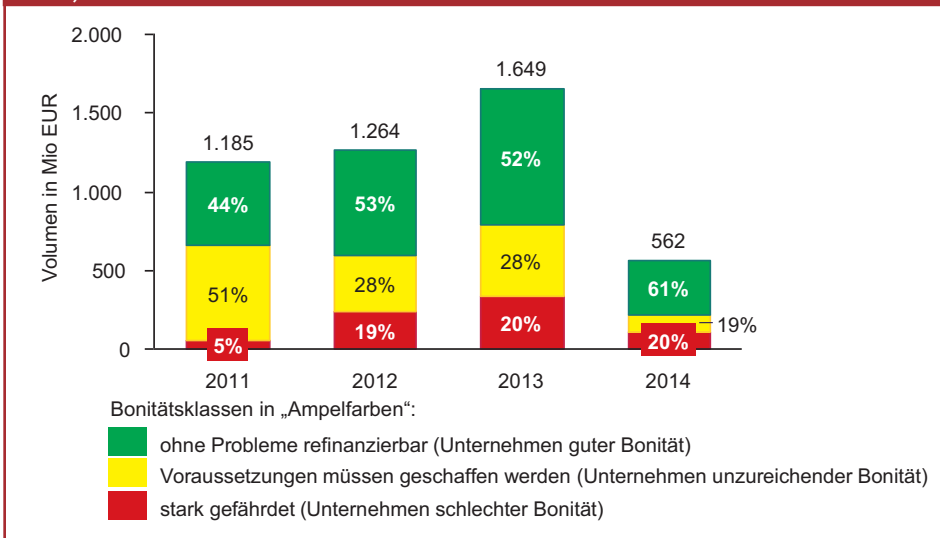
Finanzierungsvolumens bzw. die Potenziale alternativer Finanzierungsinstrumente, wie beispielsweise Factoring, zu identifizieren. Wichtig ist auch, das Liquiditätsmanagement sowie die liquiditätsrelevanten Prozesse der Auftragsabwicklung zwischen Kreditoren und Debitoren zu optimieren. Die Ableitung der Potenziale und Maßnahmen zur kurz- und mittelfristigen Steigerung des EBIT sowie zur Verbesserung der Unternehmensperformance muss ebenfalls erfolgen. Diese Aktivitäten sollten sich in einer mittelfristig integrierten Unternehmensplanung sowie einer Risiko- bzw. Sensitivitätsanalyse wieder-

**ABB. 3: BONITÄTS- UND REFINANZIERUNGSSTRUKTUR STANDARD-MEZZANINE-FINANZIERTER UNTERNEHMEN**



Quelle: W&P Datenbank, BGP Recherche

**ABB. 2: FÄLLIGKEITSVOLUMEN DER STANDARD-MEZZANINE-PROGRAMME NACH JAHR UND BONITÄTSKLASSE DER UNTERNEHMEN**



Quelle: Mezzanine-Bericht; W&P Recherche

finden. Auch die Optimierung der Passivseite inkl. der Refinanzierung des Programm-Mezzanine gehört zu den zentralen Aufgaben der Unternehmen. Aufgrund der heute vorliegenden Zahlenbasis kann davon ausgegangen werden, dass bei rund 1/3 des Mezzanine-Kapitals die Refinanzierbarkeit durch die oben genannten Hausaufgaben erst erarbeitet bzw. durch entsprechende Vorarbeiten sichergestellt werden muss.

**Ausblick:**

Je besser die Bonität, desto größer die Auswahl, was mögliche Finanzierungsinstrumente angeht. Dies gilt auch bei der Refinanzierung des Programm-Mezzanine. Auch die jüngst von Banken aufgelegten Fonds zur Eigenkapitalstärkung (Deutsche Bank, Commerzbank/ KfW) erfordern den Nachweis tragfähiger Bonitäten in einer Due Diligence. Gleiches gilt für das durchaus vorhandene Spektrum von Individual-Mezzanine. Je höher

das Finanzierungsrisiko und je eigenkapitalnäher deshalb die Refinanzierung sein sollte, umso größer sind auch die Finanzierungskosten bzw. die Renditeerwartungen der Anleger. Die Katze fällt also auch hier immer auf ihre Füße, bei individuellen Refinanzierungsproblemen helfen nur Restrukturierung und Effizienzsteigerung – oder Eigenkapital, was natürlich auch mit dem Verlust der Gesellschafterposition verbunden sein kann, nicht jedoch öffentliche Programme oder „der Staat“.

Anzeige



## bdp Venturis: Kapital für den Mittelstand

- Finanzierungen von EUR 100.000 bis 20 Millionen, auch in schwierigem Fahrwasser!
- Moderation von Banken- und Finanzierungsrunden
- IDW-Fortführungsprognosen und Sanierungskonzepte
- Bürgschaften bzw. Landesbürgschaften
- KfW-(Sonder)programme
- Suche von Investoren oder strategischen Partnern

**bdp** Venturis

Management Consultants

Restrukturierung · Finanzierung  
M&A · Interimsmanagement

GmbH

10435 Berlin  
Danziger Str. 64  
030 – 44 33 61 - 0  
bdp.berlin@bdp-team.de

01097 Dresden  
Hansastr. 18  
0351 – 811 53 95 - 0  
bdp.dresden@bdp-team.de

20459 Hamburg  
Steinhöft 5 - 7  
040 – 30 99 36 - 0  
hamburg@bdp-team.de

**bdp Venturis**  
Management Consultants GmbH

[www.bdp-venturis.de](http://www.bdp-venturis.de)