

Fälligkeit Standard- Mezzanin

Herausforderung für den Mittelstand?

Studie im Auftrag des
Bundesministeriums für
Wirtschaft und Technologie

Fälligkeit Standard- Mezzanin

Herausforderung für den Mittelstand?

Studie im Auftrag des
Bundesministeriums für
Wirtschaft und Technologie



Fälligkeit Standard-Mezzanin

Herausforderung für den Mittelstand?

Herausgegeben von PricewaterhouseCoopers AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Redaktion (Projektleitung)

StB Bernd Papenstein, Partner
Andreas Rams, Senior Manager
Christian Lüke, CFA, Manager

Studienteam

Benjamin Staendeke
Karin Eschweiler
Marina Stoimenova
Melanie Böcker

Alle Rechte vorbehalten. Vervielfältigungen, Mikroverfilmung sowie die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sind ohne Zustimmung des Verlags nicht gestattet.

Die Ergebnisse der Studie sind zur Information unserer Mandanten bestimmt. Sie entsprechen dem Kenntnisstand der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Für die Lösung einschlägiger Probleme greifen Sie bitte auf die in der Publikation angegebenen Quellen zurück oder wenden sich an die genannten Ansprechpartner. Alle Meinungsbeiträge geben die Auffassung der Autoren wieder.

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	6
Tabellenverzeichnis.....	9
Abkürzungsverzeichnis.....	10
A Executive Summary.....	11
B Konzeption der Studie.....	14
1 Ausgangssituation.....	14
2 Grundlage und Methodik der Studie.....	17
C Konzeption Standard-Mezzanin.....	19
1 Vorgehensweise.....	19
2 Transaktionsstruktur und beteiligte Parteien.....	19
3 Finanzierungsverträge mit den Portfoliounternehmen.....	24
4 Wesentliche Vertragseigenschaften der betrachteten Standard-Mezzaninprogramme im Vergleich.....	27
5 Auswahlprozess der Unternehmen und Zusammensetzung der H.E.A.T.-Portfolien.....	31
6 Analyse der Wertpapiere.....	33
7 Grobschätzung der Ausfälle im Zeitablauf auf Basis der Wertpapierratings.....	42
8 Zwischenfazit.....	44
D Erwartung der Anbieterseite.....	46
E Erwartung der Nachfrageseite.....	53
1 Allgemeine Beschreibung der Befragung und der Grundgesamtheit.....	53
2 Beschreibung der befragten Unternehmen anhand der angegebenen Unternehmenskennzahlen.....	54
3 Konjunktur und Geschäftssituation.....	56
4 Unternehmensfinanzierung.....	57
5 Anschlussfinanzierung für auslaufendes Mezzaninkapital.....	68
F Quantitative Untersuchung der finanzierten Unternehmen.....	80
G Handlungsempfehlung.....	85
Anhänge.....	86
Ansprechpartner.....	105

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1	Bilanzielle Einordnung von Mezzaninkapital (schematisch)	14
Abb. 2	Entwicklung des Standard-Mezzaninmarktes 2004–2007	16
Abb. 3	Transaktionsstruktur H.E.A.T. I-2006	19
Abb. 4	Wasserfallstruktur der Transaktion H.E.A.T. I-2006.....	34
Abb. 5	Erwartete Ausfälle in % vom Transaktionsvolumen	43
Abb. 6	Umsätze der befragten Unternehmen (2009)	54
Abb. 7	Mitarbeiteranzahl der befragten Unternehmen	54
Abb. 8	Branchenverteilung der befragten Unternehmen	55
Abb. 9	Branchenverteilung über sämtliche Standard-Mezzaninprogramme.....	55
Abb. 10	Bewertung der eigenen Geschäftslage in 2009	56
Abb. 11	Einschätzung der eigenen Umsatzentwicklung für 2011–2013.....	56
Abb. 12	Einschätzung der eigenen Ertragslage für 2011–2013	57
Abb. 13	Eigenkapitalquote der analysierten Unternehmen (2008)	58
Abb. 14	Eigenkapitalquote unter Berücksichtigung des Mezzaninkapitals (2008)	58
Abb. 15	Bilanzielle Eigenkapitalquoten der Unternehmen 2008 und 2009 im Vergleich	59
Abb. 16	Genutzte Finanzierungsquellen und deren Relevanz.....	60
Abb. 17	Einschätzung der eigenen Finanzierungssituation im Vergleich zu 2008	61
Abb. 18	Einschätzung der eigenen Finanzierungssituation im Vergleich zu 2008 (gegliedert nach Ratingklassen)	61
Abb. 19	Festgestellte Verschärfungen bei der Kreditvergabe seit 2008.....	62
Abb. 20	Festgestellte Verschärfungen bei der Kreditvergabe seit 2008 (gegliedert nach Ratingklassen)	63
Abb. 21	Erwartete Veränderungen bei der zukünftigen Kreditvergabe	64
Abb. 22	Finanzierungsanlässe der Unternehmen in der Vergangenheit.....	64
Abb. 23	Zukünftige Finanzierungsanlässe der Unternehmen	65

Abb. 24	Einschätzung des derzeit zusätzlichen Kapitalbedarfs (Stichprobendurchschnitt)	65
Abb. 25	Einschätzung des derzeit zusätzlichen Kapitalbedarfs (Stichprobenmedian)	66
Abb. 26	Zusätzlicher kurz- und mittelfristiger Kapitalbedarf im Verhältnis zur Bilanzsumme.....	66
Abb. 27	Abdeckung des Finanzierungsbedarfs durch das bestehende Angebot an Finanzierungsinstrumenten	67
Abb. 28	Abdeckung des Finanzierungsbedarfs durch das bestehende Angebot an Finanzierungsinstrumenten (gegliedert nach Ratingklassen)	67
Abb. 29	Anzahl der aufgenommenen Mezzanintranchen	68
Abb. 30	Mezzaninaufnahme der analysierten Unternehmen (gegliedert nach Anbietern)	69
Abb. 31	Mezzaninaufnahme der analysierten Unternehmen (gegliedert nach Programmtransaktionen)	69
Abb. 32	Mezzaninaufnahme der analysierten Unternehmen (gegliedert nach Jahren)	70
Abb. 33	Vorzeitige Tilgung der aufgenommenen Mezzaninmittel	70
Abb. 34	Unternehmensrating seitens der Mezzaninkapitalgeber.....	70
Abb. 35	Verwendungszweck der Mezzaninkapitalaufnahme.....	71
Abb. 36	Erfüllung der Mezzaninverwendungszwecke	72
Abb. 37	Prolongationswunsch.....	72
Abb. 38	Prolongationswunsch (gegliedert nach Ratingklassen)	73
Abb. 39	Erwartung von Anschlussfinanzierungsproblemen	73
Abb. 40	Erwartung von Anschlussfinanzierungsproblemen (gegliedert nach Ratingklassen)	74
Abb. 41	Mögliche Gründe für Anschlussfinanzierungsprobleme	74
Abb. 42	Mögliche Gründe für Anschlussfinanzierungsprobleme (gegliedert nach Ratingklassen)	75
Abb. 43	Bewertung der relevanten Eigenschaften von neuen Finanzierungsinstrumenten	76
Abb. 44	Bereits realisierte Formen der Anschlussfinanzierung.....	76
Abb. 45	Geplante Formen der Anschlussfinanzierung	77
Abb. 46	Zugang zu den bestehenden Finanzierungsquellen	78

Abb. 47	Für die Zukunft bevorzugte Finanzierungsanbieter	79
Abb. 48	Net Debt inkl. Mezzanin/EBITDA (2008)	80
Abb. 49	Net Debt exkl. Mezzanin/EBITDA (2008)	81
Abb. 50	Mezzanin/EBITDA (2008)	81
Abb. 51	Verschuldungsquote der Unternehmen (2008)	82
Abb. 52	Funds from Operations/Debt (2008)	82
Abb. 53	Funds from Operations/Debt + Mezzanin (2008)	83
Abb. 54	Funds from Operations/Mezzanin (2008)	84

Tabellenverzeichnis

Tab. 1	Übersicht der Standard-Mezzaninprogramme in Deutschland	17
Tab. 2	Wesentliche Vertragseigenschaften der einzelnen Programme im Vergleich.....	27
Tab. 3	Eigenschaften der H.E.A.T.-Portfolien	32
Tab. 4	Performance PREPS 2004-2.....	36
Tab. 5	Anzahl der ausgefallenen Kapitaltranchen bei PREPS	38
Tab. 6	Performance H.E.A.T. I-2006	39
Tab. 7	Ratingentwicklung der Wertpapiertranchen bei den betrachteten Programmen.....	40
Tab. 8	Annahme zur erwarteten Verlustquote bei den Junior Notes	43
Tab. 9	Eigenschaften der durch die Deutsche Bank und der Commerzbank sowie KfW aufgelegten Fonds	48
Tab. 10	Kapitalstruktur der Unternehmensstichprobe	57
Tab. 11	Höhe der Unternehmensverbindlichkeiten (2008).....	78

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz	insg.	insgesamt
b.a.w.	bis auf weiteres	InsO	Insolvenzordnung
bp	basis point	i.W.	im Wesentlichen
bspw.	beispielsweise	KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
bzw.	beziehungsweise	KMU	kleine und mittlere Unternehmen
ca.	circa	MBG	Mittelständische Beteiligungsgesellschaft
CDO	Collateralized Debt Obligation, eine spezielle Art von Asset Backed Securities	Mio.	Millionen
CEG	Capital Efficiency Group	o.ä.	oder ähnliches
d.h.	das heißt	o.g.	oben genannt
EBIT	Earnings before interest and taxes	p.a.	per anno
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciations and amortizations	PDL	Principal Deficiency Ledger
EK	Eigenkapital	Prof.	Professor
etc.	et cetera	RAP	Rechnungsabgrenzungsposten
F & E	Forschung & Entwicklung	s.o.	siehe oben
gem.	gemäß	sog.	so genannt
ggf.	gegebenenfalls	u.a.	unter anderem
ggü.	gegenüber	u.U.	unter Umständen
HVB	HypoVereinsbank	vgl.	vergleiche
i.d.R.	in der Regel	z.B.	zum Beispiel
i.H.v.	in Höhe von	z.T.	zum Teil
IKB	deutsche Industriebank	zzgl.	zuzüglich
inkl.	inklusive		
insb.	insbesondere		

A Executive Summary

Die vorliegende Marktstudie zielt darauf ab, die Auswirkungen der in den kommenden Jahren anstehenden Fälligkeiten der verbrieften Standard-Mezzaninfinanzierungen zu untersuchen und eine sich hieraus möglicherweise ergebende Marktlücke zu quantifizieren.

Zu diesem Zweck wurde zunächst die Struktur des Produktes als solches analysiert. Weiterhin wurden zur Untersuchung der Anbieterseite Experteninterviews mit Vertretern von Banken, Strukturierern von Mezzaninprogrammen und anderen Finanzierungsanbietern geführt, in denen deren Erwartungen bezüglich der weiteren Entwicklung bei den Standard-Mezzanin-Produkten erfragt wurden. Darüber hinaus wurde eine Befragung der mit Standard-Mezzaninkapital finanzierten Unternehmen durchgeführt, woran sich 110 Unternehmen bzw. 22,4% der Grundgesamtheit beteiligten. Hierdurch wurden die Erwartungen der Nachfrageseite erfragt. Zusätzlich wurde eine quantitative Untersuchung einiger Bilanzkennzahlen der an der Umfrage teilgenommenen Unternehmen durchgeführt um hieraus Rückschlüsse auf die Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Anschlussfinanzierung zu erhalten.

Die Untersuchung der Struktur der Standard-Mezzaninkapitalprogramme zeigte, dass diese Strukturen sehr komplex sind und die genaue Ausgestaltung der Rechte und Pflichten der beteiligten Transaktionsparteien eine erhebliche Bedeutung hinsichtlich der Flexibilität hat, mit welcher nach möglichen Lösungen für Unternehmen, denen die anstehende Mezzaninrückzahlung zum Fälligkeitstag nicht ohne weiteres gelingt, gesucht werden kann. In diesem Zusammenhang wurden im Programm H.E.A.T. signifikante Änderungen vorgenommen, die dem Transaction Adviser deutlich größere Flexibilität für mögliche Restrukturierungslösungen erlauben.

Aus den Experteninterviews mit den Kapitalgebern ergibt sich, dass das Thema Anschlussfinanzierung von Standard-Mezzaninkapital insgesamt eine hinreichende Aufmerksamkeit bei den Kapitalgebern erreicht hat. Ein allgemeingültiges Handlungsmuster für den Umgang mit der Anschlussfinanzierungsthematik ist im Markt aktuell jedoch noch nicht erkennbar. Als Mittelwert der Meinungen der Kapitalgeber kann folgende grobe Aufteilung der mit Standard-Mezzaninkapital finanzierten Unternehmen vorgenommen werden. 35–45% werden keine Probleme mit der Refinanzierung haben, da sie über ausreichende Liquidität bzw. ein gutes Kreditangebot verfügen. Ein Anteil von 45–55% an der Grundgesamtheit weist grundsätzlich noch hinreichend stabile Verhältnisse für eine Anschlussfinanzierung auf, doch wird ein Teil dieser Gruppe eigenkapitalwirksame Mittel zur Refinanzierung benötigen und es ist vor dem Hintergrund der aktuellen Angebotsstruktur nicht sicher, ob alle Unternehmen in dieser Gruppe die notwendigen eigenkapitalwirksamen Mittel finden werden. Für die erfolgreiche Refinanzierung dieser Gruppe spricht insbesondere die Aussage vieler Banken, dass sie sich um ihre Kunden kümmern werden, nicht zuletzt um die bereitgestellten Kredite zu sichern. 5–15% der Unternehmen werden als sogenannte Problemengagements mit hohem Insolvenzrisiko angesehen. Ferner kann festgehalten werden, dass der Wegfall von Standard-Mezzaninfinanzierungen die Kapitalkosten für die Unternehmen tendenziell erhöhen wird. Auch ergibt sich aus den geführten Gespräche, dass ein erheblicher Bedarf an Nachrangkapital beim deutschen Mittelstand vorhanden ist, insbesondere aufgrund der geringen Eigenkapitalquoten der Unternehmen.

Im Gegensatz zur Anbieterseite gibt es auf Seite der Nachfrager offenbar einen bedeutsamen Anteil an Unternehmen, die noch nicht das notwendige Problem-

bewusstsein gebildet haben. Hier ist in jedem Fall weitere Aufklärungsarbeit notwendig. Aus der Befragung der 110 Unternehmen, die sich an der Studie beteiligt haben, konnten folgende Erkenntnisse gewonnen werden:

- Die Unternehmen erwarten für die nächsten drei Jahre sowohl eine positive Umsatz- wie auch Ertragsentwicklung.
- Gewinnthesaurierung wird als wichtigste Finanzierungsquelle angesehen. Danach spielt insbesondere Mezzaninkapital eine bedeutende Rolle.
- Die Finanzierungssituation wird entsprechend der Bonitätslage sehr unterschiedlich eingeschätzt.
- Die Unternehmen berichten insgesamt von einer intensiveren Prüfung der Kreditwünsche und erhöhten Sicherheitenanforderungen durch die Banken. Die Unternehmen erwarten eine weitere Verschärfung dieses Trends.
- Die erwarteten Finanzierungsanlässe unterscheiden sich nicht wesentlich von denen der jüngeren Vergangenheit.
- Die zusätzlichen Kapitalbedarfe neben der Refinanzierung des Mezzaninkapitals in den nächsten fünf Jahren werden von 66% der Unternehmen mit unter 20% der Bilanzsumme angegeben, welches keine großen Wachstumsinvestitionen indiziert.
- 70% sind mit dem Angebot an Finanzierungsinstrumenten zufrieden. Der Anteil der zufriedenen Unternehmen mit einem Investment Grade Rating (bis Baa3) beträgt 90%, wohingegen der Anteil der zufriedenen Unternehmen mit relativ schwachem Rating (B1 oder schlechter) nur 40% beträgt. Dies unterstreicht die deutliche Risikoselektion der Kapitalgeber.
- Ein Großteil der Unternehmen (82%) sieht die mit der Aufnahme von Mezzaninkapital verbundenen Ziele als vollständig erreicht an. Weitere 12% sehen die Ziele zumindest teilweise als erreicht an, wobei hier insbesondere die spätere Nichtanerkennung als wirtschaftliches Eigenkapital durch die Hausbank bemängelt wurde.
- 70% der Unternehmen möchten gerne eine Prolongation des Mezzaninkapitals in Anspruch nehmen, wobei dieser Wert mit dem Rating korreliert. So möchten 100% der Unternehmen mit geringem Rating (B1 oder schlechter) eine Prolongation nutzen während dies bei den gut gerateten Unternehmen (Investment Grade) nur 60% sind.
- Mit Problemen bei der Anschlussfinanzierung rechnen 50% wobei dies ebenfalls stark mit dem Rating korreliert. So rechnen nur 45% der Unternehmen mit gutem Rating (bis Baa3) aber 93% mit geringem Rating (B1 oder schlechter) mit Problemen.
- Mit Blick auf die anstehende Refinanzierung werden die diversen Instrumente verschieden eingeplant. So planen 68% mit Gewinnthesaurierungen und 40% mit Investitionskrediten, 34% mit Betriebsmittelkrediten. Auch alternative Instrumente wie Leasing und Schuldscheindarlehen wollen jeweils über 10% der Unternehmen nutzen. Beteiligungskapital möchten 26% nutzen und Mezzaninkapital 45%, welches eine deutliche Nachfrage nach Haftkapital zeigt.
- Beim Zugang zu Finanzierungen spielen die Banken die überragende Rolle. Diese wurden für die Vergangenheit von 90% und für die Zukunft von 93% genannt.

Die quantitative Untersuchung der Unternehmenskennzahlen führte u.a. zu folgenden Erkenntnissen:

- 25% der Unternehmen verfügen über ein Verhältnis von Net Debt inkl. Mezzanin zu EBITDA (Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten und Mezzaninkapital zu Betriebsergebnis vor Abschreibungen) von über 5. Weitere 25% liegen zwischen 3,5 und 5. Die Wahrscheinlichkeit ist sehr hoch, dass diese Unternehmen Schwierigkeiten bei der Refinanzierung des Mezzaninkapitals durch erstrangiges Fremdkapital haben werden.
- Ohne Einrechnung des Mezzaninkapitals sinkt der Anteil der Unternehmen mit einer Ausprägung der o.g. Kennzahl über 5 auf 15% und der Anteil der Unternehmen zwischen 3,5 und 5 auf 8%. Die Unternehmen dieser beiden Gruppen könnten als potentielle Problemfälle angesehen werden.
- Beim Vergleich der Kennzahl Funds from Operations zu Mezzaninkapital (Operativer Cash Flow vor Working Capital Veränderungen zu Mezzaninkapital) kann abgelesen

werden, welcher Anteil des Mezzaninkapitals durch die operativ generierte Liquidität und damit durch die Innenfinanzierung erbracht werden kann. 20 % der Unternehmen erreichen einen Wert von über 100 % und können ohne Berücksichtigung von Working Capital Veränderungen, Investitionen, Tilgung von anderen Krediten und Ausschüttungen das Mezzaninkapital aus dem operativen Geschäft vollständig zurückführen.

- Weitere 35 % der Unternehmen erreichen Werte zwischen 50 % und 100 %, was immer noch eine erhebliche Entschuldigbarkeit indiziert. 24 % der Unternehmen erreichen Werte zwischen 20 % und 50 % was einer geringeren Rückzahlungsmöglichkeit entspricht. 18 % erreichen Werte zwischen 0 % und 20 %, so dass diese Unternehmen keine nennenswerte Rückzahlung aus dem operativen Geschäft zulassen. 5 % der Unternehmen erreichen negative Werte. Das bedeutet, dass diese Unternehmen Liquidität im operativen Geschäft verbraucht haben, was für ein generelles Problem spricht.

Insgesamt kann daher festgehalten werden, dass Standard-Mezzaninkapital für die meisten Unternehmen ein sinnvolles Produkt war. Das Anschlussfinanzierungsrisiko ist aufgrund der endfälligen Struktur allerdings hoch. Die Anbieter haben das Risiko realisiert und arbeiten zum Teil bereits an Lösungen.

Es gibt u.E. keine Anzeichen für ein flächendeckendes Marktversagen hinsichtlich der Bereitstellung von Anschlussfinanzierungen. Eine Lücke könnte hinsichtlich der erforderlichen Anschlussfinanzierungen mit Eigenkapitalcharakter entstehen. Es besteht die Gefahr, dass die bestehenden Angebote an eigenkapitalwirksamen Produkten aufgrund der Vergabekriterien und -praxis nicht zu dem bestehenden Bedarf passen. So scheinen die Bonitätsanforderungen der Anbieter aktuell insgesamt von einer Mehrzahl der Unternehmen nicht erfüllt werden zu können. Hier wären im Sinne der Unternehmen Maßnahmen von staatlicher Seite zur Unterstützung und damit Ausweitung des Angebots marktmässig ausgestalteter und bepreister Mezzanin-Instrumente zu begrüßen.

B Konzeption der Studie

1 Ausgangssituation

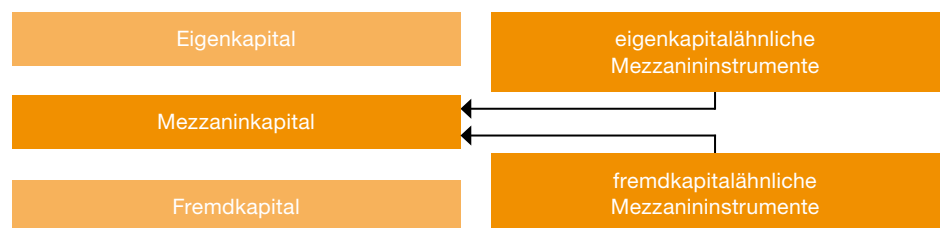
Wandel der Finanzierungsanforderung

Die Finanzierung von insbesondere kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) in Deutschland vollzog seit 2003/2004 einen tief greifenden Wandel. Dieser war vor allem dadurch gekennzeichnet, dass bei der Konditionierung von klassischen Krediten mittlerweile wesentlich stärker als in der Vergangenheit auf die aus Kennzahlen abgeleitete Bonität gemäß den Kriterien von Basel II abgestellt wurde. Besonders kritisch bei der Verlängerung von bestehenden oder der Aufnahme von neuen Finanzierungen wirkte sich dabei die im internationalen Vergleich relativ schwache Eigenkapitalausstattung deutscher mittelständischer Unternehmen aus. Die Eigenkapitalquote der deutschen KMU lag laut Bericht der Deutschen Bundesbank im Verlauf der letzten Jahre bei durchschnittlich 7,5 %, bei deutschen mittelständischen Kapitalgesellschaften bei durchschnittlich 16 %. Im Euro-Raum-Durchschnitt lag die Eigenkapitalquote mittelständischer Kapitalgesellschaften dagegen etwa bei 35 % und in den USA sogar bei 45 %.

Vor diesem Hintergrund gewann das Mezzaninkapital, dessen Charakter (analog zu seiner bilanziellen Stellung) eine Mischung i.W. aus den aus Sicht des Kapitalnehmers vorteilhaften Eigenschaften des Eigen- und Fremdkapitals darstellt, immer mehr an Bedeutung. Dieses auch Hybridkapital genannte Instrument konnte in verschiedenen Ausprägungen im Markt gefunden werden, wovon manche mehr eigenkapitalähnliche (z.B. atypische stille Beteiligung oder Genussrechte mit Gewinn und Verlustbeteiligung) und andere mehr fremdkapitalähnliche Eigenschaften (z.B. partiarisches oder Nachrangdarlehen) aufwiesen.

Abb. 1 Bilanzielle Einordnung von Mezzaninkapital (schematisch)

Passivseite der Bilanz



Quelle: PwC Recherche

Das Mezzaninkapital ermöglichte den mittelständischen Unternehmen, wirtschaftliches Haftungskapital aufzunehmen, ohne dabei Anteile abgeben und sich somit in ihrer unternehmerischen Freiheit einschränken lassen zu müssen. Zudem kann mit dem i.d.R. nachrangigen, endfälligen, langlaufenden und unbesicherten Mezzanin grundsätzlich eine Stabilisierung der Passivseite und Erhöhung der Verschuldungskapazität erreicht werden. Durch die Stärkung der wirtschaftlichen Eigenkapitalbasis verbessern sich i.d.R. die Bilanzrelationen und in der Folge das Rating eines Unternehmens. Die bessere Kreditwürdigkeit, die erweiterte Haftungsmasse und die Diversifizierung in der Finanzierungsstruktur, womit die Abhängigkeit von einzelnen Kapitalgebern abnimmt, verbesserte die Verhandlungsposition der Kreditnehmer gegenüber den klassischen Kreditinstituten sowohl hinsichtlich der Neukreditvergabe als auch der bestehenden Kreditkonditionen. Mit Mezzaninkapital schien die Eigenkapitalücke schließbar, die der deutsche Mittelstand im internationalen Vergleich aufwies und die durch Einsatz von Private Equity wegen fehlender Akzeptanz bislang nicht geschlossen werden konnte. Problematisch erwiesen sich jedoch die aufgrund der Risikoposition und der individuellen Ausgestaltungsmöglichkeiten hohen Kosten im zweistelligen Bereich.

Als Reaktion darauf wurde eine neue Finanzierungsform, das sogenannte „Standard-Mezzaninkapital“, kreiert und in Deutschland erstmals in 2004 aufgelegt. Die Grundidee dieser Finanzierungsinstrumente war die Streuung des Kapitalgeberrisikos durch die Bündelung und die anschließende Verbriefung einer Mehrzahl an Einzelengagements bei mittelständischen Unternehmen aus unterschiedlichen Industrien und Regionen. Die infolge der o.g. Effekte nach unten angepassten Renditeerwartungen sowie der standardisierte Auswahl- und Prüfprozess ermöglichten eine deutliche Senkung der Kosten gegenüber dem Individualmezzanin. Ferner konnte durch dieses Produkt, das im Vergleich zum Individual-Mezzanin niedrigere Mindestvolumina erforderte, der Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle für den breiten Mittelstand erschlossen werden. Parallel wurde den Investoren ein Zugang zu der eigentlich sehr attraktiven Assetklasse – dem deutschen Mittelstand – gewährt. Die Wertpapiere sorgten für Diversifikation in den Investorenportfolien und sprachen durch ihre Ausgestaltung mit unterschiedlichen Rendite-Risiko-Profilen einen breiten Investorenkreis, primär europaweit, an.

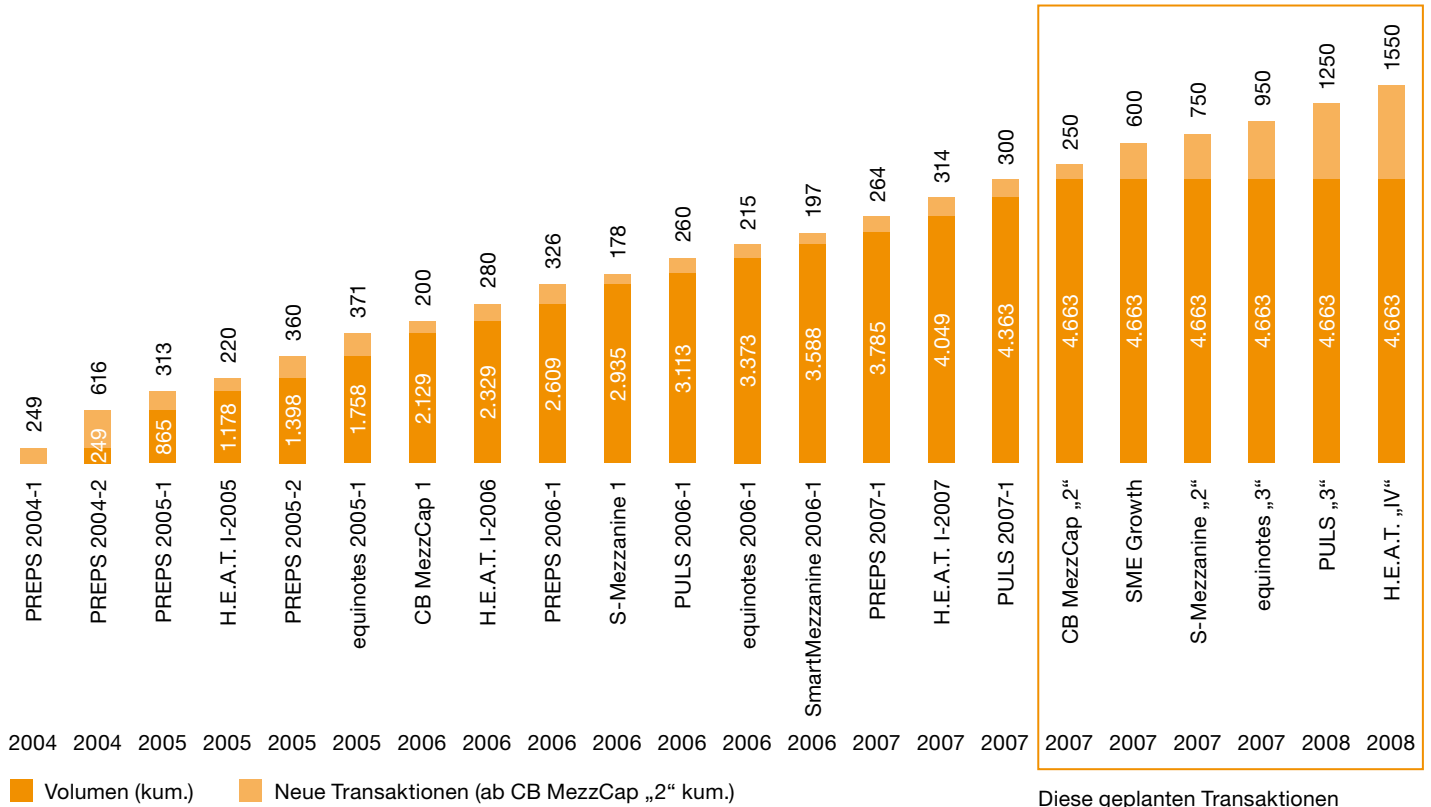
Die positiven Aspekte dieser neuen Kapitalform führten zu einem hohen Absatz des Standard-Mezzaninkapitals in den Jahren 2004 bis 2007. Platziert wurden ca. 4,7 Milliarden Euro. Als Ende 2007 die Finanzkrise durch die ersten Ausfälle bei Verbriefungen im Zusammenhang mit US-Privatimmobilienkrediten offenbar wurde, betraf dies zwar eine ganz andere Risikoklasse als den deutschen Mittelstand, die jedoch nach ähnlichem Prinzip verbrieft worden war, so dass auch der Standard-Mezzaninmarkt zum Erliegen kam. Nach den anfänglich großen Erfolgen konnten keine weiteren Portfolien mehr verbrieft werden.

Das kostenoptimierte Haftkapital – „Standard-Mezzanin“

Zugang des Mittelstandes zum Kapitalmarkt und Anlagendiversifikation für die Investoren

Abb. 2 Entwicklung des Standard-Mezzaninmarktes 2004–2007

in Mio. €



Quelle: PwC Recherche

Refinanzierungsbedarf in den Jahren 2011 bis 2014

Die insbesondere auf einige Betrugsfälle in den ersten Jahren und im weiteren Verlauf folgende Finanz- und Wirtschaftskrise zurückzuführenden Ausfälle in den Mezzaninprogrammen haben zu einer negativen Meinung unter den Investoren geführt. Trotz einer erkennbaren Erholung der Finanzierungsmärkte hat sich der Markt für Standard-Mezzanin bis heute noch nicht erneut geöffnet. Aufgrund der überwiegenden Vorteile dieses Finanzierungsprodukts für den Mittelstand und der Erkenntnisse dieser Studie wird eine erneute Platzierung ähnlich strukturierter, jedoch optimierter Programme für nicht unrealistisch gehalten.

Da alle aufgelegten Standard-Mezzaninprogramme eine Laufzeit von sieben Jahren aufweisen, wird in den Jahren 2011 bis 2014 mit deren Fälligkeit ein aufgrund der tilgungsfreien, endfälligen Ausgestaltung entsprechend hoher Refinanzierungsbedarf bei den finanzierten Unternehmen entstehen.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, vor welchen Herausforderungen die mittelständische Wirtschaft in quantitativer und qualitativer Hinsicht mit der Fälligkeit der Finanzierungen aus den Standard-Mezzaninprogrammen steht. Weiterhin ist fraglich, ob ein Marktversagen droht, d.h. ob es wahrscheinlich ist, dass Unternehmen mit einem intakten Geschäftsmodell Insolvenz anmelden müssen, da benötigte Finanzierungsmittel nicht zur Verfügung stehen und so das fällige Mezzaninkapital nicht refinanziert werden kann.

2 Grundlage und Methodik der Studie

Der untenstehenden Tabelle sind alle Standard-Mezzaninprogramme zu entnehmen, die überwiegend eine CDO-Struktur¹ aufweisen und i.W. die für diese Programme typischen Eigenschaften aufweisen². Aufgrund fehlender Informationen wurden im Rahmen der Vertrags- und Strukturanalyse in dieser Studie das Programm PULS 2007-1 und im Rahmen der Unternehmensbefragung beide PULS-Transaktionen außer Acht gelassen, da hierfür die entsprechenden Informationen nicht vorlagen. Die Programme umfassen weit überwiegend mittelständische Unternehmen mit Sitz in Deutschland, wobei die Programme PREPS und PULS auch Unternehmen aus dem europäischen Ausland berücksichtigt haben.

Tab. 1 Übersicht der Standard-Mezzaninprogramme in Deutschland

Standard-Mezzaninprogramme in Deutschland	Strukturierer	Transaktion	reguläre Fälligkeit des Mezzanin-kapitals	Gesamtfälligkeit der Verbriefung	Anzahl Finanzierungs-tranchen	Summe Finanzierungs-tranchen	Volumen in Mio. €	Summe in Mio. €
PREPS	CEG/HVB	2004-1	Mai 11	Mai 12	34	327	249	2.128
		2004-2	Dez 11	Dez 12	67		616	
		2005-1	Aug 12	Aug 14	51		313	
		2005-2	Dez 12	Dez 14	62		360	
		2006-1	Jul 13	Jul 15	61		326	
		2007-1	Mrz 14	Mrz 16	52		264	
H.E.A.T.	HSBC Trinkaus & Burkhardt	I-2005	Aug 12	Aug 13	32	139	220	814
		I-2006	Apr 13	Apr 14	47		280	
		I-2007	Feb 14	Feb 15	60		314	
FORCE/equiNotes	Deutsche Bank/IKB	2005-1	Feb 13	Feb 17	57	105	371	586
		2006-1	Jan 14	Jan 18	48		215	
PULS	Merrill Lynch/Advisum	2006-1	Jul 13	Jul 14	45	45	260	560
		2007-1	Apr 14	k. A.	k. A.		300	
CB MezzCap	Commerzbank AG	2006	Jan 13	Okt 36	35	35	200	200
PRIME/SmartMezzanine	HSH Nordbank/LBBW	2006-1	Aug 13	Aug 15	29	29	197	197
S-Mezzanine/StaGe Mezzanine	WestLB/BayernLB	2006	Dez 12	Dez 13	51	51	178	178
Summe						731		4.663

Quelle: PwC Recherche, Wertpapierprospekte

¹ CDO = Collateralized Debt Obligation, eine spezielle Art von Asset Backed Security

² Im Jahr 2004 wurde auch das Programm Gemit (€ 320 Mio.) aufgelegt, das jedoch mit einer Fondsstruktur kein typisches Standard-Mezzaninprogramm darstellt.

Insgesamt gab es 731 Tranchen, die sich auf 572 Unternehmen verteilt haben. Die Differenz ergibt sich daraus, dass einige Unternehmen mehrere Tranchen aufgenommen haben. Aus dieser Grundgesamtheit wurden 35 ausländische und 45 nach uns vorliegenden Informationen insolvente Unternehmen herausgerechnet. Gegenstand der Untersuchung waren somit 492 Unternehmen, die alle schriftlich um die Beantwortung eines strukturierten Fragebogens gebeten worden sind. 110 Unternehmen bzw. 22,4% der bereinigten Grundgesamtheit waren bereit den Fragebogen telefonisch bzw. schriftlich zu beantworten.

Ziel ist eine Einteilung der Unternehmen in Unternehmen ohne Probleme mit der Refinanzierung und solche mit voraussichtlichen Problemen mit der Refinanzierung. Die Marktstudie zielt im Ergebnis darauf ab, die Auswirkungen der in den kommenden Jahren anstehenden Fälligkeiten der verbrieften Standard-Mezzaninfinanzierungen zu untersuchen und eine sich hieraus möglicherweise ergebende Marktlücke zu quantifizieren.

Die Studie umfasst neben dem Executive Summary und dem vorliegenden Kapitel fünf weitere Hauptkapitel: detaillierte Darstellung der bestehenden Produkte, Würdigung der Anbieterseite, Befragung der Nachfrageseite, quantitative Untersuchung der an der Umfrage teilgenommenen Unternehmen sowie Handlungsempfehlungen.

Zunächst fokussiert sich Kapitel C Konzeption Standard-Mezzanin auf die Funktionsweise der Programme, die Rechte und Pflichten der handelnden Parteien am ausführlichen Beispiel des Programms H.E.A.T. unter Berücksichtigung der wesentlichen Unterschiede zu den anderen Programmen sowie eine Analyse der Wertpapierperformance. Dies soll insbesondere dem Verständnis der komplexen Programme dienen und die möglichen Handlungsoptionen mit dem Auslaufen der Mezzanin-Finanzierungen aufzeigen.

Im Kapitel D Erwartungen der Anbieterseite werden die Ergebnisse der von uns geführten Experteninterviews mit diversen Kreditinstituten und Originatoren von Standard-Mezzaninprogrammen zusammengefasst sowie ausgesuchte derzeit am Markt verfügbare Finanzierungsinstrumente im Hinblick auf ihre Eignung als Refinanzierungsalternativen bewertet. Im Kern geht es in diesem Kapitel um die Frage, ob von der Anbieterseite Probleme bei der Refinanzierung gesehen, welche Möglichkeiten der Refinanzierung für möglich gehalten und welche zusätzlichen Lösungen für sinnvoll erachtet werden.

Im Kapitel E Erwartungen der Nachfrageseite werden die Ergebnisse unserer Unternehmensbefragung ausführlich dargestellt. Eine Übersicht zu allen in den Programmen enthaltenen und der Untersuchung zu Grunde gelegten Unternehmen befindet sich im Anhang 3.

Im Kapitel F haben wir eine quantitative Analyse wichtiger Kennzahlen der befragten Unternehmen vorgenommen. Ziel war es insbesondere die Wahrscheinlichkeit bzw. den eventuellen Schwierigkeitsgrad einer Refinanzierung anhand von Bilanzkennzahlen indikativ abzuleiten, um den Anteil der Unternehmen mit Schwierigkeiten bei der Refinanzierung an der Grundgesamtheit zu verifizieren.

Im letzten Kapitel G werden auf Basis der aus der Studie gewonnen Erkenntnisse Handlungsempfehlungen abgeleitet.

C Konzeption Standard-Mezzanin

1 Vorgehensweise

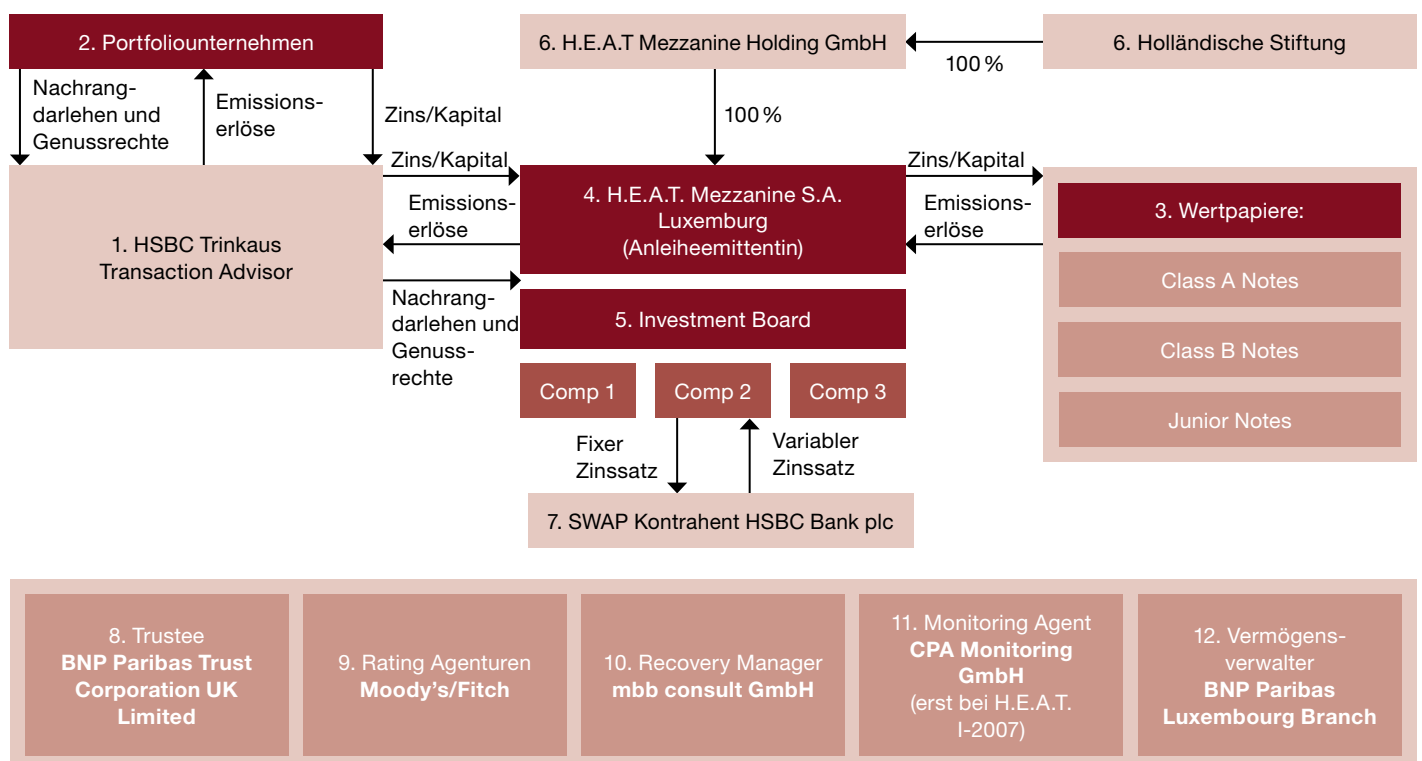
Das Produkt des Standard-Mezzaninkapitals zeichnet sich durch eine komplexe Struktur aus, die in Teilen der öffentlichen Meinung nicht immer korrekt wiedergegeben wird. Daher wird im Folgenden detailliert darauf eingegangen um dem Leser die Grundlage für Schlussfolgerungen zur Funktionsweise des Marktes zu geben.

Zunächst werden die Transaktionsstruktur sowie die beteiligten Parteien dargestellt. Dieses erfolgt anhand des Beispiels des Branchenzweiten H.E.A.T. (Marktanteil 17,5%), der sich in seiner Struktur vom Marktführer PREPS (45,6%) nicht wesentlich unterscheidet. Danach wird der eigentliche Finanzierungsvertrag zwischen dem Anbieter und den Unternehmen ebenfalls am Beispiel von H.E.A.T. dargestellt. Anschließend wird eine Übersicht der wesentlichen Vertragseigenschaften der anderen Mezzaninprogramme im Vergleich hierzu angeboten. Darauf folgend wird auf den Auswahlprozess der Unternehmen eingegangen. Zuletzt werden die Wertpapiere analysiert.

2 Transaktionsstruktur und beteiligte Parteien

Die nachfolgende Abbildung zeigt die Vertriebsstruktur von H.E.A.T..

Abb. 3 Transaktionsstruktur H.E.A.T. I-2006



Quelle: Wertpapierprospekt

Die Funktionen, Rechte und Pflichten der involvierten Parteien werden entsprechend der Transaktionsdokumentation nachfolgend beschrieben.

Bei allen H.E.A.T. Transaktionen sind bis auf den externen Monitoring Agent, der erst in der 2007er Auflage eingeschaltet wurde, die gleichen Parteien mit den unten beschriebenen Funktionen bzw. Rechten und Pflichten beteiligt.

1. Transaction Adviser (Transaktionsberater oder HSBC)

Der Transaktionsberater initiiert und steuert die Transaktion. Er unterstützt die beauftragten Ratingagenturen Moody's und Fitch (siehe hierzu unter 9.) bei der Strukturierung der einzelnen Wertpapiere in unterschiedlichen Risikoklassen. Nach der Zeichnung des gesamten Wertpapiervolumens durch die Investoren werden die Angebote der Portfoliounternehmen (siehe hierzu unter 2.) zum Abschluss eines Nachrangdarlehens bzw. einer Genussrechtsvereinbarung durch den Transaktionsberater angenommen und im Anschluss gegen die Erlöse aus dem Wertpapierverkauf auf die Zweckgesellschaft (siehe hierzu unter 4.) übertragen. Die Emissionserlöse werden schließlich den Unternehmen zugeteilt, wodurch ihnen gegenüber der Anspruch der Zweckgesellschaft auf laufenden Kapitaldienst und endfällige Rückzahlung des Nominalbetrags zum regulären Fälligkeitszeitpunkt gemäß den abgeschlossenen Vereinbarungen wirksam wird.

Nach der Angebotsannahme und der Kapitalauszahlung konzentrieren sich die Aufgaben des Transaktionsberaters auf das Monitoring der Portfolioperformance sowie der Ausfallwahrscheinlichkeit auf Einzelunternehmensbasis nach Moody's KMV RiskCalc™ und die entsprechende Beratung der Zweckgesellschaft bei Ratingverschlechterung unterhalb einer Mindestgrenze. Ferner soll er den Recovery Manager (siehe hierzu unter 10.) überwachen und die Zweckgesellschaft bei der Verwaltung der Einzelengagements unterstützen.

Der Transaktionsberater ist der quasi-Vertragspartner und der wichtigste Ansprechpartner der Unternehmen

Faktisch führt der Transaktionsberater bei derartigen Standard-Mezzaninprogrammen alle Funktionen und Aufgaben der Zweckgesellschaft aus und verwaltet das Unternehmensportfolio, indem er einen möglichst engen Kontakt zu den einzelnen Schuldnern pflegt und u.a. mit der Unterstützung des Monitoring Agents (siehe hierzu unter 11.) sowie ggf. des Recovery Managers über einen immer aktuellen Überblick über deren wirtschaftliche Verhältnisse verfügt. Der Transaktionsberater als i.d.R. Initiator des Mezzanin-Programms haftet für etwaige Zahlungsausfälle gegenüber den Kapitalgebern zwar nicht, hat jedoch ein eigenes Interesse dem Investorenvertrauen gerecht zu werden und ist somit um eine möglichst gute Performance der Portfolien bemüht.

2. Portfoliounternehmen

Die Portfoliounternehmen sind die mittelständischen Unternehmen, die das Kapital in Form von Nachrangdarlehen bzw. Genussrechten aufnehmen. Diese geben zunächst verbindliche Angebote zum Abschluss eines Nachrangdarlehens bzw. einer Genussrechtsvereinbarung an den Transaktionsberater ab und bekommen von diesem die Zusage durch die Angebotsannahme seinerseits mitgeteilt. Die Einzelheiten zum Auswahlprozess finden sich nachstehend im separaten Kapitel C.5.

3. Wertpapiere

Die Wertpapiere sind in verschiedene Tranchen aufgeteilt und verbriefen Nachrangdarlehen bzw. Genussrechte gegenüber den Portfoliounternehmen. Die Tranchen erhalten die Zahlungsströme nach einer genau definierten Rangfolge (Wasserfall), wobei die Tranche A als erstes bedient wird und die Junior Tranche als letztes. Die Systematik der Wertpapiere und des Wasserfalls wird im separaten Kapitel C.6 genau untersucht. Wichtig ist zu erwähnen, dass die in der Transaktionsdokumentation vorgesehene Laufzeit der Wertpapiere (Gesamtfälligkeit der Verbriefung) ein Jahr (in

manchen Programmen auch später) nach Fälligkeit des Nachrangdarlehens bzw. der Genussrechte an die Portfoliounternehmen endet. Insofern besteht die Möglichkeit, dass den Unternehmen mit Rückzahlungsschwierigkeiten ggf. eine (bedingte) Prolongation bis zur Gesamtfälligkeit der Verbriefung gewährt wird.

4. Issuer (Anleiheemittentin oder Zweckgesellschaft)

Die H.E.A.T. Mezzanine S.A. ist ein nach luxemburgischem Recht gegründetes Verbriefungsvehikel mit dem Unternehmensgegenstand „Emission von Asset-Backed Securities“, das zwecks Trennung der einzelnen H.E.A.T. Transaktion voneinander über zweckgebundene Abteilungen (Compartments) verfügt.

Die Zweckgesellschaft geht zweierlei Vertragsverhältnisse ein: zum Einen mit den Portfoliounternehmen in der Rolle der Gläubigerin und zum Anderen mit den Investoren in der Rolle der Anleiheemittentin.

Die H.E.A.T. Mezzanine S.A. stellt ein „insolvenzfernes“ Vehikel dar, das bei Zahlungsausfällen nicht mit dem eigenen Vermögen (falls vorhanden) gegenüber den Investoren haftet. Sie hat keine Verpflichtung gegenüber den Investoren zur Zahlung von Zinsen und Rückzahlung des Nominalbetrags, die über das von dem Portfolio tatsächlich eingesammelte Kapital (zzgl. etwaiger aus der Transaktionsstruktur generierter Cash-flows) hinausgehen. Die Zahlungen an die Investoren hängen somit ausschließlich von der Performance der Unternehmen ab. Ausgebliebene Zahlungen bleiben bis zur Gesamtfälligkeit der Verbriefung fällig und zahlbar beim jeweils nächsten vordefinierten Zahlungstermin solange diese nicht geleistet werden. Zum Gesamtfälligkeitszeitpunkt der Verbriefung erlöschen alle Zahlungsansprüche gegenüber der Anleiheemittentin und eine Nichtleistung der noch ausstehenden Zahlungen stellt keinen Ausfall der Zweckgesellschaft dar.

Die H.E.A.T. Mezzanine S.A. ist zur ordentlichen Kündigung der Genussrechts- bzw. Nachrangdarlehensvereinbarungen mit den Unternehmen zum regulären Fälligkeitszeitpunkt bei H.E.A.T. I-2005 verpflichtet, da im Vertrag mit den Unternehmen keine Laufzeit definiert ist. Bei den anderen Transaktionen, genauso wie bei allen anderen Standard-Mezzaninprogrammen, verfügt die Anleiheemittentin über keine ordentlichen Kündigungsrechte. Ferner gehören Zahlungsausfälle oder die Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation eines Schuldners während der regulären Laufzeit nicht zu den außerordentlichen Kündigungsgründen. Die Transaktionsdokumentation gewährt der Anleiheemittentin jedoch die Möglichkeit, bei Zahlungsverzug/Zahlungsausfall eines Schuldners die Rechte und Pflichten aus dem Einzelengagement zu veräußern.

Die Anleiheemittentin darf keine wesentlichen Maßnahmen, die nicht im Einklang mit der Transaktionsdokumentation stehen ohne die schriftliche Zustimmung des Treuhänders (siehe hierzu unter 8.) vornehmen. Bei Änderungen betreffend u.a. die Bedienung der Wertpapiere ist ferner eine Entscheidung der Investorenmehrheit notwendig.

Wichtige Entscheidungen der Zweckgesellschaft unter Zustimmungsvorbehalt des Trustee und der Investoren

Die zuletzt genannten Beschränkungen der Anleiheemittentin könnten u.U. insbesondere bei Verschlechterung der wirtschaftlichen Verhältnisse bei den Schuldnern oder Unmöglichkeit zur Rückzahlung bei Fälligkeit für eine Inflexibilität der Programmstruktur sorgen. Vermutlich um der Anleiheemittentin einen größeren Handlungsspielraum einzuräumen und somit nach der Einschätzung der Ratingagentur Moody's die Grundlagen für eine bessere Performance der Wertpapiere insb. hinsichtlich des Anteils des getilgten Kapitals zu schaffen, wurden nach Angaben von Moody's für die H.E.A.T. Transaktionen im Rahmen einer Investorenversammlung im Oktober 2010 folgende wesentliche Änderungen beschlossen:

H.E.A.T. geht voran – die Zweckgesellschaft bekommt das Recht zu prolongieren und zu restrukturieren

- Die Gesamtfälligkeit der Verbriefung, die bisher für ein Jahr nach dem regulären Laufzeitende terminiert war (vgl. Kapitel C.2, Nr.3), wurde um vier Jahre verlängert.
- Der Anleiheemittentin wurde das Recht eingeräumt, die Nachrangdarlehen zu restrukturieren und gegen einzelne Schuldner gerichtlich vorzugehen, ohne dass diese Maßnahmen einer Zustimmung des Treuhänders bedürfen.
- Die Anleiheemittentin bekam weiterhin das Recht, einen weiteren Recovery Manager als Vertreter bei Kreditgebersitzungen von relevanten Schuldnern zu engagieren.
- Die Anleiheemittentin wurde bei den im Rahmen der H.E.A.T. I-2005 finanzierten Unternehmen befugt, einen Restrukturierungsmanager nach der regulären Fälligkeit zwecks Unterstützung der Restrukturierungsverhandlungen bei den Unternehmen einzusetzen, die einen Zahlungsausfall bzw. -verzug verzeichnet haben.

Erste mögliche Lösung für Unternehmen in Schwierigkeiten und damit erster Nachweis, dass durch die Fälligkeit der Programme kein Marktversagen ausgelöst wird

Die der Zweckgesellschaft somit eingeräumten Entscheidungs- und Handlungsbefugnisse sind (noch) bei keinem anderen Programm in diesem Umfang gegeben. Bedeutung hat vor allem auch die Möglichkeit zu Restrukturierungen, d.h. zum Beispiel der Prolongation von Fälligkeiten oder auch Teilverzichten. Ausgehend von den vorliegenden Informationen setzt die Umsetzung von Restrukturierungsmaßnahmen den Nachweis seitens des Recovery Managers voraus, dass sich das Unternehmen in (existenzbedrohenden) Schwierigkeiten befindet oder ohne die Restrukturierungsmaßnahmen in solche geraten würde. Das von dem Recovery Manager zu erstellende Gutachten ist dem Trustee (siehe hierzu unter 8.) vorzulegen, dem die Rechte aus dem Nachrangdarlehensvertrag mit den Unternehmen als Sicherheit abgetreten sind. Sollte die o.g. Voraussetzung erfüllt sein, hat der Treuhänder allerdings nur ein Informationsrecht und die Handlungen der Zweckgesellschaft bedürfen keiner Einzelfallentscheidung von ihm.

5. Investment Board

Auf Basis der Ergebnisse aus dem standardisierten Prüfprozess wurden die Portfolioteilnehmer durch ein aus drei Mitgliedern (u.a. Robert Buchalik, mbb consult GmbH und Dr. Helmut Vorndran, VentizzCapital Partners Advisory AG) bestehendes Investment Board im Rahmen von regelmäßigen Sitzungen während der Akquisitionsphase ausgewählt, wie bereits erwähnt detailliert in Kapitel C.5 behandelt.

6. H.E.A.T Mezzanine Holding GmbH und Holländische Stiftung

Gesellschafterin der Anleiheemittentin ist eine deutsche GmbH, deren Anteile wiederum zu 100% von einer holländischen Stiftung gehalten werden.

7. Swap Counterparty (Swap-Kontrahent)

Die Zweckgesellschaft ging bei allen H.E.A.T. Transaktionen eine Zinsswap-Vereinbarung mit der HSBC Bank plc. ein, um Zinsdiskrepanzen zwischen den von den Portfoliounternehmen vierteljährlich zu zahlenden Zinsen, die entweder für die Gesamtlaufzeit oder bis zur Änderung des Ratings (H.E.A.T. I-2007) fixiert sind, und den auf dem 6-Montas-EURIBOR basierenden und somit variablen halbjährlichen Zinszahlungen an die Investoren (mit Ausnahme der Wertpapierklasse B2 bei H.E.A.T. I-2005 und der Junior Notes) zu vermeiden.

8. Trustee (Treuhand)

Als Treuhänder vertritt und schützt die BNP Paribas Trust Corporation UK Limited die Interessen der H.E.A.T.-Investoren, übernimmt jedoch keine Haftung für das Ausüben oder Unterlassen ihrer Tätigkeiten gemäß der Transaktionsdokumentation.

Der Treuhänder kann bei gewissen Ausfallereignissen im Zusammenhang mit bzw. seitens der Zweckgesellschaft (Nichtbedienung der Class A-Notes, gerichtlich angeordnete oder durch dritte Parteien eingeleitete Liquidation, Nichterfüllung von vertraglichen Verpflichtungen, die innerhalb von 30 Tagen nicht nachgeholt wird etc.) und auf Anforderung der Kontrollmehrheit³ die Zweckgesellschaft auffordern, sämtliche Wertpapiere vorzeitig fällig und sofort zahlbar zu stellen. Danach darf der Treuhänder über die ihm durch die Zweckgesellschaft abgetretenen Sicherheiten wie i.W. die Rechte und die Interessen aus den Verträgen mit den Unternehmen sowie mit den anderen Transaktionsbeteiligten verfügen und diese im Interesse der Investoren in Anspruch nehmen, veräußern oder anderweitig verwerten. Allerdings hält sich die Umsetzungswahrscheinlichkeit einer vorzeitigen Fälligkeit in Grenzen, da in den Verträgen mit den Unternehmen keine ordentliche Kündigung vorgesehen ist.

Für eine Zustimmung zu u.a. Änderungen hinsichtlich des Kapitaldienstes und der Rückzahlung der Wertpapiere benötigt der Treuhänder eine Mehrheit von jeweils 66 2/3% der Eigentümer jeder Wertpapiertranche, berechnet auf Basis der ausstehenden Beträge. Einigen von der Zweckgesellschaft vorgeschlagenen Maßnahmen, die nicht im Einklang mit der Transaktionsdokumentation stehen, darf er auch im eigenen Ermessen zustimmen, solange die Maßnahmen nach seiner Einschätzung die Investoren nicht benachteiligen. Nach Angaben von Branchenexperten wurden jedoch die Treuhänder derartiger Standard-Mezzaninprogramme von einer renommierten Anwaltskanzlei darauf hingewiesen, dass trotz des Haftungsausschlusses in der Transaktionsdokumentation Entscheidungen im Eigermessen ein juristisches Risiko für die Treuhänder in sich bergen könnten. Aus diesem Grund ist die Durchsetzbarkeit von Restrukturierungsvorschlägen (bspw. Teilkapitalverzichte) seitens Zweckgesellschaften, die nicht über vergleichbare zu den der H.E.A.T. Mezzanine S.A. eingeräumten Rechten verfügen, als schwierig einzuschätzen, da die Treuhänder solche Entscheidungen i.d.R. nur noch mit Zustimmung der Investoren treffen.

Mögliche Haftung des Treuhänders für Vertragsänderungen erschwert den Zustimmungsprozess

9. Ratingagenturen

Die Ratingagenturen haben folgende wesentliche Funktionen:

- Erstellung der Einzelratings der Unternehmen im Rahmen der Portfoliozusammensetzung (vgl. Auswahlprozess im Kapitel C.5).
- Analyse der Gesamtportfoliorisiken auf Basis der regionalen, Branchen-, Ratingverteilung etc. innerhalb des Portfolios und Unterstützung bei der Strukturierung der einzelnen Wertpapiere in unterschiedlichen Risikoklassen.
- Erstellen bzw. Verifizieren eines laufenden Ratings der Portfoliounternehmen während der Laufzeit.
- Laufende Beobachtung der Wertpapierperformance und Anpassung der Wertpapierratings.

10. Recovery Manager

Eine seiner Aufgaben ist die Potenzialbewertung und die Abgabe einer Empfehlung hinsichtlich eines Verkaufs von Einzelengagements bei Ratingverschlechterung unterhalb einer Mindestgrenze und/oder Zahlungsausfall. Bei einer Verkaufsempfehlung sind von ihm eine Recherche potenzieller Käufer durchzuführen und ein Verkaufsmemorandum zu erstellen.

³ 50 % der Wertpapiereigentümer in der zum jeweiligen Zeitpunkt erstrangigen Wertpapierklasse, die noch nicht vollständig bedient und zurückgezahlt ist, berechnet auf Basis der ausstehenden Beträge; bei außerordentlichen Ereignissen und Ausfallereignissen in Bezug auf die Zweckgesellschaft, Sicherheitenverwertung etc sind 66 2/3 % gefragt.

Ferner soll er bei den o.g. Unternehmen die aktuelle und geplante Entwicklung analysieren sowie Restrukturierungsworkshops mit der Geschäftsführung durchführen, um die Möglichkeit zur Restrukturierung der Unternehmensverbindlichkeiten zu beurteilen (vgl. hierzu auch „Wesentliche Informationsrechte der Gläubigerin“ im Kapitel C.3). Seine Eingriffsrechte sind zumindest gemäß der Transaktionsdokumentation sehr beschränkt.

11. Monitoring Agent

Die CPA Monitoring GmbH ist für das Monitoring der Unternehmensperformance auf Basis vierteljährlicher bzw. halbjährlicher Reportingberichte und der Jahresabschlüsse sowie die Mitteilung der Monitoringergebnisse dem Transaktionsberater und somit der Zweckgesellschaft zuständig.

12. Cash Administrator und Custodian (Vermögensverwalter)

Seitens dieser Parteien erfolgt i.W. eine Verwaltung der Aus- und Einzahlungen auf dem bei der BNP Paribas, Luxembourg geführten Konto der Anleiheemittentin. Ferner obliegt dem Cash Administrator die Anlage der zwischen zwei Zahlungsterminen verfügbaren Mittel in ausgesuchten liquiden Anlageinstrumenten unter der Anweisung des Transaktionsberaters. Wenn Transaktionskosten (inkl. Honorare des Recovery Managers) zwischen zwei Zahlungsterminen fällig sind, werden entsprechende Kapitalanlagen liquidiert, um Zahlungsmittel zu generieren.

3 Finanzierungsverträge mit den Portfoliounternehmen

Die im Rahmen des H.E.A.T.-Programms zwischen dem Transaktionsberater (später Übertragung auf die Zweckgesellschaft nach Platzierung) und den Portfoliounternehmen abgeschlossenen Genussrechtsvereinbarungen bzw. Nachrangdarlehensverträge beinhalten die unten aufgeführten wesentlichen Regelungen:

Rechtsstellung der Gläubigerin

Die Gläubigerin verfügt über Gläubigerrechte auf schuldrechtlicher Grundlage. Es wird kein Gesellschaftsverhältnis begründet und ihr stehen keine Teilnahme-, Mitwirkungs- oder Stimmrechte sowie keine Beteiligung am Liquidationserlös zu.

Die Gläubigerin ist berechtigt, ihre Forderungen zu verkaufen/abzutreten und ab einem bestimmten Zahlungsrückstand der Schuldnerin ihre Rechtsstellung aus diesem Vertrag einem Dritten zu übertragen.

Jährliche Verzinsung und Zinserhöhung bei Zahlungsverzug

Die an vertraglich festgelegten vierteljährlichen Terminen fällige Verzinsung basiert bei allen drei H.E.A.T.-Transaktionen auf dem für die Laufzeit fixierten 7-Jahres-EUR-Swapsatz vom Tag der Angebotsannahme zzgl. einer Marge.

- H.E.A.T. I-2005: Der Gesamtzins beträgt 7,67 % (Nachrangdarlehensvereinbarung) bzw. 7,27 % zzgl. einer Gewinnbeteiligung als Prozent vom Jahresüberschuss, die bei negativem oder nicht ausreichendem Jahresüberschuss vorgetragen wird (Genussrechtsvereinbarung).
- H.E.A.T. I-2006: Der Gesamtzins beträgt 8,33 % (Nachrangdarlehensvereinbarung) bzw. 7,93 % (Genussrechtsvereinbarung). Dieser erhöht sich um 50bp bei Unterschreitung der Ratingstufe von Baa3 in zwei aufeinanderfolgenden Geschäftsjahren.
- H.E.A.T. I-2007: Die Marge wird in Abhängigkeit von dem jährlich nach Moody's KMV RiscCalc™ durchzuführenden Rating angepasst und liegt zwischen 350 bp und 700 bp.

Lediglich Gläubigerrechte für die Zweckgesellschaft

Zinssatz i.d.R. im oberen einstelligen Bereich

Bei Zinszahlungsverzug erfolgt eine zweistufige Erhöhung des Zinssatzes bis zur Leistung (zunächst auf 15 % p.a. bei einmaliger Fristüberschreitung, dann auf 20 % p.a. bei der Nichteinhaltung der Zinszahlungsfrist an zwei aufeinander folgenden Terminen).

Der Zahlungsverzug kostet bis zu 20% p.a.

Laufzeit und ordentliche Kündigung

- H.E.A.T. I-2005: eine ordentliche Kündigung ist jeweils zum Jahrestag vom Datum der Angebotsannahme mit 3 Monaten Kündigungsfrist frühestens jedoch zum siebten Jahrestag für beide Seiten möglich. Ansonsten ist die Laufzeit unbestimmt.
- H.E.A.T. I-2006 und I-2007: das Kapital ist fällig und zahlbar am siebten Jahrestag vom Datum der Angebotsannahme vorbehaltlich des Rangrücktritts. Den Parteien stehen keine ordentlichen Kündigungsrechte zu.

Reguläre Laufzeit 7 Jahre wie bei allen Programmen

Außerordentliche Kündigungsgründe

- Liquidation oder Eröffnung eines Insolvenzverfahrens bei der Schuldnerin bzw. dessen Abweisung mangels Masse,
- Belastung der Geschäftsanteile an der Schuldnerin oder Kontrollwechsel, falls sich dadurch das Rating verschlechtert,
- Keine Kündigung bei Zahlungsausfall bzw. -verzug im Gegensatz zu vielen anderen Programmen
- Wesentliche Verletzung der Informationsrechte der Gläubigerin sowie Verletzung der Verpflichtung der Schuldnerin zur Aufstellung und Feststellung des Jahresabschlusses,
- Durchführung von den Geschäftsbetrieb der Schuldnerin und die Interessen der Gläubigerin gefährdenden Maßnahmen,
- Ausschüttungen vor Kapitaldienst des Genussrechts- bzw. Nachrangkapitals,
- Kapitalherabsetzung oder sonstige Rückführung von Eigenkapital, wenn die Rückführung >25 % des Genussrechts- bzw. Nachrangkapitals beträgt und/oder dadurch der Kapitaldienst gefährdet ist (erstmalig bei H.E.A.T. I-2006),
- die Verletzung von wesentlichen Verpflichtungen gem. Vereinbarung (erstmalig bei H.E.A.T. I-2006),
- eine wesentliche Änderung der steuerlichen Rahmenbedingungen (erstmalig bei H.E.A.T. I-2007).

Keine Kündigung bei Zahlungsausfall bzw. -verzug im Gegensatz zu vielen anderen Programmen

Rückzahlung

- H.E.A.T. I-2005: Die Rückzahlung erfolgt nach einer ordentlichen oder außerordentlichen Kündigung. Im zweiten Fall ist der Nominalbetrag inkl. des Barwertes der Zinsen bis Ende der Laufzeit am 30. Geschäftstag nach Eingang der Kündigung fällig.
- H.E.A.T. I-2006 und I-2007: Die Rückzahlung erfolgt bei Fälligkeit oder bei einer außerordentlichen Kündigung (s.o.). Erfolgt keine vollständige Rückzahlung bei Fälligkeit erhöht sich der Zins bis zur Leistung wie bei einem Zinszahlungsverzug.

Wesentliche Informationsrechte der Gläubigerin

- Einreichung des Jahresabschlusses bzw. des Prüfberichts spätestens 6 Monate nach Geschäftsjahresende,
- Mitteilung über Ereignisse von besonderer Bedeutung für die Rechtsstellung und die Interessen der Gläubigerin,
- jährliche Bilanzbeurteilung bei H.E.A.T. I-2006 nach Moody's KMV RiscCalc™ und bei H.E.A.T. I-2007 nach Moody's KMV RiscCalc™ sowie Creditreform Rating.

Zusätzliche Informationsrechte bei H.E.A.T. I-2007:

- Halbjahresreporting bzw. bei Unterschreitung der Ratingstufe Baa3 Quartalsreporting nach einem standardisierten Reportingmuster
- Saldenbestätigungen auf Anforderung,
- halbjährliche Analyse der Unternehmensentwicklung durch die Creditreform Rating AG,

- ggf. Prüfung der Buchführungsunterlagen und der operativen Planung durch den Recovery Manager bei einer Abweichung des EBIT und EBITDA von mehr als 10% ggü. dem Vorjahr.

Bei Zahlungsrückstand und/oder wesentlicher Bonitätsverschlechterung nach Moody's KMV RiskCalc™ (in der Regel unter Baa3):

- Informationen über alle wesentlichen Geschäfte und Verträge der Schuldnerin,
- monatlicher Bericht über wesentliche Entwicklungen und ggf. Einsicht in die Bücher,
- Vorrecht des Monitoring Agents ggü. bei der Schuldnerin noch nicht engagierten Kapitalgebern hinsichtlich anstehender Sanierungsgespräche,
- eintägiger Workshop mit dem Recovery Manager,
- Einreichung und ggf. Prüfung der operativen Planung durch den Recovery Manager.

Rangrücktritt

Einfacher Rangrücktritt

H.E.A.T. Mezzanine S.A. erklärt einen Rangrücktritt hinsichtlich des Nominalbetrags gegenüber allen vorrangigen Gläubigern (Gesellschafterforderungen sind hiervon ausgeschlossen). Dieser gilt nur solange und soweit durch die Befriedigung der H.E.A.T. Forderungen eine Überschuldung der Schuldnerin entsteht oder zu entstehen droht (sog. einfacher Rangrücktritt⁴). Bei H.E.A.T. I-2006 und I-2007 sind von dem Rangrücktritt auch die Zinsansprüche der Gläubigerin erfasst.

Kapitalverwendung

Freie Kapitalverwendung u.U. auch für Ablösung von Kreditinstituten

- H.E.A.T. I-2005 und I-2006: frei im Rahmen des Geschäftsbetriebs mit Ausnahme von Eigenkapitalrückzahlung (nicht gestattet) und Ablösung von kapitalersetzten Darlehen von Gesellschaftern bzw. diesen nahestehenden Personen sowie gleichrangigen Forderungen (Zustimmungsvorbehalt).
- H.E.A.T. I-2007: bei dieser Transaktion unterliegt ferner die Ablösung von anderen Kreditinstituten einem Zustimmungsvorbehalt und das Eigenkapitalrückzahlungsverbot umfasst auch Dividenden-finanzierungen.

Aufnahme weiterer Finanzierungen

Aufnahme weiterer Mezzanin-Finanzierungen ohne große Hindernisse möglich

Es besteht ein Zustimmungsvorbehalt bei der Aufnahme von vor- oder gleichrangigen gewinnabhängigen, gewinnorientierten und/oder in der Insolvenz nachrangigen Finanzierungsinstrumenten (H.E.A.T. I-2005). In der zweiten Transaktion betraf der Zustimmungsvorbehalt nur die Aufnahme von vorrangigen Finanzierungen während bei H.E.A.T. I-2007 - die Aufnahme von sämtlichen Finanzierungen dieser Art unter Vorbehalt stand.

Kosten für die Schuldnerin neben der Zinszahlung

- 4% Disagio bei Auszahlung
- ggf. auf € 5.000,00 gedeckelte Kosten für einen Workshop mit dem Recovery Manager
- ggf. bis zu € 7.500,00 für die Überprüfung der operativen Planung durch den Recovery Manager
- ggf. € 2.600 für eine halbjährliche Unternehmensanalyse durch die Creditreform

⁴ Bei einem einfachen Rangrücktritt tritt der Gläubiger einen Rang hinter das sonstige Fremdkapital aber noch vor das Eigenkapital zurück. Beim einfachen Rangrücktritt, der den Überschuldungsstatus nicht verhindern kann, kann die zurücktretende Forderung bereits dann wieder ganz oder teilweise zurückbezahlt werden, wenn alle vorrangigen Forderungen bedient wurden. Beim qualifizierten Rangrücktritt darf die Forderung nur aus dem frei verfügbaren Jahres- oder Liquidationsüberschuss oder aus dem die sonstigen Verbindlichkeiten der Gesellschaft übersteigenden frei verfügbaren Vermögen geltend gemacht werden und zwar auch nur nach der Befriedigung sämtlicher Gesellschaftsgläubiger und vor den Einlagerückgewähransprüchen der Gesellschafter.

4 Wesentliche Vertragseigenschaften der betrachteten Standard-Mezzaninprogramme im Vergleich

Im Folgenden werden die Unterschiede bei der Ausgestaltung wesentlicher Vertragsmerkmale bzw. bei den Rechten der Zweckgesellschaft in den einzelnen Mezzaninstrukturen dargestellt:

Tab. 2 Wesentliche Vertragseigenschaften der einzelnen Programme im Vergleich

Wichtige Vertragseigenschaften bzw. Rechte der Zweckgesellschaft	Außerordentliches Kündigungsrecht bei Zinszahlungsausfall bzw. -verzug	Form der Verlustbeteiligung*	Laufzeitverlängerungsoptionen	Restrukturierungsbefugnisse der Zweckgesellschaft	Besonderheiten des Rangrücktritts
PREPS	bei Zahlungsverzug von mehr als 90 Tagen; Berücksichtigung einer Wartefrist gegenüber den erstrangigen Gläubigern von 30 bzw. 90 Tagen	keine	reguläre Fälligkeit nach 7 Jahren; Gesamtfälligkeit der Verbriefung 1 Jahr (PREPS 2004-1 und 2004-2) bzw. 2 Jahre (PREPS 2005-1 bis 2007-1) später; Zinserhöhung auf 12 % p.a. bei nicht vollständiger Rückzahlung	vertragsgemäß nur im Rahmen von PREPS 2007-1 bei Unternehmen vorgesehen, die einen Zahlungsausfall bzw. -verzug verzeichnet haben	Das infolge einer außerordentlichen Kündigung fällige Mezzaninkapital ist nicht zahlbar, wenn das zur Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit des Schuldners führen würde; der Nominalbetrag ist dabei erst nach Bedienung der vorrangigen Verbindlichkeiten zahlbar, die innerhalb der Wartefrist gekündigt oder anderweitig fällig wurden.
H.E.A.T.	keine	keine	reguläre Fälligkeit nach 7 Jahren; Gesamtfälligkeit der Verbriefung 5 Jahre später; Zinserhöhung auf bis zu 20 % p.a. bei nicht vollständiger Rückzahlung	gegeben, ggf. existenzbedrohte Lage vorausgesetzt	Rangrücktritt nur solange durch die Befriedigung der Gläubigerin eine Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit entsteht bzw. zu entstehen droht; vorrangig ggü. Ansprüchen der Gesellschafter
FORCE/ equiNotes	<p>Typ A: bei Zahlungsverzug von mehr als 6 Monaten</p> <p>Typ B: kein</p> <p>Typ A': bei Zahlungsverzug von mehr als 6 Monaten jedoch nicht während einer Unternehmenskrise</p>	<p>Typ A: Vergütungsansprüche entstehen nur wenn ausschüttungsfähiges Eigenkapital (Bilanzgewinn oder Rücklagen) vorhanden; Vergütungszahlungen nur bei vorhandenen freien Mitteln; der Rückzahlungsbetrag reduziert sich bei Verlusten vorbehaltlich Verlustaufholung</p> <p>Typ B: Zinsstundung bis zu 1 Jahr bei (drohender) Zahlungsunfähigkeit</p> <p>Typ A': keine</p>	<p>Typ A: Laufzeitverlängerung bei Verlustaufholung um bis zu 13 bzw. 22 Jahren;</p> <p>Typ B: unbestimmte Laufzeit</p> <p>Typ A': reguläre Fälligkeit nach 7 Jahren; Gesamtfälligkeit der Verbriefung 4 Jahre später; Verzugszinsen bei nicht erfolgter Rückzahlung ab dem Fälligkeitstag</p>	keine ohne Zustimmung des Treuhänders bzw. der Investorenmehrheit und ggf. der Rating Agenturen	Forderungen die ausserhalb der Insolvenz entstanden sind, sind nicht nachrangig; vorrangig gegenüber Ansprüchen der Gesellschafter

Tab. 2 Wesentliche Vertragseigenschaften der einzelnen Programme im Vergleich

Wichtige Vertrags- eigenschaften bzw. Rechte der Zweckgesellschaft	Außerordentliches Kündigungsrecht bei Zinszahlungsausfall bzw. -verzug	Form der Verlustbeteiligung*	Laufzeit- verlängerungs- optionen	Restrukturierungs- befugnisse der Zweckgesellschaft	Besonderheiten des Rangrücktritts
PULS	<p>Senior Bonds: bei Zinszahlungsverzug von mehr als 10 Tagen</p> <p>Subordinated Bonds: bei Zinszahlungsverzug von mehr als 90 Tagen</p>	keine	reguläre Fälligkeit nach 7 Jahren; Gesamt- fälligkeit der Ver- briefung 1 Jahr später; Verzugszinsen zzgl. 4 % bei nicht vollständiger Rückzahlung	bedingt gegeben, jedoch nur mit der Zustimmung der Rating Agenturen	<p>Senior Bonds: mind. gleichrangig zu allen nicht-nach- rangigen Verbindlich- keiten</p> <p>Subordinated Bonds: im Falle einer Liquidation, Insolvenz oder eines Verfahrens zur Insolvenzvermeid- ung nachrangig ggü. nicht-nachrangigen Gläubigern; nicht fällig solange vorrangige An- sprüche nicht bedient sind</p>
CB MezzCap	bei zwei aufeinander- folgenden vollständigen Zahlungsausfällen oder bei Zahlungsverzug hinsichtlich mind. 50 % der jährlichen Ver- gütung jedoch nicht während einer Unter- nehmenskrise; Berücksichtigung einer Wartefrist gegenüber den erstrangigen Gläubigern von 30 bzw. 90 Tagen	<p>Typ A: Vergütungsansprüche entstehen nur wenn ausschüttungsfähiges Eigenkapital (Bilanz- gewinn oder Rücklagen) vorhanden; Vergütungs- zahlungen nur bei vorhandenen freien Mitteln; der Rück- zahlungsbetrag reduziert sich bei Verlusten vorbehaltlich Verlustrückholung</p> <p>Typ B: keine</p>	<p>Typ A: Laufzeitverlängerung bei Verlustrückholung um bis zu 22 Jahren; Verzugszinsen zzgl. 4 % bei verspäteter Bedienung von fälligen Zahlungsansprüchen</p> <p>Typ B: reguläre Fälligkeit nach 7 Jahren, Gesamtfällig- keit der Verbriefung 23 Jahre später; Zins- erhöhung auf 12 % p.a. bei nicht vollständiger Rückzahlung</p>	keine ohne Zustimmung des Treuhänders bzw. der Investorenmehrheit und ggf. der Rating Agenturen	qualifizierter Rang- rücktritt; gleichrangig mit Gesellschafter- einlagen in der Insolvenz und Unter- nehmenskrisen
PRIME/Smart Mezzanine²	bei Zinszahlungsverzug von mehr als 30 Tagen	<p>Typ Nr. 1: Zinsstundung bis zur juristischen Fälligkeit insb. bei schlechtem Rating möglich</p> <p>Typ Nr. 2: Vergütungsansprüche entstehen nur wenn ausschüttungsfähiges Eigenkapital (Bilanz- gewinn oder Rücklagen) vorhanden; der Rückzahlungsbetrag reduziert sich bei Verlusten vorbehaltlich Verlustrückholung</p>	<p>Typ Nr. 1: reguläre Fälligkeit nach 7 Jahren; Gesamtfällig- keit der Verbriefung 2 Jahre später; stufen- weise Zinserhöhung während der Stundung und Erhöhung auf 15% p.a. bei Zahlungsverzug nach Fälligkeit</p> <p>Typ Nr. 2: Laufzeitverlängerung bei Verlustrückholung um bis zu 2 Jahren; Zinserhöhung auf 15% p.a. bei Zahlungsverzug nach Fälligkeit</p>	keine ohne Zustimmung des Treuhänders bzw. der Investorenmehrheit (u.U. 100%)	bei Insolvenz und Liquidation nachrangig; vorrangig gegenüber Ansprüchen der Gesellschafter

Tab. 2 Wesentliche Vertragseigenschaften der einzelnen Programme im Vergleich

Wichtige Vertrags- eigenschaften bzw. Rechte der Zweckgesellschaft	Außerordentliches Kündigungsrecht bei Zinszahlungsausfall bzw. -verzug	Form der Verlustbeteiligung*	Laufzeit- verlängerungs- optionen	Restrukturierungs- befugnisse der Zweckgesellschaft	Besonderheiten des Rangrücktritts
S-Mezzanine/ StaGe-Mezzanine	bei Zahlungsverzug von mehr als 6 Monaten, sofern keine wesentliche Verschlechterung oder Zahlungs- unfähigkeit vorliegt; Berücksichtigung einer Wartefrist ggü. den erstrangigen Gläubigern von 30 bzw. 90 Tagen	keine	reguläre Fälligkeit nach 7 Jahren; Gesamt- fälligkeit der Ver- briefung 1 Jahr später; Verzugszinsen bei nicht erfolgter Rückzahlung ab dem Fälligkeitstag	keine ohne Zustimmung des Treuhänders bzw. der Investorenmehrheit und ggf. der Rating Agenturen	keine Geltendmachung von Zahlungs- ansprüchen möglich, die zur Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit des Schuldners führen würden; der Nominal- betrag ist dabei erst nach Bedienung der vorrangigen Gläubiger zahlbar; gleichrangig mit den Gesellschaftern in der Insolvenz.

¹ keine Berücksichtigung von Verzichten auf die über den maßgeblichen Zinssatz hinausgehende Gewinnbeteiligung (wenn vorhanden), die i.d.R. einen niedrigen Anteil der Vergütung darstellt.

² als Gläubigerin und Vertragspartnerin der Unternehmen tritt hier ausnahmsweise keine Zweckgesellschaft, sondern ein deutsches Kreditinstitut (Landesbank, Bank oder Sparkasse) auf, das das Recht zur Vertragsübertragung auf eine Zweckgesellschaft behält.

Quelle: Wertpapierprospekte

Sämtliche betrachtete Mezzaninverträge sind zwecks Gewährleistung der Verbriefungs-fähigkeit standardisiert. Gemeinsamkeiten sind darin zu erkennen, dass die **reguläre Laufzeit immer 7 Jahre beträgt, keine Tilgung** vorgesehen ist und **eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation** des Schuldners im Gegensatz zu klassischen Krediten **kein außerordentliches Kündigungsrecht** begründet.

Gemeinsamkeiten der Programme

Ein **außerordentliches Kündigungsrecht der Anbieter infolge eines Zahlungs-ausfalls** bzw. -verzugs wurde hingegen bei den Programmen mit Ausnahme von H.E.A.T. und teilweise equiNotes berücksichtigt. Die Anleiheemittentin von PREPS ist lediglich bei der letzten Transaktion berechtigt/verpflichtet auf die Ausübung dieses Rechts zu verzichten, wenn gewisse Bedingungen, wie z.B. Kapitaldienstausfälle auch bei den vorrangigen Gläubigern, erfüllt sind.

Außerordentliche Kündigung bei Zahlungsausfall bei den meisten Programmen möglich

Ferner darf sie im Gegensatz zu den meisten Programmen bis auf H.E.A.T. und PULS einem bspw. durch die anderen Gläubiger vorgeschlagenen **Restrukturierungsplan** zustimmen, der jedoch eine Umsetzung der Restrukturierung spätestens bis zur regulären Fälligkeit des Mezzaninkapitals vorsieht, die Interessen der Anleiheemittentin entsprechend ihrer Rangstellung berücksichtigt und die Fortführung sowie die Kapitaldienstfähigkeit der Schuldnerin sicherstellt.

Restrukturieren dürfen lediglich H.E.A.T., PULS und PREPS 1-2007.

Gemäß den aktuell beschlossenen Änderungen sollen die Investoren bei allen H.E.A.T.-Transaktionen bis zu 5 Jahren nach der regulären Mezzanin-Fälligkeit auf die Rückzahlung des angelegten Kapitals warten. Bei PREPS fällt diese Nachlaufzeit bis zur **Gesamtfälligkeit der Wertpapiere** mit 1 bzw. 2 Jahren (vgl. Tabelle 1 und Tabelle 2) deutlich kürzer aus. Ähnlich inflexibel in Bezug auf mögliche Prolongationen oder Tilgungsstundungen scheinen ebenfalls die Programme PULS und S-Mezzanine zu sein, im Rahmen deren die Gesamtfälligkeit der Verbriefung lediglich ein Jahr nach dem vertraglichen Rückzahlungstermin terminiert ist. Bei drei von den sieben Programmen, die u.a. Verträge mit Verlustbeteiligung angeboten haben, sind auch Laufzeitverlängerungsoptionen bis zu 23 Jahren zwecks Verlustaufholung zu finden.

Rückzahlung des investierten Kapitals an die H.E.A.T.-Investoren bis zu 5 Jahre nach Ablauf der 7-jährigen Laufzeit möglich. Bei PREPS - lediglich 1 bzw. 2 Jahre später.

Auch hinsichtlich der **Rangstellung der Mezzaninfinanzierung** innerhalb der Kapitalstruktur des Unternehmens können Abweichungen beobachtet werden. Viele Mezzanin-

Qualifizierter Rangrücktritt nur in Einzelfällen.

instrumente sind nur mit einem einfachen, das heißt keinem qualifizierten Rangrücktritt, ausgestattet.

Zusammenfassung der wesentlichen Erkenntnisse in Bezug auf die Transaktionsstruktur

Die Genussrechts- bzw. Nachrangdarlehensvereinbarungen gewähren der Gläubigerin begrenzte Informations- und Eingriffsrechte. Die Praxis hat jedoch gezeigt, dass die Gläubigerin mithilfe des Transaktionsberaters und des Recovery Managers durchaus einen Einfluss auf das operative Geschäft der Unternehmen ausüben kann. Aus den mit Transaktionsberatern geführten Gesprächen konnte darauf geschlossen werden, dass diese an Sitzungen der vorrangigen Kapitalgeber aktiv teilnehmen und trotz der nachrangigen Stellung, die sie vertreten, Erfolge im Interesse der Gläubigerin erreichen können.

Den Schuldern wurden in der Regel keine finanzwirtschaftlichen Covenants aufgelegt (Ausnahme: PULS). Ein Zustimmungsvorbehalt hinsichtlich weiterer Verschuldung ist nur in Bezug auf gewinnorientierte und/oder nachrangige Finanzierungsinstrumente berücksichtigt, jedoch nicht immer hinsichtlich Finanzierungen die im Rang gleich oder nach H.E.A.T. oder PREPS stehen, so dass weiteres Standard-Mezzaninkapital durchaus ohne Rücksprache aufgenommen werden konnte. Die Ablösung von vorrangigem Fremdkapital erfordert erst bei der dritten Transaktion von H.E.A.T. eine Zustimmung, so dass manche Unternehmen in wirtschaftlich guten Zeiten ihre Hausbankenverbindungen trotz der Unterschiede in den Kapitalkosten ablösen konnten.

Die Anleiheemittentin bei PREPS, wie bei vielen anderen Programmen, ist bei einem Zinszahlungsverzug zur Kündigung verpflichtet. Angabegemäß wurde jedoch durch diese Verpflichtung bisher keine Schuldnerinsolvenz ausgelöst. Vermutlich konnte trotz der in der Dokumentation der ersten fünf Transaktionen begründeten Schwierigkeiten eine Restrukturierung eingeleitet werden. Aufgrund des auch im Insolvenzfall bestehenden Rangrücktritts kann davon ausgegangen werden, dass durch die Restrukturierung ein größerer Anteil des Kapitals als bei einer Insolvenz, die bei Nachrangkapital faktisch zwangsläufig einen vollständigen Ausfall bedeutet, wiederhergestellt werden konnte.

Die Anleiheemittentin verfügt über schuldrechtliche Gläubigerrechte wie jeder andere Kapitalgeber und ist somit nach §13 Abs.1 InsO berechtigt, einen Insolvenzantrag in Bezug auf das Vermögen der Schuldnerin zu stellen, wenn diese bei Fälligkeit ihrer Rückzahlungsverpflichtung nicht nachkommt. Infolge der beschlossenen Änderungen bei H.E.A.T. wird der Handlungsspielraum der Zweckgesellschaft jedoch dahin gehend erweitert, dass durch eine Prolongation oder Anwendung von Restrukturierungsmaßnahmen, was nach der ursprünglichen Vertragsdokumentation aufgrund der Zustimmungspflicht der Investorenmehrheit schwer umsetzbar war, die Insolvenz vieler Unternehmen, die zur Rückzahlung nicht in der Lage sind, vermieden werden kann. Bei PREPS verfügt die Anleiheemittentin über eine Entscheidungsbefugnis hinsichtlich der Umsetzung von Restrukturierungsmaßnahmen lediglich bei der letzten Transaktion und auch dann nur bei insolvenznahen Unternehmen, die einen Zinszahlungsausfall bzw. Zinszahlungsverzug oder wesentliche Verschlechterung der wirtschaftlichen Verhältnisse zu verzeichnen haben. Schwierig könnte es für diejenigen PREPS Teilnehmer werden, die zwar noch kein negatives Eigenkapital aufweisen und ihren Zinszahlungsverpflichtungen noch nachkommen können, jedoch hoch verschuldet sind. Eine Prolongation würde oft weder für sie noch für die Kapitalgeber eine dauerhafte Rettungsmaßnahme darstellen, insbesondere da es noch nicht vorzusehen ist, ob sich PREPS aber auch die anderen Mezzaninprogramme bei Prolongation und/oder Tilgungsstundung an die vertraglich vereinbarten Zahlungsverzugsstrafen in Form von Zinserhöhungen halten werden. Die Alternative einer Restrukturierung bzw. Zinsstundung wäre zumindest bei PREPS 2004-1 bis 2006-1, solange die Unternehmen noch zahlungsfähig sind, aufgrund der Dokumentationspflichten der Zweckgesellschaft nicht ohne Weiteres darstellbar. Unter Umständen könnte in solchen Fällen der rechtzeitige Verkauf des Engagements vorteilhafter für die Investoreninteressen ausfallen.

5 Auswahlprozess der Unternehmen und Zusammensetzung der H.E.A.T.-Portfolien

Die Zielunternehmen der drei H.E.A.T. Transaktionen (vgl. Anhang 3), die gemäß Produktpräsentation einen Umsatz über € 15 Mio., gesicherte Marktstellung, langjährige Marktpräsenz und stabile Cashflows aufweisen sollten, wurden über die Vertriebskanäle des Transaktionsberaters HSBC sowie dessen Partnernetzwerk akquiriert, einem vollständig standardisierten Prüfprozess unterzogen und auf Basis dessen Ergebnis vom Investment Board ausgewählt. Der Prüfprozess bestand i.W. aus folgenden Schritten:

- rein quantitatives Rating der beiden letzten testierten Jahresabschlüsse nach Moody's KMV RiskCalc™ (eine Übersicht der zugrundeliegenden Kennzahlen ist in der Anlage 1 beigefügt). Die letzte Transaktion berücksichtigte auch Unternehmen mit einem Moody's KMV RiskCalc™ Sub-Investmentgrade-Rating von Ba1 und Ba2 (vgl. Ratingskalen im Anhang 1),
- Bilanzrating und -simulation der letzten beiden testierten Jahresabschlüsse sowie der aktuellen Quartals-/und Halbjahreszahlen durch das Team von Prof. Baetge an der Universität Münster,
- qualitative Beurteilung der Unternehmen auf Basis eines strukturierten Fragenkatalogs,
- Analyse der beiden letzten testierten Jahresabschlüsse mittels Creditreform Bilanzrating (nur bei H.E.A.T. I-2007),
- eintägige Due Diligence durch Analysten der Creditreform Rating AG (nur bei H.E.A.T. I-2007 und nur bei Unternehmen mit Bilanzratings nach Moody's KMV RiskCalc™ von Baa3, Ba1 und Ba2 sowie einer vergleichbaren Bonität nach Creditreform Bilanzrating).

In der untenstehenden Tabelle sind wesentliche Eigenschaften der in den Jahren 2005, 2006 und 2007 platzierten H.E.A.T.-Portfolien zusammengefasst. Die Angaben wurden den Wertpapierverkaufsprospekten entnommen und beziehen sich somit jeweils auf einen Zeitpunkt vor der Platzierung der Transaktionen:

Tab. 3 Eigenschaften der H.E.A.T.-Portfolien

	H.E.A.T. I-2005		H.E.A.T. I-2006		H.E.A.T. I-2007	
Gesamtportfoliovolumen	220.000.000,00		280.000.000,00		314.000.000,00	
Minimale Kapitaltranche	3.000.000,00		2.000.000,00		1.000.000,00	
Maximale Kapitaltranche	18.000.000,00		12.500.000,00		12.000.000,00	
Maximales Einzelrisiko	8,2 %		4,5 %		3,8 %	
Anzahl Unternehmen	32		47		60	
davon börsennotiert	10		6		k. A.	
Anzahl Branchen	16		19		20	
Ratingverteilung nach Moody's	Anzahl Unternehmen	Gesamt-volumen in Mio. €	Anzahl Unternehmen	Gesamt-volumen in Mio. €	Anzahl Unternehmen	Gesamt-volumen in Mio. €
Aa3	1	5,0	3	20,0	3	12,0
A1	3	24,5	3	17,0	3	7,0
A2	0	0,0	1	6,0	4	36,0
A3	4	30,0	6	35,0	2	15,0
Baa1	7	51,0	8	44,5	12	69,5
Baa2	6	47,0	11	60,0	13	69,5
Baa3	11	62,5	15	97,5	14	81,0
Ba1	-	-	-	-	7	19,0
Ba2	-	-	-	-	2	5,0
Regionale Verteilung	Anzahl Unternehmen	Gesamt-volumen in Mio. €	Anzahl Unternehmen	Gesamt-volumen in Mio. €	Anzahl Unternehmen	Gesamt-volumen in Mio. €
Nordrhein-Westfalen	19	141,5	22	146,0	32	162,0
Rheinland-Pfalz	3	18,0	-	-	4	27,0
Hessen	2	20,0	1	6,0	-	-
Sachsen	2	15,0	2	10,0	1	2,5
Baden-Württemberg	2	6,5	3	20,0	2	9,5
Bayern	1	5,0	3	22,0	2	9,0
Hamburg	1	5,0	1	7,0	1	5,0
Niedersachsen	1	5,0	1	3,0	2	10,0
Berlin	1	4,0	3	12,0	4	21,0
Brandenburg	-	-	4	18,0	2	10,0
Bremen	-	-	1	3,0	1	12,0
Mecklenburg-Vorpommern	-	-	2	13,0	1	5,0
Saarland	-	-	-	-	1	7,0
Sachsen-Anhalt	-	-	1	3,0	2	17,0
Schleswig-Holstein	-	-	2	11,0	1	3,0
Thüringen	-	-	1	6,0	4	14,0

Quelle: Wertpapierprospekte

Zusammenfassung der wesentlichen Erkenntnisse in Bezug auf den Auswahlprozess und die Portfolienzusammensetzung

Die Auswahl der Portfoliounternehmen erfolgte im Wesentlichen auf Basis vergangenheitsorientierter finanzwirtschaftlicher Angaben. Bei anderen Programmen wie PREPS oder SmartMezzanine war jedoch zusätzlich ein Gremienbeschluss oder Bilanzbeurteilung durch die bei der Strukturierung mitwirkenden Kreditinstitute notwendig.

Es wurden keine Veränderungen in der wirtschaftlichen Situation der Schuldner zwischen dem Analyse- und dem Auszahlungszeitpunkt berücksichtigt (Ausnahme: S-Mezzanine/ StaGe-Mezzanine).

Über 50 % der 139 H.E.A.T.-Unternehmen haben einen Sitz in Nordrhein-Westfalen. Bei PREPS überwiegen aufgrund der starken Vertriebsunterstützung durch die HVB Teilnehmer aus Bayern.

74,5 % des Gesamtkapitalvolumens der drei H.E.A.T.-Transaktionen wurden durch Unternehmen mit einem Rating von Baa3 oder schlechter aufgenommen, d.h. es wurden insbesondere Unternehmen am unteren Rand möglicher Bonitäten aufgenommen.

In der zuerst auslaufenden Transaktion stehen hohe Einzelengagements bis zu € 18 Mio. zur Refinanzierung an.

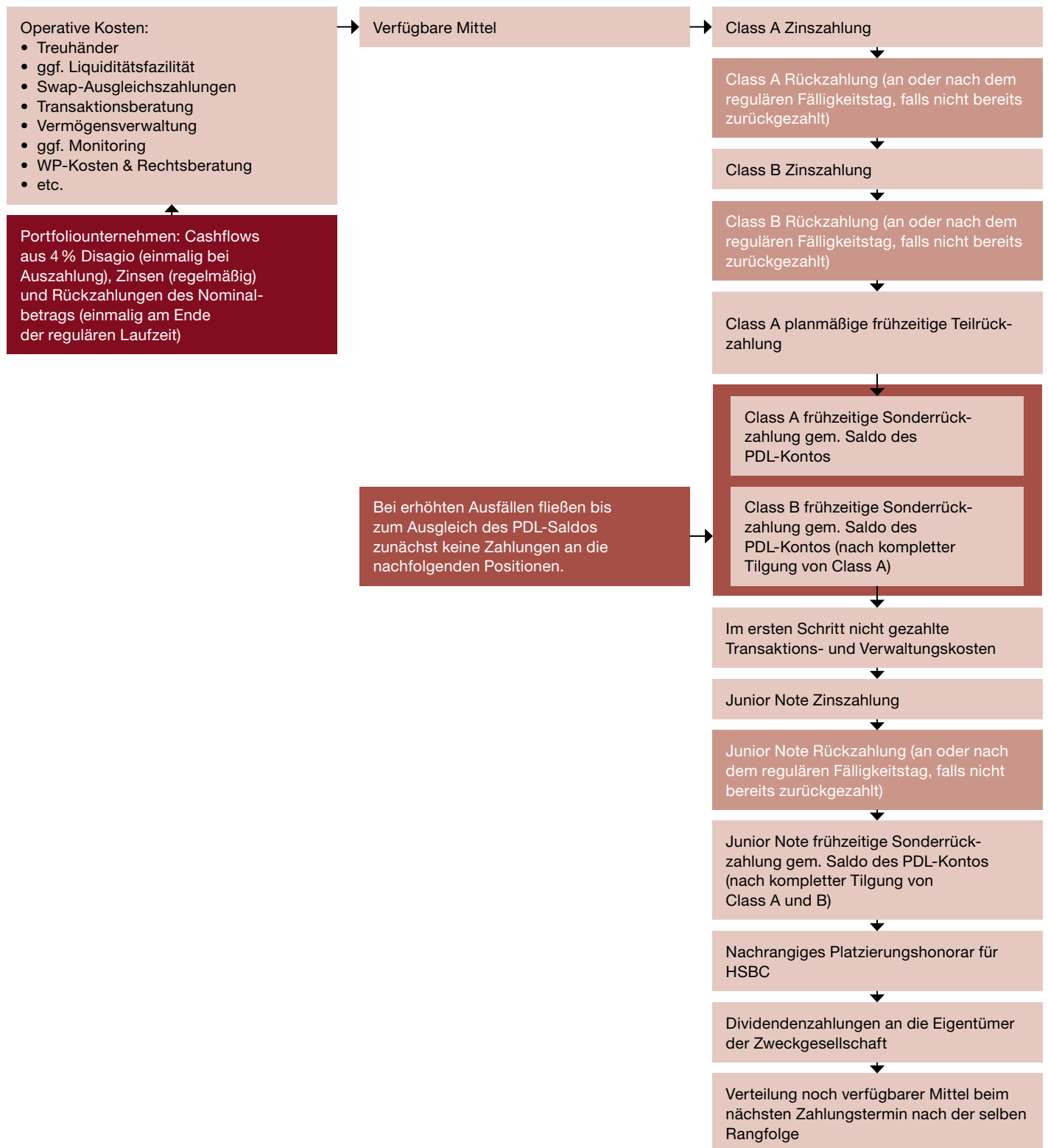
6 Analyse der Wertpapiere

Gemäß den Vereinbarungen mit den Portfoliounternehmen sind die Genussrechte bzw. das Nachrangkapital zum **regulären Fälligkeitszeitpunkt** fällig und zahlbar. Die Auszahlung an die Investoren soll an dem darauf folgenden Zinszahlungstermin (siehe farbige hinterlegte Auszahlungen in der Wasserfallstruktur) erfolgen. Sollten die von den Unternehmen eingesammelten Cashflows für die vollständige Rückzahlung der Wertpapiere nicht ausreichend sein, wird die nicht zurückgezahlte Differenz solange auf den nächsten Zinszahlungstermin vorgetragen, bis die **Gesamtfälligkeit der Verbriefung** – im Rahmen der beschlossenen Transaktionsstrukturänderungen von H.E.A.T. um 4 Jahre verlängert –, mit welcher alle Ansprüche der Investoren erlöschen, eintritt.

Während der Laufzeit werden die vierteljährlichen Zinszahlungen von den Unternehmen zunächst auf dem Konto der Zweckgesellschaft gesammelt und zwischen den Terminen für Bedienung der Wertpapiere kurzfristig angelegt. An in der Transaktionsdokumentation festgelegten halbjährlichen Zahlungsterminen werden die auf dem Konto der Zweckgesellschaft verfügbaren liquiden Mittel nach der unten aufgezeigten Rangfolge (der sog. Wasserfallstruktur) für den Kapitaldienst der einzelnen Wertpapiertranchen (pro rata, auf Basis der den Investoren noch nicht zurückgezahlten Beträge) und die Finanzierung der operativen Kosten der Transaktionsstruktur verwendet. Lediglich die farbige hinterlegten Rückzahlungen der Wertpapiere, die erstmalig an oder nach dem regulären Fälligkeitstag nach sieben Jahren erfolgen, stellen keine regelmäßigen Zahlungsflüsse dar.

Aus Investorensicht dürfte eine Prolongation der Engagements mit fehlender Anschlussfinanzierung bis zur Gesamtfälligkeit der Verbriefung wirtschaftlich sinnvoller als eine Kündigung bzw. Insolvenzantragstellung sein

Abb. 4 Wasserfallstruktur der Transaktion H.E.A.T. I-2006



Quelle: Wertpapierprospekt

Die gerateten Wertpapiere (vgl. Tabelle 7) stellen die sogenannten Senior Notes dar, die eine deutlich niedrigere Verzinsung als die nicht gerateten Junior Notes generieren sollen, weil diese, wie der Wasserfallstruktur zu entnehmen ist, vorrangig bedient werden und daher aus Sicht der Investoren mit weniger Risiken hinsichtlich Kapitaldienst und Kapitalrückzahlung verbunden sind. Ein möglicher struktureller Nachrang, bei dem durch die hohen Zinsen die Junior Notes theoretisch eine bessere Performance erreichen und ihr Risiko früher als die Senior Notes reduzieren könnten, soll vorbehaltlich der Verfügbarkeit entsprechender Mittel durch folgende Mechanismen behoben werden:

- **Planmäßige frühzeitige Teilrückzahlung der erstrangigen Tranche:**
Halbjährliche im Wertpapierprospekt terminierte frühzeitige Teilrückzahlungen der Class A Senior Notes i.H.v. entweder
H.E.A.T. I-2005: je T€ 500 (an jedem halbjährlichen Zahlungstermin)
H.E.A.T. I-2006: je T€ 550 (an jedem halbjährlichen Zahlungstermin)
H.E.A.T. I-2007: je T€ 420 (an jedem halbjährlichen Zahlungstermin)
oder
dem ausstehenden Betrag, falls niedriger.
- **Frühzeitige Sonderrückzahlungen gem. Saldo des PDL-Kontos:** Auf dem PDL (Principal Deficiency Ledger)-Konto wird jeder auf Insolvenz, Liquidation, außerordentlicher oder ggf. ordentlicher Kündigung beruhende Ausfall des von einem Unternehmen geschuldeten Nominalbetrags (ggf. zzgl. Barwert der Zinsen bei außerordentlichen Kündigungen) sofort nach Bekanntwerden als Betrag registriert. Zum Schutz insbesondere der erstrangigen Wertpapiere und Entschuldung der Struktur wird an dem darauf folgenden Zahlungstermin eine frühzeitige Rückzahlung der Wertpapiere entsprechend der oben aufgezeigten Rangfolge maximal bis zur aktuellen Höhe des auf dem PDL-Konto registrierten Betrags vorgenommen, vorausgesetzt, dass nach dem erfolgten Kapitaldienst der Senior Notes verfügbare Mittel „zum Ausgleich des PDL-Kontensaldos“ übrig bleiben. Somit wird in jeder Wertpapierklasse, angefangen bei Class A, das niedrigste von dem Saldo des PDL-Kontos, den in der Struktur verfügbaren Mitteln oder dem ausstehenden Nominalbetrag dieser Wertpapiertranche ausgezahlt. Eine Sonderrückzahlung auf der nächsten Wertpapierklasse findet nur statt, falls der PDL-Betrag höher als der ausstehende Betrag der vorangehenden Wertpapierklasse ist und noch verfügbare liquide Mittel vorliegen. Sollte das PDL-Konto nur teilweise mit liquiden Mitteln gedeckt sein, wird die Differenz bis zum gebuchten Ausfall, d.h. bis zum aktuellen Saldo des PDL-Kontos auf den nächsten Zahlungstermin vorgetragen, an dem jedoch wieder zunächst die erste nicht vollständig zurückgeführte Wertpapiertranche in den Genuss einer frühzeitigen Sonderrückzahlung kommt.

Frühzeitige Sondertilgungen an die Senior Investoren bei Zahlungsausfall/ Insolvenz in Höhe der ausgefallenen Nominalbeträge, wenn ausreichende Cashflows vorhanden

H.E.A.T. I-2007 unterscheidet sich in der Wasserfallstruktur dadurch von den Vorgängertransaktionen, dass überschüssige liquide Mittel am Ende des Wasserfalls den Junior Note Inhabern zugeteilt werden. Bei **PREPS 2007-1** werden diese der Anleiheemittentin und bei **PREPS 2004-2** ihren Gesellschaftern in Form von Ausschüttung zugeteilt. Bei **FORCE/equiNotes**, **PULS** und **SmartMezzanine** besteht ein wesentlicher Unterschied darin, dass ganz unten in der Struktur eine bis zwei nicht geratete Tranchen (Junior Notes oder Equity Tranche) entweder keine Verzinsung während der Laufzeit oder eine solche an aller letzten Stelle in der Wasserfallstruktur (d.h. sogar nach frühzeitigen Tilgungen auf diesen Tranchen) erhalten. Diese Wertpapiere wurden i.d.R. auf die Bilanzen der strukturierenden Institute aufgenommen.

Um einen Einblick in die bisherige Performance von Standard-Mezzanin-Wertpapieren zu verschaffen, werden im Folgenden die bis Oktober 2010 an die Inhaber der einzelnen Wertpapiertranchen bei **PREPS 2004-2** und **H.E.A.T. I-2006** geflossenen Zahlungen aufgezeigt:

Tab. 4 Performance PREPS 2004-2

PREPS 2004-2	Dez. 04	Jun. 05	Dez. 05	Jun. 06	Dez. 06	Jun. 07	Dez. 07	Jun. 08	Dez. 08	Jun. 09	Dez. 09	Jun. 10	Summe	in % ¹
(in Mio. €)														
Wertpapier Class	A1													
Rating	Aaa/AAA													
gepl. Coupon	EURIBOR + 0,47 %													
Ausstehender Betrag	393,00	391,40	390,31	381,20	379,23	371,07	359,66	351,58	342,65	330,04	324,36	316,67		
frühzeitige Teilrückführung+PDL		1,60	1,09	9,12	1,97	8,16	11,41	8,08	8,93	12,61	5,68	7,70	76,33	19,42 %
Coupon		2,58 %	3,02 %	3,62 %	4,22 %	4,74 %	5,27 %	5,58 %	4,03 %	1,96 %	1,47 %	1,47 %		
Zinszahlung		5,28	5,18	5,97	6,97	8,08	8,89	9,63	9,98	6,99	3,28	2,40	72,67	
Wertpapier Class	A2													
Rating	Aaa/AAA													
gepl. Coupon	3,96 %													
Ausstehender Betrag	75,00	75,00	74,49	72,75	72,37	70,81	68,64	67,09	65,39	62,98	61,90	60,43		
frühzeitige Teilrückführung+PDL		0,00	0,51	1,74	0,38	1,56	2,18	1,54	1,70	2,41	1,08	1,47	14,57	19,42 %
Coupon		3,96 %	3,96 %	3,96 %	3,96 %	3,96 %	3,96 %	3,96 %	3,96 %	3,96 %	3,96 %	3,96 %		
Zinszahlung		1,49	1,49	1,47	1,44	1,43	1,40	1,36	1,33	1,29	1,25	1,23	15,18	
Wertpapier Class	B1													
Rating	A1/A+													
gepl. Coupon	EURIBOR + 1,20 %													
Ausstehender Betrag	46,00	46,00	46,00	46,00	46,00	46,00	46,00	46,00	46,00	46,00	46,00	46,00		
frühzeitige Teilrückführung+PDL		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Coupon		3,31 %	3,75 %	4,35 %	4,95 %	5,47 %	6,00 %	6,31 %	4,76 %	2,69 %	2,20 %	2,20 %		
Zinszahlung		0,79	0,78	0,87	1,01	1,15	1,27	1,40	1,48	1,11	0,63	0,51	11,00	
Wertpapier Class	B2													
Rating	A1/A+													
gepl. Coupon	4,66 %													
Ausstehender Betrag	40,00	40,00	40,00	40,00	40,00	40,00	40,00	40,00	40,00	40,00	40,00	40,00		
frühzeitige Teilrückführung+PDL		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Coupon		4,66 %	4,66 %	4,66 %	4,66 %	4,66 %	4,66 %	4,66 %	4,66 %	4,66 %	4,66 %	4,66 %		
Zinszahlung		0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	10,25	
Wertpapier Class	Junior Note													
Rating	nicht geratet													
gepl. Coupon	18,10 %													
Ausstehender Betrag	62,00	62,00	62,00	62,00	62,00	62,00	62,00	62,00	62,00	62,00	62,00	62,00		
frühzeitige Teilrückführung+PDL		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Coupon		0,00 %	18,10 %	18,10 %	18,10 %	18,10 %	18,10 %	18,10 %	18,10 %	18,10 %	18,10 %	18,10 %		
Zinszahlung		0,00	11,22	5,61	5,61	5,61	5,61	5,61	5,61	5,61	5,61	5,61	61,72	

Tab. 4 Performance PREPS 2004-2

PREPS 2004-2 (in Mio. €)	Auswertung Gesamtportfolio
Gesamtportfolio- volumen (GPV)	616,00
Gesamtzinszahlungen	170,82
in % vom GPV	27,73 %
in % vom GPV durchschn. p.a.	5,04 %
frühzeitige Tilgung gesamt	90,90
in % vom GPV	14,76 %
Sonderrückzahlungen gem. PDL	73,30
in % vom GPV	11,90 %

¹ vom anfänglichen Nominalbetrag der entsprechenden Wertpapiertranche

Quelle: Bloomberg

Mit einer durchschnittlichen jährlichen Rendite von ca. 5 % (vereinfachte Berechnung) weist die PREPS 2004-2 Transaktion eine vergleichsweise gute Performance auf. Die Tatsache, dass die verfügbaren Mittel bei jedem Zahlungstermin bisher ausreichend waren, um die Junior Notes-Inhaber zu bedienen, bedeutet, dass im Rahmen der Wasserfallstruktur vorrangig zu tätige Zahlungen wie planmäßige Teilrückzahlungen der Class A i.H.v. halbjährlich € 1,6 Mio. und frühzeitige Sonderrückzahlungen gem. PDL-Saldo vollständig erbracht werden konnten. Da die getätigten frühzeitigen Sonderrückzahlungen bei ausreichend verfügbaren Mitteln dem Gesamtbetrag der aktuell auf dem PDL-Konto registrierten Ausfälle von Nominalbeträgen entsprechen sollen, lässt sich eine historische Ausfallquote für dieses Portfolio von ca. 11,9% des ursprünglichen Portfoliovolumens berechnen. Trotz dieser Ausfälle, die jedoch etwaige Kapitalrückgewinnung im Rahmen ggf. einer Restrukturierung nicht berücksichtigen, hat sich die Investition der Junior Notes Investoren innerhalb des Zeitraumes von 5,5 Jahren seit der Platzierung im Dezember 2004 aufgrund der hohen Zinszahlungen fast vollständig amortisiert. Die Inhaber der A-Wertpapiere haben insg. ca. 38 % des investierten Kapitals in Form von Zins und Tilgungen wieder erwirtschaftet. Mit insg. lediglich 24,7% an Zinsen und keinen Tilgungen scheinen die B-Investoren derzeit noch das höchste Risiko zu tragen, was sich auch in der Ratingentwicklung dieser Wertpapiere widerspiegelt (vgl. Tabelle 7). Hier ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Wertpapiere dieser Tranche bei Fälligkeit direkt nach den Inhabern der Class A Wertpapiere, die ein Fünftel ihrer Engagements getilgt bekommen haben, getilgt werden sollen. Angenommen, die Wertpapiere wären beim nächsten Zahlungstermin fällig, würden die B-Anleger keinen Ausfall vom investierten Nominalbetrag erleiden müssen, auch wenn bis dann weitere € 80 Mio. an Nominalbeträgen komplett ausfallen würden, was nach Angaben des Transaktionsberaters CEG nicht zu erwarten sein dürfte. Sowohl bei PREPS 2004-2 als auch bei der allerersten PREPS-Transaktion rechnet CEG mit einer guten Recovery Rate (Anteil der sichergestellten Kapitalansprüche) bei Fälligkeit, so dass die Senior-Notes-Inhaber Ausfälle weder von Zinsen noch von Tilgungsleistungen hinzunehmen haben und die Junior-Notes-Inhaber eine Rendite erwirtschaften sollten.

Anders soll es bei den späteren, insbesondere den in 2006 und 2007 platzierten Transaktionen aussehen, bei denen es unklar ist, ob die nachrangigen Investoren bei Fälligkeit ihr Kapital zurückbekommen werden. Viele Unternehmen nahmen zu diesem Zeitpunkt das Mezzaninkapital auf, um Investitionen oder Akquisitionen damit zu finanzieren, die sich erst in den Folgejahren hätten rentieren können. Die Finanz- und Wirtschaftskrise

PREPS 2004-2 weist trotz Ausfällen von rechnerischen 11,9% eine Durchschnittsrendite von 5 % auf

Die kurz vor der Krise platzierten Transaktionen weisen eine schlechtere Performance auf

hat sie jedoch mitten in ihrem Wachstumskurs überrascht, was bei einigen u.a. aufgrund hoher Verschuldung zu einer wesentlichen Verschlechterung der wirtschaftlichen Verhältnisse oder sogar Insolvenz führte. Die ausgefallenen Unternehmenstranchen⁵ unter den 277 **deutschen** Teilnehmern in den 6 PREPS Transaktionen verteilen sich nach Angaben der CEG wie folgt auf die Jahre 2004-2010:

Tab. 5 Anzahl der ausgefallenen Kapitaltranchen bei PREPS

PREPS ausgefallene Einzeltranchen	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Gesamt
Gesamtanzahl	-	-	1	7	5	11	10	34
Betrugsfälle	-	-	1	4	-	-	-	5
Insolvenzen	-	-	-	1	3	9	4	17
Restrukturierungsfälle	-	-	-	2	2	2	6	12

Quelle: CEG

Keine der bisherigen Insolvenzen wurde im Zusammenhang mit dem Mezzaninkapital ausgelöst

Bei den Restrukturierungsfällen wurden Unternehmen nicht nur infolge einer Insolvenz, sondern bereits eines Zinszahlungsverzugs von mehr als 90 Tagen registriert. Aufgrund der vertraglichen Regelungen wurde der Nominalbetrag dabei sofort auf dem PDL-Konto verbucht. Bei diesen Unternehmen wurde angabegemäß ein Restrukturierungsprozess eingeleitet, wodurch in der oberen Statistik nicht berücksichtigte Restrukturierungsgewinne oder Teilrückzahlungen realisiert werden konnten. Laut CEG wurde keine der Unternehmensinsolvenzen durch eine Kündigung seitens PREPS ausgelöst.

Insgesamt belief sich die Rendite von PREPS auf 4,7% p.a., so CEG. Um eine gute Performance auch bei bzw. nach der regulären Fälligkeit des Mezzanin-Kapitals werden sich die Transaktionsberater sehr bemühen, unter anderem weil es nach deren Angaben nicht ausgeschlossen ist, dass ähnlich strukturierte Finanzierungsprodukte für den deutschen Mittelstand in der Zukunft wieder aufgelegt werden könnten. Dies wäre jedoch nur möglich, wenn das Investorenvertrauen in dem deutschen Mittelstand nicht verloren geht bzw. nach der Finanzkrise wiederhergestellt werden kann, indem die Portfolien möglichst wenige Insolvenzfälle verzeichnen und möglichst hohe Recovery Rates erreichen.

⁵ Die Anzahl der Unternehmen ist niedriger, da manche mehr als eine Mezzanintranche aufgenommen haben.

Tab. 6 Performance H.E.A.T. I-2006

PREPS 2004-2 (in Mio. €)	Apr. 06	Okt. 06	Apr. 07	Okt. 07	Apr. 08	Okt. 08	Apr. 09	Okt. 09	Apr. 10	Okt. 10	Summe	in % ¹
Wertpapier Class	A											
Rating	Aaa/AAA											
gepl. Coupon	EURIBOR + 0,33 %											
Ausstehender Betrag	218,40	217,85	217,30	210,75	202,20	195,22	192,33	189,61	187,29	185,06		
frühzeitige Teilrückführung+PDL		0,55	0,55	6,55	8,55	6,98	2,89	2,73	2,32	2,23	33,34	15,27 %
Coupon		3,96 %	4,41 %	5,02 %	5,08 %	5,78 %	1,95 %	1,35 %	1,28 %	1,53 %		
Zinszahlung		3,60	4,36	4,93	5,35	5,19	5,73	1,90	1,30	1,22	33,58	
Wertpapier Class	B											
Rating	A1/A+											
gepl. Coupon	EURIBOR + 0,83 %											
Ausstehender Betrag	30,80	30,80	30,80	30,80	30,80	30,80	30,80	30,80	30,80	30,80		
frühzeitige Teilrückführung+PDL		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,00	0,00
Coupon		4,46 %	4,91 %	5,52 %	5,58 %	6,28 %	2,45 %	1,85 %	1,78 %	2,03 %		
Zinszahlung		0,59	0,69	0,78	0,86	0,87	0,98	0,38	0,29	0,28	5,72	
Wertpapier Class	Junior Note											
Rating	nicht geratet											
gepl. Coupon		17,30 %	17,45 %	17,60 %	17,75 %	17,90 %	18,05 %	18,20 %	18,35 %	18,50 %		
Ausstehender Betrag	30,80	30,80	30,80	30,80	30,80	30,80	30,80	30,80	30,80	30,80		
frühzeitige Teilrückführung+PDL		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,00	0,00
Coupon		17,30 %	17,45 %	17,60 %	17,75 %	17,90 %	18,05 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %		
Zinszahlung		2,65	2,66	2,72	2,70	2,72	2,76	2,77	0,00	0,00	18,98	
Auswertung Gesamtportfolio												
Gesamtportfoliovolumen (GPV)	280,00											
Gesamtzinszahlungen	58,28											
in % vom GPV	20,81 %											
in % vom GPV durchschn. p.a.	4,63 %											
frühzeitige Tilgung gesamt	33,34											
in % vom GPV	11,91 %											
Sonderrückzahlungen gem. PDL	28,39											
in % vom GPV	10,14 %											

¹ vom anfänglichen Nominalbetrag der entsprechenden Wertpapiertranche

Quelle: Bloomberg

Die im Vergleich zu PREPS 2004-2 schlechtere Performance der im Jahr 2006 platzierten H.E.A.T.-Transaktion bietet einen weiteren Beleg dafür, dass die später aufgelegten Standard-Mezzaninprogramme generell mehr Ausfälle hinnehmen mussten. Die seit 2009 in die H.E.A.T. I-2006 Struktur geflossenen Cashflows waren nicht ausreichend, um die Junior Notes Inhaber zu bedienen. Daher dürfte die historische Ausfallrate höher als die auf Basis der frühzeitigen Sonderrückzahlungen gem. Saldo des PDL-Kontos berechneten 10,14 % liegen. Nach Recherchen von Branchenexperten übersteigen die Ausfälle in dieser Transaktion 20 % des Emissionsvolumens. Um den Senior Investoren das Kapital zu 100 % zurückzahlen zu können, müssten unter der konservativen Annahme, dass die Wertpapiere beim nächsten Zahlungstermin fällig wären, ca. € 216 Mio. bzw. 77 % des ursprünglichen Portfoliovolumens bis dann getilgt

Im Gegensatz zu PREPS 2004-2 mussten die Investoren bei H.E.A.T. I-2006 dreimal auf Zinsen komplett verzichten

werden (ohne Berücksichtigung von Restrukturierungsgewinnen sowie überschüssigen Zinszahlungen). Eine solche Recovery Rate erscheint der Ratingagentur Moody's ausgehend von den im tiefen Sub-Investmentgrade Bereich befindlichen Ratings der Wertpapiere derzeit offenbar unrealistisch.

Tab. 7 Ratingentwicklung der Wertpapiertranchen bei den betrachteten Programmen

Programmname	Transaktion	Wertpapiertranchen	Volumen in Mio. €	ursprüngliches Moody's Rating	letztes Moody's Rating	Datum letzte Ratingänderung
1 PREPS	2004-1	Senior Notes	220	Aa2	Baa2/1-	10/14/2010
	2004-2	A1	393	Aaa	Aaa/1-	10/14/2010
		A2	75	Aaa	Aaa/1-	10/14/2010
		B1	46	A1	Baa3/1-	10/14/2010
		B2	40	A1	Baa3/1-	10/14/2010
	2005-1	A1	175	Aaa	Aa3/1-	10/14/2010
		A2	60	Aaa	Aa3/1-	10/14/2010
		B	47	A1	B1/1-	10/14/2010
	2005-2	A1	217	Aaa	Ba1/1-	10/14/2010
		A2	53	Aaa	Ba1/1-	10/14/2010
		B1	41,5	A2	Caa3/1-	10/14/2010
		B2	12,5	A2	Caa3/1-	10/14/2010
	2006-1	A1	238,1	Aaa	Aa3/1-	8/5/2010
		A2	0,9	Aaa	Aa3/1-	8/5/2010
		B1	40	A2	B2/1-	8/5/2010
		B2	9	A2	B2/1-	8/5/2010
	2007-1	A1	186	Aaa	Ba1	4/21/2010
		B1	35	A2	Caa3	4/21/2010
2 H.E.A.T.	I-2005	A1	157,4	Aaa	Baa3	9/3/2010
		B1	25,6	A1	Caa3	9/3/2010
		B2	8,5	A1	Caa3	9/3/2010
	I-2006	A	218,4	Aaa	Ba3	9/3/2010
		B	30,8	A1	Ca	7/30/2009
	I-2007	A	233	Aaa	B3	9/3/2010
		B	31	Aa3	Ca	9/3/2010
		C	25,5	Baa1	C	9/3/2010
	3 FORCE/equiNotes	2005-1	A	236	Aaa	Aaa/1-
B			17,8	Aa1	Aa3/1-	9/29/2009
C			20,4	Aa3	A3/1-	9/29/2009
D			18,5	A2	Baa3/1-	9/29/2009
2006-1		A	150,2	Aaa	Aa1/1-	10/1/2009
		B	12,3	Aa2	A1/1-	10/1/2009
		C	13	A2	Baa2/1-	10/1/2009
		D	11,9	Baa1	Ba1/1-	10/1/2009
		E	9,7	Baa3	B1/1-	10/1/2009

Tab. 7 Ratingentwicklung der Wertpapiertranchen bei den betrachteten Programmen

Programmname	Transaktion	Wertpapiertranchen	Volumen in Mio. €	ursprüngliches Moody's Rating	letztes Moody's Rating	Datum letzte Ratingänderung
4 PULS	2006-1	A1	69,1	Aaa	Baa3	8/20/2010
		A-2A	72	Aaa	A1	8/20/2010
		A-2B	18	Aaa	Ba3	8/20/2010
		B	26,5	Aa2	Caa3	8/20/2010
		C1	21,1	A2	Ca	8/20/2010
		C2	5,7	A3	C	8/20/2010
		D	14,6	Baa3	C	8/20/2010
		E1	8,35	Ba3	C	8/20/2010
		E2	2,85	Ba3	C	8/20/2010
5 CB MezzCap	2006	A	137,8	Aaa	Ba2	7/22/2009
		B	20	Aa2	Ca	7/22/2009
		C	10,5	A2	Ca	7/22/2009
		D	14,5	Baa2	C	7/22/2009
		E	7,7	Ba1	C	7/22/2009
6 PRIME/ SmartMezzanine	2006-1	A	119,6	Aaa	A1 ¹ -	10/29/2009
		B	15	Aa3	Ba1 ¹ -	10/29/2009
		C	20	A3	B2 ¹ -	10/29/2009
		D	13,9	Baa3	Caa2 ¹ -	10/29/2009
		E	13	Ba2	Caa3 ¹ -	10/29/2009
7 S-Mezzanine/ StaGe Mezzanine	2006	A	132,8	Aaa	A1	11/4/2010
		B	20	A1	Ba3	11/4/2010

¹ das Wertpapier befindet sich auf der Watchlist

Quelle: Bloomberg

Die obenstehende Übersicht zeigt dass, nicht nur die H.E.A.T. I-2006-, sondern alle platzierten Wertpapiertranchen bis auf die Class A Notes bei PREPS 2004-2 und equinotes 2005-1 mittlerweile um mehrere Ratingnoten heruntergestuft wurden. Das Rating gibt an, wie wahrscheinlich ein (teilweiser bis kompletter) Ausfall in dieser Tranche ist. Nachdem viele Senior Notes aus heutigen Gesichtspunkten gefährdet erscheinen, könnte darüber spekuliert werden, dass sich die H.E.A.T. Investoren durch die Einräumung zusätzlicher Rechte der Zweckgesellschaft und die Prolongation der endgültigen Fälligkeit eine bessere Performance erhofft haben dürften. Obwohl Moody's auf dieser Grundlage zunächst keine Ratinghochstufung vorgenommen hat, schließt sich die Ratingagentur nach eigenen Angaben diesen Erwartungen an. Auf Basis dieser Erkenntnisse erscheint es nicht unrealistisch, dass andere Programme dieser Regelung von H.E.A.T. folgen und die Voraussetzungen für individuelle Lösungen bei gefährdeten Engagements schaffen.

Infolge der beschlossenen Regelungen dürfte sich die Recovery Rate bei H.E.A.T. verbessern

Zusammenfassung der wesentlichen Erkenntnisse in Bezug auf die Bedienung und die Performance der Wertpapiere

Die Bedienungsrangfolge in der Wasserfallstruktur sieht Schutzmechanismen für die Inhaber der gerateten Wertpapiere vor, so dass Verluste in diesen Wertpapierklassen in Anbetracht der Gesamtpformance bis zur Gesamtfälligkeit der Verbriefung weniger wahrscheinlich erscheinen. Da jedoch die Senior Tranchen ein deutlich höheres Volumen als die Risikotranchen aufwiesen, deuten die aktuellen Wertpapierratings auf (teilweise) Ausfallgefahr hin.

Die Junior-Notes-Inhaber bei den späten Transaktionen mussten bereits einzelne Zinsausfälle hinnehmen, jedoch haben die bisherigen Ausfälle unter Berücksichtigung der historischen Performance einzelner Gesamtprogramme keinen drastischen Schaden angerichtet. Die Anleger haben teilweise ca. 18 % p.a. Zinsertrag erhalten.

Auch bei den gut performenden Portfolien werden sich die Transaktionsberater bis zur Gesamtfälligkeit der Verbriefung bemühen die für die Investoren wirtschaftlich sinnvollsten Entscheidungen zu treffen, um ihr Vertrauen nicht zu verlieren. Ob sich die Mezzaningeber auf Restrukturierungsverhandlungen einlassen werden, hängt u.a. wesentlich vom Commitment der Unternehmenseigentümer und der Kompromissbereitschaft der vorrangigen Gläubiger ab.

7 Grobschätzung der Ausfälle im Zeitablauf auf Basis der Wertpapierratings

Im Folgenden wird anhand der in Tabelle 7 aufgeführten aktuellen Wertpapierratings eine Einschätzung der Risikoqualität der einzelnen Transaktionen vorgenommen. Dabei ist zu beachten, dass diese indikative Schätzung auf überschlägigen Berechnungen basiert, denen folgende vereinfachte Prämissen unterstellt wurden:

- Die erwarteten Ausfälle wurden als Produkt der den jeweiligen Ratingstufen zugrundeliegenden erwarteten Verlustquoten (Expected Loss) von Moody's⁶ und des Wertpapiertranchenvolumens berechnet (vgl. Anhang 2). Hierbei ist insbesondere zu beachten, dass es sich um statistische Ausfallwahrscheinlichkeiten handelt. Es kann daher keinesfalls geschlossen werden, dass ein solcher Ausfall tatsächlich in einer bestimmten Tranche des Wasserfalls auftritt.
- Da die Ratings eine den einzelnen Wertpapiertranchen entsprechende statistische Ausfallwahrscheinlichkeit darstellen, werden daraus ebenfalls für die Senior Tranchen Verlusterwartungen abgeleitet, obwohl für die nachrangigen Tranchen keine kompletten Ausfälle erwartet werden. Dies ergibt sich aus der Logik dieses Ansatzes zur Risikoeinschätzung, widerspricht jedoch der Wasserfallstruktur.
- Die jeweiligen erwarteten Verlustquoten wurden in Abhängigkeit von den (regulären) Restlaufzeiten der Transaktionen ausgewählt.
- Da die Junior Notes nicht geratet sind, wurde für die erwarteten Ausfälle in dieser Wertpapierklasse eine pauschalisierte Annahme in Abhängigkeit von dem Rating der nächsthöheren Wertpapiertranche getroffen:

⁶ Vgl. „Moody's Idealized Expected Loss Table“, online verfügbar unter [http://www.globalriskguard.com/resources/crderiv/Moody's %20synthetic %20CDO.pdf](http://www.globalriskguard.com/resources/crderiv/Moody's%20synthetic%20CDO.pdf)

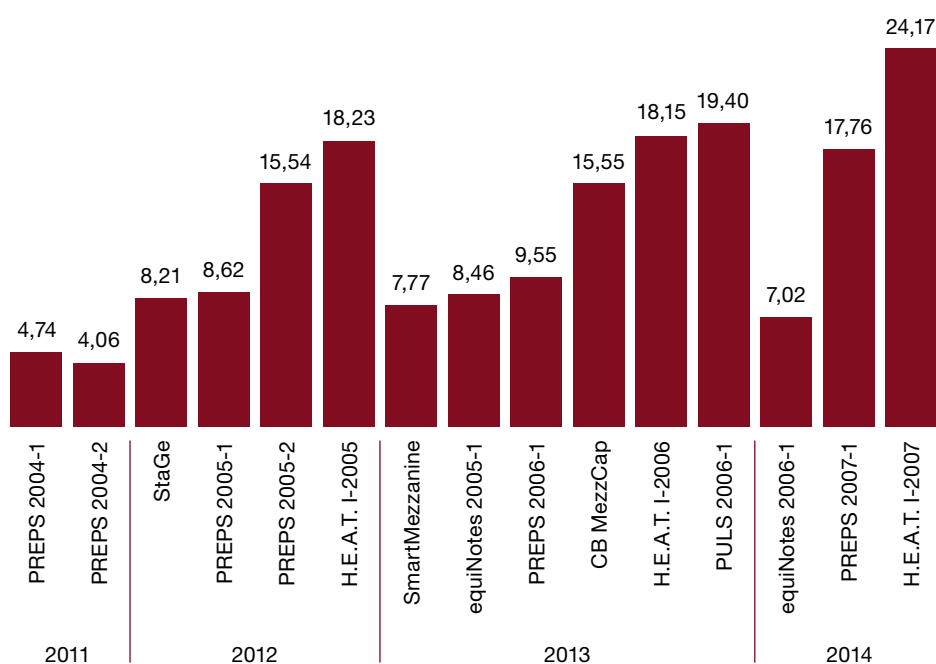
Tab. 8 Annahme zur erwarteten Verlustquote bei den Junior Notes

Rating nächsthöhere Wertpapierklasse	Aaa					
	Aa1	A1	Baa1	Ba1	B1	Caa
	Aa2	A2	Baa2	Ba2	B2	Ca
	Aa3	A3	Baa3	Ba3	B3	C
Erwartete Verlustquote Junior Notes	0 %	20 %	40 %	60 %	80 %	100 %

Quelle: Berechnungen PwC

- Für alle Ratings unterhalb Caa3 wurde aufgrund nicht verfügbarer Informationen die der Ratingstufe Caa3 zugrundeliegende erwartete Verlustquote angenommen, wodurch die erwarteten Ausfälle bei den Transaktionen H.E.A.T. I-2006, H.E.A.T. I-2007, PULS und CB MezzCap niedriger ausfallen.

Basierend auf diesen Annahmen ergibt sich folgende Grobschätzung der aktuell durch die Ratings der Wertpapiere indizierten Ausfälle in jeder Transaktion.

Abb. 5 Erwartete Ausfälle in % vom Transaktionsvolumen

Quelle: Berechnungen PwC

Hinsichtlich der zeitlichen Verteilung dieser Ausfälle bestätigt das vereinfachte Modell die unter Marktexperten überwiegend herrschende Meinung, dass die ersten Fälligkeiten (PREPS 2004-1 und 2004-2) keine wesentlichen Rückzahlungsprobleme bei den Schuldern auslösen werden. Im Zeitablauf bis 2014 verschärft sich jedoch die Rückzahlungsproblematik insgesamt, was durch den vergleichsweise hohen Anteil der erwarteten Verluste an den jeweiligen Transaktionsvolumina insbesondere bei H.E.A.T. (ca. 18%–24%), PREPS 2005–2007 (ca. 16%–18%), CB MezzCap (ca. 16%) und PULS 2006-1 (ca. 19%) belegt wird. Die Erwartungen einer relativ guten Performance von equiNotes könnte in der z.T. eigenkapitalähnlichen Ausgestaltung des vergebenen Kapitals (vgl. Tabelle 2) liegen, die u.a. Zahlungsstundungen bei nicht verfügbarer Liquidität und Verlustaufholung über 22 Jahre berücksichtigt.

8 Zwischenfazit

Ausgehend von den vertraglich vereinbarten Funktionen bzw. Rechten und Pflichten der bei den Standard-Mezzaninprogrammen involvierten Parteien tragen insbesondere die Junior-Notes-Inhaber das Ausfallrisiko hinsichtlich Zins und Tilgung. Die Arrangeure der Mezzaninprogramme, also die quasi-Vertragsparteien der Portfoliounternehmen, haften zwar vertraglich nicht für etwaige Ausfälle, haben aber ein ernstes Interesse daran, dass die Investoren bei der endgültigen Fälligkeit eine Rendite auf das investierte Kapital realisieren. Deren Interesse liegt zum Einen darin begründet, dass sie mit einer guten Portfoliopformance mit einer möglichst niedrigen Insolvenzrate Investoren ggf. für Folgefinanzierungsinstrumente werben möchten. Zum anderen haben sie teilweise selbst in die Wertpapiere investiert und sind somit dem Ausfallrisiko direkt ausgesetzt.

Vor diesem Hintergrund erscheint es eher unwahrscheinlich, dass sie bei einer Mehrzahl an Unternehmen, die bei Fälligkeit das Kapital nicht zurückzahlen können, ihre gesetzlichen Gläubiger- oder vertraglich vereinbarten Kündigungsrechte beanspruchen werden. Eine solche Maßnahme wäre aufgrund des vereinbarten Rangrücktritts und der fehlenden Besicherung nicht im wirtschaftlichen Interesse der Anleger, da der erwartete Rückfluss im Rahmen einer Insolvenz in der Regel Null entspricht. Sowohl die Tatsache, dass z.B. bei PREPS trotz der vertraglichen Verpflichtung der Zweckgesellschaft zur Kündigung bei einem Zahlungsverzug von mehr als 90 Tagen bisher angabegemäß keine Schuldnerinsolvenz ausgelöst wurde und die notleidenden Engagements in Restrukturierung gegangen sind, als auch die bei H.E.A.T. beschlossenen Änderungen hinsichtlich Prolongation der Wertpapiere und Restrukturierungsentscheidungen deuten darauf hin, dass auch bei den Standard-Mezzaninprogrammen Restrukturierungslösungen gefunden werden können.

Angesichts der Tatsache, dass der Fälligkeitszeitpunkt der Verbriefung, mit welchem erst die Rückzahlungsansprüche der Investoren vollständig erlöschen, bei vielen Programmen erst einige Jahre später als die in den Verträgen mit den Unternehmen vereinbarte Fälligkeit eintritt, wäre vielmehr damit zu rechnen, dass den Unternehmen, die zur sofortigen Tilgung nicht in der Lage sind, mit einer Tilgungsstundung (möglicherweise aber nicht zwingend in Kombination mit einer Zinserhöhung auf bis zu 20 % p.a.) entgegengekommen wird. Bei insolvenznahen Fällen, die den erhöhten Kapitaldienst nicht aufbringen können, könnten sich H.E.A.T. und PREPS mit den anderen Kapitalgebern auf einen Restrukturierungsplan u.U. mit Forderungsverzichten einigen. Erste Indizien für die Umsetzbarkeit dieser Vorgehensweise liegen schon vor. Bei nicht insolvenznahen Unternehmen, die jedoch noch vor der Fälligkeit eine Bonitätsverschlechterung aufweisen und über eingeschränkte Liquidität bzw. keine Refinanzierungslösung verfügen, würde sich eine Restrukturierung z.B. bei PREPS aufgrund der Dokumentationspflichten schwer gestalten. Andere Lösungsmöglichkeiten stellen in solchen Fällen die Veräußerung des Engagements zum bestmöglichen Preis oder die Umwandlung des Nachrangkapitals in Eigenkapitalanteile (sog. Debt-Equity-Swap) ggf. mit Rückkaufoption und/oder Besserungsschein dar. Da bei der ersten Alternative oft nicht strategisch orientierte Investoren als Käufer auftreten und im zweiten Fall mit einer Anforderung der Anteilsmehrheit zu rechnen ist, könnten sich diese Maßnahmen u.U. als nachteilig für ein mittelständisches Unternehmen bzw. für dessen Gesellschafter erweisen.

Aus dem Rating der einzelnen Wertpapiere kann gefolgert werden, dass der Anteil der Unternehmen mit problematischer Refinanzierung im Verlauf der Transaktionen eher zunehmen wird. Konkret ist für die ersten beiden PREPS-Transaktionen, die in 2011 auslaufen, mit geringeren Refinanzierungsschwierigkeiten zu rechnen, während in den Folgejahren aus heutiger Sicht eine eher steigende Tendenz bzgl. Refinanzierungsproblemen zu erwarten ist.

Ebenso zu erwarten ist, dass sich die Transaktionsberater bei vielen dieser Unternehmen um eine Lösung bemühen werden, um den Interessen der Investoren gerecht zu werden. Es darf jedoch nicht zwangsläufig davon ausgegangen werden, dass die Arrangeure sich für die Rettung jedes einzelnen Unternehmens intensiv engagieren werden. Um ihre Verhandlungsposition möglichst stark zu halten, ist es zu erwarten, dass sie dem „natürlichen Selektionsprozess“ in Bezug auf das eine oder andere Unternehmen nicht im Wege stehen würden.

D Erwartung der Anbieterseite

In den Experteninterviews haben wir mit diversen Vertretern von Banken, Organisatoren von Standard-Mezzaninprogrammen und Individual-Mezzanin Anbietern gesprochen um deren Erwartungen hinsichtlich der Risiken für die Entwicklung der Anschlussfinanzierungsthematik zu erfahren.

Thema Anschlussfinanzierungsrisiko ist von den Banken aufgenommen worden

Das Risiko einer erfolgreichen Anschlussfinanzierung wird von den befragten Finanziers unterschiedlich eingeschätzt. Allgemeiner Tenor war jedoch, dass sich sowohl die regionalen Sparkassen und Volksbanken als auch die Geschäfts- und Landesbanken mit dem Thema bereits (unterschiedlich intensiv) auseinandersetzen. Die von uns befragten Großbanken haben alle eine Taskforce zu diesem Thema gebildet und ihren Bestand an Firmenkunden hinsichtlich möglicher Anschlussfinanzierungsrisiken untersucht.

Ebenso einhellig lässt sich aus den Gesprächen mitnehmen, dass es den Standardansatz zum Umgang mit dem Thema Anschlussfinanzierung zumindest noch nicht gibt. Hier spielt sicherlich auch die Tatsache eine Rolle, dass sich die Frage für einen Großteil der Finanzierungen erst auf der mittelfristigen Zeitachse stellt. Ebenfalls zu berücksichtigen ist, dass das Anschlussfinanzierungsthema eine Mehrzahl von Stakeholdern, Mezzaningebern, Kreditgebern, Gesellschaftern, etc. in eine gemeinsame Risikosituation und damit eine Verhandlungssituation bringt. Hier würden ex-ante von einer Seite aufgezeigte Lösungsmuster die jeweilige Verhandlungsposition deutlich schwächen, was zu entsprechend zurückhaltendem Verhalten und auch entsprechend zurückhaltenden Äußerungen im Rahmen der von uns durchgeführten Befragung führt. Auch war erkennbar, dass zunächst einzelfallabhängige Lösungen im Vordergrund stehen werden. Ob und inwieweit sich darauf allgemeingültige Handlungsmuster herausbilden ist noch vollkommen offen.

Die Banken haben zur Aufbereitung des Themas jeweils eine Klassifizierung vorgenommen. Allgemeiner Tenor war eine Bildung folgender Klassen:

- a. Anschlussfinanzierung mit neuen Kreditmitteln bzw. vorhandener Liquidität problemlos darstellbar;
- b. Anschlussfinanzierung möglich unter Nutzung von Nachrangkapitalinstrumenten bzw. zusätzlichem Eigenkapital;
- c. Problemengagements mit unsicherer Refinanzierung und erheblicher Insolvenzgefahr.

Ca. 35–45% werden mit der Refinanzierungsproblematik nicht konfrontiert sein

Trotz der unterschiedlichen Quantifizierung der einzelnen Banken kann als Durchschnitt der Befragung für die Gruppe a) ein Anteil von ca. 35–45%, für die Gruppe b) ein Anteil von 45–55% und für die Gruppe c) ein Anteil von ca. 5–15% (in Einzelfällen bis zu 20%–25%) angenommen werden.

Die Unternehmen der Gruppe a) sollten keine Probleme mit der Refinanzierung haben, da diverse Banken derzeit bereits aktiv diese Unternehmen ansprechen bzw. von den Banken geplant ist diese Unternehmen in den kommenden Monaten anzusprechen. Die Banken haben bei den Untersuchungen in ihrem eigenen Kundenkreis festgestellt, dass viele dieser Unternehmen im Übrigen Ansparrücklagen vorweisen können, die für eine teilweise Rückzahlung des Mezzaninkapitals bereits jetzt ausreichend wären. In diesem Bereich dürfte sich nach übereinstimmender Einschätzung der Anbieter ein Käufermarkt, d.h. ein hohes Angebot an Kreditmitteln diverser Banken bei vergleichsweise geringer Nachfrage der Unternehmen dieser Gruppe einstellen.

Deutlich differenzierter stellt sich das Bild für die Gruppe b) dar. Hier wird von Bankenseite darauf hingewiesen, dass der Verschuldungsgrad bei diesen Unternehmen, gemessen durch die gebräuchliche Kennzahl „Total Debt/EBITDA“ (Gesamtverschuldung/Betriebsergebnis vor Abschreibungen), eine komplette Refinanzierung mit klassischen erstrangigen Bankkrediten aufgrund der bereits bestehenden hohen Verschuldung verhindert. Ferner könnte der vollständige Ersatz des wirtschaftlichen Eigenkapitals mit Bankkrediten ebenfalls den Bruch bestehender Financial Covenants, die oftmals an dieser Kennzahl gebunden werden, zur Folge haben und somit die gesamte Finanzierungsstruktur des Unternehmens gefährden.

Ca. 45–55% der Unternehmen benötigen zumindest teilweise Nachrangkapital

Angemerkt wird von diversen Kapitalgebern, dass Mezzaninkapital u.a. entworfen wurde um die wirtschaftliche Eigenkapitalbasis der Unternehmen zu stärken und eine Alternative zu erstrangigem Fremdkapital jedoch ohne Mitspracherechte o.ä. zu generieren. Dieses ermöglichte Unternehmen bestehende Finanzierungsgrenzen, wie sie bei klassischen Bankkrediten bestehen, zu überschreiten und hierdurch Übernahmen oder auch hohes organisches Wachstum zu finanzieren. Hierfür müssen die Unternehmen nun Alternativen finden. Nahezu einstimmig wurde darauf verwiesen, dass die Investoren in Standard-Mezzaninprogrammen aufgrund der Renditeenttäuschungen infolge der Finanz- und Wirtschaftskrise für Refinanzierungstransaktionen aktuell nicht zur Verfügung stünden. Unter den früheren Mezzanin-Programmstrukturieren wird teilweise die Möglichkeit neuer am Kapitalmarkt refinanzierter Programme als bedingt realistisch erachtet. Dabei kämen zunächst jedoch i.W. angelsächsische Investoren in Frage, da sich deutsche institutionelle Investoren an derartigen Programmen (noch) nicht erneut beteiligen würden. Betont wurde allerdings dabei, dass auch bei einer erfolgreichen Platzierung diese Finanzierungsinstrumente keine Refinanzierungslösung für den gesamten € 5 Mrd.-Standard-Mezzanin-Markt, nicht einmal für sämtliche nach Anschlussfinanzierung suchenden Unternehmen, sondern höchstens eine ergänzende Alternative darstellen werden.

An das Wiederaufleben von am Kapitalmarkt refinanzierten Mezzanin-Programmen glauben nur wenige

Eine weitere, jedoch nur sehr begrenzt verfügbare Option stellt Mezzaninkapital von Banken dar, das analog zum untersuchten Standardmezzanin in einem standardisierten Prozess vergeben, aber direkt über die Bankbilanz refinanziert wird. Als Beispiel kann hier ein Institut angeführt werden, das derzeit dieses standardisierte Mezzaninkapital für Kunden mit A-Rating, d.h. bis zu einer 1-Jahres-Ausfallwahrscheinlichkeit (1-Jahrespd) von ca. 0,1% bis 0,125% vergibt. Aufgrund dieser sehr strikten Ratinganforderung scheint diese Möglichkeit der Anschlussfinanzierung für die breite Masse des Mittelstandes und damit für den überwiegenden Teil der untersuchten Unternehmen nicht zur Verfügung zu stehen.

In diesem Kontext sind auch die fondsbasierten Angebote an wirtschaftlichem Eigenkapital zu berücksichtigen, exemplarisch der in 2010 von der Deutsche Bank AG aufgelegte „Mittelstandsfonds für Deutschland“ (kurz: Mittelstandsfonds) sowie der von der Commerzbank AG und KfW aufgelegte „AF Eigenkapitalfonds für deutschen Mittelstand“ (kurz: Eigenkapitalfonds).

Tab. 9 Eigenschaften der durch die Deutsche Bank und der Commerzbank sowie KfW aufgelegten Fonds

Fonds	Mittelstandsfonds für Deutschland	AF Eigenkapitalfonds für deutschen Mittelstand
Fondsvolumen	anfänglich € 300 Mio. (bis zu € 500 Mio.)	anfänglich € 200 Mio. (bis zu € 500 Mio.)
Strukturierer	Deutsche Bank AG	Commerzbank AG und KfW
Fondsmanager	M Cap Finance Mittelstand GmbH & Co. KG	AFINUM Management GmbH, München
Kapitalform	Genussrechte und Direktbeteiligungen	Eigenkapital (Minderheitsbeteiligungen) und ggf. Gesellschafterdarlehen
Unternehmensgröße (Umsatz)	ab € 20 Mio. bis zu € 250 Mio.	ab € 30–50 Mio. bis zu € 500 Mio.
Finanzierungszweck	Eigenkapitalstärkung, Stabilisierung der Gesamtfinanzierung, Wachstums- und Investitionsfinanzierung, Refinanzierung auslaufender Mezzaninprogramme und Nachfolgeregelungen	Wachstum, Veränderung des Gesellschafterkreises, Verbesserung der Kapitalstruktur bzw. der Finanzkennzahlen inkl. Refinanzierung auslaufender Mezzaninprogramme
Mindestrating	kein Kriterium	kein Kriterium
weitere Kriterien	Solides und profitables Geschäftsmodell, starke Marktposition mit positiven Entwicklungsperspektiven, angemessene Eigenkapitalquote, nachhaltig positive Cash Flows	deutsche Familienunternehmen mit auf Nachhaltigkeit ausgerichtete Unternehmensentwicklung und positiven operativen Ergebnissen
Einzeltranchen	zwischen € 2 Mio. und € 20 Mio. (Mezzaninevolumen bis maximal 2 x EBITDA)	zwischen € 10 Mio. und € 30 Mio.
Laufzeit	7 Jahre	bis zu 8 Jahre
Zins	5–6 % p.a. Festzins+ 5–6 % auflaufende Vergütung (bei Rückführung) + bis zu 2 % Equity Kicker (bei Rückführung)	angemessene Eigenkapitalrendite, an dem verfügbaren Cashflow orientierte laufende Vergütung
Tilgungsstruktur	(Teil-)Rückführung nach dem 5. Jahr möglich	k. A.
weitere Konditionen	Vertretung im Beirat gewünscht	Rückkaufoption für den Gesellschafter, kein Eingriff in das operative Geschäft, zwingende Vertretung im Beirat
Prüfungsprozess	gründliche Due Diligence auf Kosten des Kandidaten (T€50–100)	gründliche Due Diligence in manchen Fällen auf Kosten des Kandidaten
Prüfungsdauer	4–6 Monate	2–3 Monate

Quelle: PwC Recherche, M Cap Finance Mittelstand GmbH & Co. KG und AFINUM Management GmbH

Beide Fonds sind grundsätzlich geeignet die Eigenkapitallücke auch im Bereich der Anschlussfinanzierung zu schließen, wobei sich die seitens der Fonds anzustrebenden Risikoqualitäten und somit auch die Zusagepraxis im Markt noch herausbilden müssen. Es können jedoch erste Signale für ein relativ selektives Vorgehen dieser Fonds wahrgenommen werden, die eine allumfassende Adressierung der Gruppe b) nicht erwarten lassen. Hinsichtlich des Mittelstandsfonds für Deutschland ist anzumerken, dass die vergleichsweise hohen Due Diligence Kosten eine große Hemmschwelle für mittelständische Unternehmen darstellen dürften.

Demnach kann geschlossen werden, dass die Refinanzierung der auslaufenden Standard-Mezzaninprogramme nicht ohne den Einsatz aus anderen Finanzierungsformen erfolgen kann.

In diesem Zusammenhang werden zum einen Sale-and-Lease-Back-Transaktionen sowie zum anderen Forderungsfinanzierungen in Form von Factoring genannt, da diese zu einer Verkürzung der Bilanz und damit zu einer Stabilisierung der Eigenkapitalquote beitragen. Diese Möglichkeiten bestehen allerdings nur für Unternehmen mit freien, d.h. nicht als Kreditsicherheit verwandten, Aktiva. Kritisch wurde jedoch von einem Bankenvertreter angemerkt, dass die Umschuldung einer Mezzanintranche mit einer Forderungsfinanzierung zu einem Austausch einer langfristigen durch eine kurzfristige Finanzierung führen würde. Weiterhin wird die Bereitschaft von Factoringunternehmen zu dieser Mittelverwendung angezweifelt.

Alternativen jenseits der Bankkredite bestehen, die Nutzbarkeit für viele Unternehmen ist jedoch fraglich

Eine weitere Alternative ist das sogenannte Individual-Mezzaninkapital. Die von uns befragten Institute taxieren die Konditionen für Individual-Mezzaninkapital derzeit bei 11 % bis 15 % p.a., wobei dies die Erfolgskomponente beinhaltet. Dies entspricht einer deutlichen Kostenerhöhung gegenüber den bislang für Standard-Mezzaninkapital entrichteten Zinssätzen von 6 % bis 9 %. Die Banken vermuten, dass auch durch die Anbieter von Individual-Mezzaninkapital eine strenge Risikoselektion durchgeführt wird, so dass nicht klar ist, ob der überwiegende Teil der Gruppe b) hiervon profitieren kann. Nach Angaben aus Branchenkreisen sind die Finanzierungskriterien teilweise sehr anspruchsvoll und der Prozess bis zur finalen Umsetzung sehr langwierig (bis zu 6 Monaten). Individual-Mezzaninkapital bieten ebenfalls die Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften (MBG) an, deren Risiken über Garantien der Bürgschaftsbanken anteilig vom Staat getragen werden. Deren Angebot ist betragslich in der Regel bei EUR 1 Mio. je Engagement beschränkt. Abgesehen von Baden-Württemberg und mit Abstrichen auch Bayern ist das Angebot der regional auf die jeweiligen Bundesländer limitierten MBG jedoch nach der bisherigen Erfahrung quantitativ insgesamt sehr begrenzt, so dass hier aus den aktuellen Strukturen deutschlandweit ein signifikanter Beitrag für die Anschlussfinanzierungsthematik kaum zu erwarten ist. Daher wird dieses Finanzierungsinstrument nicht als allgemeine Lösung für die Mehrzahl der Unternehmen angesehen.

Eine weitere Möglichkeit der Anschlussfinanzierung besteht durch Eigenkapital. Hier ist zum einen fraglich, ob entsprechende Investoren zur Verfügung stehen und zum anderen, ob die Unternehmen diese Finanzierungsart nicht als letzte aller Möglichkeiten ansehen, da sie regelmäßig die vom Mittelstand nicht gewünschten Mitspracherechte beinhaltet.

Es stellt sich weiterhin die Frage, welcher Anteil des Refinanzierungsbedarfs der Unternehmen der Gruppe b) durch Nachrangkapital gedeckt werden muss und welche Anforderungen an die Qualität der Nachrangigkeit gestellt werden, d.h. ob bspw. Fremdkapitalmezzanin oder Eigenkapitalmezzanin benötigt wird. Hier kann die Nachfrage nicht genau abgeschätzt werden. Von einigen Banken wird vermutet, dass das insgesamt vorhandene Angebot an dem ohnehin im Vergleich zum Standardinstrument deutlich teureren Individual-Mezzaninkapital nicht ausreichen würde. Es kann auf

Ca. 5–15% Problemengagements mit hohem Insolvenzrisiko

jeden Fall festgehalten werden, dass die Unternehmen der Gruppe b) in den nächsten Jahren mit voraussichtlich deutlich höheren Kapitalkosten konfrontiert sein werden.

Die Gruppe c) wird von allen Instituten als sehr problematisch eingeschätzt. Dies sind Unternehmen mit üblicherweise sehr schlechter Eigenkapitalausstattung und mangelhafter Ertragslage. Hier dürfte eine Finanzierung durch neue Investoren sehr schwer zu erreichen sein, insofern ist hier mit einem hohen Anteil an Insolvenzen zu rechnen. Die Frage ist weiterhin ob einige der Unternehmen bereits bei Aufnahme des Standard-Mezzaninkapitals in einer wirtschaftlich schwierigen Situation waren. Hierzu ist zu betonen, dass das Standard-Mezzaninkapital während der Laufzeit zu relativ geringen Liquiditätsanforderungen führt, da im Gegensatz zu herkömmlichen Investitions- oder Akquisitionskrediten keine Tilgung während der Laufzeit vorgesehen ist, so dass die Unternehmen von Seiten der Liquidität relativ gut aufgestellt sein müssten. und es diesen Unternehmen zumindest von Seiten der Liquidität relativ gut gehen müsste. Im Ergebnis ist daher fraglich, ob ein Teil dieser Unternehmen die Insolvenz durch Standard-Mezzaninkapital nicht schlicht verschoben hat und im Sinne einer Marktwirtschaft ohnehin langfristig ausscheiden muss.

Als Grund für den relativ hohen Anteil von Problemengagements wird von einigen Bankenvertretern die insbesondere im Vergleich zu Individual-Mezzaninkapital vergleichsweise geringe Prüfung vor Vergabe der Mittel angeführt. Hierdurch soll eine negative Selektion erfolgt sein.

Weiterhin wird angeführt, dass dieses Kapital sinnvollerweise von Unternehmen mit hohem organischem Wachstum bzw. zur Finanzierung von Übernahmen d.h. anorganischem Wachstum genutzt werden sollte. Dieses Wachstum führt oftmals zu erhöhten Risiken. Die Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahr 2009 hat diese Unternehmen gerade in der Wachstumsphase getroffen.

Rettung der Problemfälle durch die Hausbank erscheint fraglich und einzelfallabhängig

Es verbleibt die Möglichkeit, dass die Banken, die derzeit bei den Unternehmen der Gruppen b) und c) mit klassischem Fremdkapital involviert sind, ebenfalls Individual-Mezzaninkapital zur Verfügung stellen um ihre Kreditengagements vor einem Ausfall zu bewahren. Der Tenor einiger Banken besagt, dass sich diese um die von ihnen mit Fremdkapital finanzierten Unternehmen grundsätzlich kümmern werden. Oft würde im Übrigen nach gemeinsamen Lösungen insbesondere mit den „größeren Banken“ oder mit der KfW gesucht werden. Inwieweit und wie oft hiermit harte Sanierungen verbunden sind, kann jedoch nicht beurteilt werden. Die Bereitschaft der Banken zur Ablösung unbesicherten Mezzaninkapitals dürfte insbesondere von der Besicherungssituation und damit vom Kapitalerhalt der Bank im Rahmen eines Insolvenzverfahrens abhängen. Eine generelle Aussage und damit Quantifizierung ist daher nicht möglich.

Finanzierungsproblem bei Fälligkeiten in den Jahren 2012 bis 2014

Ein besonderes Problem kann bei Unternehmen bestehen, die zum einen nicht in die Kategorie a) fallen, d.h. über eine einwandfreie Bonität und ggf. Liquiditätsreserven verfügen und zum anderen Standard-Mezzaninkapital mit einer Fälligkeit in den Jahren 2012 bis 2014 verfügen. Diese Unternehmen haben derzeit in der Regel keine Möglichkeit das Mezzaninkapital zurückzuzahlen bzw. die vorzeitige Rückzahlung ist mit sehr hohen Vorfälligkeitsentschädigungen verbunden. Der Abschluss einer Anschlussfinanzierung für Fälligkeiten in 2012 bis 2014 zum jetzigen Zeitpunkt wird jedoch von der überwiegenden Anzahl der befragten Banken abgelehnt. Im Ergebnis verbleibt eine offene Anschlussfinanzierung, die dazu führt, dass einige jedoch nicht die Mehrzahl der interviewten Banken derzeit bei weniger guten Adressen nicht bereit sind neue Kreditmittel mit einer Laufzeit, die nach der Fälligkeit des Mezzaninkapitals endet, auszureichen. Hierdurch ist zu erwarten, dass sinnvolle und notwendige Investitionen dieser Unternehmen nicht erfolgen können, insbesondere weil die Investitionskredite Laufzeiten von mehreren Jahren erfordern. Notwendige Finanzierungen von Working Capital können nur mit kurzen Laufzeiten und der damit verbundenen Risiken

eingekauft werden. Hier wurden uns Laufzeiten von unter einem Jahr bzw. sog. „b.a.w.“-Linien (bis auf weiteres) als üblich genannt. Hierdurch könnte einigen Unternehmen die Möglichkeit versagt werden, durch Kapazitätsausweitungen am Aufschwung teilnehmen zu können.

Eine besondere Risikogruppe stellen Unternehmen dar, die mehr als ein Standard-Mezzaninprodukt aufgenommen haben. Diese Unternehmen werden von einigen befragten Banken und Mezzaninstrukturierern als besonders insolvenzgefährdet eingeschätzt. Dies wird insbesondere mit der gestuften Fälligkeit begründet, d.h. eine Bank, die eine Anschlussfinanzierung für die erste auslaufende Mezzanintranche zur Verfügung stellt, fällt diese Kreditentscheidung in der Kenntnis, dass das Unternehmen nicht durchfinanziert ist, da eine oder mehrere weitere Anschlussfinanzierungen notwendig werden. Die Bank wird daher möglicherweise weitere Darlehen ausreichen müssen.

Generell haben sich die Schwierigkeiten für kapitalsuchende Unternehmen mit nicht erstklassiger Bonität in den letzten Jahren verstärkt und werden sich in den nächsten Jahren nach Einschätzung vieler Banker weiter verstärken.

Als ein Grund wird Basel III genannt. Hierdurch werden sich die Eigenkapitalanforderungen für Banken verschärfen was tendenziell eine Verknappung bzw. zumindest Verteuerung von Kreditmitteln sowie insbesondere von über Bankbilanzen refinanziertem Individual-Mezzaninkapital bedeutet. Einige Institute vermuten, dass dieses aufgrund der Eigenkapitalanforderungen zukünftig gar nicht mehr von Banken zur Verfügung gestellt werden kann. Hier könnte eine Angebotsreduktion eintreten.

Steigende Anforderungen an kapitalsuchende Unternehmen

Als ein weiterer Grund wird die deutlich gründlichere Prüfung von Banken bei Neugagements seit Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise genannt. Dies führt insbesondere zu einer aus Sicht vieler Unternehmen erhöhten Dauer der Kreditentscheidung. Der Zeitraum für den Prozess wird von den uns befragten Banken im Schnitt mit zwei bis sechs Monaten angegeben. Unternehmer sollten daher spätestens sechs bis neun Monate vor Fälligkeit der Finanzierung in die entsprechenden Finanzierungsgespräche einsteigen, insbesondere wenn neue Kapitalgeber gefunden werden sollen.

Fraglich ist, ob ein Großteil der finanzierten Unternehmen die aufkommenden Probleme rechtzeitig erkennt und frühzeitig die notwendigen Finanzierungsprozesse startet. Hier wurde seitens der befragten Banken mitgeteilt, dass sie diesbezüglich teils erhebliche Bedenken haben. Eine weit verbreitete Meinung besagt, dass die meisten Unternehmen in den Jahren 2008 und 2009 mit der Finanz- und Wirtschaftskrise beschäftigt waren und sich dort auf die tägliche Disposition und das Gegensteuern auf den Nachfrageeinbruch konzentriert haben. Im Jahr 2010 stand und steht die Finanzierung von Working Capital im Zuge des Aufschwungs im Mittelpunkt. Die Mehrheit der befragten Bankenvertreter erwartet daher viele Transaktionen oder zumindest Anträge zur Anschlussfinanzierung erst ab 2011.

Von vielen Kapitalgebern wurde die Bildung eines Fonds für Mezzaninkapital unter Beteiligung des Staates oder staatlicher Institutionen als sinnvoll angesehen um den Bedarf an Nachrangkapital für den Mittelstand zu decken. Hier wurde als konkrete Möglichkeit aufgeworfen, dass die öffentliche Hand in einer solchen Struktur die Juniortranche übernimmt.

Zusammenfassung der wesentlichen Erkenntnisse in Bezug auf die Erwartungen der Anbieter

Das Thema Anschlussfinanzierung bei Standard-Mezzaninkapital hat eine hinreichende Aufmerksamkeit bei den Finanzierungspartnern erreicht, jedoch ist ein allgemeingültiges Handlungsmuster für den Umgang mit der Anschlussfinanzierungsthematik aktuell im Markt noch nicht erkennbar. Als grobe Schätzung kann folgende Aufteilung der mit Standard-Mezzaninkapital finanzierten Unternehmen vorgenommen werden. Ein Anteil von 35–45 % der Mezzaninkapitalnehmer werden keine Probleme mit der Refinanzierung haben, da sie über ausreichend Liquidität bzw. ein gutes Kreditangebot verfügen. Weitere 45–55 % werden Nachrangkapital zur Refinanzierung benötigen und es ist nicht klar, ob alle Unternehmen dieser Gruppe die notwendigen Mittel finden werden. Für die erfolgreiche Refinanzierung spricht insbesondere die Aussage vieler Banken, dass sie sich um ihre Kunden kümmern werden, nicht zuletzt um die bereitgestellten Kredite zu sichern. 5–15 % der Unternehmen werden als sogenannte Problemengagements mit hohem Insolvenzrisiko angesehen.

Ferner kann festgehalten werden, dass der Wegfall von Standard-Mezzaninfinanzierungen die Kapitalkosten für die Unternehmen tendenziell erhöhen wird. Auf Basis der geführten Gespräche wurde weiterhin erkannt, dass ein erheblicher Bedarf an Nachrangkapital beim deutschen Mittelstand vorhanden ist, insbesondere aufgrund der geringen Eigenkapitalquoten und der infolge dessen niedrigen Verschuldungskapazität der Unternehmen.

E Erwartung der Nachfrageseite

1 Allgemeine Beschreibung der Befragung und der Grundgesamtheit

Die Befragung der in den Jahren 2004–2007 mit Standard-Mezzaninkapital finanzierten Unternehmen fand im Zeitraum von Anfang Oktober bis Mitte November 2010 statt. Es handelte sich zunächst um 572 Unternehmen mit Sitz in Deutschland und den angrenzenden Nachbarstaaten Niederlanden, Schweiz, Österreich, Luxemburg, Belgien sowie Italien. Die insgesamt 35 ausländischen Unternehmen der Grundgesamtheit werden für die Zwecke der Befragung aus der Grundgesamtheit ausgeschlossen. Des Weiteren sind nach unseren Informationen mindestens 45 der mezzaninfinanzierten Unternehmen bislang insolvent, womit in diesen Fällen die Refinanzierung obsolet geworden ist. Die Grundgesamtheit verringert sich somit auf eine Untersuchungsmenge von 492 Unternehmen. Bei einem Rücklauf von 110 Fragebögen konnte mittels des 3-stufigen Befragungsprozesses eine Rücklaufquote von über 22,3% erreicht werden.

Von 492 angeschriebenen Unternehmen haben sich 110 an der Studie beteiligt

Adressat des Mezzanin-Fragebogens war die Geschäftsführung der Unternehmen. Vielfach wurde die Beantwortung des Fragebogens auch von leitenden Angestellten aus den Bereichen Finanzen, Rechnungswesen oder Controlling vorgenommen. Im Rahmen der Befragung wurden den Unternehmen insgesamt 23 Fragen zu vier verschiedenen Themenbereichen gestellt. Zum einen wurden Unternehmensdaten abgefragt, die es ermöglichen sollen, in anonymisierter Form eine Clusterung der Rückantworten in 3 verschiedenen Gruppen vorzunehmen:

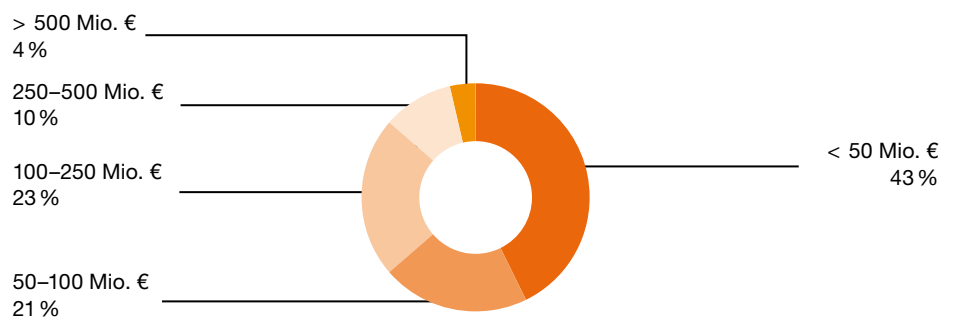
- Unternehmen, die keine Anschlussfinanzierung benötigen, da sie in der Vergangenheit bereits insolvent geworden sind bzw. eine Tilgung der aufgenommenen Mittel bereits vorgenommen haben,
- Unternehmen, die aufgrund ihrer Bonität keine Probleme haben werden eine Anschlussfinanzierung zu erhalten und
- Unternehmen, für die sich eine Anschlussfinanzierung aufgrund der Ertrags- und Bonitätslage als schwierig erweisen wird.

Als zweites wurden Fragen zum abgelaufenen Geschäftsjahr und den Umsatz- sowie Ertragsprognosen für die kommenden drei Jahre gestellt. Das Thema Unternehmensfinanzierung bildete den dritten Fragenblock. In diesem Abschnitt wurden unter anderem die Unternehmen zu ihrer Kapitalstruktur, der Bedeutung von verschiedenen Finanzierungsinstrumenten, der Einschätzung zur Kreditvergabepraxis der Banken und den vergangenen und zukünftigen Finanzierungsanlässen befragt. Im vierten und letzten Fragenblock wurden den Unternehmen 11 Fragen gezielt zum Thema Anschlussfinanzierung von Mezzaninkapital gestellt. Beginnend mit der Höhe der aufgenommenen Mezzaninmittel wurden des Weiteren der Zweck, Zielerreichungsgrad und Prolongationswunsch abgefragt. Auch die Einschätzung, ob sich eine Anschlussfinanzierung für das Unternehmen als schwierig erweist und wie die Anschlussfinanzierung in Zukunft auf Unternehmensseite geplant wird, wurden in diesem Abschnitt adressiert.

2 Beschreibung der befragten Unternehmen anhand der angegebenen Unternehmenskennzahlen

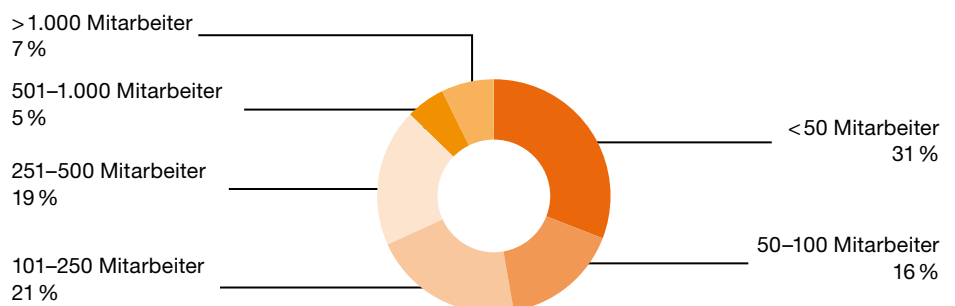
Die Angaben zum ersten Fragenbereich stellen die Struktur der mezzaninfinanzierten Unternehmen dar. Hierbei handelt es sich nicht um eine homogene Gruppe von mittelständischen Unternehmen, was z.B. durch die Schwankungsbreite der Umsätze der 110 befragten Unternehmen im letzten Jahr deutlich wird. Diese lagen zwischen € 2 Mio. und € 1.230 Mio. in 2009. Die nachfolgende Übersicht veranschaulicht, dass es sich bei dem Großteil der finanzierten Unternehmen um kleinere deutsche mittelständische Unternehmen mit einem Umsatz bis zu € 100 Mio. handelt. In diese Gruppe fallen 70 der 110 oder 63,6% der befragten Unternehmen. Nur knapp 4% der Unternehmen erwirtschafteten einen Umsatz von mehr als € 500 Mio. Der Zentralwert (Median) der Erhebung liegt über die 110 Unternehmen bei einem Umsatz von € 63 Mio. in 2009. Insgesamt erwirtschaftete die Betrachtungsgruppe einen Umsatz von ca. € 14,1 Mrd.

Abb. 6 Umsätze der befragten Unternehmen (2009)



Auch die Anzahl der Mitarbeiter im Unternehmen bestätigt den Eindruck, dass im Wesentlichen von kleineren deutschen Mittelständlern in den Jahren 2004 bis 2007 Mezzaninfinanzierungen nachgefragt wurden bzw. dieses Kapital verstärkt an diese Gruppe von Unternehmen vermarktet wurde. Die Grafik zeigt, dass fast $\frac{1}{3}$ der Unternehmen weniger als 50 Mitarbeiter und mehr als $\frac{2}{3}$ der Unternehmen insgesamt weniger als 250 Mitarbeiter beschäftigten. Lediglich 8 Unternehmen in unserer Erhebungsstichprobe haben mehr als 1.000 Angestellte. Die Bandbreite der angegebenen Mitarbeiterzahlen liegt zwischen 1 Mitarbeiter bis hin zu 4.736 Beschäftigten. Insgesamt verfügen die 110 Unternehmen über knapp 34.400 Mitarbeiter und Angestellte.

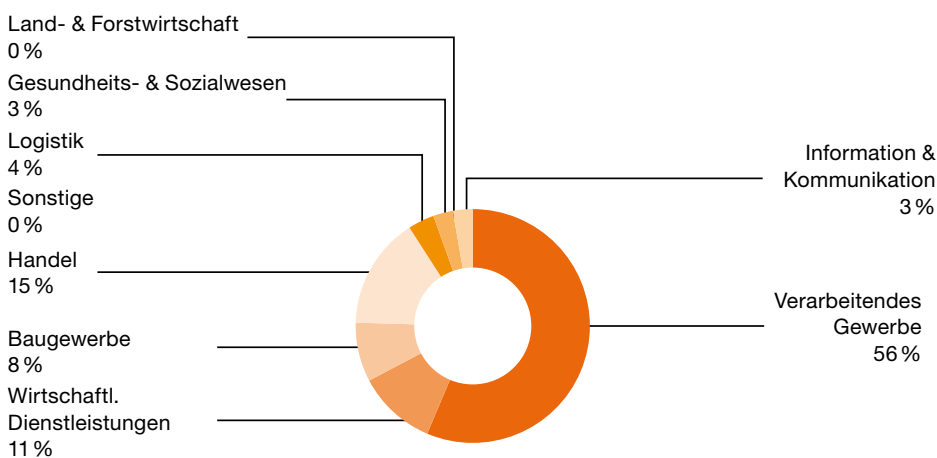
Abb. 7 Mitarbeiteranzahl der befragten Unternehmen



Der Blick auf die Branchenverteilung der zugrundeliegenden Stichprobe von 110 Unternehmen entspricht im Wesentlichen der Grundgesamtheit (ohne Berücksichtigung der beiden PULS-Programme und Gemit) sämtlicher Mezzaninprogramme. Das Volumen der Grundgesamtheit an Mezzaninfinanzierungen beläuft sich ohne die vorgenannten Programme auf € 4.103 Mio. Die von uns untersuchten Unternehmen haben insgesamt € 742 Mio. an Standard-Mezzanin aufgenommen. In der Stichprobe ist die Mehrheit der Unternehmen mit 56% im verarbeitenden Gewerbe tätig. Zusammen mit den Branchen Handel und wirtschaftliche Dienstleistungen repräsentieren diese Bereiche bereits über 82% der Stichprobe.

Abb. 8 Branchenverteilung der befragten Unternehmen

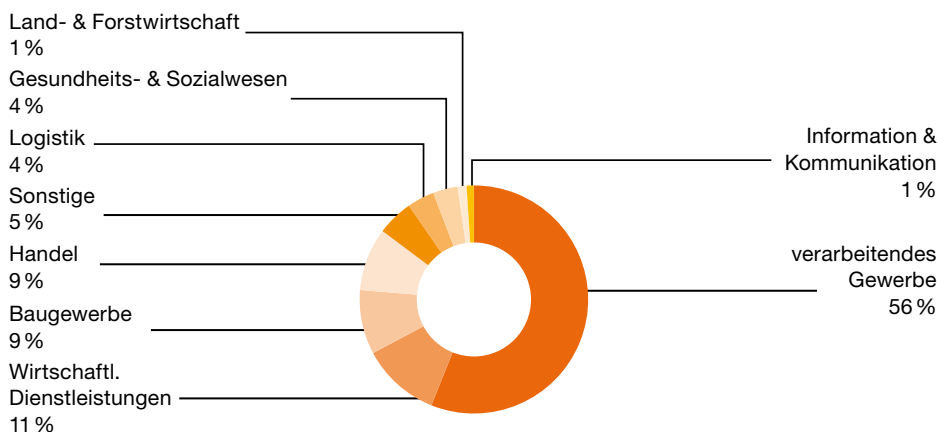
Branchenverteilung der befragten Unternehmen



Zum Vergleich ist die Branchenverteilung des gesamten Standard-Mezzaninmarktes exklusive der 3 genannten Programme dargestellt.

Abb. 9 Branchenverteilung über sämtliche Standard-Mezzaninprogramme

Branchenverteilung über sämtliche Mezzaninprogramme¹



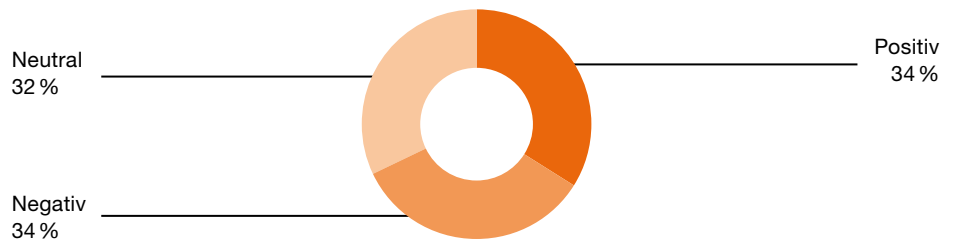
¹ ohne die beiden PULS Programme und Gemit

3 Konjunktur und Geschäftssituation

Die Befragung im zweiten Themenblock spiegelt ein uneinheitliches Bild hinsichtlich des abgelaufenen Geschäftsjahres 2009 wider. Mit nahezu ausgeglichenem Stimmenanteil wurde das vergangene Jahr sowohl als positiv, neutral wie auch negativ gesehen. Dieses erscheint mit Blick auf das sogenannte „Krisenjahr“ 2009 doch ein eher überraschendes Ergebnis. Ein Grund dafür kann möglicherweise darin liegen, dass sich die gesamtwirtschaftliche Lage im Zeitraum der Befragung im Oktober bzw. November 2010 deutlich gebessert hat. Dies sollte auch die Betrachtung der Vergangenheit bei den Befragten eher positiv erscheinen lassen. Außerdem gehen wir davon aus, dass es in der betrachteten Stichprobe zu einer tendenziell positiven Verzerrung aufgrund der Tatsache kommt, dass erfahrungsgemäß Unternehmen in einer positiven wirtschaftlichen Situation überproportional an derartigen Studien teilnehmen.

Abb. 10 Bewertung der eigenen Geschäftslage in 2009

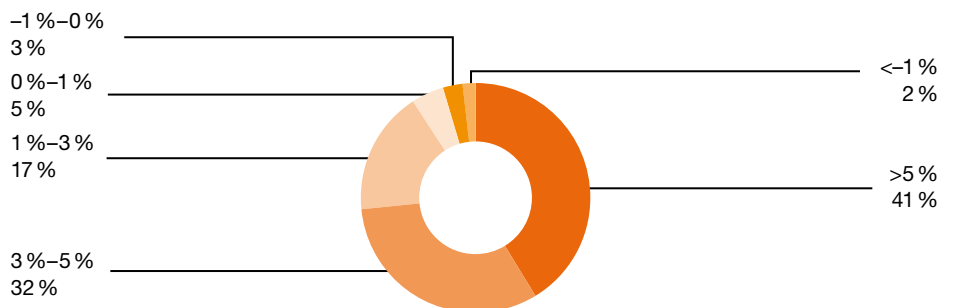
Wie bewerten Sie die Geschäftslage Ihres Unternehmens im letzten Jahr?



Der Blick in die Zukunft bringt jedoch wieder ein einheitlicheres und ebenfalls positives Bild zu Tage, was auch im Hinblick auf die Realisierbarkeit einer Anschlussfinanzierung für die aufgenommenen Mezzaninmittel zuversichtlicher stimmen sollte. Fast 75 % der befragten Unternehmen sehen für ihr Unternehmen in den kommenden 3 Jahren ein Umsatzwachstum von mindestens 3 % voraus. Die Gruppe der Unternehmen, die Umsatzzuwächse von mehr als 5 % planen, liegt mit 45 Unternehmen oder 41 % der Befragten sogar an der Spitze. Lediglich 5 der 110 Unternehmen gehen für die kommenden drei Jahre von rückläufigen Umsätzen aus.

Abb. 11 Einschätzung der eigenen Umsatzentwicklung für 2011–2013

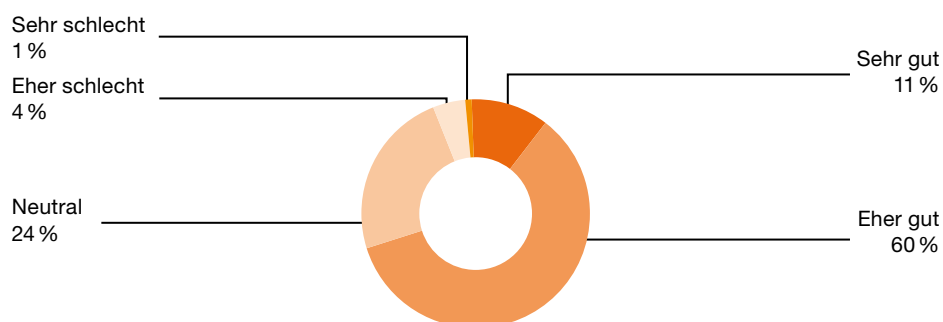
Wie schätzen Sie Ihre Umsatzentwicklung für die nächsten drei Jahre (2011–2013) ein?



Der Ausblick auf die Ertragslage für die kommenden drei Jahre offenbart ebenfalls ein positives Bild unter den befragten Unternehmen. 77 von 109 Unternehmen gaben an, dass sie die kommende Ertragssituation ihres Unternehmens als „eher gut“ oder „sehr gut“ einstufen würden. Knapp ein Viertel der Unternehmen ist neutral eingestellt. Nur 6 Unternehmen gehen von einer negativen Ertragslage für ihr Unternehmen aus. Diese Angaben decken sich mit den Umsatzerwartungen und zeigen, dass es sich um ertrageiches Wachstum handelt und nicht solches, das durch geringe Margen generiert wird.

Abb. 12 Einschätzung der eigenen Ertragslage für 2011–2013

Wie schätzen Sie die Entwicklung der Ertragslage für die nächsten drei Jahre ein?



4 Unternehmensfinanzierung

Im folgenden Fragenabschnitt wurden die Unternehmen u.a. zu ihrer bestehenden Finanzierungssituation befragt. Beginnend mit der Kapitalstruktur der Unternehmen diente die erste Frage dazu abzuleiten, ob anhand der gegebenen Eigenkapitalquote, dem Anteil des derzeit in der Bilanz ausgewiesenen Mezzaninkapitals und dem zusätzlichen Posten an Fremdkapital grundsätzlich Möglichkeiten für eine Anschlussfinanzierung gegeben sind. Die in der Stichprobe analysierten Unternehmen wiesen als Median und als Durchschnittswert nachfolgende Werte in Mio. € auf:

Tab. 10 Kapitalstruktur der Stichprobe

in Mio. €	Eigenkapital	%	Mezzanin- kapital	%	Fremd- kapital ¹	% davon Verb. ggü. Kl	%	Bilanz- summe
Median	10,8	28 %	5,0	13 %	20,2	53 %	7,0	38,1
Durchschnitt	20,5	25 %	7,9	10 %	50,7	63 %	22,5	80,5

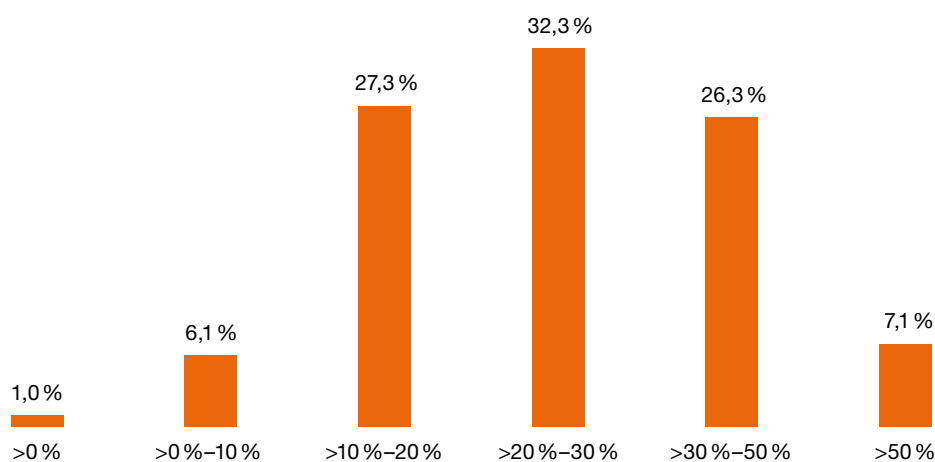
¹ inkl. Rückstellungen, sämtlichen Verbindlichkeiten und RAP

Die z.T. erheblichen Differenzen zwischen dem Median und dem Durchschnitt beruhen auf den großen Unterschieden unter den Teilnehmern. So liegen die Werte der Position Eigenkapital zwischen € 127 Mio. und – € 2,1 Mio. Mit 28 % bzw. 25 % fällt die Eigenkapitalquote unter Berücksichtigung der zurückliegenden Wirtschaftskrise erstaunlich hoch aus. Auch bei den Bankkrediten differieren die Werte zwischen € 192 Mio. und € 0. Hinsichtlich der Bilanzsumme ergeben sich Werte zwischen € 627 Mio. und € 2,3 Mio.

Zum Abgleich der Unternehmensangaben wurde zusätzlich eine Analyse der EK-Quote anhand der veröffentlichten Jahresabschlüsse durchgeführt. Die Analyse berücksichtigt 99 der 110 befragten Unternehmen, deren Jahresabschlüsse für 2008 veröffentlicht wurden. Das Ergebnis deckt sich mit den oben dargestellten Angaben.

Abb. 13 Eigenkapitalquote der analysierten Unternehmen (2008)

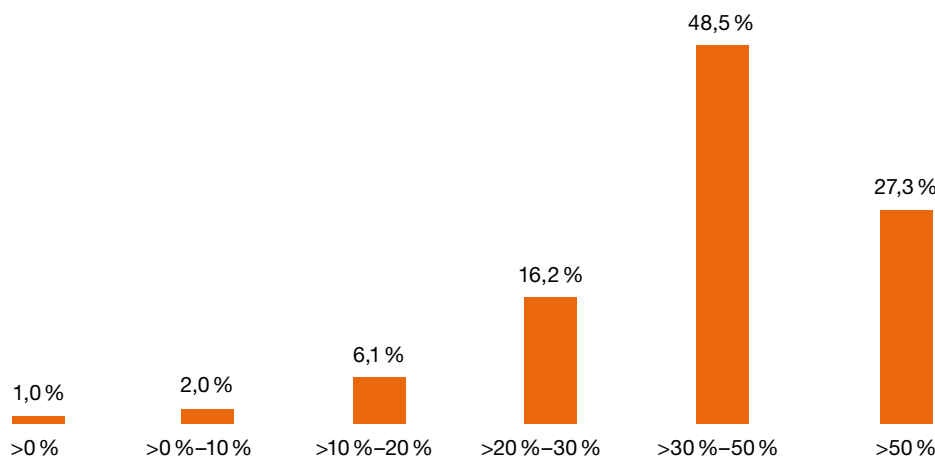
Eigenkapitalquote exklusive Mezzanin 2008



Um die Bedeutung des Mezzaninkapitals, sofern es als wirtschaftliches Eigenkapital anerkannt wurde, darzustellen, sind zum Vergleich die EK-Quoten inklusive Mezzaninkapital aufgeführt. Der Vergleich zeigt, dass ohne Mezzaninkapital 34 % der Unternehmen eine EK-Quote von weniger als 20 % ausweisen. Mit Mezzaninkapital beläuft sich dieser Wert lediglich auf 8 % der Firmen.

Abb. 14 Eigenkapitalquote unter Berücksichtigung des Mezzaninkapitals (2008)

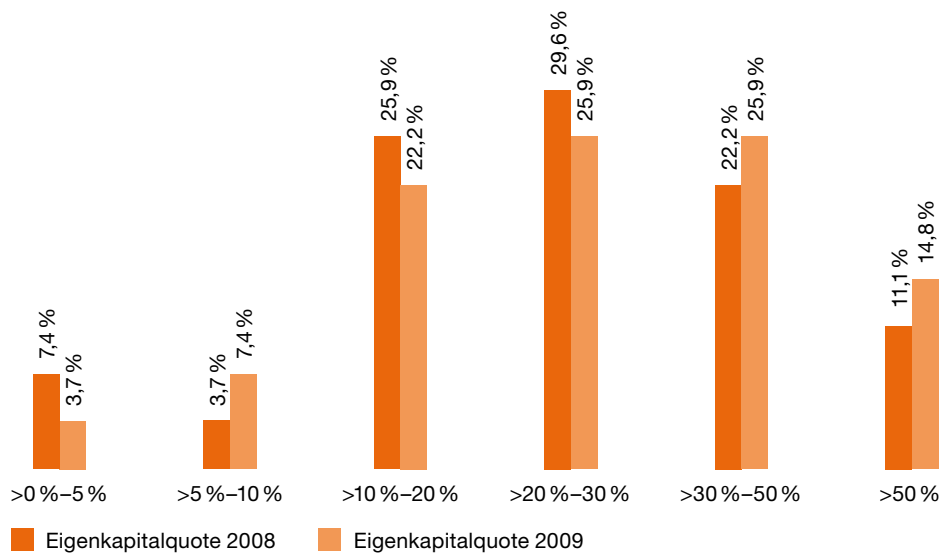
Eigenkapitalquote mit Mezzanin 2008



Eine Gegenüberstellung der Eigenkapitalquoten im zeitlichen Verlauf zwischen 2008 und 2009 wurde auf Basis der 27 verfügbaren Jahresabschlüsse von 2009 durchgeführt. Die Entwicklung zeigt, dass sich die EK-Quoten für diese Gruppe tendenziell verbessert haben. Dieses Ergebnis überrascht insofern, als dass im Laufe des Krisenjahres 2009 keine Verbesserungen der EK-Quote zu erwarten waren. Zur Erklärung dieses Ergebnisses wurden ebenfalls die Bilanzsummen der betreffenden Jahre näher beleuchtet. Hierbei stellte sich heraus, dass die durchschnittliche Bilanzsumme unserer Stichprobe von € 82,7 Mio. in 2008 um 7,6% auf € 76,4 Mio. in 2009 gesunken ist. Eine mögliche Ursache könnte im Rückgang des Working Capitals in Folge von Umsatzrückgängen und gezielten Maßnahmen zur Liquiditätsgenerierung in diesem Bereich liegen. Daraus resultieren soweit die prozentual gestiegenen EK-Quoten.

Abb. 15 Bilanzielle Eigenkapitalquoten der Unternehmen 2008 und 2009 im Vergleich

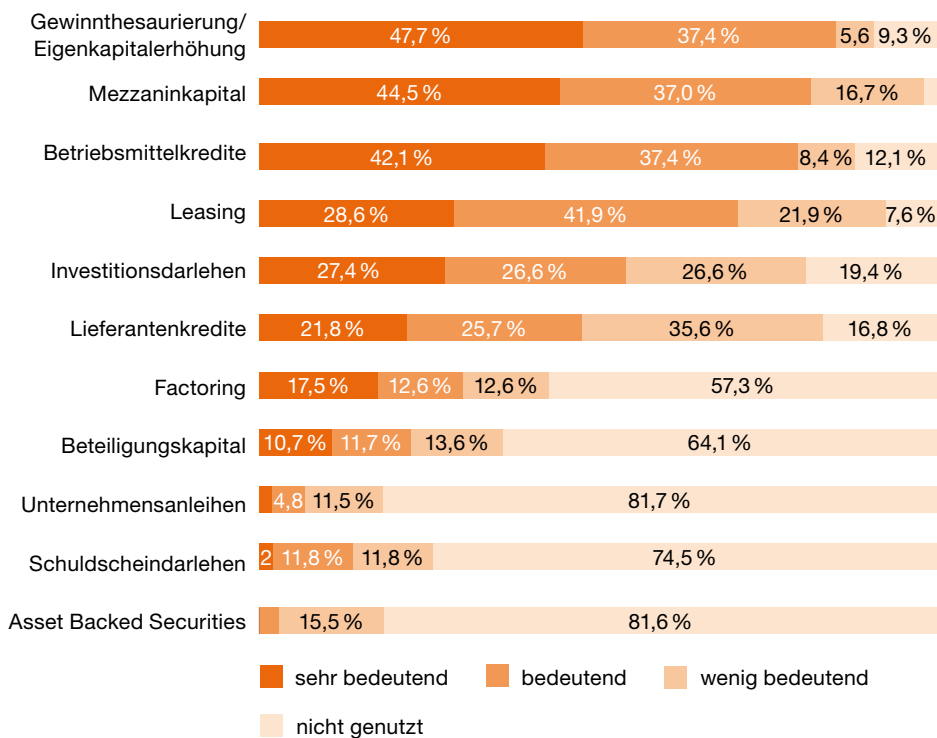
Eigenkapitalquoten (ohne Mezzanin) 2008 und 2009 im Vergleich



Die Frage nach den genutzten Finanzierungsquellen zeigte, dass nahezu die Hälfte der Unternehmen eine Finanzierung aus dem eigenen Cash Flow als sehr bedeutend ansieht. Für 85% der befragten Unternehmen lag hierin zumindest eine bedeutende Finanzierungsform. Von gegenüber der Eigenfinanzierung aus dem Cash Flow geringfügig weniger Bedeutung sind jedoch die in Zukunft zur Refinanzierung anstehenden Mezzaninmittel, was die Abhängigkeit von diesem (zumindest bis zu einem Jahr vor Fälligkeit) eigenkapitalnahen Produkt verdeutlicht. Hierin liegt ein erhebliches Problem der Unternehmen, denn es gilt eine geeignete Alternative für die abzulösenden Mittel zu finden ohne dass damit Covenants der Fremdkapitalfinanzierungen gebrochen werden.

Abb. 16 Genutzte Finanzierungsquellen und deren Relevanz

Welche Finanzierungsquellen werden derzeit in Ihrem Unternehmen genutzt? Wie bewerten Sie die Relevanz der jeweiligen Finanzierungsformen?

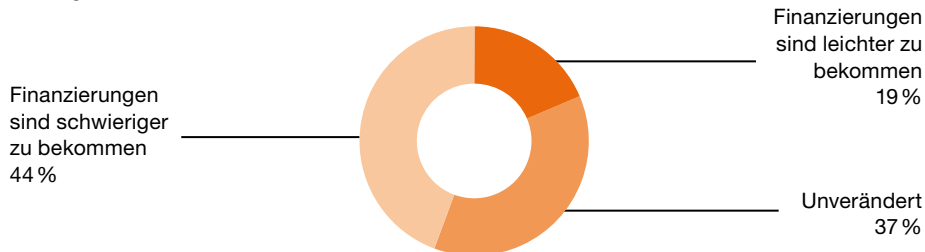


Die Größe der meisten mittelständischen Unternehmen hat entscheidenden Einfluss darauf, dass z.B. eine Finanzierung über Unternehmensanleihen bzw. Schuldscheindarlehen bislang bedeutungslos erschien und nicht in Erwägung gezogen wurde. Zumindest Unternehmen mit einem Umsatz nahe € 100 Mio. sollten diese Finanzierungsinstrumente als ernsthafte Alternative zu bisher genutzten Finanzierungsmitteln in die weiteren Refinanzierungsüberlegungen mit einbeziehen.

Ein eher überraschendes Ergebnis erbrachte die Frage, die darauf abzielte, eine Einschätzung zu der Kreditvergabepaxis der Banken im Vergleich zu Zeiten vor der Finanz- und Wirtschaftskrise abzugeben. Knapp ein Fünftel der Unternehmen gab bei dieser Frage an, dass sie Finanzierungen leichter bekommen. Dies sahen 44 % der befragten Unternehmen völlig anders. Es wurde angegeben, dass sich die letzten Bankverhandlungen als „schwierig“ herausstellten und bei Mangel an zusätzlich zu stellenden Sicherheiten ein weiteres Kreditengagement nicht darstellbar wäre. Mehr als ein Drittel der Unternehmen konnte im Wesentlichen keine Veränderungen in ihrer Finanzierungssituation im Vergleich zu Anfang 2008 feststellen.

Abb. 17 Einschätzung der eigenen Finanzierungssituation im Vergleich zu 2008

Wie schätzen Sie die aktuelle Finanzierungssituation für Ihr Unternehmen im Vergleich zu Anfang 2008 ein?

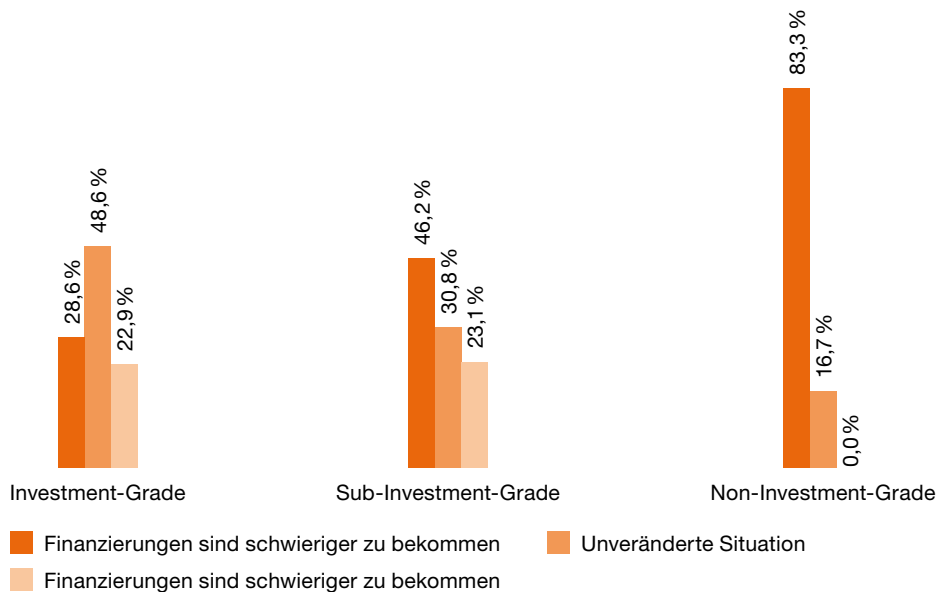


Die vorherige Frage wurde auf Basis des uns von den Unternehmen mitgeteilten Ratings weiter untersucht. Ergebnis dieser Analyse war die Einteilung der Unternehmen in drei verschiedene Ratingklassen. Es wurde zwischen „Investment Grade“ (Aaa bis Baa3), sowie zur stärkeren Differenzierung weiter zwischen „Sub-Investment Grade“ (Ba1 bis Ba3) und „Non-Investment Grade“ (ab B1) unterschieden. Die Überleitung zwischen den einzelnen Ratingssystemen erfolgt anhand der Ausfallwahrscheinlichkeit, die aus den von den Unternehmen genannten Ratings ermittelt wurden. Eine Übersicht der Rating-skalierung findet sich in Anhang 1.

Die folgende Grafik zeigt nun wie die vorherige Frage in den einzelnen Ratingklassen beantwortet wurde.

Abb. 18 Einschätzung der eigenen Finanzierungssituation im Vergleich zu 2008 (gegliedert nach Ratingklassen)

Wie bewerten Sie Ihre aktuelle Finanzierungssituation?

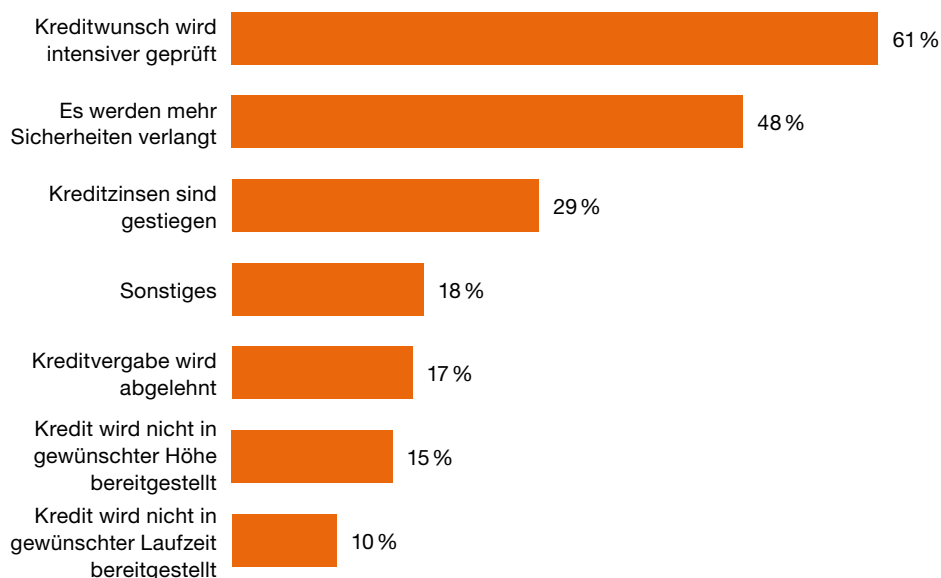


Das Ergebnis zeigt, dass der prozentuale Anteil der Unternehmen mit Schwierigkeiten bei der Finanzierung mit sinkender Bonität proportional zunimmt.

Anknüpfend an die vorherige Frage wurden die Unternehmen als nächstes zu den verspürten Verschärfungen in der Kreditvergabepaxis befragt.

Abb. 19 Festgestellte Verschärfungen bei der Kreditvergabe seit 2008

In welchen Bereichen haben Sie seit 2008 Verschärfungen bei der Kreditvergabe festgestellt?

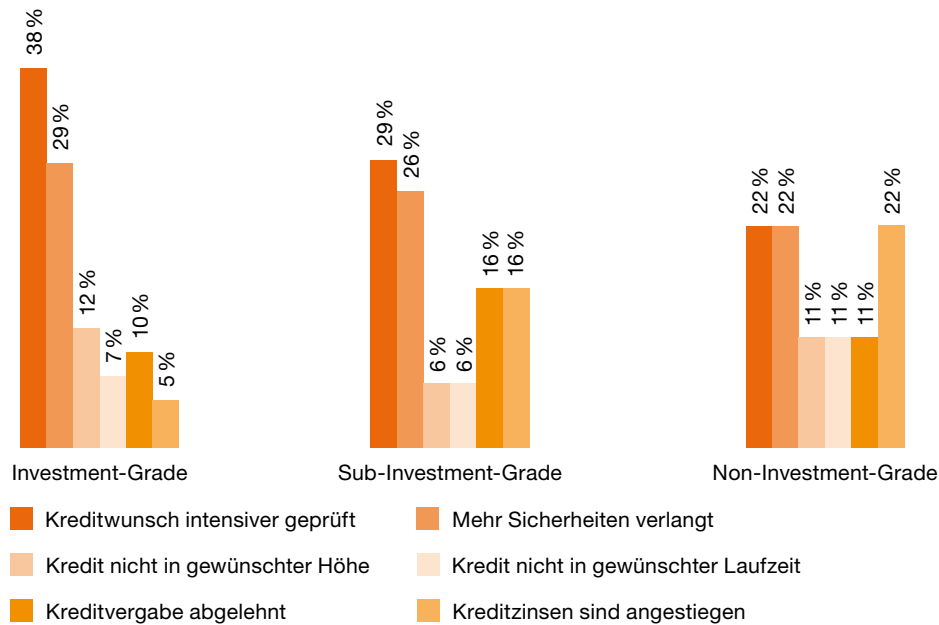


Anhand dieser Angaben, bei denen Mehrfachnennungen möglich waren, ist gut zu erkennen, dass sich die Risikosensitivität der Banken als Folge der Finanzkrise merklich erhöht hat. 61 % der Befragten gaben an, dass sie eine intensivere Prüfung ihrer Kreditanfrage erlebten. 48 % empfanden, dass mehr Sicherheiten verlangt werden, sofern noch verfügbar. 32 Antworten bzw. 29 % entfielen auf gestiegene Kreditzinsen. Unter „Sonstiges“ kamen meist Äußerungen vor, die eine Verschärfung bei der Kreditvergabe verneinten. Lediglich 17 % bzw. 19-mal wurde die Ablehnung von Kreditwünschen als Konsequenz auf die restriktivere Kreditvergabepolitik der Banken aufgeführt.

Die vorherige Frage wurde ebenfalls basierend auf den drei Ratingklassen eingehender untersucht.

Abb. 20 Festgestellte Verschärfungen bei der Kreditvergabe seit 2008 (gegliedert nach Ratingklassen)

In welchen Bereichen wurden seit 2008 Verschärfungen bei der Kreditvergabe festgestellt?



Die Auswertung anhand der verschiedenen Ratingklassen zeigt, dass die Unternehmen, die ein Rating im Investment Grade Bereich aufweisen zu 67% davon ausgehen, dass eine intensivere Prüfung und mehr Sicherheiten bei der Kreditvergabe zu erwarten sind. Eine Ablehnung des Kreditwunsches sehen in dieser Kategorie jedoch nur 10%. Im Sub-Investment Grade Bereich gehen bereits 15% von einer Ablehnung der Kredite aus. Überraschend erscheint in diesem Zusammenhang jedoch, dass die Unternehmen im Non-Investment Grade wiederum nur zu 11% von einer Absage der Banken ausgehen. Hier werden jedoch steigende Zinsen am ehesten erwartet, was angesichts der schlechten Bonitätslage nicht überraschend erscheint.

Die Erwartungen für die kommenden 2 Jahre decken sich nahezu mit den Einschätzungen für die vergangenen 2 Jahre. Überraschend erscheint in diesem Punkt lediglich, dass der Anteil der Unternehmen, die steigende Zinsen auf Basis des jetzigen, historisch niedrigen Niveaus erwarten, mit 37% noch relativ gering ausfällt.

Abb. 21 Erwartete Veränderungen bei der zukünftigen Kreditvergabe

Welche Änderungen hinsichtlich der Kreditvergabe von Banken etc. erwarten Sie für Ihr Unternehmen in den nächsten 2 Jahren?



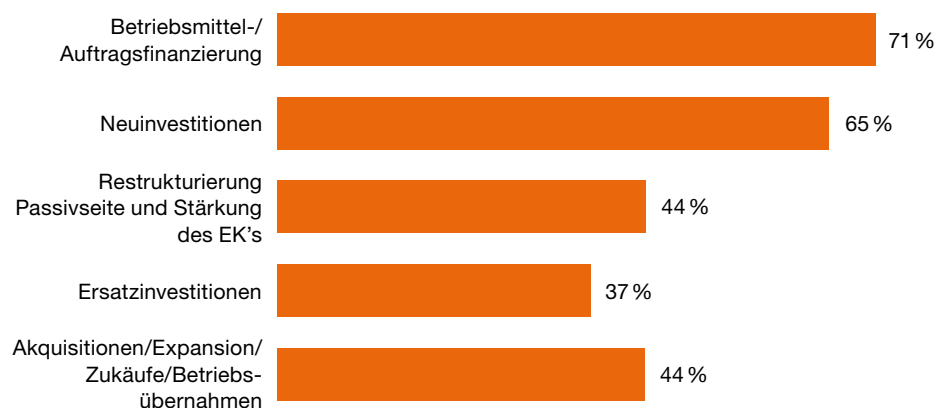
Diese Antworten decken sich im Wesentlichen mit den Meinungen der in den Experteninterviews befragten Banken, die ebenfalls keine Kreditklemme sehen, aber die sehr wohl eine intensivere Prüfung und verstärkte Hereinnahme von Sicherheiten konstatieren. Weiterhin erwarten die Unternehmen analog zu den Kapitalgebern, dass sich dieser Trend, insbesondere in Hinblick auf Basel III, nicht umkehrt, sondern eher weiter verschärft.

Im Folgenden wird die Mittelverwendung der Unternehmen in der Vergangenheit sowie in der Zukunft untersucht.

Mehr als $\frac{2}{3}$ der Finanzierungsanlässe in der Vergangenheit betrafen die Auftrags- und Betriebsmittelfinanzierung sowie Neuinvestitionen ins Anlage- und Umlaufvermögen. Gleichauf lagen in der Vergangenheit zum einen Zukäufe und Expansionen und zum anderen der Wunsch, die Eigenkapitalposition zu stärken sowie die Passivseite zu stabilisieren.

Abb. 22 Finanzierungsanlässe der Unternehmen in der Vergangenheit

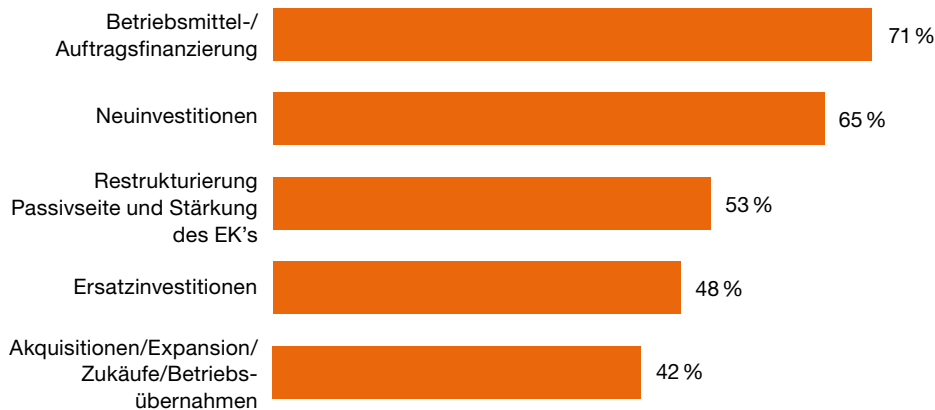
Was waren die wichtigsten Finanzierungsanlässe in Ihrem Unternehmen in der Vergangenheit?



Die Verhältnisse und Gewichtungen der Finanzierungsanlässe ändern sich mit Blick auf die Zukunft nur marginal. Die Bedeutung der Restrukturierung der Passivseite nimmt zu. Ersatzinvestitionen werden tendenziell wieder verstärkt getätigt und dafür Expansionen und Unternehmensübernahmen leicht reduziert.

Abb. 23 Zukünftige Finanzierungsanlässe der Unternehmen

Was werden die wichtigsten Finanzierungsanlässe in Ihrem Unternehmen in der Zukunft sein?



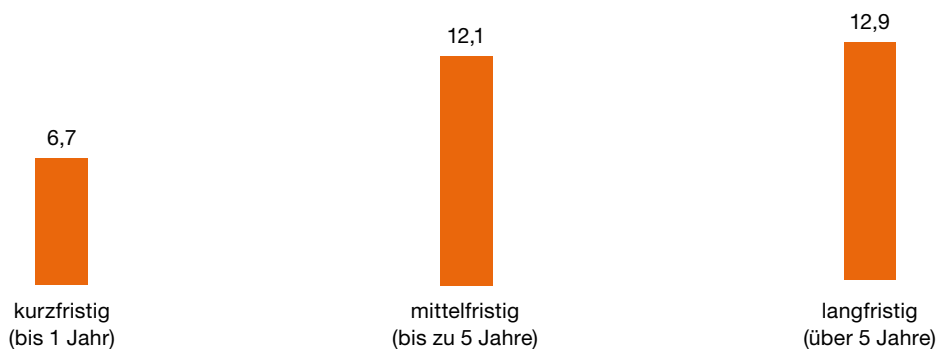
Die für die o.g. Anlässe benötigten Mittel wurden ebenfalls im Fragebogen thematisiert. Es erfolgt hierzu sowohl eine Durchschnitts- als auch eine Mittelwertdarstellung.

Die dargestellten zusätzlichen Kapitalbedarfe resultieren in hohem Maße aus den bedingt durch den Aufschwung notwendig gewordenen Wachstumsfinanzierungen im Bereich der Betriebsmittel und Investitionen. Damit haben die Unternehmen nunmehr in den kommenden Jahren gleich zwei große Finanzierungsfragen zu bewältigen. Zum einen sind die Unternehmen gezwungen, die auslaufenden Mezzaninmittel fristgerecht zurückzuführen, zum anderen sollte hierüber nicht der Blick auf die unternehmerisch wichtigen Investments in Wachstum und Erhalt der Wettbewerbssituation vernachlässigt werden.

Das Problem der Anschlussfinanzierung des Mezzaninkapitals wird durch die zusätzlich benötigten Kreditmittel in Zukunft weiter verstärkt

Abb. 24 Einschätzung des derzeit zusätzlichen Kapitalbedarfs (Stichprobendurchschnitt)

Wie hoch schätzen Sie Ihren momentanen zusätzlichen Kapitalbedarf (exklusive der Anschlussfinanzierung des Mezzaninkapitals) in Mio. € ein? (Durchschnitt)



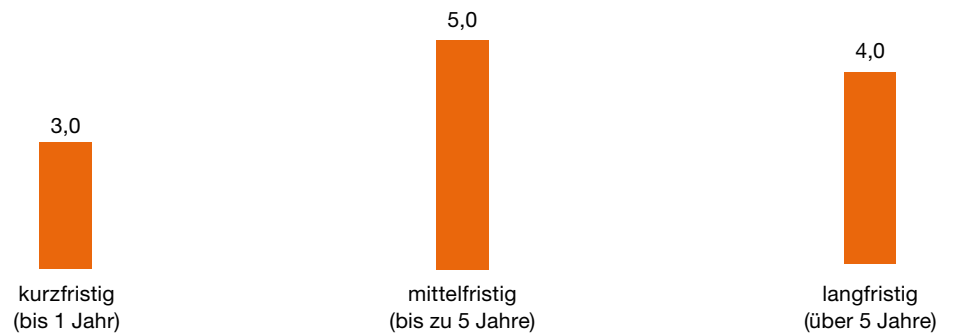
Ab 2011 kommen auf die Unternehmen hohe Finanzierungsbedarfe zu

Da in diesem Kapitalbedarf die durchschnittlichen € 7,7 Mio. an aufgenommenen Mezzaninmitteln noch nicht enthalten sind, ist ab Mai 2011 mit dem Auslaufen des ersten Standard-Mezzaninprogramms PREPS 2004-1 ein signifikanter Finanzierungsbedarf für die Unternehmen zu erwarten. Das in der Stichprobe von mehr als einem Drittel der Befragten als negativ erfahrene abgelaufene Geschäftsjahr erschwert in diesem Fall zusätzlich die Liquiditätssituation der Unternehmen.

Auch wenn das zusätzlich benötigte Kapital in der Medianbetrachtung im kurz-, mittel- und langfristigen Betrachtungshorizont weniger als die Hälfte der zuvor dargestellten Beträge ausmacht, ändert dies grundsätzlich nichts an der für einige Unternehmen schwierig zu erlangenden Anschlussfinanzierung.

Abb. 25 Einschätzung des derzeit zusätzlichen Kapitalbedarfs (Stichprobenmedian)

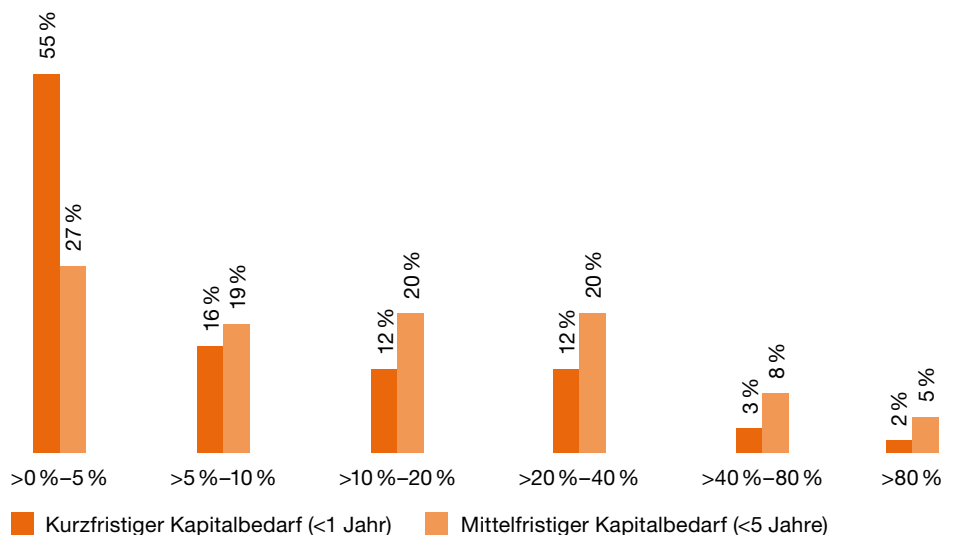
Wie hoch schätzen Sie Ihren momentanen zusätzlichen Kapitalbedarf (exklusive der Anschlussfinanzierung des Mezzaninkapitals) in Mio. € ein? (Median)



Die oben dargestellten zusätzlichen Kapitalbedarfe der Unternehmen wurden ins Verhältnis zu ihren Bilanzsummen gesetzt. Es zeigt sich, dass im kommenden Jahr 55% der Unternehmen bezogen auf die Bilanzsumme nur eine maximal 5%-ige Ausweitung des Kreditengagements planen. Unternehmen, die kurzfristig einen zusätzlichen Kapitalbedarf von mehr als 20% der Bilanzsumme benötigen, könnten hierdurch mit Problemen konfrontiert werden.

Abb. 26 Zusätzlicher kurz- und mittelfristiger Kapitalbedarf im Verhältnis zur Bilanzsumme

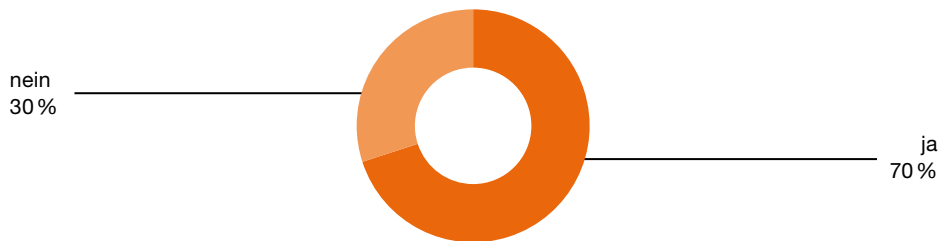
Zusätzlicher kurz- und mittelfristiger Kapitalbedarf/Bilanzsumme



In diesem Zusammenhang wurde gefragt, ob das am Markt bestehende Angebot an Finanzierungsinstrumenten ausreichend ist. Die Meinung war hier eindeutig positiv. Die 30% der befragten Unternehmen, welche mit dem Kapitalangebot unzufrieden sind, äußerten vorwiegend, dass die entsprechenden Mezzanin-Anschlussfinanzierungen vermisst werden, was dem Erlöschen des Verbriefungsmarktes zuzuschreiben ist.

Abb. 27 Abdeckung des Finanzierungsbedarfs durch das bestehende Angebot an Finanzierungsinstrumenten

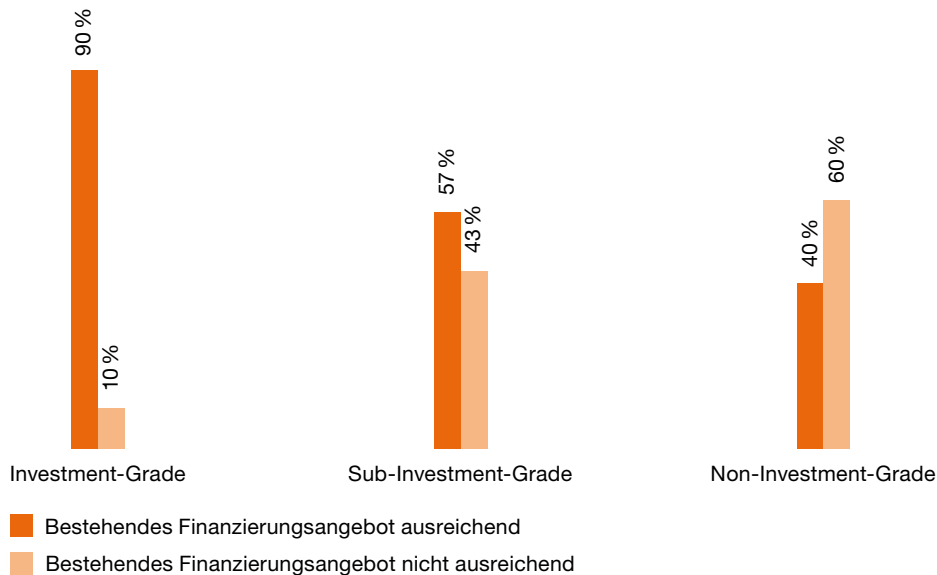
Deckt das bestehende Angebot an Finanzierungsinstrumenten Ihren derzeitigen bzw. zukünftigen Bedarf an Finanzierungsinstrumenten ab?



Eine Aufschlüsselung der vorangegangenen Frage anhand der Unternehmensratings zeigt eine eindeutige Korrelation: je besser das Rating, desto geringere Probleme werden erwartet.

Abb. 28 Abdeckung des Finanzierungsbedarfs durch das bestehende Angebot an Finanzierungsinstrumenten (gegliedert nach Ratingklassen)

Deckt das bestehende Finanzierungsangebot Ihren derzeitigen bzw. zukünftigen Finanzierungsbedarf ab?



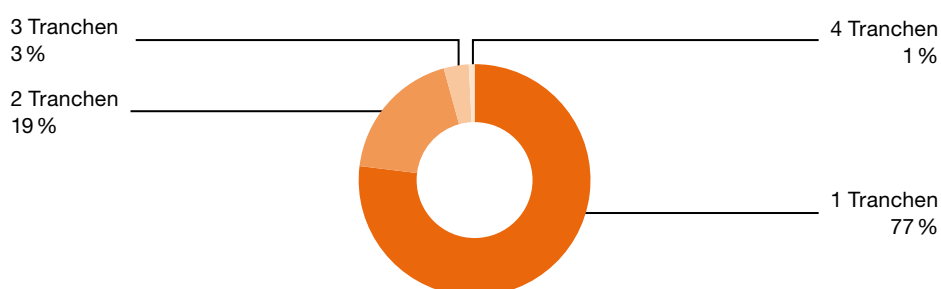
5 Anschlussfinanzierung für auslaufendes Mezzaninkapital

Der letzte Fragenabschnitt befasst sich mit der Anschlussfinanzierung der Mezzaninprogramme und Fragen rund um die Mezzaninfinanzierung.

Zu Beginn wurden die Unternehmen nach der Höhe der aufgenommenen Mezzaninmittel bei den jeweiligen Anbietern befragt. Die Ergebnisse der Stichprobe belegen, dass knapp 25 % der befragten Unternehmen mehrere Programme genutzt haben. In der Stichprobe ist ein Unternehmen enthalten, welches vier Tranchen Mezzaninkapital aufgenommen hat.

Abb. 29 Anzahl der aufgenommenen Mezzanintranchen

An wievielen Mezzanintranchen haben Sie teilgenommen?



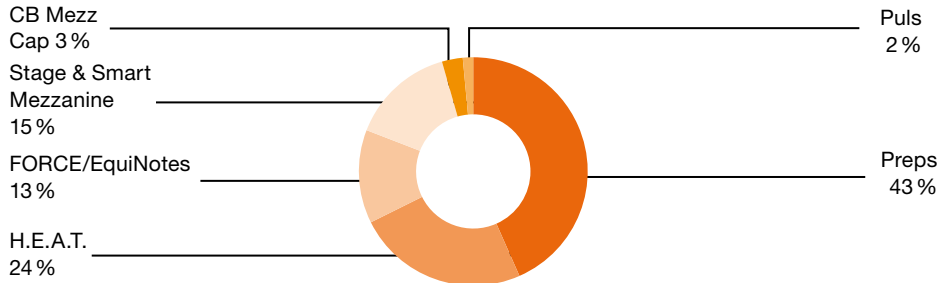
Das Volumen des aufgenommenen Standard-Mezzaninkapitals beträgt bei den 110 Teilnehmern insgesamt € 742 Mio., was ca. 16 % der insgesamt ca. € 4,7 Mrd. an ausgereichtem Standard-Mezzaninkapital entspricht. 77 % bzw. € 570 Mio. wurden hierbei im Rahmen einer erstmaligen Aufnahme von Mezzaninkapital durch die Unternehmen aufgenommen. Weitere € 140 Mio. flossen den Unternehmen bei einer zweiten Kapitalaufnahme zu. Bei lediglich 4 der untersuchten Unternehmen konnten weitere knapp € 26 Mio. im Rahmen einer weiteren Mezzaninfinanzierung platziert werden.

Zusätzlich zu den € 742 Mio. nahmen die 110 Unternehmen weitere € 60 Mio. durch Privatplatzierungen von Anleihen oder Schuldscheinen auf, die üblicherweise ebenfalls über eine endfällige Struktur verfügen.

Die nachfolgende Übersicht gibt Aufschluss über die Anteile der einzelnen Mezzaninprogramme in der Stichprobe. Die Verteilung der einzelnen Programme in der Stichprobe entspricht in etwa den Marktanteilen der einzelnen Mezzaninanbieter im Gesamtmarkt. HVB/CEG als Pionier im deutschen Standard-Mezzaninmarkt konnte insgesamt 6 erfolgreiche Platzierungen des PREPS Programms verzeichnen. Mit 3 abgeschlossenen Platzierungen folgt HSBC mit dem H.E.A.T. Programm vor der IKB/DB, die das Force/equiNotes-Programm zweimal auf den Markt brachten, ebenso wie Merrill Lynch/Advisum 2-fach das PULS Programm platzierte. StaGe und SmartMezzanine waren jeweils einzelne Programme der WestLB/BayernLB bzw. der HSH/LBBW/HASPA, ebenso das CB MezzCap der Commerzbank.

Abb. 30 Mezzaninaufnahme der analysierten Unternehmen (gegliedert nach Anbietern)

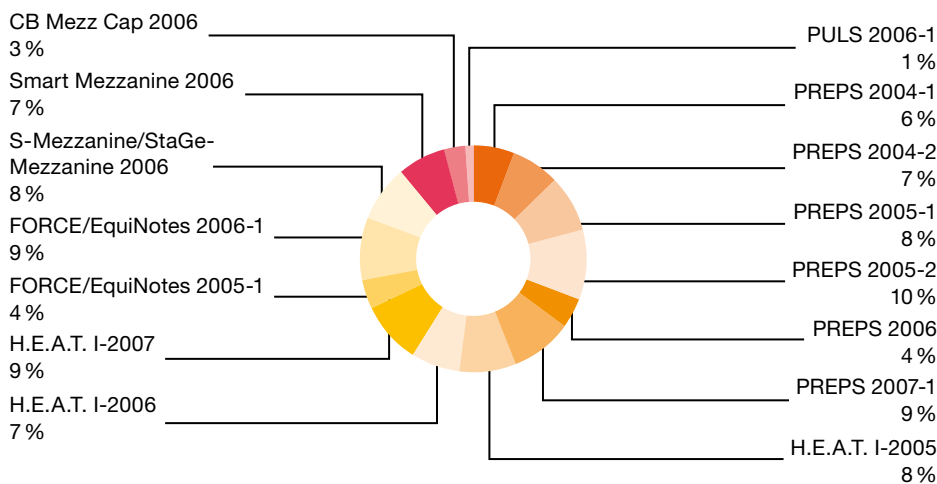
Bei welchem Anbieter haben Sie Mezzaninkapital aufgenommen?



Die Verteilung der einzelnen Programme in der Stichprobe ist im nächsten Schaubild zu erkennen. Die prozentualen Anteile wurden anhand der Anzahl und nicht Volumina der aufgenommenen Tranchen berechnet.

Abb. 31 Mezzaninaufnahme der analysierten Unternehmen (gegliedert nach Programmtransaktionen)

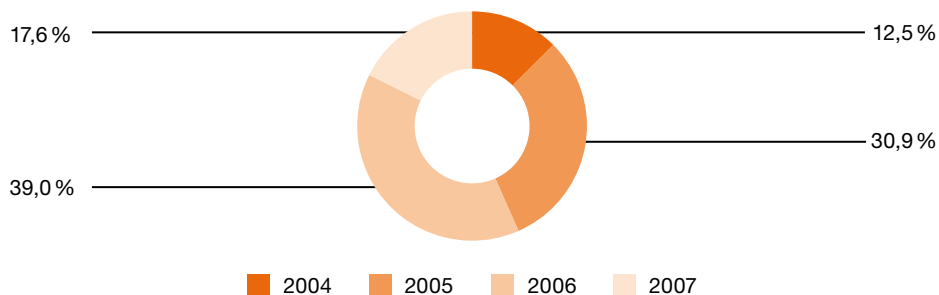
Bei welchem Anbietern haben Sie Mezzaninkapital aufgenommen?



Die Verteilung der aufgenommenen Mittel in der Stichprobe entspricht in etwa der Entwicklung der Gesamtvolumina der am deutschen Markt platzierten Standard-Mezzaninfinanzierungen in den Jahren 2004–2007, wobei mit Blick auf die Grundgesamtheit 2007 das schwächste Jahr war. In 2004 konnten knapp 20 % der 4,5 Mrd. € platziert werden, 2005 nahm dieser Wert auf fast 29 % zu bis der Peak im Jahre 2006 mit 38 % des Gesamtvolumens erreicht wurde. Lediglich 13 % waren dann noch in 2007 platzierbar. Seitdem waren sämtliche Versuche, erneut Standard-Mezzaninprogramme zu platzieren, nicht erfolgreich.

Abb. 32 Mezzaninaufnahme der analysierten Unternehmen (gegliedert nach Jahren)

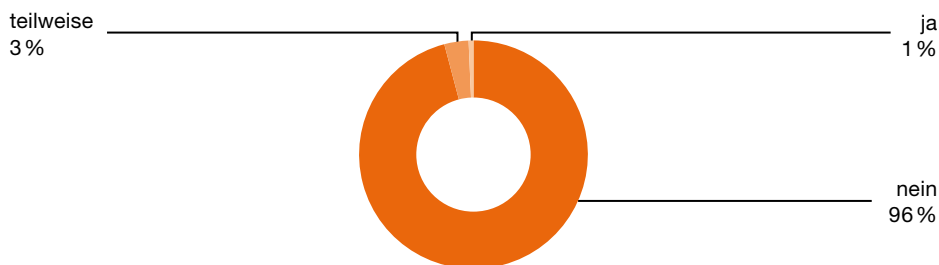
In welchem Jahr haben Sie Mezzaninmittel aufgenommen?



Weiterhin wurde untersucht, ob bereits eine vorzeitige Tilgung der aufgenommenen Mezzaninmittel erfolgt ist. Die Tatsache, dass das nur in 1% vollständig bzw. 3% teilweise getilgt haben liegt darin begründet, dass dieses Instrument als endfällige Finanzierung ausgestaltet ist und vorzeitige Rückführungen nur zu recht hohen Vorfälligkeitsentgelten möglich sind. Dies wurde auch von den befragten Unternehmen mehrfach bemängelt, da einige Unternehmen gerne die im Vergleich zu erstrangigem Fremdkapital, nicht auch zuletzt durch das gesunkene Zinsniveau, mittlerweile doch recht „teuren“ Mezzanintranchen getilgt hätten. Von den insgesamt aufgenommenen 146 Tranchen der Stichprobe wurde lediglich eine vollständig abgelöst, bei 5 weiteren kam es zu einer teilweisen Tilgung.

Abb. 33 Vorzeitige Tilgung der aufgenommenen Mezzaninmittel

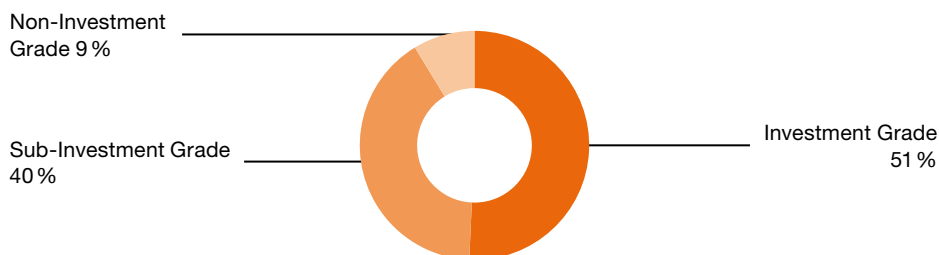
Wurden die aufgenommenen Mezzaninmittel bereits vorzeitig getilgt?



Auf die Frage zum aktuellen Rating, welches jährlich vom Mezzaninkapitalgeber durchgeführt wird, antworteten nur 50% der Unternehmen. Zum einen ist vielen Unternehmen das Rating möglicherweise nicht bekannt, zum anderen sind gerade Unternehmen mit schwächerem Rating oftmals weniger bereit dieses mitzuteilen.

Abb. 34 Unternehmensrating seitens der Mezzaninkapitalgeber

Wie lautet das aktuelle Rating Ihres Unternehmens durch den Mezzaninkapitalgeber?

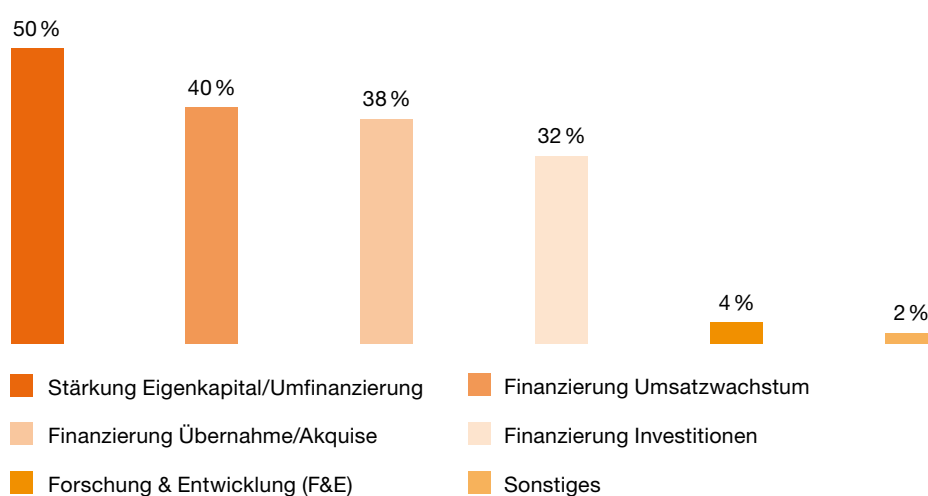


Diese Verzerrung sollte das Ergebnis dieser Frage relativieren, denn es ist fraglich, ob nach dem Krisenjahr 2009 derzeit noch über 50% der Grundgesamtheit aller deutschen Mezzaninkapitalnehmer ein Investment Grade Rating vorweisen können.

Auf die Frage nach dem Zweck der damaligen Mezzaninkapitalaufnahme, bei der Mehrfachnennungen möglich waren, stand bei der Hälfte der 110 befragten Unternehmen primär die Stärkung des Eigenkapitals bzw. eine Umfinanzierung der bestehenden Kreditengagements im Vordergrund, was sicherlich u.a. auf die vergleichsweise vorteilhaften Konditionen für nachrangiges unbesichertes Kapital zurückzuführen war.

Abb. 35 Verwendungszweck der Mezzaninkapitalaufnahme

Zu welchem Zweck wurde das Mezzaninkapital aufgenommen?

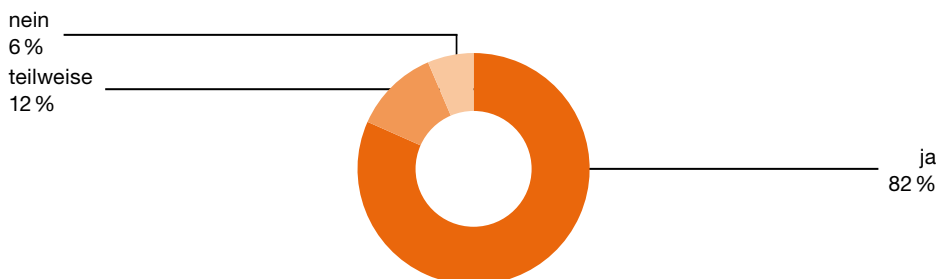


40% der Unternehmen gaben als weiteren Grund für die Aufnahme von Mezzaninkapital die Finanzierung des Umsatzwachstums an, 38% begründeten die Aufnahme von Mezzaninkapital zur Finanzierung von Zukäufen und Akquisitionen finanzieren bzw. für 32% stellte das Kapital eine Art Investitionskredit dar, wofür in diesem Falle keine Sicherheiten gestellt werden mussten. Lediglich 4 Unternehmen nannten Investments in F&E als Grund für die Mezzaninaufnahme. Bei der Nutzung von Mezzaninkapital für Investitionen müssten die Unternehmen c.p. eine vergleichsweise gute Liquiditätslage aufweisen, da Mezzaninkapital im Gegensatz zu Investitionskrediten während der Laufzeit keinerlei Tilgungen unterliegt.

Im Hinblick auf die Zielerreichung, die mit der Aufnahme von Mezzaninkapital verbunden war, gab die große Mehrheit der Unternehmen in der Befragung an, dass die verfolgten Zwecke als erfüllt angesehen werden können. Für 82% der Unternehmen war demnach die Entscheidung zur Aufnahme von Mezzaninkapital grundsätzlich richtig. 13 Unternehmen gaben an, dass die verfolgten Ziele nur zum Teil erreicht wurden, was jedoch in einigen Fällen daran lag, dass die Erwartungen an das Investment nicht erfüllt wurden und nicht grundsätzlich an der Art der Finanzierung mittels Mezzanin. 7 Unternehmen gaben an, dass die Ziele die mit der Aufnahme des Mezzaninkapitals verbunden waren nicht erreicht wurden. Dies ist zum einen damit verbunden, dass z.B. die Anerkennung der Mittel als wirtschaftliches Eigenkapital durch die Banken nicht erfolgte. Vielfach wurde diese bilanzielle Behandlung als wirtschaftliches Eigenkapital als Vermarktungsargument von den Vertreibern der Programme vorgebracht. Die spätere bilanzielle Nichtanerkennung bzw. nur teilweise Anerkennung des Mezzaninkapitals als Eigenkapital und die damit verbundenen Konsequenzen haben bei den Mezzaninnehmern zu Irritationen geführt.

Abb. 36 Erfüllung der Mezzaninverwendungszwecke

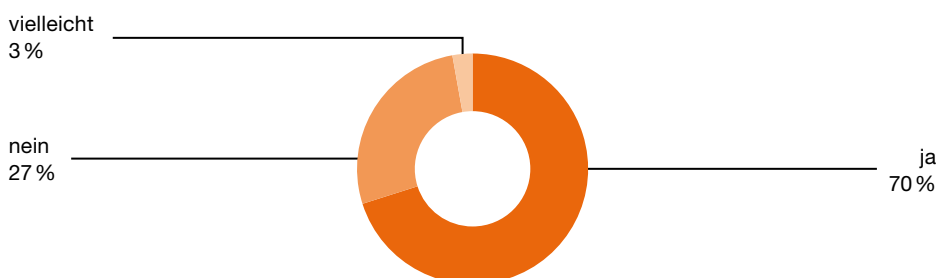
Sehen Sie die Ziele, mit denen damals das Mezzaninkapital aufgenommen wurde, als erfüllt an?



Die Auswertung der Frage, ob die Unternehmen gerne eine Prolongation der aufgenommenen Mezzaninmittel in Anspruch nehmen würden, zeigte, dass 75 der 110 Unternehmen der Stichprobe eine Prolongation nutzen würden. 29 Unternehmen verneinten dies, da z.B. mittlerweile die Verzinsung für das Kapital zu hoch sei oder aber die Anerkennung als wirtschaftliches Eigenkapital verwehrt wurde. Für die 3 Unternehmen die angaben sie würden vielleicht prolongieren spielten einzig und allein die dann gewährten Konditionen eine zentrale Rolle.

Abb. 37 Prolongationswunsch

Würden Sie gerne eine Prolongation in Anspruch nehmen?

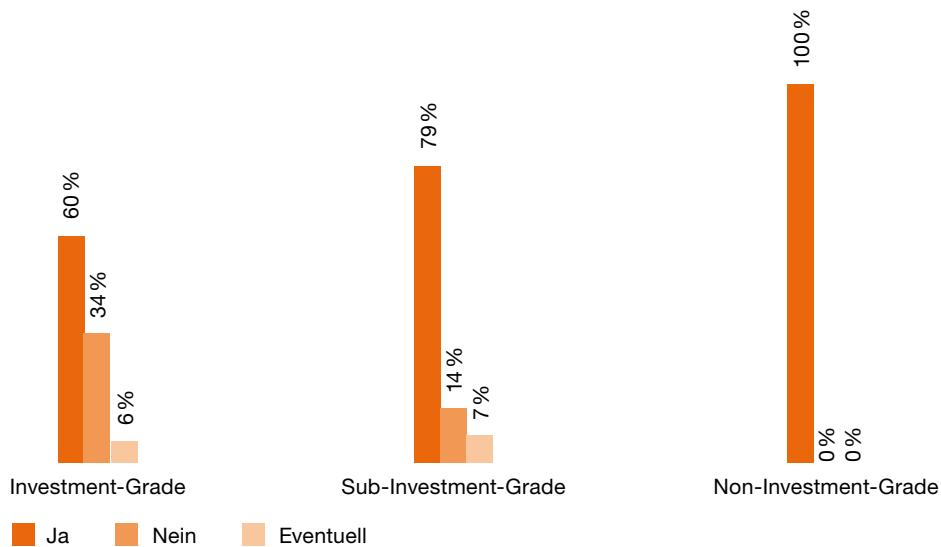


Um die Gründe für das Bejahen der Prolongation zu verifizieren, wurden diese Unternehmen einer quantitativen Analyse einiger Kennzahlen unterzogen. Die Grundlage unserer Kennzahlenanalyse basierte auf den Veröffentlichungen der Unternehmen im Bundesanzeiger. Als zugrundeliegendes Basisjahr wurde auf die Zahlen von 2008 abgestellt. Dies hatte zwei Hauptgründe: zum einen liefert die Betrachtung von dynamischen Kennzahlen auf Basis des deutlich negativ verzerrten Jahres 2009 falsche Rückschlüsse, zum anderen waren zum Zeitpunkt der Studienerstellung bislang erst 27 Jahresabschlüsse der gegebenen Stichprobe für das Jahr 2009 im Bundesanzeiger veröffentlicht, verglichen mit 89 Jahresabschlüssen der 110 teilnehmenden Unternehmen für 2008.

Die Ergebnisse zum Prolongationswunsch der Unternehmen wurden auch unter Berücksichtigung von quantitativen Kennzahlen überprüft. Es stellte sich heraus, dass alle Unternehmen der Stichprobe mit einem Non-Investment Grade als aktuellem Rating gerne eine Prolongation der aufgenommenen Mezzaninmittel in Anspruch nehmen würden. Dieses Ergebnis ist nicht überraschend, da sich bei dieser Gruppe an Unternehmen die Anschlussfinanzierung aller Voraussicht nach am schwierigsten darstellen lässt.

Abb. 38 Prolongationswunsch (gegliedert nach Ratingklassen)

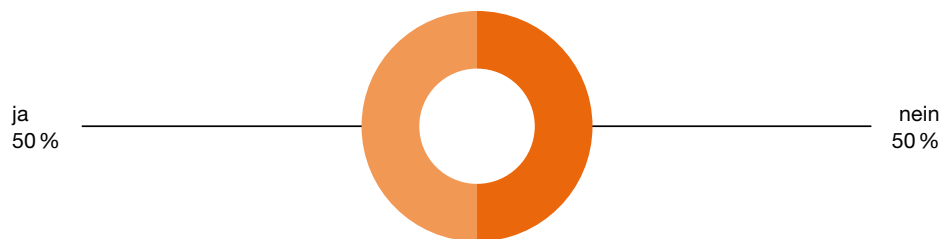
Würden Sie gerne eine Prolongation der aufgenommenen Mezzaninmittel in Anspruch nehmen?



Die Einschätzung der Unternehmen hinsichtlich der Refinanzierung des aufgenommenen Mezzaninkapitals zeigt, dass die Hälfte der Unternehmen keine Probleme bei der Refinanzierung erwartet.

Abb. 39 Erwartung von Anschlussfinanzierungsproblemen

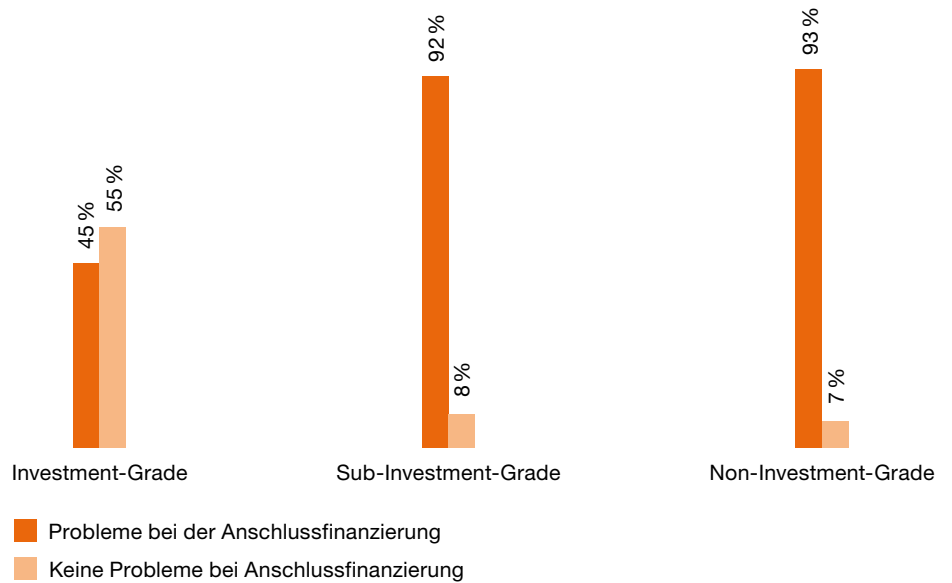
Glauben Sie, dass Probleme bei der anstehenden Anschlussfinanzierung des Mezzaninkapitals auftreten können?



Die vorherige Frage wurde zusätzlich über die drei Ratingklassen ausgewertet und zeigt eine deutliche Korrelation zwischen Rating und erwarteten Problemen bei der Anschlussfinanzierung.

Abb. 40 Erwartung von Anschlussfinanzierungsproblemen (gegliedert nach Ratingklassen)

Glauben Sie, dass Probleme bei der anstehenden Anschlussfinanzierung auftreten können?

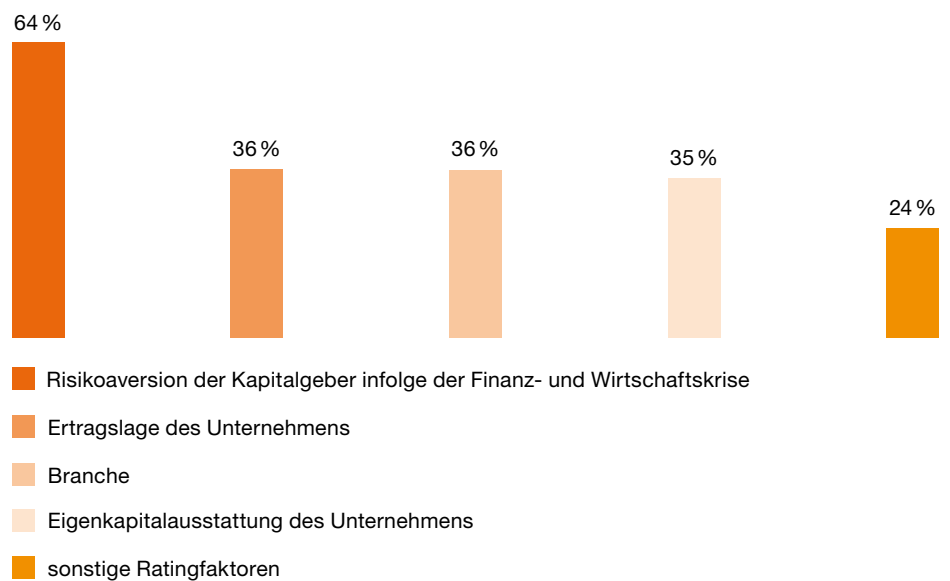


55 % der Investment Grade, 8 % der Sub-Investment Grade und nur 7 % der Non-Investment Grade Unternehmen sehen keine Probleme im Hinblick auf die Anschlussfinanzierung.

Nachfolgend werden die Gründe der Unternehmen aufgeführt, die Probleme bei der Refinanzierung erwarten. Die Risikoaversion der Kapitalgeber wird hierbei von den Unternehmen als Hauptgrund für mögliche Refinanzierungsprobleme identifiziert.

Abb. 41 Mögliche Gründe für Anschlussfinanzierungsprobleme

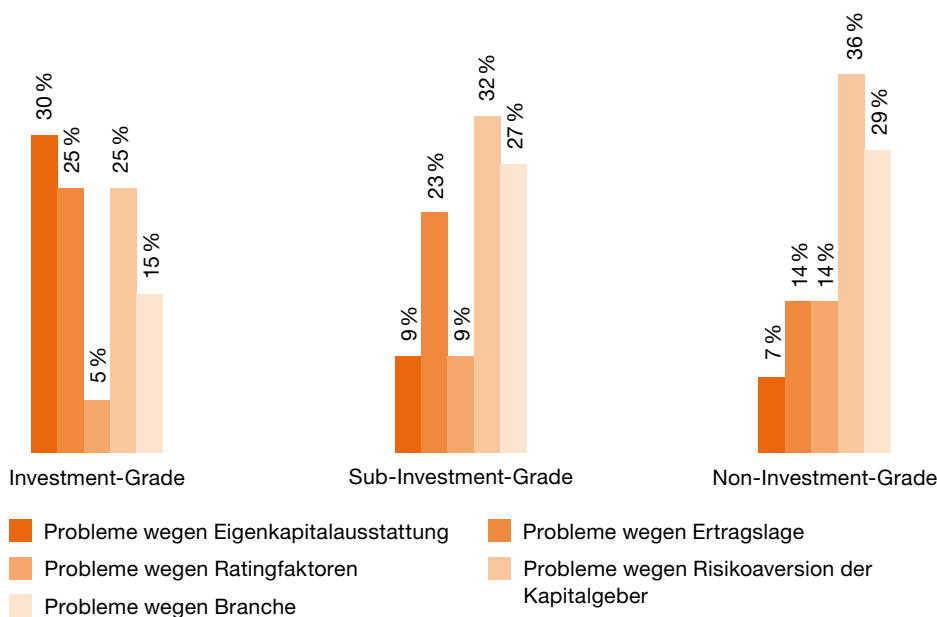
Aus welchen Gründen könnten Ihrer Meinung nach Probleme bei der anstehenden Anschlussfinanzierung auftreten?



Zur vorhergehenden Frage wurde eine weitere Auswertung vorgenommen, welche die verschiedenen Bonitätsklassen der Stichprobe bei den gegebenen Antworten berücksichtigt.

Abb. 42 Mögliche Gründe für Anschlussfinanzierungsprobleme (gegliedert nach Ratingklassen)

Warum werden Probleme bei der Anschlussfinanzierung auftreten?



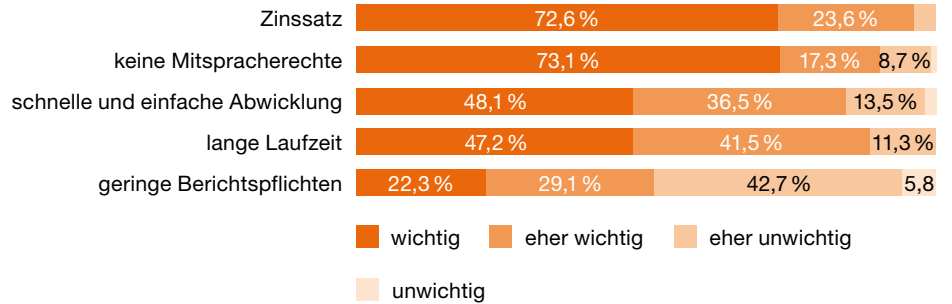
Unternehmen aus dem Non-Investment Grade und dem Sub-Investment Grade Bereich gaben als wesentliche Gründe für mögliche Probleme bei der Anschlussfinanzierung an, dass die Risikoaversion der Kapitalgeber und die Branchenzugehörigkeit zur Ablehnung führen könnten. Die Eigenkapitalausstattung wird nicht als kritischer Punkt identifiziert und könnte somit ein Anzeichen für eine mangelnde Problemwahrnehmung darstellen.

Es gilt somit auch vor dem Hintergrund der risikoorientierten Kreditvergabepolitik der Banken und den in diesem Zusammenhang verbundenen Anforderungen an die Unternehmen, das Problembewusstsein zu schärfen.

Die Auswertung der Frage, worauf Unternehmen bei neuen Finanzierungsinstrumenten besonderen Wert legen, brachte hervor, dass die Konditionen das wichtigste Kriterium darstellen. Ebenso bedeutend ist dem deutschen Mittelstand, basierend auf der Erhebungsstichprobe, die Souveränität zu bewahren, was einer klaren Absage an Beteiligungskapital von Private Equity Häusern gleich käme. Für fast 90% der Unternehmen sind lange Laufzeiten wichtig bis eher wichtig, um langfristige Planungssicherheit in der Finanzierung zu haben und darüber hinaus einen tragbaren Kapitaldienst für das Unternehmen zu gewährleisten.

Abb. 43 Bewertung der relevanten Eigenschaften von neuen Finanzierungsinstrumenten

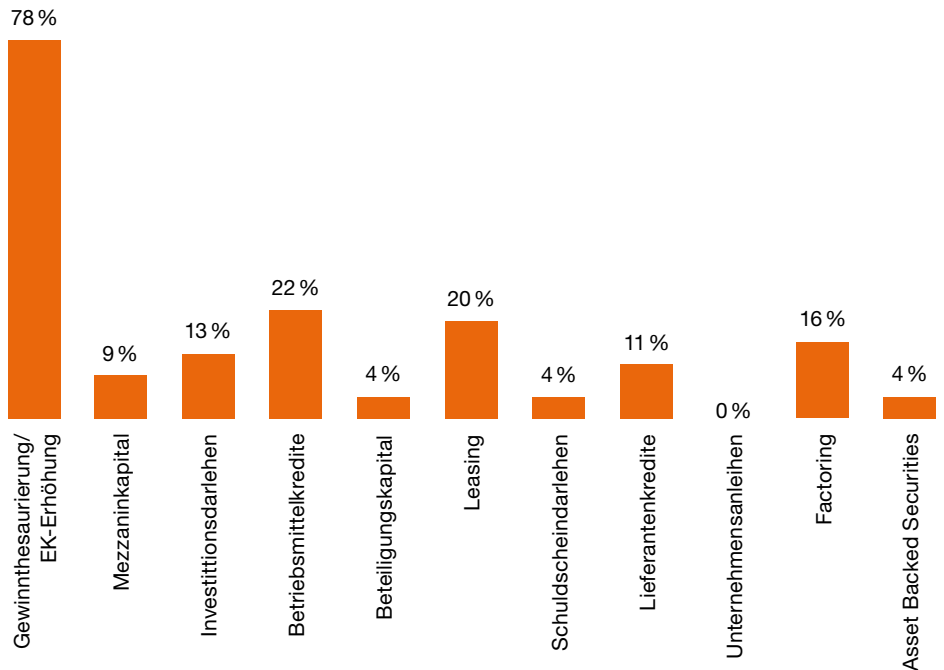
Worauf legen Sie bei neuen Finanzierungsinstrumenten besonderen Wert?



Die bisherige Strukturierung der Anschlussfinanzierung der Unternehmen wurde im Rahmen der nächsten Frage eingehender untersucht. Dabei zeigte sich, dass die eigene Ertragskraft und somit die Innenfinanzierung aus dem laufenden Geschäft für mehr als Dreiviertel der Unternehmen mit Abstand die bedeutendste Refinanzierungsquelle darstellt. Ebenso erreichen alternative Instrumente wie Factoring und Leasing ähnlich hohe Werte wie Betriebsmittelkredite.

Abb. 44 Bereits realisierte Formen der Anschlussfinanzierung

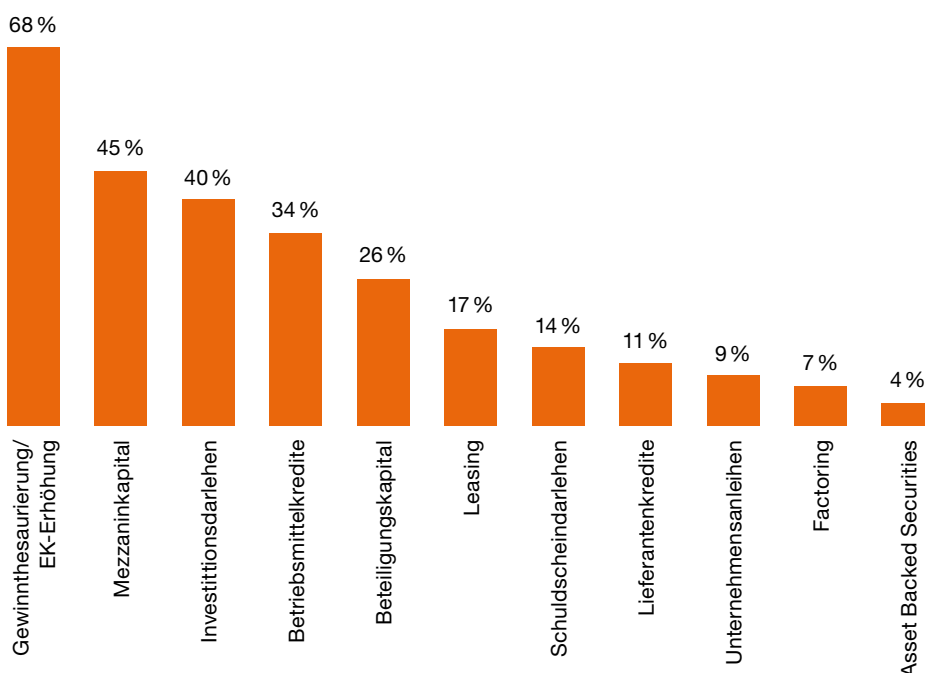
Welche Formen der Anschlussfinanzierung haben Sie bisher bereits in Ihrem Unternehmen realisiert?



Mit Blick auf die Zukunft haben sich diese Relationen deutlich verschoben. Zwar bildet die Finanzierung aus dem Cash Flow weiterhin die wichtigste Säule im Finanzierungsgerüst der Firmen, jedoch nimmt die Bedeutung von dem in den kommenden Jahren abzulösenden Mezzaninkapital deutlich zu. Hier stellt sich die Frage, ob der momentan erloschene Markt für Standard-Mezzaninkapital in den kommenden Jahren wieder aufleben könnte, was die überwiegende Mehrheit der Experten derzeit bezweifeln, oder ob sich die Unternehmen an dieser Stelle um andere Alternativen bemühen müssen.

Abb. 45 Geplante Formen der Anschlussfinanzierung

Welche Formen der Anschlussfinanzierung planen Sie für die auslaufenden Mezzaninfinanzierung(en) in Anspruch zu nehmen?



Der Anteil an Nennungen bei Investitions- und Betriebsmittelkrediten sowie bei Beteiligungskapital zeigt deutliche Veränderungen im Vergleich zur Vergangenheit. Die Tatsache, dass mehr als ein Viertel der Unternehmen Beteiligungskapital als eine Möglichkeit zur Anschlussfinanzierung in Erwägung zieht, steht zwar im Widerspruch zu den Antworten, dass „keine Mitspracherechte“ gewollt werden, ist jedoch vor dem Hintergrund der Fälligkeit der Mezzanintranchen und der dadurch entstehenden Lücke in der Kapitalstruktur der Unternehmen nachvollziehbar und könnte in Abhängigkeit von der Bonitätslage unter Umständen den einzig gangbaren Weg darstellen. Auch die bislang in der Vergangenheit quasi unbedeutenden Finanzierungsformen mittels Schuldscheindarlehen oder Unternehmensanleihen werden nunmehr vor dem Hintergrund der anstehenden Anschlussfinanzierungen des aufgenommenen Mezzaninkapitals in die Überlegungen mit einbezogen, wobei hier die Größe der Unternehmen wohl eine entscheidende Rolle bei der Realisation dieser Varianten spielen wird.

Die Anschlussfinanzierung des Mezzaninkapitals muss auf die jeweilige Situation des Unternehmens angepasst werden. Die Ertragslage, Stärke und Beständigkeit des operativen Cash Flows sowie der derzeitige Verschuldungsgrad sind dabei die wichtigsten Faktoren, die es zu berücksichtigen gilt. Ein Mix aus verschiedenen Finanzierungsinstrumenten kann dabei für verschiedene Unternehmen die einzige Alternative darstellen, da z.B. eine vollständige Ablösung des Mezzaninkapitals mittels Bankkrediten eine deutliche Erhöhung des Verschuldungsgrades zur Folge hätte. Es

besteht die Gefahr, dass die für die Kredite vereinbarten Covenants gebrochen werden, wodurch sich die Probleme der Unternehmen weiter verschärfen würden.

In der folgenden Tabelle sind für 89 der 110 Unternehmen die Daten aus den Veröffentlichungen im Bundesanzeiger aufgenommen worden.

Tab. 11 Höhe der Unternehmensverbindlichkeiten (2008)

Übersicht zur Höhe der ausstehenden Verbindlichkeiten in T€¹

Mezzaninkapital	671.762	21 %
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	1.857.191	59 %
Verbindlichkeiten aus LuL	621.753	20 %
Gesamtverbindlichkeiten	3.150.706	100 %

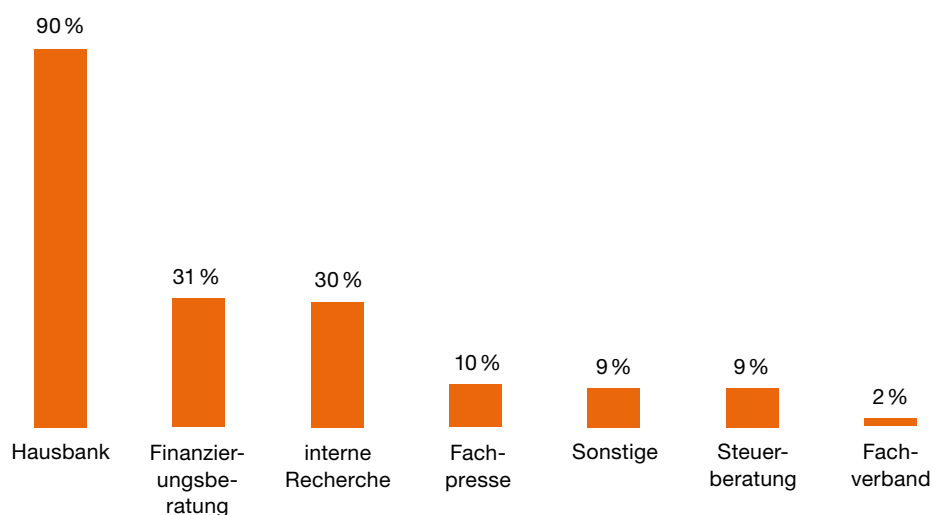
¹ die Daten beruhen auf den 2008er Angaben im Bundesanzeiger und berücksichtigen 89 der 110 Firmen

Es zeigt sich, dass die zu refinanzierenden Mezzaninmittel lediglich 21 % der gesamten Verbindlichkeiten der untersuchten Unternehmen ausmachen. Daher sollte es auch im Interesse der Banken und der weiteren Gläubiger sein, dass gemeinsam Mittel und Wege gefunden werden, um das Thema Anschlussfinanzierung mit den Unternehmen zu lösen, da ihr Kreditexposure durch die diesen Unternehmen gewährten Kredite mehr als das 2,75-fache des Mezzaninkapitals ausmacht. Dies entspricht den Erkenntnissen aus den Interviews mit verschiedenen Banken, die zum Ausdruck brachten, sich mit den Bedürfnissen ihrer Kreditkunden konstruktiv auseinandersetzen zu wollen.

Wie das nächste Schaubild zeigt waren es häufig auch die Hausbanken, die ihren Kunden die Aufnahme von Mezzaninkapital nahelegten. Es sollte daher auch nun zum Zeitpunkt der Rückzahlung dieser Mittel mit der Hausbank ein Weg gefunden werden, wie diese Herausforderung erfolgreich bewältigt werden kann.

Abb. 46 Zugang zu den bestehenden Finanzierungsquellen

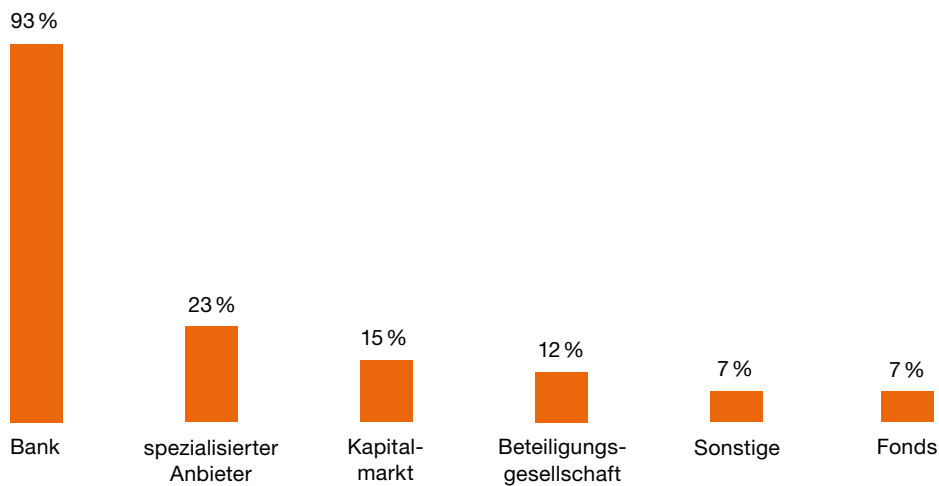
Wie erhielten Sie Zugang zu den aufgenommenen Finanzierungsmitteln?



Dies zeigt sich auch als Ergebnis der letzten Frage die den mezzaninfinanzierten Unternehmen gestellt wurde. 93% der Befragten gaben an, dass Banken in Zukunft der erste Ansprechpartner für die Aufnahme von Finanzierungsmitteln sein werden. Daneben werden von 23% spezialisierte Anbieter als Alternative genannt. Für die größeren Unternehmen kommt des Weiteren der Kapitalmarkt als weitere Finanzierungsquelle in den Überlegungen hinzu. Auch Beteiligungsgesellschaften werden von 12% der Unternehmen als denkbare Finanzierungsquelle angesehen.

Abb. 47 Für die Zukunft bevorzugte Finanzierungsanbieter

Welchen Anbieter von Finanzierungsmitteln planen Sie zukünftig zu wählen?



Mit der Fälligkeit des ersten Mezzaninprogramms, PREPS 2004-1, wird sich im Mai 2011 zeigen, inwiefern die Unternehmen mit den oben genannten Finanzierungspartnern eine Lösung für die anstehenden Anschluss-finanzierungsrunden erarbeiten konnten.

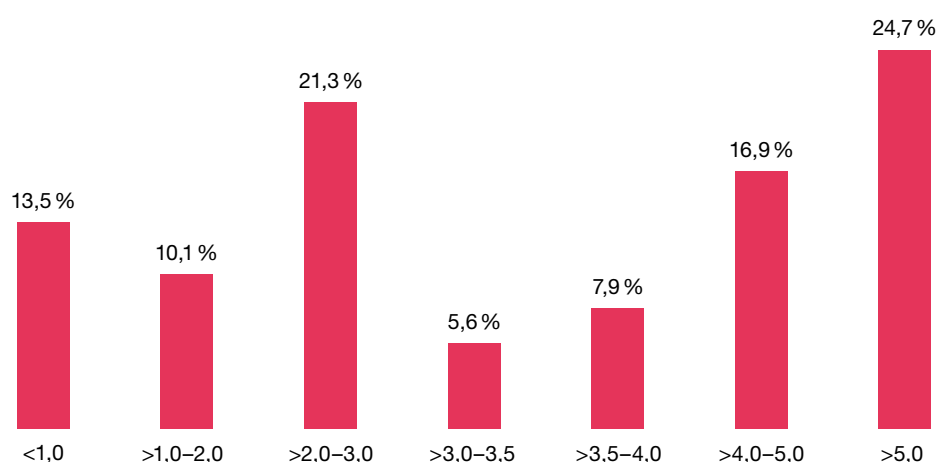
F Quantitative Untersuchung der finanzierten Unternehmen

Basierend auf den Veröffentlichungen des Bundesanzeigers wurden auf Grundlage der verfügbaren Datenbasis des Jahres 2008 die nachfolgenden Analysen zur befragten Stichprobe der 110 Unternehmen durchgeführt. Die Untersuchungsmenge reduziert sich aufgrund zum Teil nicht veröffentlichter Jahresabschlüsse für die weiteren Untersuchungen auf 89.

Die erste Kennzahl zeigt das Verhältnis der Nettoverbindlichkeiten der Unternehmen inklusive der aufgenommenen Mezzaninmittel zum EBITDA. Die Ergebnisse können wie folgt gedeutet werden:

Abb. 48 Net Debt inkl. Mezzanin/EBITDA (2008)

Net Debt inkl. Mezz./EBITDA 2008



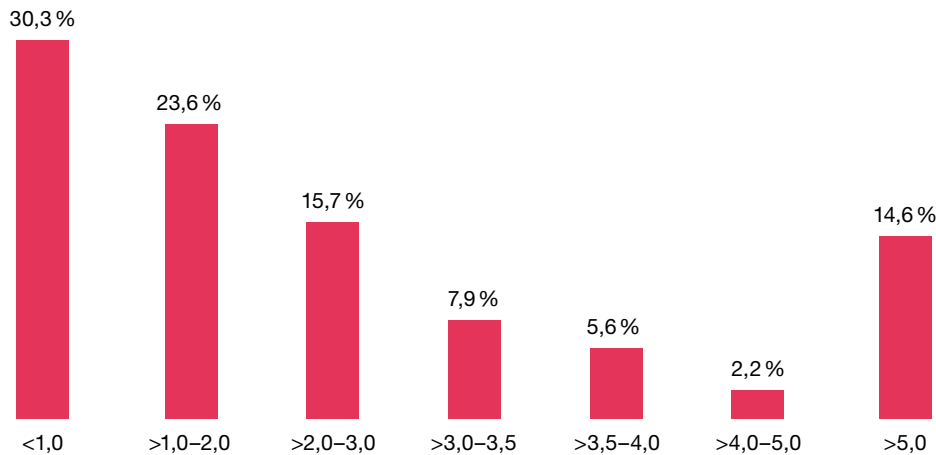
Unternehmen die einen Wert <1,0 in dieser Kennzahl aufweisen, wie es bei 12 der 89 betrachteten Unternehmen der Fall war, können binnen eines Jahres einen so hohen operativen Ertrag vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern erwirtschaften, dass sie damit ihre sämtlichen Verbindlichkeiten zurückführen können. Dies sind Unternehmen von bester Bonität. Diese Unternehmen werden mit Sicherheit kein Problem mit der Anschlussfinanzierung haben. Die Erfahrung hat gezeigt, dass Unternehmen mit einer Kennzahl bis zu 3,5 grundsätzlich ihre Finanzierungen darstellen können. Schwieriger wird es im Kennzahlenbereich von 3,5 bis 5, in dem Kreditausweitungen häufig Probleme bereiten und oftmals langwierige Verhandlungen erforderlich sind. Für Kennzahlen größer 5, in unserer Stichprobe der höchste prozentuale Wert und damit 22 Unternehmen repräsentierend, bestehen erhebliche Bedenken, da sich die Bedienung des Kapitaldienstes für solche Unternehmen als sehr schwierig herausstellen kann. Diese Unternehmen sind mit den jetzigen Mezzaninmitteln, welche in Zukunft zur Refinanzierung anstehen, eigentlich bereits zu hoch verschuldet. Ob die Banken hier die Mezzaninablösung finanzieren ist äußerst fraglich.

Die nächste Berechnung bildet dieselbe Kennzahl wie zuvor, allerdings werden die Mezzaninmittel hier nicht zu den Nettoverbindlichkeiten hinzugerechnet, wodurch sich der Zähler und damit die Kennzahlenwerte verringern. Damit befinden sich jedoch mit 14,6% weiterhin 13 Unternehmen in einer akut bedrohlichen Situation. Hier kann mit

sehr hoher Wahrscheinlichkeit nicht mit üblichen Bankkrediten der Mezzaninbetrag abgelöst werden. Die Lösung für solche Unternehmen wäre möglicherweise eine Aufnahme von neuen Gesellschaftern, die frisches Eigenkapital zum Abbau der Verschuldung einbringen.

Abb. 49 Net Debt exkl. Mezzanin/EBITDA (2008)

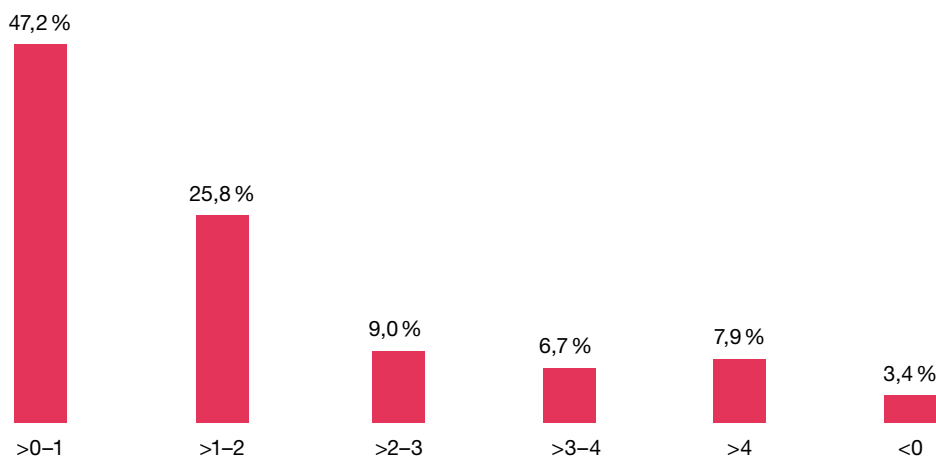
Net Debt ex. Mezz./EBITDA 2008



Das Verhältnis von Mezzaninkapital zu EBITDA wird in der nächsten Grafik dargestellt. Fast Dreiviertel der Unternehmen wäre in der Lage, im Laufe von 2 Jahren das aufgenommene Mezzaninkapital aus dem EBITDA zurückzuführen.

Abb. 50 Mezzanin/EBITDA (2008)

Mezzanin/EBITDA 2008

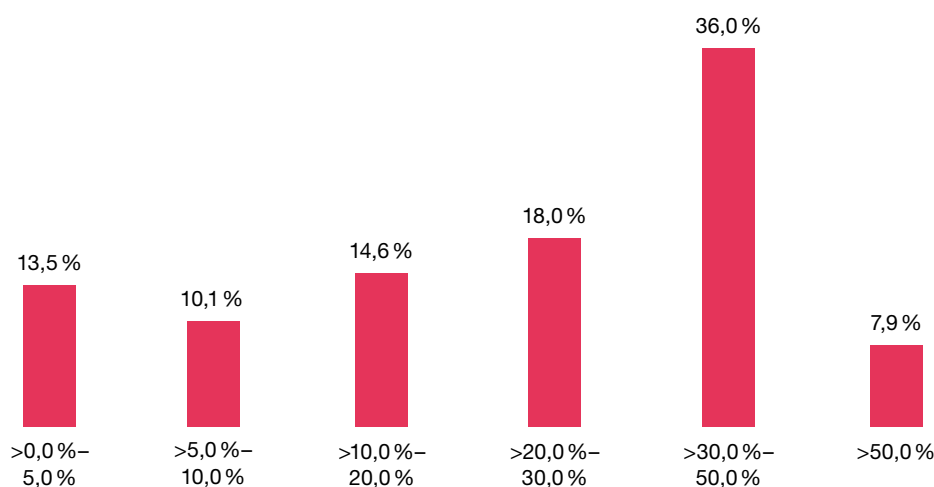


Bei diesen Unternehmen sollte eine Rückführung bzw. Refinanzierung voraussichtlich nicht zu Problemen führen. Bei 7 der Unternehmen würde dies jedoch noch über 4 Jahre dauern, 3 erwirtschafteten kein positives EBITDA, d.h. das operative Geschäft generiert keine Erträge und muss grundsätzlich neu ausgerichtet werden. Für diese 10 Unternehmen kann auf Basis dieser Kennzahl eine Ablösung der Mezzaninmittel als sehr schwierig bezeichnet werden.

Die Quote der Finanzverbindlichkeiten an der Bilanzsumme der betrachteten 89 Unternehmen spiegelt ein ähnliches Bild wie die bisherig dargestellten Kennzahlen wider. 21 Unternehmen weisen eine Quote von maximal 10% auf und können als sehr stabil betrachtet werden. 36% der Unternehmen sind demgegenüber mit 30–50% der Bilanzsumme als bereits signifikant verschuldet zu bezeichnen und die Möglichkeiten zur Ausdehnung der bestehenden Engagements sind als begrenzt zu bezeichnen. Sehr schwierig wird es allerdings für die 7 Firmen, die eine Verschuldungsquote von über 50% aufweisen.

Abb. 51 Verschuldungsquote der Unternehmen (2008)

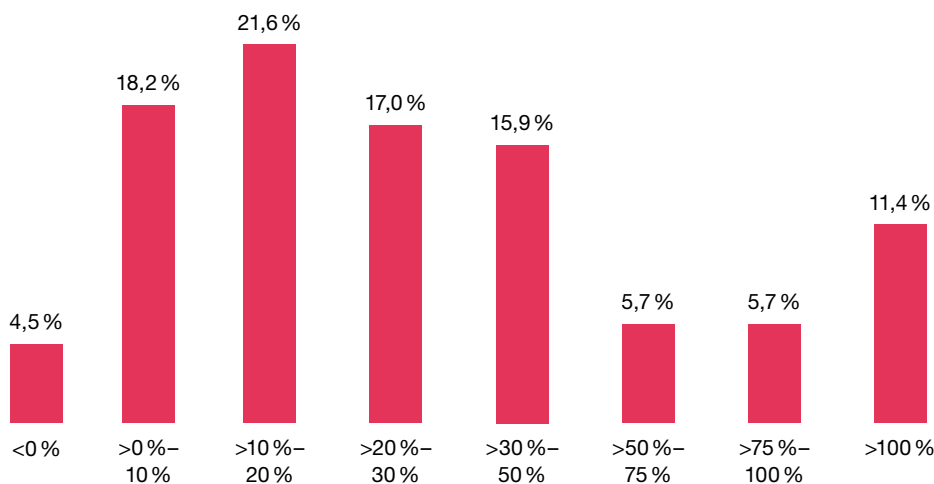
Verschuldungsquote (Finanzverbindlichkeiten/Bilanzsumme)



Im Weiteren wurde zur Berechnung der nächsten Kennzahlen der operative Cash Flow vor Working Capital Veränderungen (Funds from Operations) ins Verhältnis zur Verschuldung gesetzt. Als Datenbasis für diese Kennzahl dienten 88 Jahresabschlüsse. Die Ergebnisse sind wie folgt zu interpretieren.

Abb. 52 Funds from Operations/Debt (2008)

Funds from Operations/Debt 2008

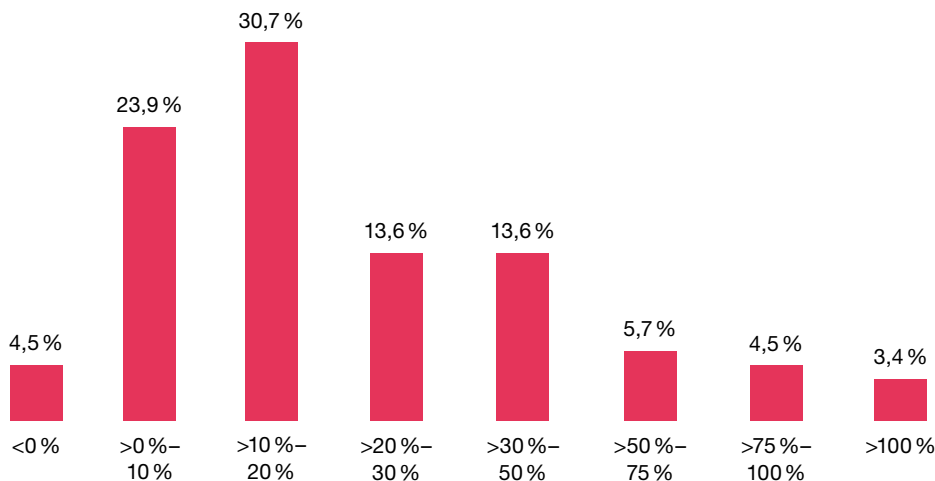


4,5% der Unternehmen haben im operativen Geschäft Liquidität verbraucht. Die nächsten 18,2% der Unternehmen können als Risikounternehmen mit Blick auf ihre Ertragskraft im Verhältnis zur Verschuldung angesehen werden. Die größte Gruppe mit knapp 22% der Unternehmen befindet sich im Bereich 10–20%, was einer Entschuldungsdauer von 5–10 Jahren aus dem operativen Geschäft gleich käme und daher als noch tragbar anzusehen ist. Die 17% der Unternehmen, denen es innerhalb von 3–5 Jahren möglich sein wird, ihre Verbindlichkeiten aus den generierten Geldmitteln zurückzuführen, können als stabil finanziert und auskömmlich ertragsstark bezeichnet werden. Für alle vergleichsweise ertragsstärkeren Unternehmen gilt Gleiches.

Im Folgenden wurden wiederum Funds from Operations, diesmal im Verhältnis zu den bestehenden Verbindlichkeiten inklusive Mezzaninkapital betrachtet. Das Ergebnis verschlechtert sich annahmegemäß, da nun zusätzlich im Nenner das aufgenommene Mezzaninkapital ausgewiesen wird und sich damit der Quotient reduziert. Demnach können 28,4% der Stichprobe keinen größeren Beitrag aus der operativen Innenfinanzierung nutzen.

Abb. 53 Funds from Operations/Debt + Mezzanin (2008)

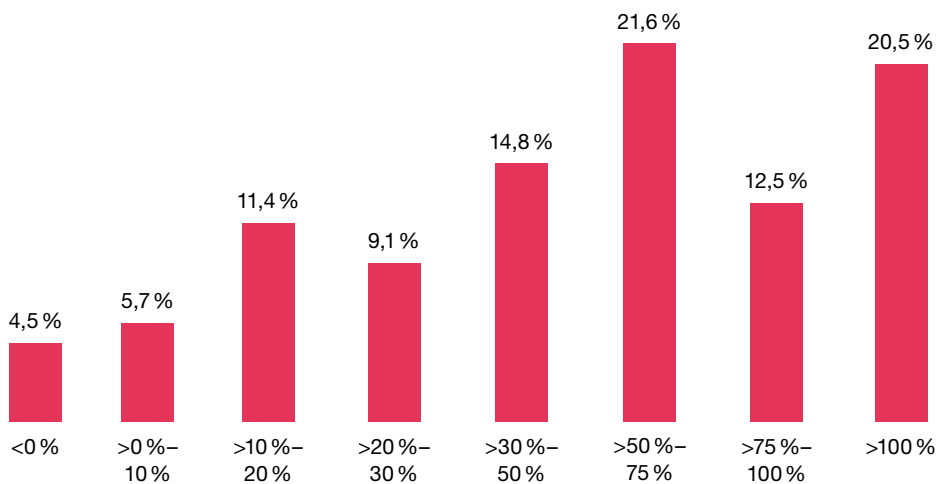
Funds from Operations/Debt + Mezzanin 2008



Das nächste Schaubild zeigt den operativen Cash-Zufluss im Verhältnis zum abzulösenden Mezzaninkapital. Mehr als die Hälfte der Unternehmen (54,6%), die einen Wert über 50% aufweisen, werden das aufgenommene Mezzaninkapital binnen maximal 2 Jahren ansparen können, um diese Mittel zurückzuzahlen. Die Unternehmen mit geringeren Werten werden voraussichtlich keinen nennenswerten Beitrag durch die operative Innenfinanzierung erreichen.

Abb. 54 Funds from Operations/Mezzanin (2008)

Funds from Operations/Mezzanin 2008



Insgesamt lässt sich festhalten, dass die Überprüfung der Unternehmensangaben im Fragebogen mittels der quantitativen Auswertung ergeben hat, dass einige der befragten Unternehmen das Thema Anschlussfinanzierung weniger kritisch sehen, als es die Zahlen der Unternehmen zulassen.

G Handlungsempfehlung

Abschließend stellt sich die Frage, inwieweit aus der aktuellen Darstellung des Bedarfs an Anschlussfinanzierung sowie der am Markt verfügbaren Finanzierungsangebote ein Marktversagen erkennbar ist, das Grundlage für die zusätzliche Schaffung eines Finanzierungsangebots bzw. die Unterstützung von bestehenden Finanzierungsangeboten von Seiten des Staates sein könnte.

Auf den ersten Blick ist ein strukturelles Marktversagen dem Grund nach zunächst nicht erkennbar. Auch für den Anteil der Unternehmen im mittleren Bereich, für die eine eigenkapitalwirksame Anschlussfinanzierung zumindest sinnvoll wäre, scheinen grundsätzlich Angebote am Markt verfügbar.

Es zeichnet sich jedoch insofern eine Asymmetrie ab, als dass das am Markt verfügbare Angebot an eigenkapitalwirksamen Mitteln im Wesentlichen bonitätsstärkere Unternehmen adressiert, gleichzeitig aber der Bedarf an eigenkapitalwirksamen Anschlussfinanzierungen überwiegend in dem tendenziell bonitätsschwächeren Segment dieser Gruppe zu erwarten ist. Hier ist nicht auszuschließen, dass sich Angebot und Nachfrage aneinander vorbei entwickeln.

In diesem Kontext hat auch Bedeutung, dass die eigenkapitalwirksamen Finanzierungsangebote zumindest zum aktuellen Zeitpunkt für die insgesamt anstehenden Anschlussfinanzierungen auch in Summe quantitativ noch nicht ausreichend zu sein scheinen. Die Investorenerwartungen wie auch die quantitativen Marktrelationen fördern insofern ein im Hinblick auf die einzugehenden Risiken risikoselektives Vorgehen.

Vor diesem Hintergrund erscheint u.E. eine Förderung eigenkapitalwirksamer, marktnah ausgestalteter und bei risikoadäquatem Pricing hinsichtlich der Bonitätserwartungen (Mindest-Rating) nicht zu eng limitierter Finanzierungsangebote auch im Kontext der bestehenden Angebote prüfenswert. Eine Ausweitung des Angebotsvolumens in Summe sollte den Markt im Sinne der Nachfrager beleben.

Hier könnte auch den eigenkapitalwirksamen Produkten der Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften (MBG) eine Bedeutung zukommen. Die betragliche Limitierung des Angebots der MBG für das einzelne Engagement liegt dabei jedoch in der Regel unterhalb der fällig werdenden Standard-Mezzaninfinanzierungen, so dass die MBG-Produkte in der Regel nur ein Baustein einer umfassenderen Anschlussfinanzierungslösung – unter Umständen auch in Kombination mit Fremdkapital – sein dürften.

Anhänge

Anhang 1 Ratingübersicht

Ratingskalen	S&P	Moody's	Fitch	Creditreform Rating	DSGV-Rating	Umschreibung
Investment Grade	AAA	Aaa	AAA	CR1	1	Außergewöhnlich gute Kreditqualität. Zahlung von Zins und Tilgung gilt als so gut wie sicher.
	AA+	Aa1	AA+	CR1	1	Sehr gute Kreditqualität. Zins und Tilgung werden mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit geleistet.
	AA	Aa2	AA	CR1	1	
	AA-	Aa3	AA-	CR1	1	
	A+	A1	A+	CR1	1	Gute Kreditqualität. Fähigkeit zur pünktlichen Zahlung von Zins und Tilgung in hohem Maße gewährleistet. Allgemeine wirtschaftliche Entwicklung macht sich etwas stärker bemerkbar als in den höheren Kategorien.
	A	A2	A	CR1	1	
A-	A3	A-	CR2	1		
	BBB+	Baa1	BBB+	CR2/CR3	2	Zufriedenstellende Kreditqualität. Fähigkeit zur pünktlichen Zahlung von Zins und Tilgung angemessen. Diese Fähigkeit wird jedoch in stärkerem Maße von der wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklung beeinflusst.
	BBB	Baa2	BBB	CR3/CR4/CR5	3/4	
	BBB-	Baa3	BBB-	CR6	5	
Sub-Investment Grade ²	BB+	Ba1	BB+	CR6/CR7/CR8	6/7	Spekulativ. Fähigkeit zur pünktlichen Zahlung von Zins und Tilgung scheint in der nahen Zukunft gegeben. Schuldner ist in stärkerem Maße von der wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklung abhängig.
	BB	Ba2	BB	CR8/CR9	8	
	BB-	Ba3	BB-	CR9/CR10	9	
Non-Investment Grade ²	B+	B1	B+	CR10/CR11/CR12	10/11	Sehr spekulativ. Die Möglichkeit zur pünktlichen Zahlung von Zins und Tilgung scheint derzeit gegeben. Schuldner ist in sehr hohem Maße von der allgemeinen wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklung abhängig.
	B	B2	B	CR12/CR13/	12	
	B-	B3	B-	CR14	13	
	CCC ¹	Caa ¹	CCC ¹	CR14/CR15/	14/15	Hohes Ausfallrisiko. Fähigkeit zur pünktlichen Zahlung von Zins und Tilgung ist in hohem Maße von anhaltend guten wirtschaftlichen und finanziellen Rahmenbedingungen abhängig.
	CC	Ca	CC	CR16/CR17/		
	C	C	C	CR18/CR19		
SD/R		RD		16/17	Ein Zahlungsausfall bei einigen aber nicht allen Verpflichtungen ist bereits aufgetreten. Symbol „R“ signalisiert, dass ein Unternehmen unter Aufsicht gestellt wurde und ein partieller Ausfall möglich ist.	
SD-D	D	DDD-D		18	Insolvenz. Schuldner ist in Zahlungsverzug. Anleihe ist notleidend.	

¹ CAA-D: Klassen zusammengefasst

² zwecks besserer Abgrenzung der drei im Rahmen der Studie betrachteten Bonitätsklassen wurde eine Aufteilung der Nicht-Investment Grade Ratingstufen in Sub- und Non-Investment Grade vorgenommen.

Anhang 2 Einschätzung der Risikoqualität der einzelnen Transaktionen

Standard-Mezzanin-Programm	Transaktion	reguläre Fälligkeit	Wertpapiertranchen	Volumen in Mio. €	letztes Moody's Rating	Moody's Idealized Expected Loss	Erwartete Ausfälle in Mio. €	Erwartete Ausfälle in % vom Transaktionsvolumen
1 PREPS	2004-1	2011	Senior Notes	220	Baa2/*-	0,09 %	0,21	4,74 %
			Junior Notes	29	nicht geratet	40,00 %	11,60	
	2004-2	2011	A1	393	Aaa/*-	0,00 %	0,00	4,06 %
			A2	75	Aaa/*-	0,00 %	0,00	
			B1	46	Baa3/*-	0,23 %	0,11	
			B2	40	Baa3/*-	0,23 %	0,09	
			Junior Notes	62	nicht geratet	40,00 %	24,80	
	2005-1	2012	A1	175	Aa3/*-	0,01 %	0,02	8,62 %
			A2	60	Aa3/*-	0,01 %	0,01	
			B	47	B1/*-	4,61 %	2,17	
			Junior Notes	31	nicht geratet	80,00 %	24,80	
	2005-2	2012	A1	217	Ba1/*-	1,11 %	2,41	15,54 %
			A2	53	Ba1/*-	1,11 %	0,59	
			B1	41,5	Caa3/*-	31,35 %	13,01	
			B2	12,5	Caa3/*-	31,35 %	3,92	
			Junior Notes	36	nicht geratet	100,00 %	36,00	
	2006-1	2013	A1	238,1	Aa3/*-	0,03 %	0,08	9,55 %
			A2	0,9	Aa3/*-	0,03 %	0,00	
			B1	40	B2/*-	8,55 %	3,42	
			B2	9	B2/*-	8,55 %	0,77	
Junior Notes			33	nicht geratet	80,00 %	26,40		
2007-1	2014	A1	186	Ba1	2,31 %	4,30	17,76 %	
		B1	35	Caa3	36,43 %	12,75		
		Junior Notes	27	nicht geratet	100,00 %	27,00		
2 H.E.A.T.	I-2005	2012	A1	157,4	Baa3	0,58 %	0,91	18,23 %
			B1	25,6	Caa3	31,35 %	8,03	
			B2	8,5	Caa3	31,35 %	2,67	
			Junior Notes	28,5	nicht geratet	100,00 %	28,50	
	I-2006	2013	A	218,4	Ba3	4,33 %	9,45	18,15 %
			B	30,8	Ca	34,35 %	10,58	
			Junior Notes	30,8	nicht geratet	100,00 %	30,80	
	I-2007	2014	A	233	B3	13,22 %	30,81	24,17 %
			B	31	Ca	36,43 %	11,29	
			C	25,5	C	36,43 %	9,29	
			Junior Notes	24,5	nicht geratet	100,00 %	24,50	

Anhang 2 Einschätzung der Risikoqualität der einzelnen Transaktionen

Standard-Mezzanin-Programm	Transaktion	reguläre Fälligkeit	Wertpapier-tranchen	Volumen in Mio. €	letztes Moody's Rating	Moody's Idealized Expected Loss	Erwartete Ausfälle in Mio. €	Erwartete Ausfälle in % vom Transaktionsvolumen
3 FORCE/ equiNotes	2005-1	2013	A	236	Aaa/*-	0,00 %	0,00	8,46 %
			B	17,8	Aa3/*-	0,03 %	0,01	
			C	20,4	A3/*-	0,20 %	0,04	
			D	18,5	Baa3/*-	0,94 %	0,17	
			E1	46,7	nicht geratet	40,00 %	18,68	
			E2	31,1	nicht geratet	40,00 %	12,44	
	2006-1	2014	A	150,2	Aa1/*-	0,01 %	0,02	7,02 %
			B	12,3	A1/*-	0,10 %	0,01	
			C	13	Baa2/*-	0,66 %	0,09	
			D	11,9	Ba1/*-	2,31 %	0,27	
			E	9,7	B1/*-	7,62 %	0,74	
			F	17,4	nicht geratet	80,00 %	13,92	
4 PULS	2006-1	2013	A1	69,1	Baa3	0,94 %	0,65	19,40 %
			A-2A	72	A1	0,06 %	0,05	
			A-2B	18	Ba3	4,33 %	0,78	
			B	26,5	Caa3	34,35 %	9,10	
			C1	21,1	Ca	34,35 %	7,25	
			C2	5,7	C	34,35 %	1,96	
			D	14,6	C	34,35 %	5,01	
			E1	8,35	C	34,35 %	2,87	
			E2	2,85	C	34,35 %	0,98	
			F	21,8	nicht geratet	100,00 %	21,80	
5 CB MezzCap	2006	2013	A	137,8	Ba2	2,85 %	3,93	15,55 %
			B	20	Ca	34,35 %	6,87	
			C	10,5	Ca	34,35 %	3,61	
			D	14,5	C	34,35 %	4,98	
			E	7,7	C	34,35 %	2,64	
			F	9	nicht geratet	100,00 %	9,00	
6 PRIME/ SmartMezzanine	2006-1	2013	A	119,6	A1/*-	0,06 %	0,08	7,77 %
			B	15	Ba1/*-	1,72 %	0,26	
			C	20	B2/*-	8,55 %	1,71	
			D	13,9	Caa2/*-	21,45 %	2,98	
			E	13	Caa3/*-	34,35 %	4,47	
			F	5	nicht geratet	100,00 %	5,00	
7 S-Mezzanine/ StaGe Mezzanine	2006	2012	A	132,8	A1	0,02 %	0,03	8,21 %
			B	20	Ba3	3,03 %	0,61	
			C	23	nicht geratet	60,00 %	13,80	

Anhang 3 Liste der mezzaninfinanzierten Unternehmen

#	Name des Unternehmens	Mezzaninprogramme
1	A. Ziemann GmbH	PRIME/SmartMezzanine
2	ABO Wind AG	PREPS 2005-1
3	Accel Instruments GmbH	FORCE 2005-1 (equiNotes)
4	ACO Severin Ahlmann GmbH & Co. KG	CB MezzCap FORCE 2005-1 (equiNotes)
5	Acri.Tec Gesellschaft für Ophthalmologische Produkte mbH	H.E.A.T. I-2006
6	ACTech GmbH	PREPS 2006-1
7	Adalbert Pilipp GmbH	PREPS 2004-2
8	Adolf Präg GmbH & Co. KG	PREPS 2005-1 PREPS 2004-2
9	adsorb-med GmbH	PREPS 2007-1
10	Advanced Medien AG	PREPS 2007-1
11	ae group ag	PREPS 2005-2 PREPS 2006-1
12	AgriCapital GmbH	H.E.A.T. I-2007
13	AHP Merkle GmbH	PREPS 2007-1
14	ALD Vacuum Technologies GmbH	H.E.A.T. I-2005
15	Alfmeier Präzision AG Baugruppen und Systemlösungen	PREPS 2004-2
16	Allgeier Holding AG	PREPS 2005-2 PREPS 2004-2
17	Alloheim Senioren-Residenzen AG	H.E.A.T. I-2007
18	Alltrans Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH	H.E.A.T. I-2007
19	Alpenland Pflege- u. Altenheim Betriebsgesell. GmbH & Co. KG Health Care & Pharmaceuticals	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
20	Aluminium Rheinfelden GmbH	H.E.A.T. I-2006
21	Aluminiumschmelzwerk Oetinger GmbH	FORCE 2005-1 (equiNotes)
22	aluplast GmbH	PREPS 2004-2
23	AMBAU GmbH Stahl- und Anlagenbau	PREPS 2006-1
24	American Clothing Distribution	PREPS 2005-2
25	ante-holz GmbH	CB MezzCap
26	apt Hiller GmbH	PREPS 2004-2
27	ARBOmedia AG	PRIME/SmartMezzanine
28	Arnold Knipping Holding GmbH	CB MezzCap
29	Arntz GmbH + Co. KG	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
30	Ascania Vliesstoffe GmbH	PREPS 2007-1 FORCE 2006-1 (equiNotes)
31	Asetronics AG	PREPS 2007-1
32	Asklepios Kliniken GmbH	PREPS 2004-2
33	Asperger Metallhütte Bruch GmbH (gehört zur Metallhüttenwerke Bruch GmbH)	H.E.A.T. I-2007
34	AsstrA Associated Traffic AG	PREPS 2006-1
35	Astroh Küchen GmbH & Co. KG	PREPS 2004-2 PREPS 2006-1
36	Atlantic Expeditions AG	PREPS 2007-1
37	August Büniger Bob-Textilwerk GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2006
38	Autohaus Sternpark GmbH & Co. KG	S-Mezanine/StaGe Mezzanine

Anhang 3 Liste der mezzaninfinanzierten Unternehmen

#	Name des Unternehmens	Mezzaninprogramme
39	Autokontor Bayern GmbH	
40	Automobil-Verkaufs-Gesellschaft Joseph Brass GmbH & Co. KG	PREPS 2005-1
41	AVAG Holding AG	PREPS 2004-1 PRIME/SmartMezzanine S-Mezanine /StaGe Mezzanine
42	Avantaxx Innovation Beteiligung Verwaltung AG	PREPS 2007-1
43	b & d media NETWORK AG	H.E.A.T. I-2007
44	B + C Tönnies Holding GmbH & Co. KG	FORCE 2005-1 (equiNotes)
45	Bäckerei Brinker GmbH	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
46	Backstube Siebrecht GmbH & Co. oHG	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
47	BAGR Berliner Aluminiumwerk GmbH	PREPS 2007-1
48	Bamag GmbH	FORCE 2006-1 (equiNotes)
49	Bandolera NV	PREPS 2007-1
50	BauKing AG	PREPS 2004-1
51	Bauwens GmbH & Co. KG	FORCE 2006-1 (equiNotes)
52	bb sozietät Buchalik Brömmekamp	H.E.A.T. I-2007
53	BDE Beteiligungsgesell. für dezentrale Energieversorgung mbH	FORCE 2005-1 (equiNotes)
54	BDT Büro- und Datentechnik GmbH & Co. KG	PREPS 2005-2 PRIME/SmartMezzanine
55	Beckermann Küchen GmbH	PREPS 2005-2
56	Behr AG	PREPS 2006-1
57	BELUGA Chartering GmbH	H.E.A.T. I-2007
58	Bernhard Kessel GmbH & Co. KG	PREPS 2004-2
59	BESTAR Stahlhandelsgesellschaft Remscheid mbH	H.E.A.T. I-2007
60	BGZ Beteiligungsgesellschaft	PRIME/SmartMezzanine
61	BI-LOG Aktiengesellschaft für e-Logistics	FORCE 2006-1 (equiNotes)
62	Bimo Italia S.p.A.	PREPS 2006-1
63	Biotest AG	CB MezzCap
64	Bitzer Kühlschinenbau GmbH & Co. Holding KG	FORCE 2005-1 (equiNotes)
65	BKN International AG	H.E.A.T. I-2007
66	Blechformwerke Bernsbach AG	H.E.A.T. I-2006
67	Bleistahl GmbH & Co. Holding KG	FORCE 2005-1 (equiNotes)
68	BMB Steering Innovation GmbH	FORCE 2006-1 (equiNotes)
69	Bockholdt KG	PREPS 2005-2
70	Böhm Fertigungstechnik Suhl GmbH	CB MezzCap PREPS 2006-1
71	Bonatti S.p.A	PREPS 2007-1
72	Börner GmbH & Co. KG	PREPS 2005-1
73	Börner Verwaltungs- und Beteiligungs GmbH	FORCE 2005-1 (equiNotes)
74	Böwe Systec AG	PREPS 2004-2 PREPS 2004-1 S-Mezanine/StaGe Mezzanine
75	Brinkhof Gruppe Deutschland GmbH	H.E.A.T. I-2006
76	Bröer Holding GmbH	CB MezzCap
77	Brüder Mannesmann AG	H.E.A.T. I-2006 H.E.A.T. I-2007

Anhang 3 Liste der mezzaninfinanzierten Unternehmen

#	Name des Unternehmens	Mezzaninprogramme
78	Brüder Schlau GmbH & Co. KG	PREPS 2004-2
79	btv holding gmbh	PREPS 2004-1
80	Büchel GmbH & Co.	PREPS 2006-1
81	BUG Verkehrsbau AG	CB MezzCap S-Mezanine/StaGe Mezzanine
82	Bürger Glas- und Fasertechnik GmbH & Co. KG	PREPS 2005-1
83	Büsing & Fasch GmbH & Co. KG	FORCE 2006-1 (equiNotes)
84	C.M.C. cooperativa muratori cementisti Ravenna	PREPS 2006-1
85	Cancom IT Systeme AG	PREPS 2005-2 PREPS 2005-1
86	Capiton Piping System GmbH	H.E.A.T. I-2005
87	Carl Künkele zur SchapfenMühle GmbH&Co.KG	PREPS 2006-1
88	Carl Sülberg GmbH & Co KG	H.E.A.T. I-2006
89	CD-Design GmbH	H.E.A.T. I-2007
90	CDS GmbH	PREPS 2004-2
91	CDV Software Entertainment AG	PREPS 2005-2
92	CEMAG Holding GmbH	H.E.A.T. I-2007
93	Centrosolar Glas GmbH & Co. KG	PREPS 2006-1 PREPS 2007-1
94	CFT GmbH Compact Filter Technic	H.E.A.T. I-2007
95	Chema Prozeß- und Systemtechnik GmbH	PREPS 2007-1
96	Clinton Großhandels GmbH	PREPS 2007-1
97	CLOSED (Lippincott)	PRIME/SmartMezzanine
98	Cogeme Set S.p.A.	PREPS 2006-1 PREPS 2007-1
99	Colloseum Handels- und Beteiligungs GmbH	PREPS 2005-2 CB MezzCap
100	Combase AG Betriebs- und Beteiligungsgesellschaft	CB MezzCap
101	Common Market Fertilizers SA	PREPS 2007-1
102	Conrad Schulte GmbH & Co. KG	FORCE 2006-1 (equiNotes)
103	Cordier Spezialpapier GmbH	H.E.A.T. I-2007
104	Crailsheimer Darmsortierbetrieb GmbH	PREPS 2006-1
105	Firma Cras NV	PREPS 2007-1
106	CRONIMET Holding GmbH	FORCE 2005-1 (equiNotes)
107	CTD Innovations-Technologie im Dialog GmbH (gem. BvD: TECTUM Customer Care Dortmund GmbH)	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
108	Curtis 1000 Europe AG	H.E.A.T. I-2005 H.E.A.T. I-2007
109	CWS Lackfabrik Conrad W. Schmidt GmbH & Co. KG	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
110	Cuylits Holding GmbH	FORCE 2006-1 (equiNotes)
111	Damp Holding	PRIME/SmartMezzanine
112	DATAGROUP GmbH	PREPS 2006-1
113	DBT Maschinenfabrik Scharf GmbH	H.E.A.T. I-2006
114	De Cronos Groep N.V.	PREPS 2007-1
115	DEG Dachdecker Einkauf Ost-West eG	PRIME/SmartMezzanine
116	Delbrouck GmbH	S-Mezanine /StaGe Mezzanine

Anhang 3 Liste der mezzaninfinanzierten Unternehmen

#	Name des Unternehmens	Mezzaninprogramme
117	DeltaSelect GmbH (falsche Postleitzahl)	FORCE 2005-1 (equiNotes)
118	Demmel AG	PREPS 2005-2
119	Der Beck GmbH	FORCE 2006-1 (equiNotes)
120	Dermapharm AG	PREPS 2004-2
121	Detlef Hegemann AG	PREPS 2007-1
122	deugro Carl E. Press Holding GmbH & Co. KG	FORCE 2006-1 (equiNotes)
123	"Deutsche See" GmbH	FORCE 2006-1 (equiNotes)
124	DIHAG Deutsche Giesserei- und Industrie Holding AG	PREPS 2004-2
125	Direct Home Corporation GmbH	PREPS 2006-1
126	Domäne Gruppe GmbH & Co. KG	PREPS 2004-2
127	Doppstadt Calbe GmbH	PREPS 2005-2
128	Dornieden Generalbau GmbH	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
129	Drahtwerk und Stahlhandel Finsterwalde GmbH	PREPS 2005-1
130	Dresdner Herrenmode GmbH	PREPS 2005-1 PREPS 2005-2
131	DRH Deutsche Reihenhäuser AG	H.E.A.T. I-2007
132	D+S europe AG	FORCE 2006-1 (equiNotes)
133	Dura Tufting GmbH	FORCE 2005-1 (equiNotes) PREPS 2005-2 PREPS 2007-1
134	E. Witte Beteiligungsgesellschaft mbH	H.E.A.T. I-2005
135	Ebert & Jacobi GmbH & Co. KG	PREPS 2004-2
136	Econcern GmbH	PREPS 2005-2
137	Econcern B.V.	PREPS 2007-1
138	Edgar Kittner GmbH & Co. KG	PREPS 2004-1
139	Eifeler Holding GmbH & Co. KG	PREPS 2006-1
140	EJOT Holding GmbH & Co. KG	PREPS 2004-2
141	ELDISY GmbH	PREPS 2006-1
142	Electrovac GesmbH	PREPS 2005-1
143	ELRO Beteiligungsgesellschaft mbH	H.E.A.T. I-2007
144	Elumatec GmbH & Co. KG	PREPS 2004-1 PREPS 2005-2
145	EMAG Maschinenfabrik GmbH	PREPS 2004-1
146	Emde Holding GmbH (gem. BvD Procar Automobile AG)	H.E.A.T. I-2007
147	emQtEC AG (vorm. Edgar Emele GmbH & Co. KG)	PRIME/SmartMezzanine
148	Emprise Management Consulting AG	H.E.A.T. I-2005 H.E.A.T. I-2006
149	E-M-S New Media AG	H.E.A.T. I-2005 H.E.A.T. I-2006
150	EnD-I AG	H.E.A.T. I-2007
151	Energy Financing Team (Switzerland) AG	PREPS 2006-1 PREPS 2007-1
152	ENOI S.p.A.	PREPS 2005-2 PREPS 2006-1
153	ENRO AG	H.E.A.T. I-2007
154	Ensinger Mineral-Heilquellen GmbH	PREPS 2004-2

Anhang 3 Liste der mezzaninfinanzierten Unternehmen

#	Name des Unternehmens	Mezzaninprogramme
155	Envirotherm GmbH	FORCE 2006-1 (equiNotes)
156	Erbe Flachstahl GmbH	H.E.A.T. I-2006
157	Erich Rohde KG Schuhfabriken	PREPS 2005-2 CB MezzCap PREPS 2004-2
158	Erismann & Cie GmbH	PREPS 2004-2
159	ES-Plastic GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2007
160	ETM Engineering Technologie Marketing GmbH	PREPS 2005-1 PREPS 2005-2
161	ETO Beteiligungsgesellschaft mbH (gem. BvD ETO Gruppe Beteiligungs KG)	FORCE 2005-1 (equiNotes)
162	Eugen Block Holding - Block House Restaurantbetriebe AG	FORCE 2005-1 (equiNotes)
163	Europart Holding GmbH	FORCE 2005-1 (equiNotes) CB MezzCap
164	European Homecare GmbH	H.E.A.T. I-2007
165	European Windfarms Deutschland GmbH	PREPS 2006-1
166	EVB Energietechnische-Vertriebs- und Beratungsgesell. mbH	H.E.A.T. I-2006 H.E.A.T. I-2007
167	EZE Elektronik Zentrum Eberbach GmbH	PREPS 2005-1
168	EZH Elektronik Zentrum Hersfeld GmbH	PREPS 2004-2
169	F. Kirchhoff AG	H.E.A.T. I-2006
170	F.G.S.-Inter-Corpo Holdinggesellschaft m.b.H.	PREPS 2004-2
171	Falkenstein Spedition-Assekuranz Vermittlungsgesellschaft mbH (Kruse Beteiligung)	FORCE 2005-1 (equiNotes)
172	FAM Magdeburger Förderanlagen und Baumaschinen GmbH	FORCE 2005-1 (equiNotes)
173	famila Handels-Betriebe GmbH & Co. KG Rhein- Neckar	PREPS 2004-1
174	Feldbinder Gruppe	PRIME/SmartMezzanine
175	FELSS Holding GmbH	PREPS 2005-1
176	Ferd. Schmetz GmbH	H.E.A.T. I-2007
177	FFK Environment GmbH	H.E.A.T. I-2006
178	Finkbeiner GmbH & Co. KG	PREPS 2006-1
179	Firma Philipp Mecklenburg	PRIME/SmartMezzanine
180	fit GmbH	PREPS 2006-1 H.E.A.T. I-2005
181	Flexo-film GmbH	H.E.A.T. I-2007
182	FMD Möbel GmbH	PREPS 2005-2
183	Formteil- und Schraubenwerk Finsterwalde GmbH	H.E.A.T. I-2006
184	Franken Brunnen GmbH & Co. KG	FORCE 2005-1 (equiNotes)
185	Franz Josef Haslberger GmbH & Co. Beteiligungs KG – Konzern	PREPS 2004-2
186	Franz Kleine Vertriebs & Engineering GmbH	PREPS 2007-1
187	Franzen Holding GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2007
188	FRENZEL-BAU GmbH & Co. KG	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
189	Freshtex International Textile-Service GmbH	PREPS 2005-1 PREPS 2005-2
190	Friedberg Produktionsgesellschaft mbH	H.E.A.T. I-2007

Anhang 3 Liste der mezzaninfinanzierten Unternehmen

#	Name des Unternehmens	Mezzaninprogramme
191	Friedola Holding GmbH	PREPS 2004-2
192	FRIMO Huber Systemtechnik GmbH & Co. KG	PREPS 2006-1
193	FRISSETTA Polymer GmbH	FORCE 2005-1 (equiNotes)
194	Fritz & Macziol GmbH	PREPS 2005-2 PREPS 2004-2
195	Fritz Blanke GmbH & Co. KG	CB MezzCap
196	Fritz Rudolf Künker Münzenhandlung e. K.	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
197	Funke Kunststoffe GmbH	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
198	G.A.M. Holding GmbH	PREPS 2006-1
199	Garbe Investment KG	PREPS 2005-1
200	GD Gotha Druck und Verpackungs GmbH & Co. KG	PREPS 2005-2 PREPS 2004-2
201	Gebrüder Götz GmbH & Co. KG	PREPS 2007-1
202	Gebr. Müller Kerzenfabrik AG	FORCE 2006-1 (equiNotes)
203	Gebrüder Trox GmbH	CB MezzCap FORCE 2005-1 (equiNotes)
204	Geiger technik GmbH	CB MezzCap
205	Gemüsering Stuttgart GmbH	PREPS 2004-1 PRIME/SmartMezzanine
206	Genuport Trade AG Marketing und Vertrieb internationaler Marken	PREPS 2005-1
207	Geomag SA	PREPS 2006-1
208	Georg Lemke GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2007
209	Georgsmarienhütte GmbH	FORCE 2005-1 (equiNotes)
210	German Hardcopy AG	S-Mezanine/StaGe Mezzanine H.E.A.T. I-2005
211	GETEC AG	PREPS 2004-2 PREPS 2005-1
212	Getränkeland Heidebrecht GmbH & Co. KG	FORCE 2006-1 (equiNotes)
213	Ghizzoni S.p.A.	PREPS 2007-1
214	GHP Holding GmbH	PREPS 2004-1 PREPS 2004-2
215	GIF Gesellschaft für Industrieforschung mbH	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
216	Glas Trösch Euroholding AG & Co. KGaA	PREPS 2004-1
217	Glasisid AG	H.E.A.T. I-2007
218	Gleichmann & Co. Electronics GmbH	PREPS 2004-1
219	GMT Gummi-Metall-Technik GmbH	PREPS 2005-2 PREPS 2007-1
220	Golfino AG	PREPS 2006-1 PRIME/SmartMezzanine
221	Gotec Gorschlüter GmbH	H.E.A.T. I-2006
222	GP Günter Papenburg AG	FORCE 2006-1 (equiNotes)
223	Gravis Computervertriebsgesellschaft mbH	FORCE 2005-1 (equiNotes)
224	Grebenstein Holding GmbH & Co. KG	PREPS 2005-1
225	GROFA Großhandel für Fahrradteile GmbH	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
226	Großkellerei Rötha GmbH	H.E.A.T. I-2006
227	Günther Wirth Hartmetallwerkzeuge GmbH & Co KG	PREPS 2005-2

Anhang 3 Liste der mezzaninfinanzierten Unternehmen

#	Name des Unternehmens	Mezzaninprogramme
228	Gustav Hensel GmbH & Co. KG	CB MezzCap
229	Gustav Wolf Seil- und Drahtwerke GmbH & Co. KG	FORCE 2005-1 (equiNotes) FORCE 2006-1 (equiNotes)
230	Gütermann AG	FORCE 2005-1 (equiNotes)
231	HAASE Energietechnik AG	H.E.A.T. I-2007
232	Hackforth Holding GmbH & Co. KG	CB MezzCap
233	hameln pharma group gmbh	FORCE 2006-1 (equiNotes)
234	Hans Geis GmbH + Co Internationale Spedition	PREPS 2006-1 PREPS 2005-2
235	Hansa Group AG	H.E.A.T. I-2007
236	Hans Warner GmbH	CB MezzCap
237	Hansa-flex Hydraulik GmbH	FORCE 2005-1 (equiNotes)
238	Hans Riegelein & Sohn GmbH & Co. KG	FORCE 2006-1 (equiNotes)
239	HANSETRANS Holding GmbH	FORCE 2006-1 (equiNotes)
240	Härtereie und Qualitätsmanagement GmbH	CB MezzCap
241	Hartmann und Partner Holding GmbH & Co. KG	PREPS 2006-1
242	Hatec GmbH	PREPS 2005-2
243	Hauhinco Maschinenfabrik G. Hausherr	H.E.A.T. I-2005
244	Haupt Pharma AG	PREPS 2007-1
245	Hecker Glastechnik GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2005
246	Heinrich Huhn GmbH & Co. KG	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
247	Heinrich Strunz GmbH (LAMILUX)	PREPS 2005-1
248	HELBAKO GmbH	H.E.A.T. I-2007
249	Helma Eigenheimbau AG	H.E.A.T. I-2005
250	Hendricks Internationale Spedition GmbH & Co. KG	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
251	Hengstenberg GmbH & Co. KG	FORCE 2005-1 (equiNotes)
252	Herbert Brandl Maschinenbau	PREPS 2007-1
253	Herbstreith & Fox KG Pektin-Fabrik	FORCE 2005-1 (equiNotes) FORCE 2006-1 (equiNotes)
254	Hermann Birk GmbH	PREPS 2004-2
255	Hesse & Knipps GmbH	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
256	HI Hamburg international Luftverkehrsgesellschaft mbH + Co. Betriebs KG	PREPS 2006-1
257	HIT Holzindustrie Torgau GbR (Hilmer-Lippmann GbR)	PREPS 2007-1
258	HKL Baumaschinen GmbH	PREPS 2004-1 PREPS 2004-2
259	HMT Heldener Metalltechnik GmbH & Co. KG	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
260	Hock Abpresstechnik, Abfallbeseitigung und Recycling GmbH	PREPS 2006-1
261	Holzma Plattenaufteiltechnik GmbH	PREPS 2005-2
262	HOMAG Holzbearbeitungssysteme AG	PREPS 2004-2 PREPS 2004-1
263	Homanit GmbH & Co. KG	FORCE 2005-1 (equiNotes)
264	Hucke AG	H.E.A.T. I-2005
265	Huettemann GmbH	FORCE 2006-1 (equiNotes)
266	Hugo Schmitz GmbH & Co. KG	S-Mezanine/StaGe Mezzanine

Anhang 3 Liste der mezzaninfinanzierten Unternehmen

#	Name des Unternehmens	Mezzaninprogramme
267	Huster GmbH & Co. Getränkegrosshandels KG	PREPS 2006-1
268	HVB Hoch-Vakuum-Beschichtungs GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2006
269	HW Industries GmbH & Co. KG	PREPS 2005-1
270	Hydro Drilling International S.p.A.	PREPS 2005-2
271	BYKUS AG für Informationstechnologie	PREPS 2007-1
272	HG Holding GmbH & Co. KG	PREPS 2004-1
273	Impfstoffwerk Dessau-Tornau GmbH	PREPS 2007-1
274	Industriebau Wernigerode GmbH	CB MezzCap
275	Infastaub GmbH	H.E.A.T. I-2006
276	Internationale Fachspedition Alfons Greiwing GmbH	FORCE 2006-1 (equiNotes)
277	Interstuhl Büromöbel GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2005
278	ISE Innomotive Systems Europe GmbH	FORCE 2005-1 (equiNotes) S-Mezanine/StaGe Mezzanine
279	Iteco Oilfield Supply GmbH	H.E.A.T. I-2007
280	IVP Internationales Virtuelles Produktmanagement GmbH	S-Mezanine /StaGe Mezzanine
281	J & A Plastics GmbH	H.E.A.T. I-2006 H.E.A.T. I-2007
282	J. Fink GmbH & Co. KG	PRIME/SmartMezzanine
283	J.W. Ostendorf GmbH & Co. KG	PREPS 2006-1
284	Jäckering Mühlen- und Nahrungsmittelwerke GmbH	PREPS 2004-1
285	Jacobi Tonwerke GmbH	CB MezzCap PREPS 2004-1 PREPS 2005-2
286	Jahncke Fruchtsäfte-Konzentrate GmbH & Co. KG	FORCE 2006-1 (equiNotes)
287	JCK Holding GmbH Textil KG	PREPS 2004-1 PREPS 2004-2
288	JKB Kunststoff-Beteiligungs-GmbH (Gizeh)	FORCE 2005-1 (equiNotes)
289	JLW Holding AG	PREPS 2005-1 PREPS 2007-1
290	Johann Dettendorfer Spedition Ferntrans GmbH & Co. KG	PREPS 2007-1
291	Josef Seibel Schuhfabrik GmbH	FORCE 2005-1 (equiNotes)
292	JOSTA Engineering + Vertriebsgesellschaft mbH (Stauner)	PREPS 2005-1
293	Julius Boos jr. GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2006
294	K&L Rohstoff und Recycling GmbH	PREPS 2007-1
295	K+L Ruppert Zentralverwaltung Stiftung & Co. KG	PREPS 2004-2
296	KAEFER Isoliertechnik GmbH & Co. KG	CB MezzCap FORCE 2005-1 (equiNotes)
297	KAHLA/Thüringen Porzellan GmbH	H.E.A.T. I-2007
298	Kapp GmbH & Co. KG	PREPS 2004-2
299	Kapp-Chemie GmbH	S-Mezanine /StaGe Mezzanine
300	Kapsch CarrierCom AG	PREPS 2005-2 PREPS 2006-1
301	KARE Reiter und Schönhofen OHG	FORCE 2005-1 (equiNotes)
302	Karl Achenbach GmbH & Co. KG	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
303	Karrena GmbH	FORCE 2005-1 (equiNotes)

Anhang 3 Liste der mezzaninfinanzierten Unternehmen

#	Name des Unternehmens	Mezzaninprogramme
304	Kemmer Technology AG	CB MezzCap
305	Kittel Supplier GmbH	PREPS 2004-2
306	Kliniken Schmieder (Stiftung und Co.) KG	PREPS 2005-1
307	Klocke Gruppe	PREPS 2004-1
308	KmB Technologie Gesellschaft für rationelle Fertigung mbH	PREPS 2005-2
309	KMR Stainless AG	H.E.A.T. I-2005
310	Kohl Gruppe AG	FORCE 2005-1 (equiNotes)
311	Komsa Kommunikation Sachsen AG – KA	PREPS 2007-1 FORCE 2006-1 (equiNotes)
312	König & Cie. GmbH & Co. KG	PREPS 2007-1
313	Könitz Porzellan GmbH	H.E.A.T. I-2007
314	KONRAD KLEINER GmbH & Co. KG	FORCE 2005-1 (equiNotes) FORCE 2006-1 (equiNotes)
315	Kraul und Wilkening u. Stelling Kommanditgesellschaft - GmbH&Co.KG	PREPS 2006-1
316	Krystaltech Lynx Europe GmbH	H.E.A.T. I-2005
317	Kühn Holding GmbH	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
318	Kurtz Holding GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2005
319	L & S GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2006
320	LADR GmbH Medizinisches Versorgungszentrum	PREPS 2006-1
321	Land- und Forstverwaltung Vanselow GbR	H.E.A.T. I-2007
322	Lapp Insulator GmbH & Co. KG	PREPS 2005-2 PREPS 2007-1
323	Lebensmittelaussenhandelsgesellschaft mbH Holding	PREPS 2006-1
324	Lech-Stahlwerke GmbH	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
325	Leichtmetallbau Schletter GmbH	FORCE 2006-1 (equiNotes)
326	Leipa Georg Leinfelder GmbH	PRIME/SmartMezzanine
327	Leistritz AG	CB MezzCap
328	LIMO Lissotschenko Mikrooptik GmbH	S-Mezanine /StaGe Mezzanine
329	Lindenmaier AG	PREPS 2006-1
330	Lisega AG	CB MezzCap
331	Lohmann & Co. AG	PREPS 2004-2
332	Losberger Intertent GmbH	PREPS 2004-2 PREPS 2005-1 PREPS 2007-1
333	Lux International AG	PREPS 2006-1
334	M. Dohmen GmbH	H.E.A.T. I-2006
335	Maas Baustoffhandels GmbH	PREPS 2005-1
336	Mäc Geiz Non Food Vertriebsgesellschaft mbH	CB MezzCap
337	Magirus AG	PREPS 2004-2
338	MAINPOL GmbH	PREPS 2005-1 PREPS 2004-1
339	Manuchar NV	PREPS 2006-1
340	Manufactum Hoof & Partner KG	H.E.A.T. I-2005
341	Maritim Hotelgesellschaft mbH	PREPS 2004-1 H.E.A.T. I-2005

Anhang 3 Liste der mezzaninfinanzierten Unternehmen

#	Name des Unternehmens	Mezzaninprogramme
342	Maschinenfabrik Hese GmbH	H.E.A.T. I-2007
343	Maschinenfabrik Mönninghoff GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2007
344	Maschinenfabrik Spaichingen GmbH	PREPS 2005-1 PREPS 2005-2
345	Maske GmbH	PREPS 2004-2
346	Matthies GmbH & Co. Rauch-Fleisch KG	H.E.A.T. I-2006 PRIME/SmartMezzanine
347	Max Aicher GmbH & Co. KG	PRIME/SmartMezzanine H.E.A.T. I-2006
348	Max Becker GmbH & Co. KG	CB MezzCap
349	Max Bögl Bauunternehmung GmbH & CO.KG	PREPS 2004-2
350	Max Schierer GmbH	PREPS 2007-1
351	Mayer-Kuvert-network GmbH	PREPS 2004-1
352	MDC Max Daetwyler AG Meermann	PREPS 2005-2
353	Meermann Bau- & Invest GmbH (gem. BvD Meermann Immobilien GmbH)	H.E.A.T. I-2006
354	Megaflex Schaumstoff GmbH	H.E.A.T. I-2007
355	Melaplast Holding GmbH & Co. KG	PREPS 2006-1
356	Memmert GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2007
357	Memorex Telex Communications AG	PREPS 2005-2 PREPS 2005-1
358	Metabowerke GmbH	PRIME/SmartMezzanine
359	Metallwerke Kloß GmbH	FORCE 2005-1 (equiNotes)
360	mfi Management für Immobilien AG	H.E.A.T. I-2006
361	MICROTRADE S.à r.l. (Cybergun SA)	PREPS 2007-1 PREPS 2006-1
362	Mineralquellen Bad Liebenwerda GmbH	PREPS 2005-1
363	MODUS Consult EDV- und Organisations GmbH & Co.	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
364	MoellerGroup GmbH & Co. KG	CB MezzCap
365	Mr. Wash Auto-Service AG	PREPS 2004-2 PREPS 2005-1
366	MSC Microcomputer Systems Components Vertriebs GmbH	PREPS 2004-2
367	MTH Handels-Holding GmbH	PREPS 2006-1 PREPS 2004-2
368	Multipolster GmbH & CO. Handels KG	PREPS 2004-2 FORCE 2006-1 (equiNotes)
369	Mürdter Metall- und Kunststoffverarbeitung GmbH	PREPS 2004-1
370	Muskator-Werke GmbH	H.E.A.T. I-2007
371	MUW Mitteldeutsche Umesterungswerke GmbH & Co. KG	PREPS 2005-2 PREPS 2005-1
372	MVB Beteiligungen AG	H.E.A.T. I-2007
373	Nabaltec GmbH	FORCE 2005-1 (equiNotes)
374	Namli Feinkost GmbH	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
375	Natursteinwerke Weiland GmbH	PREPS 2007-1
376	Nerlich & Lesser KG	FORCE 2006-1 (equiNotes)
377	Neue ZWL Zahnradwerk Leipzig GmbH	PREPS 2007-1

Anhang 3 Liste der mezzaninfinanzierten Unternehmen

#	Name des Unternehmens	Mezzaninprogramme
378	NICI GmbH	CB MezzCap FORCE 2005-1 (equiNotes) PREPS 2004-2 PREPS 2005-1
379	Nico Feuerwerk	PRIME/SmartMezzanine
380	Niles-Simmons-Hegenscheidt GmbH	FORCE 2005-1 (equiNotes)
381	NOE-Schaltechnik Georg Meyer-Keller	H.E.A.T. I-2006
382	Nölken Hygiene Products GmbH	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
383	non ferrum Metallpulver GmbH	PREPS 2005-2 PREPS 2005-1
384	NORDSEE GmbH	PREPS 2004-1
385	Obst- und Gemüseverarbeitung Spreewaldkonserve Golssen GmbH	CB MezzCap
386	Odenwald Faserplatten GmbH	FORCE 2005-1 (equiNotes)
387	ODS Optical Disc Service GmbH	PREPS 2005-2 CB MezzCap
388	Oettinger Brauerei GmbH	PRIME/SmartMezzanine FORCE 2006-1 (equiNotes)
389	Ortrander Eisenhütte GmbH	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
390	ORWO Net GmbH	H.E.A.T. I-2006
391	Ospig Textil-Gesellschaft W. Ahlers GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2006
392	Otto Bechem & Co. KG	H.E.A.T. I-2007
393	Otto Kazenmeier GmbH & Co. KG	PRIME/SmartMezzanine
394	Otto Nußbaum GmbH & Co. KG	FORCE 2005-1 (equiNotes)
395	Ownership Emissionshaus GmbH	PREPS 2006-1
396	P. W. Lenzen GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2005
397	Palmberg Büroeinrichtung + Service GmbH	FORCE 2006-1 (equiNotes)
398	Paion AG	H.E.A.T. I-2006
399	Paragon AG	FORCE 2005-1 (equiNotes) PREPS 2007-1
400	Paul Hildebrandt AG	PREPS 2006-1
401	Pauly Biskuit AG	S-Mezanine/StaGe Mezzanine PRIME/SmartMezzanine
402	PCC AG	PREPS 2004-2 S-Mezanine/StaGe Mezzanine H.E.A.T. I-2005 H.E.A.T. I-2006 PREPS 2006-1
403	PDV-Systeme GmbH	PREPS 2006-1
404	Pergan GmbH	H.E.A.T. I-2005
405	Perleberg Verlags GmbH	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
406	Pfalz-Flugzeugwerke GmbH	PREPS 2004-2
407	Pharma Base SA	PREPS 2007-1
408	Phönix Verwaltungs- und Betriebsgesellschaft mbH	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
409	Pixelpark AG	H.E.A.T. I-2007
410	Plasticos Holding AG	PREPS 2005-2 PREPS 2007-1
411	Plural Servicepool GmbH	PREPS 2004-2
412	Poelmeyer Holding GmbH	FORCE 2006-1 (equiNotes)

Anhang 3 Liste der mezzaninfinanzierten Unternehmen

#	Name des Unternehmens	Mezzaninprogramme
413	Poli-Film Verwaltungs GmbH	PREPS 2004-2
414	Poligrat GmbH	H.E.A.T. I-2006
415	Polyplast Müller GmbH	FORCE 2006-1 (equiNotes)
416	Pressol Schmiergeräte GmbH	PREPS 2005-2
417	Privatbrauerei Gaffel Becker & Co.	H.E.A.T. I-2007
418	Procar Automobile GmbH	H.E.A.T. I-2007
419	ProCurand AG	PREPS 2006-1
420	ProfiMiet GmbH	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
421	puren GmbH	FORCE 2006-1 (equiNotes)
422	Putsch Holding GmbH & Co. KG	PREPS 2004-2
423	PVG Presse-Vertriebs-Gesellschaft KG	CB MezzCap
424	P-Well GmbH Wellpappverpackungen	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
425	Q-Cells AG	PREPS 2004-2
426	Quickpack Haushalt + Hygiene GmbH	PREPS 2004-1
427	QUINTESENZ Verlags-GmbH	H.E.A.T. I-2007
428	Rampf Holding GmbH & Co.KG	PREPS 2005-1
429	Ratioparts-Ersatzteile-Vertriebs GmbH	FORCE 2006-1 (equiNotes)
430	Rautenbach AG	PREPS 2004-2
431	Reformhaus Bacher GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2007
432	Rego Herlitzius GmbH	H.E.A.T. I-2007
433	Reinhard Wolf GmbH & Co. KG	PREPS 2004-1
434	Reiss Vermögensverwaltungs AG	H.E.A.T. I-2005 FORCE 2006-1 (equiNotes)
435	RENA Sondermaschinen GmbH	FORCE 2006-1 (equiNotes)
436	REpower Systems AG	PREPS 2004-1
437	Rettenmeier Holding AG	PRIME/SmartMezzanine FORCE 2006-1 (equiNotes)
438	REUM Beteiligungs-GmbH	PREPS 2004-1
439	RFP Metallbearbeitung GmbH	PREPS 2005-1
440	RIBA Verpackungen GmbH	H.E.A.T. I-2005
441	Richard Schulz Tiefbau GmbH & Co. KG	PREPS 2005-2
442	Richter GmbH & Co. KG	FORCE 2005-1 (equiNotes)
443	Ricö Internationale Transporte und Logistik GmbH	FORCE 2005-1 (equiNotes)
444	Riemser Arzneimittel AG	PREPS 2004-2 FORCE 2006-1 (equiNotes) H.E.A.T. I-2006 PRIME/SmartMezzanine
445	Ring International Holding AG	PREPS 2005-2
446	RIMOWA GmbH	FORCE 2006-1 (equiNotes)
447	RLE INTERNATIONAL Produktentwicklungsgesellschaft mbH	H.E.A.T. I-2007
448	RMM Metallhandel GmbH	PREPS 2007-1
449	RONDO FOOD GmbH & Co. KG	FORCE 2006-1 (equiNotes)
450	Roth Industries GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2005
451	Rothberger AG	PREPS 2005-1
452	Rottendorf Pharma GmbH	FORCE 2005-1 (equiNotes)
453	Rubave National GmbH	PREPS 2005-2

Anhang 3 Liste der mezzaninfinanzierten Unternehmen

#	Name des Unternehmens	Mezzaninprogramme
454	RZ-Zimmermann GmbH & Co. Holding KG	PREPS 2004-1 S-Mezanine/StaGe Mezzanine
455	Saltus Technology AG	H.E.A.T. I-2006 H.E.A.T. I-2005
456	Sand Profile GmbH	PREPS 2005-2 PREPS 2007-1
457	Sanicare-Apotheke Inh. Johannes Mönter	PREPS 2004-1
458	Sarens Bestuur NV	PREPS 2006-1
459	SAUERESSIG GmbH & Co. KG	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
460	Saxas Nutzfahrzeuge Werdau AG	PREPS 2005-2 PREPS 2007-1
461	SBE Swiss Bioenergie AG	PREPS 2005-2
462	Scheck, In-Einkaufs-Center Achern GmbH	FORCE 2005-1 (equiNotes)
463	Scherm Holding & Verwaltungs GmbH	FORCE 2005-1 (equiNotes)
464	Schiffsversorgung Rostock GmbH	PREPS 2004-2 H.E.A.T. I-2006
465	Schlemmer GmbH	PREPS 2004-2
466	Schneider Hamburg GmbH	FORCE 2006-1 (equiNotes)
467	Schön Kliniken	PREPS 2005-2 PREPS 2005-1 PRIME/SmartMezzanine
468	Schottel GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2005
469	Schubert und Salzer Eisenwerk Erla GmbH	PREPS 2007-1
470	Schüchen International GmbH & Co. KG	FORCE 2005-1 (equiNotes)
471	Schwaiger GmbH & Co. KG	FORCE 2005-1 (equiNotes)
472	Semper Idem • Underberg AG	PREPS 2004-2
473	Senator Beteiligungsgesellschaft für Einrichtungen des Gesundheitswesens und der Altenpflege GmbH	PREPS 2006-1 H.E.A.T. I-2006
474	Senator Film Verleih GmbH	H.E.A.T. I-2007
475	Seyfert Holding GmbH & Co. KG	PREPS 2005-1
476	Siepmann-Werke GmbH & Co. KG	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
477	Sigikid H. Scharrer & Koch GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2006
478	Signalbau Huber GmbH	PREPS 2004-2
479	Silbitz Guss GmbH	PREPS 2005-2 PREPS 2005-1
480	Simon Hegele Gesellschaft für Logistik und Service mbH	PREPS 2005-1 PRIME/SmartMezzanine
481	SKET Verseilmaschinenbau GmbH	PREPS 2006-1
482	SMK Systeme Metall Kunststoff GmbH & Co.KG	PREPS 2004-2
483	SMS Michel Communication GmbH	PREPS 2004-2 PREPS 2005-2
484	SolarMarkt AG	H.E.A.T. I-2007
485	SOLVIS GmbH & Co. KG	FORCE 2006-1 (equiNotes)
486	Sonaca S.A.	PREPS 2005-2
487	Sopp	H.E.A.T. I-2006
488	Sphairon Access Systems GmbH	PREPS 2006-1
489	Splendid Medien AG	H.E.A.T. I-2006

Anhang 3 Liste der mezzaninfinanzierten Unternehmen

#	Name des Unternehmens	Mezzaninprogramme
490	Starkstrom-Gerätebau Gesellschaft mit beschränkter Haftung	PREPS 2006-1
491	Steinbeis Temming Holding GmbH	PREPS 2004-2
492	Stockheim GmbH & Co. KG	PREPS 2005-1
493	Stöckli Holding AG	PREPS 2005-2
494	Straub Holding GmbH	CB MezzCap
495	STS Transportservice Schmalkalden GmbH	S-Mezanine /StaGe Mezzanine
496	suki.international GmbH	H.E.A.T. I-2005
497	Synlab GmbH & Co. KG	FORCE 2005-1 (equiNotes) FORCE 2006-1 (equiNotes)
498	tabacon Süd FS Tabakwaren GmbH & Co. KG	PREPS 2005-2
499	Tarox Systems & Services GmbH	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
500	Teamtechnik Maschinen und Anlagen GmbH	FORCE 2005-1 (equiNotes)
501	Technische Glaswerke Ilmenau GmbH	H.E.A.T. I-2007
502	Tectum Beteiligungs GmbH	PREPS 2004-2
503	Tectum Consulting für Innovationstechnologie GmbH & Co.KG	H.E.A.T. I-2006 CB MezzCap
504	Teleunit S.p.A.	PREPS 2005-2
505	Telux Spezialglas GmbH	PREPS 2005-2
506	Terstappen KG	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
507	Tesmec S.p.A.	PREPS 2006-1
508	TGE S.p.A.	PREPS 2007-1
509	The Food & Drink Group PLC	PREPS 2007-1
510	Theo Förch GmbH & Co. KG	FORCE 2005-1 (equiNotes)
511	Theo Heimann Holding GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2007 S-Mezanine/StaGe Mezzanine
512	Thermoquell Börner GmbH & Co. KG	PREPS 2004-2
513	Thimm Verpackung GmbH & Co. KG	FORCE 2005-1 (equiNotes)
514	Tiefenbach GmbH	H.E.A.T. I-2005
515	B.&C.Tönnies Fleischwerk GmbH & Co. KG	PRIME/SmartMezzanine
516	Trelock GmbH	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
517	Trenkwalder Personaldienste AG	PREPS 2005-2 PREPS 2007-1
518	Truck-Center Hauser GmbH	S-Mezanine/StaGe Mezzanine
519	Uckerwerk Energietechnik GmbH	PREPS 2005-2 PREPS 2007-1
520	UES Unit Equipment Services AG	PREPS 2005-1 PRIME/SmartMezzanine
521	Universal Transporte Michels GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2006
522	Unterland Flexible Packaging AG	PREPS 2006-1
523	Unternehmensgruppe Dr. Eckert	PREPS 2005-1
524	Uwe Müller GmbH & Co. KG	PREPS 2005-2 PREPS 2006-1
525	Valensina GmbH	PREPS 2005-1
526	Vector Versandhandels GmbH	PREPS 2005-1
527	Vereinigte Verlagsanstalten GmbH	H.E.A.T. I-2006
528	Veritas AG	FORCE 2005-1 (equiNotes)
529	Vestolit GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2005

Anhang 3 Liste der mezzaninfinanzierten Unternehmen

#	Name des Unternehmens	Mezzaninprogramme
530	Vogeley Lebensmittelwerk GmbH	H.E.A.T. I-2005
531	Voigt & Schweitzer Markenverbund GmbH	H.E.A.T. I-2005
532	Völkel + Heidingsfelder GmbH	PREPS 2006-1
533	Volkmar Frenzel Eiscrem und Tiefkühlkost	PREPS 2006-1 FORCE 2006-1 (equiNotes)
534	Von Ardenne Anlagentechnik GmbH	PREPS 2005-1
535	VTC Partners GmbH	PREPS 2006-1
536	VVA Kommunikation GmbH	H.E.A.T. I-2007
537	W. Classen GmbH & Co. KG	PREPS 2004-1 PREPS 2004-2
538	Wafa Beteiligungs GmbH	PREPS 2004-1 PREPS 2005-1
539	Walter Rau Lebensmittelwerke GmbH & Co. KG	FORCE 2005-1 (equiNotes)
540	walter TeleMedien Holding GmbH2)	PREPS 2004-1
541	Walzen IRLE GmbH	PREPS 2005-1
542	Walzwerk Finow GmbH	H.E.A.T. I-2007
543	Wanderer-Werke AG	PRIME/SmartMezzanine
544	Waterkotte Wärmepumpen GmbH	S-Mezanine/S-Mezanine/StaGe Mezzanine
545	WAWI-Schokolade AG	PREPS 2006-1
546	Weener Plastik AG	PREPS 2005-2
547	Wego - Flexodruck GmbH	H.E.A.T. I-2006
548	WEGU GmbH & Co. KG	FORCE 2005-1 (equiNotes)
549	Weigl GmbH & CO. KG	CB MezzCap
550	Weima Maschinenbau GmbH	PREPS 2004-1 PREPS 2005-1
551	Werner Doppstadt Umwelttechnik GmbH Co. KG	H.E.A.T. I-2007
552	Werra Papier Holding GmbH	PREPS 2004-2
553	WESCO-Heizungsbedarf-GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2006
554	Westland Gummiwerke GmbH & Co. KG	FORCE 2006-1 (equiNotes)
555	wfw Media Press Udo Sattler e.K.	FORCE 2005-1 (equiNotes) FORCE 2006-1 (equiNotes)
556	Wiedemann GmbH & Co. KG	PREPS 2005-1
557	WIFA Getränke-Logistik GmbH & Co. KG	H.E.A.T. I-2006
558	Wilden AG	PREPS 2004-2
559	Wilh. Schulz GmbH	CB MezzCap
560	Wilhelm Fricke GmbH & Co. KG	PREPS 2004-2
561	Wilhelm Humpert GmbH & Co KG	S-Mezanine/S-Mezanine/StaGe Mezzanine
562	Willy Voit GmbH & Co. KG	PREPS 2005-1
563	WIMEX Agrarprodukte Import und Export GmbH	PREPS 2004-2
564	Wolff & Müller Holding GmbH & Co. KG	PRIME/SmartMezzanine
565	Woma Apparatebau GmbH	H.E.A.T. I-2005
566	WSB Neue Energien GmbH	PREPS 2005-2 PREPS 2007-1
567	WÜLFING PHARMA GmbH	PREPS 2005-2

Anhang 3 Liste der mezzaninfinanzierten Unternehmen

#	Name des Unternehmens	Mezzaninprogramme
568	X-Label GmbH	PREPS 2004-2 H.E.A.T. I-2007
569	Zabel Group Verwaltungs GmbH	H.E.A.T. I-2007
570	Zement- und Kalkwerke	PREPS 2005-2
571	Zentrum Mikroelektronik Dresden AG	PREPS 2005-1 H.E.A.T. I-2005
572	Zrinski AG	PREPS 2006-1

Ihre Ansprechpartner

Bernd Papenstein
Moskauer Str. 19
40227 Düsseldorf
Tel.: +49 211 981-2639
bernd.papenstein@de.pwc.com

Andreas Rams
Moskauer Str. 19
40227 Düsseldorf
Tel.: +49 211 981-1718
andreas.rams@de.pwc.com

Christian Lücke
Moskauer Str. 19
40227 Düsseldorf
Tel.: +49 211 981-1722
christian.lueke@de.pwc.com

Über uns

Die PricewaterhouseCoopers AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ist in Deutschland mit 8.700 Mitarbeitern und einer Gesamtleistung von rund 1,33 Milliarden Euro eine der führenden Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaften. An 28 Standorten arbeiten Experten für nationale und internationale Mandanten jeder Größe. PwC bietet Dienstleistungen an in den Bereichen Wirtschaftsprüfung und prüfungsnahe Dienstleistungen (Assurance), Steuerberatung (Tax) sowie Beratung in den Bereichen Deals und Consulting (Advisory).

