

Oliver Müller-Känel

Mezzanine Finance

Neue Perspektiven in der Unternehmensfinanzierung

3. Auflage

Haupt Verlag
Bern · Stuttgart · Wien

INHALTSVERZEICHNIS II

Vorwort zur Schriftenreihe.....	vii
Vorwort von Dr. Alexander Krebs.....	ix
Vorwort des Autors	Fehler! Textmarke nicht definiert.
Inhaltsverzeichnis I.....	xiii
Inhaltsverzeichnis II	xv
Abbildungsverzeichnis	xxv
Abkürzungsverzeichnis	xxxii
I. TEIL: GRUNDLAGEN, EINORDNUNG UND ABGRENZUNG	1
1. Kapitel: Einleitung.....	3
1.1 Fragestellung.....	3
1.2 Aufbau der Arbeit	4
1.3 Problemstellung und Hintergrund.....	8
2. Kapitel: Mezzanine Finance.....	13
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
3. Kapitel:	Grundlagen	31
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

4. Kapitel:	Theorien der Kapitalstruktur.....	57
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
5. Kapitel:	Theorien für Mezzanine innerhalb der Kapitalstruktur	89
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
6. Kapitel:	Die Motivation für Mezzanine-Finanzierungen.....	125
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
7.	Kapitel: Kapitalmarktorientierte Mezzanine-Instrumente.....	147
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
8.	Kapitel: Aktuelle Fallbeispiele öffentlicher Mezzanine- Finanzierungen in der Schweiz.....	181
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
9. Kapitel:	Private Mezzanine.....	211
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

10. Kapitel: Die Umsetzung der Finanzierungsstruktur.....	235
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
11. Kapitel: Standardprozess bei der Strukturierung einer Private-Mezzanine-Transaktion.....	251
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
12.	Kapitel: Die Entwicklung von Private Mezzanine.....	271
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
13. Kapitel:	Die Identität von Mezzanine und Begründung dessen Einsatz.....	303
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