

**S•E•C•A**

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association

Band 1

**■ Haupt**



Oliver Müller-Känel

# **Mezzanine Finance**

Neue Perspektiven in der Unternehmensfinanzierung

3. Auflage

Haupt Verlag  
Bern · Stuttgart · Wien

*Oliver Müller-Känel* (1972), Dr. oec. HSG, studierte Betriebswirtschaft mit der Vertiefung Banking und Finance an der Universität St.Gallen und an der Cornell University (NY). Er promovierte mit der vorliegenden Dissertation am Institut für Banken und Finanzen der Universität St.Gallen (HSG). Während des Doktorandenstudiums arbeitete er im internationalen Unternehmensgeschäft bei der UBS mit Fokus auf Customer Relationship Management und Leveraged Finance. Anschliessend wechselte er ins Center of Excellence – Alternative Risk Transfer (ART) im Unternehmensgeschäft der Zürich-Gruppe und darauf ins Immobiliengeschäft eines internationalen Immobilienentwicklers. Derzeit ist er Produktentwickler und -manager im globalen Immobiliengeschäft einer Grossbank.

- 1. Auflage: 2003
- 2. Auflage: 2004
- 3. Auflage: 2009

Bibliografische Information der *Deutschen Nationalbibliothek*

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

ISBN 978-3-258-07427-6

Alle Rechte vorbehalten.  
Copyright © 2003 by Haupt Berne  
Jede Art der Vervielfältigung ohne Genehmigung des Verlages ist unzulässig.  
Printed in Switzerland

[www.haupt.ch](http://www.haupt.ch)

*für Zita, Emil und Laurence*



## VORWORT ZUR SCHRIFTENREIHE

Die SECA (Swiss Private Equity & Corporate Finance Association) ist der schweizerische Verband aller Unternehmen, deren Haupttätigkeitsfelder oder wichtige Teilaktivitäten in den Bereichen Private Equity und Corporate Finance liegen. Es handelt sich um einen nicht gewinn-orientierten Verein, der sich den Ideenaustausch und die berufliche Weiter- und Fortbildung der Mitglieder und deren Kundschaft zur Aufgabe gemacht hat. Die SECA fördert den Informations- und Erfahrungsaustausch unter ihren Mitgliedern, organisiert Seminare und Tagungen zu aktuellen Themen, gibt einen Newsletter heraus und stellt Kontakte zu anderen Verbänden, Behörden und weiteren Institutionen her.

Mit der vorliegenden Schriftenreihe wollen wir die bisherigen Aktivitäten der SECA sinnvoll ergänzen. Doch unsere Ansprüche an diese Schriftenreihe gehen darüber hinaus. Wir wollen eine *interdisziplinäre* Schriftenreihe mit einem klaren *Praxisbezug* auf hohem *wissenschaftlichen Niveau* und mit einer *Fokussierung* auf Private Equity und Corporate Finance.

Wir wollen die anwendungsorientierte Forschung auf den Themenbereichen Private Equity und Corporate Finance voranbringen und damit zu einem Brückenschlag zwischen Wissenschaft und Praxis beitragen. Nicht die wissenschaftliche Karriere, sondern der Kundennutzen steht für uns im Vordergrund: Jede Leserin und jeder Leser soll nach der Lektüre über einen deutlichen Wissenszuwachs verfügen. Ausgangspunkt ist immer eine praktische Fragestellung; der Mehrwert besteht jeweils darin, eine klar strukturierte, fachspezifische Beantwortung in der Praxis oder für die Praxis zu finden.

Durch das Profil und den klaren Fokus sind wir mit dieser Schriftenreihe im deutschsprachigen Raum einzigartig positioniert. Damit grenzen wir uns einerseits gegen die stark deskriptiv ausgerichteten Publikationen («How to Do») ebenso ab wie gegen die formal-analytischen, modell-theoretischen universitären «Working Papers». Das macht Sinn, weil auf dem Gebiet der interdisziplinären Forschung in den Bereichen Private Equity und Corporate Finance eine Lücke klafft. Unsere Schriftenreihe ist wichtig für den KMU-Bereich, dem wirtschaftlichen Herz unseres Wohlstandes. Für Unternehmerinnen und Unternehmer sowie für alle an der gesellschaftlichen, volks- und betriebswirtschaftlichen Entwicklung Interessierten werden hier Eckpunkte für eine vertiefte Diskussion gesetzt.

Als Geschäftsführer bin ich vom Vorstand beauftragt worden, die Forschungstätigkeiten in der Schweiz oder von Schweizer Forschenden im Ausland mit den uns zur Verfügung stehenden Mitteln zu koordinieren, zu fördern und zu forcieren. Deshalb sind wir stets dankbar für praktische Fragestellungen einerseits und für materielle und immaterielle Unterstützung andererseits. Zugleich setzen wir mit unserer Schriftenreihe eine Messlatte, um die Forschungsaktivitäten auf international kompetitivem Niveau zu halten.

Maurice Pedergnana

Dr.oec.HSG, Geschäftsführer SECA

Zug, 10. September 2002



## VORWORT VON DR. ALEXANDER KREBS

Die vorliegende Dissertation befasst sich mit dem für die Schweiz noch relativ ‚jungen‘ Finanzierungsinstrument des Mezzanine Finance. Als eine Art ‚Zwischengeschoss‘ zwischen Fremd –und Eigenkapital verkörpert das Mezzanine juristisch Fremdmittel, die wirtschaftlich jedoch mit den Chancen und Risiken des Eigenkapitals ausgestattet sind. Durch diese Eigenheit gewährt dieses spezielle Instrument neuen und gewünschten Gestaltungsraum für die Strukturierung von unternehmensspezifischen Finanzierungslösungen bei privaten und börsenkotierten Gesellschaften.

Der Ursprung des Mezzanine geht auf den Boom der Leveraged Buyout Finanzierungen der 80er Jahre in den USA zurück und hat in den letzten Jahren in Kontinentaleuropa und der Schweiz zunehmend auch Einsatz in anderen Aspekten der Unternehmensfinanzierung gefunden.

In der Literatur jedoch fristete die Abdeckung des Mezzanine bisher eher ein Nischendasein, so dass die vorliegende Arbeit insbesondere auch für die Schweiz eine wichtige Lücke schliesst.

Dr. Oliver Müller hat es verstanden, die Thematik ganzheitlich aufzugreifen und darzustellen. Neben der theoretischen und mathematischen Auseinandersetzung mit der Mezzanine Finanzierung interessieren insbesondere die skizzierten Praxisbeispiele und die Methoden zur Prozessierung und Strukturierung von unternehmungsspezifischen ‚Zwischengeschossen‘. Dank diesem Praxisbezug hat die Publikation gute Voraussetzungen, sich zu einem neuen Standardwerk für Mezzanine Finance zu entwickeln.

Dr. Alexander Krebs

Partner bei CapVis Equity Partners AG, Zürich

Zürich, 5. September 2002



## VORWORT ZUR 3. AUFLAGE

Die Erstauflage dieser Arbeit erfolgte nach den Ereignissen von 9/11. Dabei wurde die Frage nach dem Nutzen von Mezzanine Finance, insbesondere *individuell* strukturiertem Mezzanine-Kapital gestellt. Die Zeitspanne zwischen jener ersten und der vorliegenden 3. Auflage umfasst einen vollständigen Wirtschaftszyklus und lässt interessante Rückblicke und Vergleiche über die vergangenen acht Jahre zu. So ist beispielsweise in Deutschland und in der Schweiz die Entwicklung des Mezzanine-Marktes sehr unterschiedlich verlaufen. In Deutschland entwickelte sich nach 2003 unter dem Stichwort „*standardisiertes Mezzanine*“ oder „*verbrieftes Mezzanine*“ eine neue Form mezzaniner Mittelstandsfinanzierung, welcher geschickte Refinanzierungsstrategien zugrunde lagen. Bekannt gewordene Standardfinanzierungsprogramme sind bspw. H.E.A.T von HSBC Trinkaus & Burkhardt sowie das in der Schweiz von der Credit-Suisse portierte PREPS, Preferred Pooled Shares. Da Kapital in genügendem Masse und damit günstig vorhanden war, wurde dieses breit und nach einem standardisierten Ansatz an KMU, insbesondere Mittelständler, vergeben. Dabei wurden die Kapitalnehmer durch unabhängige, auf KMU spezialisierte Ratingagenturen bewertet und dieser Bewertung entsprechend in ein jeweiliges Mezzanine-Programm aufgenommen. Innerhalb der Bank wurden solche Risiken „gepoolt“ und verschiedene Risikotypen gebildet, welche in der Folge an verschiedene Investorengruppen, abhängig von deren Risikobereitschaft, vertrieben wurden. Dabei war es für die strukturierende Bank wichtig, zum Zweck einer breiten Diversifikation und eines hohen Gesamtvolumens in möglichst kurzer Zeit möglichst viele Kredite poolen zu können. Die von der Bank unterzeichneten Risiken wurden damit über den Kapitalmarkt aus ihren Büchern an die jeweiligen Investoren transferiert. Die Qualität der Kredite spielte dabei vielfach eine untergeordnete Rolle. Die jeweiligen Verträge wurden in der Regel pauschal abgeschlossen, abhängig von der jeweiligen Risikokategorie und Branche und unabhängig vom individuellen Finanzierungsfall galten meist dieselben Covenants. Ein Verwendungszweck wurde meist nicht festgelegt.

Diese Art und Weise der Finanzierung widerspricht klar den Anforderungen, welche einem Finanzierungsprozess im Rahmen sogenannten „*individuellen Mezzanines*“ zugrunde liegen. Bei der Vergabe des Letzteren setzt sich der Kapitalgeber vertieft mit dem jeweiligen Finanzierungsfall auseinander. Daraus resultieren handverlesene Mezzanine-Finanzierungen, wel-

che die jeweiligen Umstände des Kapitalnehmers in ihrem Setup berücksichtigen. Zur Absicherung des Kapitalgebers wird die Finanzierung an passende Bedingungen wie u.a. auch eine ausschliessliche Verwendung im Sinne des verhandelten Verwendungszwecks geknüpft. Die Wertschöpfung erfolgt bei dieser Finanzierungsart über die Vergabe des Mezzanine-Darlehens, nicht, wie bei Finanzierungen mittels standardisiertem Mezzanine, in der Verpackung und Transformation der Risiken am Ende der Wertschöpfungskette.

Die aktuelle Finanzkrise, die durch solche Verpackungstechniken ausgelöst oder zumindest verschärft wurde, hat auch zu einem vollständigen Erliegen des Marktes für verbrieft Mezzanine-Finanzierungen in Deutschland geführt. Viele Unternehmen, die über solche Programme Kapital aufnahmen, bangen nun um die in ein bis zwei Jahren fällige Refinanzierung dieser Darlehen.

Der Mezzanine-Markt in der Schweiz, soweit man hierzulande überhaupt von einem Markt sprechen kann, hat sich in den vergangenen Jahren in eine völlig andere Richtung entwickelt. Gründe dafür liegen u.a. darin, dass sich die meist viel kleineren und in regional fragmentierten Branchen tätigen Schweizer KMU doch wesentlich von grossen deutschen Mittelständlern mit Umsatzzahlen über einer Milliarde Euro unterscheiden. Darüber hinaus ist die Schweiz mit einer weltweit einmaligen Dichte an Kommerzbanken (Grossbanken, Raiffeisen-Banken, Kantonalbanken und Regionalbanken) historisch „overbanked“. Dabei verfolgt jede Bank Wachstumsziele, insbesondere in einem guten Wirtschaftsumfeld, wie dies spätestens ab 2005 der Fall war. Um diese zu erreichen, waren viele Schweizer Kommerzbanken bereit, Fremdkapital zu „Vorzugskonditionen“ zu vergeben. Mit anderen Worten: Nachrangige Darlehen und ökonomisches Eigenkapital wurden oft zu Kosten vorrangigen Fremdkapitals vergeben. Als Beispiel hierzu sei die Glarner Kantonalbank genannt, deren Führungscrowd sich schierem Wachstum verschrieben hatte und eine aggressive Kreditpolitik teilweise in der ganzen Schweiz verfolgte. Die Strategie führte im Jahre 2008 zu herben Verlusten und Abschreibungen, welche vom Kanton Glarus aufgefangen werden mussten.

Wie in den obigen Beispielen erläutert, konnte sich somit in den vergangenen Jahren weder in Deutschland noch in der Schweiz ein nachhaltig funktionierender Mezzanine-Markt etablieren.

Grundsätzlich sind sowohl individuelles wie auch standardisiertes Mezzanine als *Mezzanine-Finanzierung im engeren Sinne* zu bezeichnen. In bei-

den Fällen handelt es sich um privat platzierte Finanzierungen. Demgegenüber existieren weitere Formen im Bereich Mezzanine, die als *Mezzanine im weiteren Sinne* bezeichnet werden können. Im Vordergrund stehen hierbei insbesondere öffentlich platzierte, meist nachrangige Wandel- und Optionsanleihen. In diesem Segment hat sich in der Schweiz in den vergangenen Jahren tatsächlich ein nachhaltiger Markt entwickelt. So bediente sich bspw. die Swiss Life im Jahr 2003 einer Pflichtwandelanleihe, damals ein Novum in der Schweiz. Auch die UBS wusste die Eigenschaften dieses Finanzierungsinstruments zu schätzen. Sie nutzte es zuerst beim Einstieg des Singapurischer Staatsfonds GIC sowie anschliessend bei der Auslagerung ihrer Sub-prime Positionen in eine Einzweckgesellschaft unter der Schirmherrschaft der Schweizer Nationalbank (2008). Alle drei genannten Transaktionen waren klassische Mezzanine-Finanzierungen.

Im angelsächsisch geprägten internationalen Private-Equity-Geschäft mit Unternehmen und Immobilien ist der Einsatz von Mezzanine-Kapital sowohl in der Form von meist privat platzierten Wandelanleihen (Convertible Notes) sowie von ebenfalls privat platzierten Pflichtwandelanleihen bereits gefestigt.

Nach wie vor birgt diese Finanzierungsart auch für die Schweiz, Deutschland und Österreich grosse Chancen, sowohl bei der Finanzierung von Wachstum und im Rahmen von Nachfolgeregelungen bei KMU, wie auch im Immobiliengeschäft. Die aktuelle Finanzkrise könnte dazu den Stein ins Rollen bringen.

Jona, 21. Juni 2009

Dr. Oliver Müller-Känel



## VORWORT ZUR 2. AUFLAGE

Bereits kurze Zeit nach dem Erscheinen der ersten Auflage hat sich das vorliegende Buch als Standardwerk im deutschsprachigen Finanzierungs- markt etablieren können. Das stark gewachsene Interesse der Finanzge- meinde und der Politik an Mezzanine Finance sowie die Tatsache, dass po- tentielle Mezzanine-Kapitalnehmer und -investoren weiterhin ein sehr grosses Informationsbedürfnis aufweisen, macht eine unveränderte Neuauf- lage notwendig.

Im Ausblick der ersten Buchaufgabe wurde auf die starke Expansion des europäischen Mezzanine-Marktes hingewiesen und Mezzanine-Kapital als viel versprechende Finanzierungsart zur Bewältigung anstehender Heraus- forderungen in der Finanzierung von aufstrebenden Unternehmen bezeich- net. Die prognostizierte Expansion wurde im Nachgang dazu durch das weltweit äusserst angespannte konjunkturelle Umfeld verzögert. In den letzten sechs Monaten explodierten die Aktivitäten im Bereich Mezzanine- Kapital, insbesondere in Deutschland, geradezu.

Die wohl innovativste kontinentaleuropäische Mezzanine-Finanzierung er- brachte die HypoVereinsbank unter dem Zuger Originator Capital Efficiency Group AG in der Form der „*European Private Funding I Limited Part- nership*“, einer Cash-Flow-basierten Collateralized Loan Obligation. Via SPV wurde ein Collateral Portfolio über insgesamt EUR 249 Mio. mit 34 etablierten deutschen Mittelständlern aufgebaut. Die Innovation liegt dabei nicht in der bekannten CLO-Struktur, sondern in der Verbriefung des Mez- zanine-Instruments „deutscher Genussrechte“. Die erste Anleihe über die genannten EUR 249 Mio. wurde in zwei Tranchen aufgeteilt – eine *Senior- Note* mit Investment-Grade-Rating über EUR 220 Mio., welche am Kapi- talmarkt internationalen Anlegern angeboten wurde, sowie eine privat plat- zierte *Junior-Note* mit tieferer Bonität über EUR 29 Mio. Eine zweite Tranche mit 150 Unternehmen und EUR 1 Mia. soll noch in diesem Jahr folgen.

Im vergangenen Mai wurde der erste unabhängige deutsche Mezzanine Fund mit der Bezeichnung „*M Cap Finance Deutsche Mezzanine*“ ange- kündigt. M Cap fokussiert mit Direktinvestitionen zwischen EUR 3 Mio. und EUR 10 Mio. auf Mittelständler (dies im Gegensatz zu den grossen, London-basierten, unabhängigen Mezzanine-Providern, welche weit grössere Tickets anstreben).

Auch die Beteiligungsgesellschaft „*EQT Partners*“, hinter der die schwedische Wallenberg-Familie steht, plant, im Markt für Mezzanine-Finanzierungen zu partizipieren. EQT strebt noch diesen Sommer die Äufnung eines Mezzanine Funds über EUR 250 Mio. an, welcher ebenfalls vorwiegend in deutsche Mittelständler investiert werden soll.

Die ING BHF-BANK hat im vergangenen Mai den ersten in Euro nominierten Fund-of-Fund „*Mezzanine Capital Europe*“ aufgelegt. Dieser strebt eine Rendite von knapp 10% an, wobei  $\frac{3}{4}$  der Erträge durch Zinseinnahmen vertraglich gesichert sind, der restliche Viertel soll durch eine Erfolgsbeteiligung erwirtschaftet werden. Bei diesem Fund-of-Fund ist insbesondere die klare Ausrichtung auf private Anleger interessant, welche als Investorenklasse für Mezzanine-Kapital erschlossen werden soll. Die Mindestzeichnungssumme beträgt dabei rund EUR 50'000 bei einer Laufzeit von 10 Jahren.

Golding Capital Partners und Venture Capital Management, zwei Münchener Private Equity Boutiquen, kündigten einen weiteren Dachfonds an. Der Fund-of-Fund „*VCM Golding Mezzanine*“ strebt eine finale Grösse von rund EUR 125 Mio. an und ist vorwiegend auf institutionelle Investoren ausgerichtet. Die Hälfte der Investitionen sollen im europäischen Raum getätigt werden.

Die in den letzten 12 Monaten wohl interessanteste, öffentlich angekündigte Schweizer Mezzanine-Transaktion bezweckte die Pre-IPO-Finanzierung des Basler biopharmazeutischen Unternehmens „Speedel“, welche sich auf diese Weise Mezzanine-Kapital im Gesamtumfang von CHF 71.3 Mio. beschaffte.

Schliesslich sind die grossen Investmentbanken zu erwähnen. Lehman Brothers gab diesen Juni das USD 908 Mio. schwere Closing des „*Lehman Brothers European Mezzanine Funds 2003*“ bekannt, welcher bereits in 12 traditionellen, Cash-Flow-starken Industrieunternehmen mit USD 200 Mio. engagiert ist und sich ausschliesslich auf europäische Investitionen beschränkt, im Gegensatz zum rekordverdächtigen, 2003 lancierten „*GS Mezzanine Partners III*“ über USD 2.7 Mia.

Gegenwärtig qualifiziert sich Kontinentaleuropa in Bezug auf Mezzanine noch als „Emerging Market“. Anzahl und Qualität der Mezzanine-Aktivitäten weisen jedoch auf das hohe Zukunftspotential für Investoren und Kapitalnehmer hin. Weiter begünstigende Faktoren sind der wachsende Druck auf bankenfinanziertes Fremdkapital, die zunehmende Standardisie-



rung und wachsende Schwerfälligkeit der Kommerzbanken, das risikoadjustierte Pricing und Basel II sowie die Notwendigkeit, auch künftig Innovation und Wachstum zu finanzieren (auch ausserhalb des High-Tech-Bereichs). In Bezug auf Mezzanine muss deshalb nicht die Frage nach dem *ob*, sondern dem *wann* gestellt werden. Und zumindest was Mezzanine Finance anbelangt, gehört die Schweiz klar zu Europa.

Stäfa, 4. Juli 2004

Dr. Oliver Müller-Känel und Dr. Maurice Pedernana



## DANKSAGUNG

Ausgangslage dieser Arbeit war der fortschreitende Strukturwandel in der Finanzdienstleistungsindustrie seit dem Beginn der 1990er-Jahre, der insbesondere Small- und Mid-Caps mit neuen Schwierigkeiten in der Finanzierung konfrontierte (was verschiedentlich auch in politischen und ideologischen Kontroversen gipfelte).

Das Ziel dieser Arbeit ist es, das noch längst nicht ausgeschöpfte Potential von Mezzanine-Kapital zur Überwindung dieser Schwierigkeiten aufzuzeigen. Dabei bestand die Herausforderung insbesondere darin, einen in der Praxis entstandenen Lösungsansatz wissenschaftlich fundiert aufzuarbeiten und eine *Brücke* zwischen Erkenntnissen aus Wissenschaft und Praxis zu schlagen. Erschwerend kam hinzu, dass insbesondere bei privat platzierten Finanzierungen kaum öffentliche Daten zur Verfügung standen.

Über zwei Dutzend Interviews und zahlreiche informelle Gespräche ermöglichten eine Analyse der gegenwärtigen Marktsituation. Bei den nachfolgenden Interviewpartnern bedanke ich mich herzlich für ihren Beitrag und ihr persönliches Engagement: Albert Angehrn, Micheal Barben, Dr. Beat M. Barthold, Markus Ehrler, Todd Fisher, Alaric Fountain-Barber, Adam Hewson, Beat Hodel, Martin Hook, Andrew Jackson, Dr. Walter Känel, Thomas Krausser, Steffen Lehmann, Thomas Manz, Sandra Pajaro-la, Michael Pimley, Karl Reichmuth, Dr. Wolfgang Schwartzkopff, Stephan von Segesser, Othmar Som, Dr. Werner Stadelmann, Daniel Stoop, Walter Vogel und Christof Wolfer.

Bei Thomas Krausser von PRICOA Capital und „Initiative Europe“ bedanke ich mich für die Erlaubnis, aggregierte Daten ihrer Studie über Mezzanine-Finanzierungen in Europa in meiner Arbeit verwenden zu dürfen.\* In seiner Funktion als CEO der Emmi-Gruppe ermöglichte mir Fritz Wyss

---

\* PRICOA Capital beauftragte letztes Jahr „Initiative Europe“ mit der Durchführung einer Studie über Mezzanine-Finanzierungen in Europa. Die Ergebnisse wurden unter anderem an der *Thomson Financial 4th Mezzanine Conference* (25. und 26. Oktober 2001, London) im *PRICOA Mezzanine Monitor* vorgestellt und im Dealmagazin „...unquote“ veröffentlicht (der Artikel erschien am 12. November 2001 unter dem Titel "Mezzanine Lending Surges in 2001, PRICOA Capital Report Says"). „Initiative Europe“ ist ein führender und unabhängiger Anbieter von spezifischen Informationen über den Europäischen Private-Equity- und Venture-Capital-Markt und gibt unter anderem die Zeitschrift „...unquote“ heraus.

den Zugang zu Informationen über die nachrangige Wandelanleihe von Emmi.

Ein besonderer Dank gilt meinen Mentoren. Meine Referenten Prof. Dr. Beat Bernet und Prof. Dr. Andreas Grünbichler unterstützten mich jederzeit und brachten mich in kritischen Momenten wieder auf den richtigen Weg zurück. Laurence Känel, Dr. Patrick Wegmann und Dr. Walter Känel waren kritische Gesprächspartner auf deren wertvolle Anregungen und mentale Unterstützung ich jederzeit zählen durfte. Thomas Manz sowie Kristina und Berno Ullings danke ich herzlich für die sorgfältige und kritische Durchsicht des Manuskripts. Dr. Maurice Pedergnana verhalf mir in seiner Rolle als Geschäftsführer der SECA zu zahlreichen wertvollen Kontakten. Ein herzlicher Dank geht an Dr. Peter Schärer, der mir kompetent über die Klippen der neuen deutschen Rechtschreibung verhalf und meiner Studienkollegin Angelika Schöchlin. Wir feuerten uns gegenseitig an.

Erwähnen möchte ich zudem die Konzernbetreuung der UBS unter der Leitung von Fulvio Micheletti, der mir die Möglichkeit bot, meinen Traum einer Dissertation berufsbegleitend zu realisieren. Die Unterstützung und Flexibilität meines beruflichen Umfelds trug entscheidend zum guten Gelingen dieser Arbeit bei.

Mein tiefster Dank geht schliesslich an meine Eltern, Zita und Emil, die immer an mich geglaubt und mich auch in schwierigen Situationen tatkräftig unterstützt haben. Der unerwartete Tod meiner Mutter während der intensiven Schlussphase der Arbeit war ein einschneidendes und sehr schmerzhaftes Erlebnis. Ohne den kompromisslosen Beistand von Laurence und meiner Familie wäre die Arbeit in dieser schwierigen Zeit nur schwer vorangekommen.

In tiefer Verbundenheit widme ich meine Dissertation Zita, Emil und Laurence.

Diese Arbeit wurde am 4. Februar 2002 eingereicht.

Oliver Müller

Jona, 1. September 2002

# INHALTSVERZEICHNIS I

I. TEIL:	GRUNDLAGEN, EINORDNUNG UND ABGRENZUNG .....	1
<b>1. Kapitel:</b>	<b>Einleitung</b> .....	<b>3</b>
<b>2. Kapitel:</b>	<b>Mezzanine Finance</b> .....	<b>13</b>
II. TEIL:	ÖKONOMISCHE ERKLÄRUNGSANSÄTZE FÜR DIE IDENTITÄT VON MEZZANINE.....	29
<b>3. Kapitel:</b>	<b>Grundlagen</b> .....	<b>31</b>
<b>4. Kapitel:</b>	<b>Theorien der Kapitalstruktur</b> .....	<b>57</b>
<b>5. Kapitel:</b>	<b>Theorien für Mezzanine innerhalb der Kapitalstruktur</b> .....	<b>89</b>
III. TEIL:	PRAXIS UND ENTWICKLUNGEN VON ÖFFENTLICHEM MEZZANINE .....	123
<b>6. Kapitel:</b>	<b>Die Motivation für Mezzanine-Finanzierungen</b> .....	<b>125</b>
<b>7. Kapitel:</b>	<b>Kapitalmarktorientierte Mezzanine-Instrumente</b> .....	<b>147</b>
<b>8. Kapitel:</b>	<b>Aktuelle Fallbeispiele öffentlicher Mezzanine- Finanzierungen in der Schweiz</b> .....	<b>181</b>
IV. TEIL:	PRAXIS UND ENTWICKLUNGEN VON PRIVATE MEZZANINE .....	209
<b>9. Kapitel:</b>	<b>Private Mezzanine</b> .....	<b>211</b>
<b>10. Kapitel:</b>	<b>Die Umsetzung der Finanzierungsstruktur</b> .....	<b>235</b>
<b>11. Kapitel:</b>	<b>Standardprozess bei der Strukturierung einer Private-Mezzanine-Transaktion</b> .....	<b>251</b>
<b>12. Kapitel:</b>	<b>Die Entwicklung von Private Mezzanine</b> .....	<b>271</b>
V. TEIL:	KONKLUSION .....	301
<b>13. Kapitel:</b>	<b>Die Identität von Mezzanine und Begründung dessen Einsatz</b> .....	<b>303</b>



## INHALTSVERZEICHNIS II

Vorwort zur Schriftenreihe.....	vii
Vorwort von Dr. Alexander Krebs.....	ix
Vorwort zur 3. Auflage .....	xi
Vorwort zur 2. Auflage .....	xv
Danksagung.....	xix
Inhaltsverzeichnis I.....	xxi
Inhaltsverzeichnis II .....	xxiii
Abbildungsverzeichnis .....	xxxiii
Abkürzungsverzeichnis .....	xxxix
<b>I. TEIL: GRUNDLAGEN, EINORDNUNG UND ABGRENZUNG .....</b>	<b>1</b>
<b>1. Kapitel: Einleitung.....</b>	<b>3</b>
1.1 Fragestellung.....	3
1.2 Aufbau der Arbeit .....	4
1.3 Problemstellung und Hintergrund.....	8
<b>2. Kapitel: Mezzanine Finance .....</b>	<b>13</b>
2.1 Der Begriff „Mezzanine Finance“ .....	13
2.1.1 Mezzanine Finance in der Fachliteratur.....	14
2.1.2 Das dichotome Verständnis von Mezzanine.....	18
2.2 Die Auslegung von Mezzanine in dieser Arbeit.....	19
2.2.1 Mezzanine Finance i.w.S. ....	19
2.2.2 Hybrid Debt als Mezzanine Finance i.e.S.....	22
2.2.3 Eigenschaften von Mezzanine Finance.....	23
2.2.4 Private versus öffentliche Platzierung von Mezzanine-Instrumenten .....	25

2.2.5	Abgrenzung von Mezzanine gegenüber verwandten Begriffen .....	27
2.3	Zusammenfassung.....	28
II. TEIL:	ÖKONOMISCHE ERKLÄRUNGSANSÄTZE FÜR DIE IDENTITÄT VON MEZZANINE.....	29
<b>3. Kapitel:</b>	<b>Grundlagen .....</b>	<b>31</b>
3.1	Institutionenökonomische Grundlagen .....	31
3.1.1	Der Property-Rights-Ansatz und die Transaktionskosten-Theorie.....	31
3.1.2	Agency-Kosten.....	33
3.2	Financial Claims .....	34
3.2.1	Residual Claims.....	35
3.2.2	Fixed Claims .....	36
3.2.3	Vom Liquidationswert von Eigen- und Fremdkapital zum Unternehmenswert .....	39
3.3	Die Pay-off-Struktur der einzelnen Financial Claims .....	41
3.3.1	Senior Debt versus Junior Debt und Eigenkapital .....	41
3.3.2	Strukturelle Subordination .....	44
3.3.3	Warrants .....	47
3.3.4	Convertible Debt .....	49
3.4	Die Option-Pricing-Theorie .....	52
3.5	Der Verwendungszweck der Financial Claims.....	54
3.5.1	Investment-Capital .....	54
3.5.2	Ownership and Control .....	55
3.5.3	Incentive-Capital .....	55
3.5.4	Signaling Capital .....	56
3.6	Konklusion .....	56



<b>4. Kapitel:</b>	<b>Theorien der Kapitalstruktur.....</b>	<b>57</b>
4.1	Die optimale Kapitalstruktur in einer Welt ohne asymmetrische Informationsverteilung.....	57
4.1.1	Irrelevanz der Kapitalstruktur .....	58
4.1.2	Argumente für die Relevanz der Kapitalstruktur.....	60
4.1.3	Der Einfluss des Gearings auf den Unternehmenswert .....	62
4.2	Die optimale Kapitalstruktur in einer Welt mit asymmetrischer Informationsverteilung .....	67
4.2.1	Asymmetrische Information, Agency-Theory und Mezzanine Finance .....	68
4.2.2	Die Agency-Kosten von Outside Equity.....	71
4.2.3	Agency-Kosten von Debt.....	74
4.2.4	Die optimale Struktur der Aussenfinanzierung: Outside Equity versus Debt .....	79
4.2.5	Agency-Kosten in Abhängigkeit vom Aussenfinanzierungsgrad.....	81
4.2.6	Signaling und Outside Debt versus Equity .....	84
4.3	Konklusion .....	86
<b>5. Kapitel:</b>	<b>Theorien für Mezzanine innerhalb der Kapitalstruktur .....</b>	<b>89</b>
5.1	Risikoabgeltungshypothese und Kreditrationierung.....	89
5.2	Reduktion der Interessenskonflikte zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern .....	92
5.2.1	Claims-Dilution und Asset-Substitution .....	93
5.2.2	Investitionsanreize, Debt und Warrants.....	94
5.2.3	Private Informationen und Asset-Risk.....	95
5.3	Die “Backdoor-Equity”-Hypothese .....	97

5.3.1	Der analytische Erklärungsansatz .....	98
5.3.2	Finanzierung über Wandelschuldverschreibungen als effizienteste Finanzierungsform .....	101
5.4	Das Modell der sequenziellen Finanzierung von Realloptionen .....	102
5.4.1	Der analytische Erklärungsansatz .....	104
5.4.2	Die Finanzierung über Wandelanleihen löst das Problem der sequenziellen Finanzierung.....	106
5.5	Das Design von hybridem Fremdkapital bei asymmetrisch verteilter Information .....	107
5.5.1	Gestaltungsmöglichkeiten einer Wandelschuldverschreibung.....	108
5.5.2	Agency-Probleme, Informationsasymmetrien und das Design von Wandelschuldverschreibungen .....	110
5.5.3	Drei Hypothesen zum Design von Mezzanine- Kapital.....	112
5.5.4	Eigenkapitalähnliches versus fremdkapitalähnliches Mezzanine .....	115
5.5.5	Und die Transaktionskosten? .....	117
5.6	Konklusion .....	119
III. TEIL:	PRAXIS UND ENTWICKLUNGEN VON ÖFFENTLICHEM MEZZANINE .....	123
<b>6. Kapitel:</b>	<b>Die Motivation für Mezzanine-Finanzierungen.....</b>	<b>125</b>
6.1	Führt Mezzanine zu tieferen Kapitalkosten? .....	125
6.1.1	Die Debt-Sweetener-Hypothese.....	125
6.1.2	Tax-Shields und Steuerarbitrage.....	129
6.1.3	Eigenheiten des Schweizer Marktes für Risikokapital .....	130
6.2	Reduktion der Informationsasymmetrie .....	132

6.3	Die Verwendung von Mezzanine-Kapital .....	134
6.4	Konklusion .....	144
<b>7. Kapitel:</b>	<b>Kapitalmarktorientierte Mezzanine-Instrumente.....</b>	<b>147</b>
7.1	Übersicht über Mezzanine-Instrumente .....	147
7.2	Zero-Bonds.....	147
7.3	Convertibles und Optionsanleihen.....	149
7.4	Pre-IPO-Convertible .....	155
7.5	High-Yield-Debt versus Mezzanine .....	157
7.5.1	Strukturelle Subordination .....	161
7.5.2	Die Bedeutung von High-Yield-Debt in der Schweiz .....	165
7.6	Preferred Stock und Eigenkapital mit Vorzugsrechten .....	171
7.6.1	Partizipationsscheine.....	172
7.6.2	Genussscheine .....	173
7.6.3	Vorzugsaktien.....	173
7.6.4	Schlussfolgerung für die Bedeutung von Preferred Stock für schweizerisches Mezzanine .....	175
7.7	Eigenkapital- versus Fremdkapitalorientierung.....	176
7.8	Zusammenfassung und Konklusion.....	178
<b>8. Kapitel:</b>	<b>Aktuelle Fallbeispiele öffentlicher Mezzanine- Finanzierungen in der Schweiz.....</b>	<b>181</b>
8.1	Die Pre-IPO-Finanzierung von Emmi: eine innovative Anwendung von Mezzanine .....	181
8.1.1	Ausgangslage und Lösungsansätze .....	181
8.1.2	Beurteilung der Alternativen.....	187
8.1.3	Investment-Case .....	188
8.1.4	Umsetzung der Transaktion .....	190

8.1.5	Erkenntnisse aus der Pre-IPO-Finanzierung von Emmi .....	191
8.2	Die Wandelanleihe von Kaba – Refinanzierung einer Akquisition.....	196
8.2.1	Ausgangslage und Lösungsansätze .....	196
8.2.2	Beurteilung der Alternativen.....	200
8.2.3	Entscheid und Umsetzung der Transaktion .....	201
8.2.4	Schlussbemerkungen zum Resettable Convertible von Kaba .....	206
IV. TEIL:	PRAXIS UND ENTWICKLUNGEN VON PRIVATE MEZZANINE .....	209
<b>9. Kapitel:</b>	<b>Private Mezzanine.....</b>	<b>211</b>
9.1	European Mezzanine und Private Mezzanine in der Schweiz.....	211
9.2	Beispiel einer KMU-Finanzierung mit Mezzanine.....	216
9.2.1	Ausgangslage und Modalitäten .....	216
9.2.2	Wie wurde die Transaktion strukturiert? .....	219
9.2.3	Erkenntnisse .....	223
9.3	Privat platzierte Mezzanine-Instrumente .....	226
9.3.1	Nachrangige und partiarische Darlehen.....	226
9.3.2	Stille Beteiligung.....	228
9.3.3	Payment-in-Kind-Securites (PIK).....	228
9.3.4	Equity-Kicker .....	229
9.3.5	Verkäuferdarlehen .....	231
9.4	Konklusion .....	231
<b>10. Kapitel:</b>	<b>Die Umsetzung der Finanzierungsstruktur.....</b>	<b>235</b>
10.1	Der Investitionsprozess.....	235
10.1.1	Ablauf und Zeitplanung .....	235

10.1.2	Ideale Voraussetzungen für einen Mezzanine-Kandidaten .....	237
10.1.3	Due Diligence.....	238
10.2	Covenants und die vertragliche Strukturierung der Transaktion.....	239
10.2.1	Sicherstellen der vereinbarten Verwendung des Mezzanine-Kapitals .....	240
10.2.2	Die Bedeutung des Exits für Mezzanine-Transaktionen.....	240
10.2.3	Rechtzeitige Verfügbarkeit von Finanzinformationen.....	242
10.2.4	Aufrechterhaltung eines minimalen Cash-Flows.....	243
10.3	Die institutionelle Strukturierung .....	245
10.3.1	Strukturelle Subordination .....	246
10.3.2	Intercreditor-Agreement.....	246
10.4	Zusammenfassung und Konklusion.....	248
<b>11. Kapitel:</b>	<b>Standardprozess bei der Strukturierung einer Private-Mezzanine-Transaktion.....</b>	<b>251</b>
11.1	Ablauf einer Strukturierung .....	251
11.2	Bestimmung der Verschuldungskapazität nach dem Versicherungsprinzip .....	253
11.2.1	Berechnung des Eigenkapitalanteils .....	257
11.3	Strukturierung einer Private-Mezzanine-Transaktion mit Wandlungsmöglichkeit .....	258
11.3.1	Berechnung des Warrants .....	258
11.4	Strukturierung von Private Mezzanine ohne Wandlungsmöglichkeit .....	262
11.4.1	Modellartige Darstellung der Transaktion.....	262
11.4.2	Renegotiation und vorzeitige Auflösung des Vertragsverhältnisses .....	266

11.5	Zusammenfassung und Konklusion.....	270
<b>12. Kapitel:</b>	<b>Die Entwicklung von Private Mezzanine.....</b>	<b>271</b>
12.1	Die Motivation für LBOs und Mezzanine in den 1980er- Jahren .....	271
12.1.1	Privatisierungen durch LBOs.....	273
12.1.2	Die These vom überhitzten Buy-out-Markt.....	276
12.1.3	Die Bedeutung von Mezzanine und die Entwicklung des Leveraged Buy-out-Marktes seit den 1980er- Jahren .....	279
12.2	Entwicklung des europäischen Private-Mezzanine-Marktes.....	281
12.2.1	Entwicklung des europäischen Mezzanine-Marktes.....	281
12.2.2	Mezzanine-Transaktionen: Buy-outs versus Non- Buy-outs.....	283
12.2.3	Entwicklung der Kapitalstruktur in Mezzanine- Transaktionen.....	286
12.3	Entwicklung von Private Mezzanine in der Schweiz .....	287
12.3.1	Professionelle Mezzanine-Provider in der Schweiz .....	287
12.3.2	Der Schweizer Kreditmarkt.....	292
12.3.3	Die neue Basler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II) .....	295
12.4	Konklusion.....	298
V. TEIL:	KONKLUSION.....	301
<b>13. Kapitel:</b>	<b>Die Identität von Mezzanine und Begründung dessen Einsatz.....</b>	<b>303</b>
13.1	Das Kapitalkostenargument.....	303
13.1.1	Das Steuerargument .....	303
13.1.2	Das Debt-Sweetener-Argument .....	304
13.2	Mezzanine zur Überwindung von Problemen asymmetrisch verteilter Information .....	305

13.2.1	Die Backdoor-Equity-Hypothese .....	305
13.2.2	Die Hypothese der sequenziellen Finanzierung von Realoptionen .....	306
13.2.3	Kreditrationierung .....	307
13.3	Konklusion für die Investoren .....	308
13.3.1	Hypothese der Reduktion von Bondholder- und Shareholder-Konflikten .....	308
13.3.2	Das Risiko-Rendite-Argument.....	309
13.4	Schlussbetrachtung.....	310
13.5	Investitionsopportunitäten und Ausblick .....	310
13.5.1	Weitere Forschungsanstrengungen .....	312
	Verzeichnis der Interviewpartner .....	313
	Literaturverzeichnis.....	317