



Lode LANGEDONCK

Quaestor

Vermogensbeheer NV

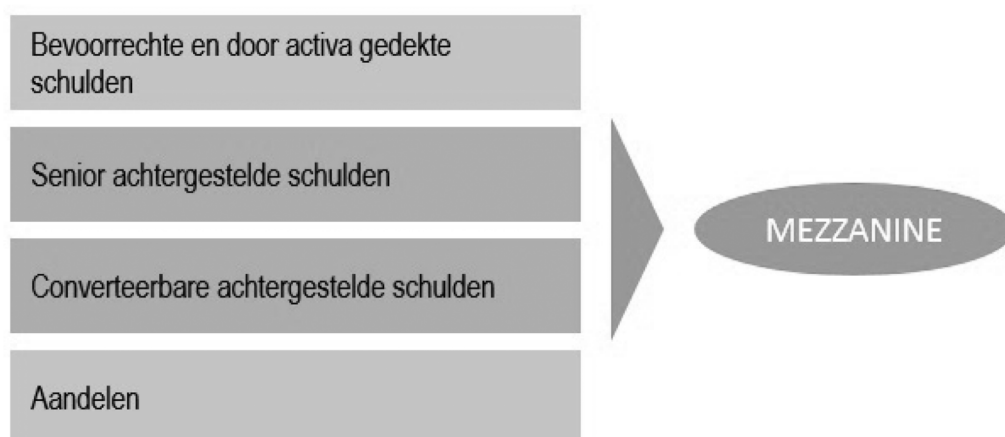
Mezzaninefinanciering

De term mezzanine is afkomstig van het Italiaanse mezzanino en verwijst naar een begrip uit de bouwwereld die letterlijk “tussenverdieping” betekent. Bij een mezzaninefinanciering wordt ook een tussenverdieping gecreëerd tussen 2 andere financieringsvormen, namelijk het eigen vermogen en het vreemd vermogen. Structureel gezien is deze vorm van financiering achtergesteld ten opzichte van bevoorrechte schuldeisers, vaak obligatiehouders of banken, en bevoorrecht ten opzichte van de gewone aandeelhouder. Dit zorgt ervoor dat mezzanine door de banken als quasi-kapitaal wordt beschouwd en in die zin gebruikt wordt als een hefboom om een gewone banklening te krijgen. Op die manier is er minder nood aan aandelenkapitaal.

Mezzanine finance

Mezzanine finance is a layer of funding in between senior debt and equity. It is subordinate in priority of payment to senior debt and senior in rank to common stock. The scarcity of capital in 2008 and early 2009 led to the increased prominence of mezzanine investing and more specifically for leveraged buy-outs that closed at that time. Companies also use mezzanine to fund growth opportunities. In recent years there has been a spike in use of mezzanine by real estate developers. Shareholder dilution will be less with mezzanine than with equity investments as mezzanine does not carry ownership rights. Furthermore, mezzanine finance will enable a company to secure future bank lending. This type of financing is not an alternative to bank financing, but always an addition to this. As a borrower, it is still important to make full use of cheap bank financing first. In comparison with other European countries, Belgium is still lagging behind. Nevertheless, a change in mentality is gradually taking place, in which the perception of expensive mezzanine financing is changing, resulting in an increasing interest and deal-flow in Belgium.

Mezzanine vult de leegte op tussen bevoorrechte leningen en aandelen



Bron: Fitch ratings.

Een nieuw fenomeen kunnen we quasi-kapitaal niet noemen. Het idee om schuld in eigen vermogen te converteren werd reeds gebruikt tijdens de Spaanse successieoorlog toen de Britse overheid met een hoge schuldgraad te maken had. Het schuldpapier werd aan een grote discount

verhandeld wat de herfinanciering van de schuld telkens moeilijker maakte. Een oplossing werd toen gevonden in de creatie van aandelen van een nieuwe entiteit, die konden vervuuld worden tegen schuldpapier.

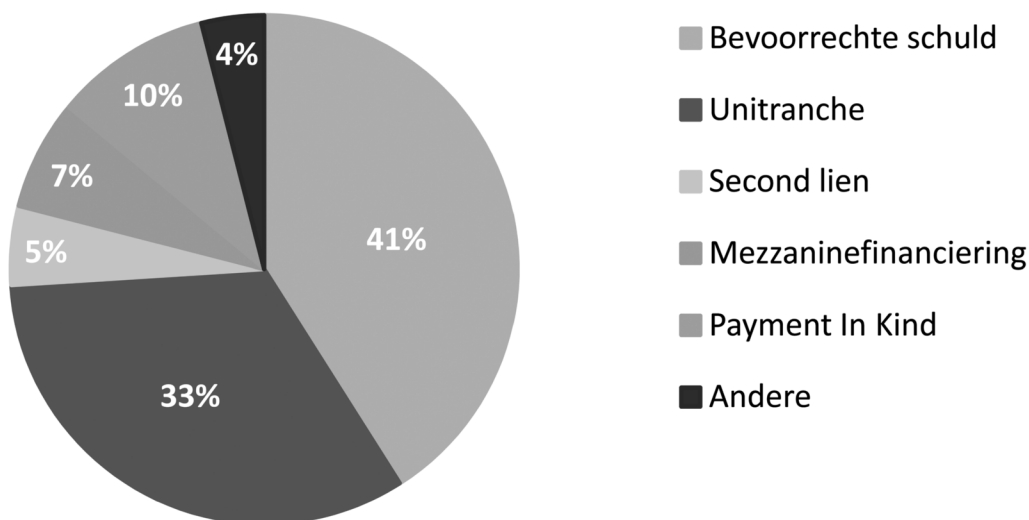


In de recentere geschiedenis zagen we mezzaninefinanciering in de huidige vorm vooral opduiken in de Verenigde Staten tijdens de jaren '80. Deze werden gekenmerkt door een hoge mate van productinnovatie en dit voornamelijk op de financiële markten waar producten als swaps en opties het daglicht zagen. De steile groei van het aantal management buy-outs in die periode noopte de overnemers ertoe om zich op andere manieren dan voorheen te financieren aangezien de klassieke financieringsmogelijkheden in vele gevallen ontoereikend waren.

Het markt-gebaseerd financieel systeem van de Verenigde Staten zorgt ervoor dat de bankfinanciering slechts 30% van de kredietmarkt uitmaakt, terwijl dit in Europa oploopt tot 75%.

Initieel was de Europese markt weigerachtig ten opzichte van alternatieve financieringsvormen. De kentering kwam er pas in 2008 waar de combinatie van de kredietcrisis en de alsmaar strengere kapitaaleisen voor banken ervoor zorgden dat de kredietverlening beperkt werd. Dit had als gevolg dat bedrijven nieuwe financieringsvormen dienden te vinden.

Het Europese kredietlandschap anno 2017



Bron: Deloitte.

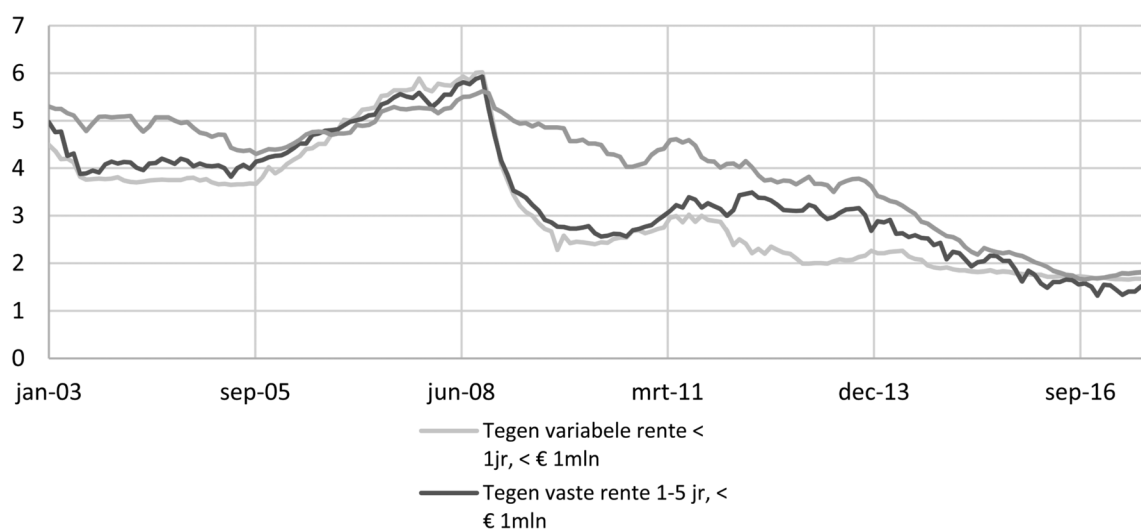
Tot op heden zijn de belangrijkste verstrekkers van mezzaninefinanciering in Europa nog steeds de kredietinstellingen. Door de stijgende risicoaversie en de implementatie van het Bazel III-akkoord zullen Europese bedrijven de komende jaren in grotere mate beroep moeten doen op andere kredietverstrekkers. Op vandaag behoren ook pensioenfondsen, hefboomfondsen en onafhankelijke mezzanineverschaffers tot de investeerders.

In vergelijking met Nederland, het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en de Scandinavische landen loopt België nog steeds achter. Toch is er stilaan een mentaliteitswijziging gaande waarbij de perceptie van een dure mezzaninefinanciering aan het veranderen is, met als gevolg een stijgende belangstelling en deal-flow in België. Zo werd er via

Quaestor Vermogensbeheer in de laatste 2,5 jaar, gespreid over een 25-tal dossiers, voor 130 miljoen euro in mezzaninefinancieringen aan Vlaamse KMO's geïnvesteerd.

Mezzaninefinanciering is geen alternatief voor bankfinanciering, maar steeds een aanvulling hierop. Het komt er als ontlener nog steeds op aan om eerst de goedkope bankfinanciering volop te benutten. Door het effect van de lage rente op deze bancaire kredieten is de totale financieringskost nog steeds beperkt. De oplopende waardeeringen van bedrijven verlagen de verwachte meerwaarde voor aandelenbeleggers en Private Equity-fondsen. Maar mits een goede risicoafweging hoeft dit op zich niet te resulteren in een lager rendement voor mezzaninefinancieringen.

Rentetarieven op nieuwe kredieten



Bron: NBB.

Ondernemingen die willen investeren, hun bancaire kredietlimiet hebben bereikt en geen enkele andere kredietgever kunnen aanspreken, zijn in veel gevallen gedwongen om een kapitaalverhoging door te voeren. Dit verwatert het belang van de huidige aandeelhouders, voor zover zij niet intekenen op de kapitaalsverhoging. Mezzaninefinanciering is daarom een geschikte financieringsvorm voor ondernemingen die geen beursnotering wensen of geen verwatering willen van de huidige controlepositie. De mezzaninefinancierder is immers bereid om afstand te doen van zijn aandeelhoudersrechten in ruil voor een hoger rendement.

Zoals reeds eerder vermeld wordt een mezzaninefinanciering door de kredietinstellingen als quasi-kapitaal beschouwd waarbij het eigen vermogen wordt versterkt wat ervoor zorgt dat het aangaan van een dergelijke lening een positieve invloed heeft op het aantrekken van toekomstige schuldfinanciering. Bijgevolg zullen er meerdere investeringsprojecten gelijktijdig mogelijk zijn.

De grotere mate van flexibiliteit spreekt ook in het voordeel van deze vorm van financiering. Aangezien voor deze kredietverstrekkers het totale rendement van groot belang is, is er flexibiliteit omtrent de aflossing en de rentes die moeten worden betaald. Zo hoeft er nauwelijks kapitaal afbetaald te worden gedurende de looptijd van de lening.

Indien er op korte termijn toch extra bancair kan ontleend worden, heeft u bij mezzaninefinanciering meestal de mogelijkheid om het ontleende kapitaal vroegtijdig terug te betalen. Aan deze vroegtijdige terugbetaling zal vaak een vooraf bepaalde terugbetalingspremie gekoppeld worden.

Alhoewel dergelijk kapitaal de kenmerken heeft van zowel eigen als vreemd vermogen, mogen de intrestafbetalingen van de lening fiscaal in mindering worden gebracht van de belastbare winst.

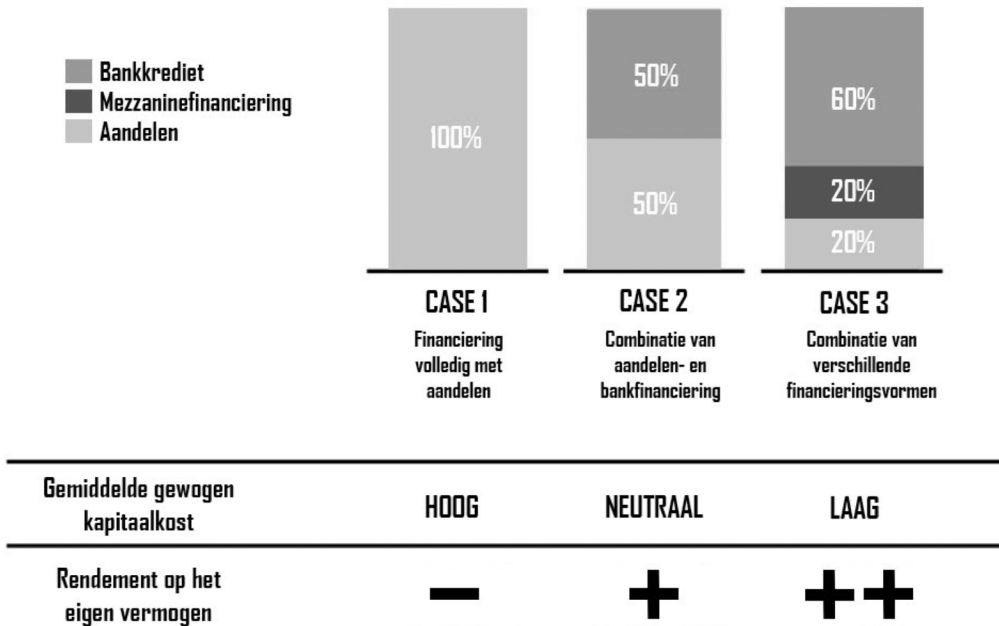
In een traditioneel financieringscenario, waar het bedrijf alleen wordt gefinancierd door aandelenkapitaal, zal de gewogen kapitaalkost hoog zijn. De kostprijs en de gevraagde return op aandelenkapitaal zijn namelijk zeer hoog aangezien een aandeelhouder niet tevreden zal zijn met de rentevoet van een bancair krediet. Hoe lager het percentage van eigen vermogen in de vennootschap, hoe lager de gewogen kapitaalkost zal zijn, met als gevolg een hoger rendement op het eigen vermogen. De bijkomende mezzaninefinanciering zal dus een ietwat hogere financiële hefboom teweegbrengen. Aan de hand van de onderstaande grafiek kunnen we concluderen dat het achtergesteld financieren van een vennootschap de efficiëntie van de kapitaalstructuur significant kan verhogen.



Optimalisering van de kapitaalstructuur door verlaging van de gemiddelde kost van kapitaal

Kapitaalstructuur van de onderneming

(% van de ondernemingswaarde)



Bron: Bond Capital.

In tegenstelling tot rentes, beursgenoteerde aandelen en obligaties, die fluctueren naargelang de economische condities, is de mezzanine markt zeer constant en stabiel waardoor de vereiste returns van mezzanine investeringen de laatste jaren relatief constant zijn gebleven. Daarenboven is het in de huidige tijden van lage marktrente niet evident om rendement te halen op vastrentende beleggingen. Een aanvulling op een beleggingsportefeuille met aandelen kan dus zeker een gespreide investering in mezzaninefinancieringen zijn. Door de spreiding én de accumulatie van de hoge coupons, wordt toch een zekere veiligheidsmarge ingebouwd. Anderzijds is de opportuniteitskost heel beperkt in vergelijking met een “risico-vrije” belegging in overheidspapier.

Als kredietgever kunt u bijkomend enkele restricties aan het krediet koppelen. Zo heeft u het recht om zaken goed of af te keuren aangaande bijkomende schulden, overnames door de kredietnemer, wijzigingen in het management en/of aandeelhouderschap en betaling van de rentes en het kapitaal. Dit houdt tegelijkertijd ook een nadeel in voor de kredietnemer die bij het spenderen van het ontleende kapitaal geen volledige handelingsvrijheid meer heeft.

Het grootste nadeel voor de kredietverschaffer is eigen aan de mezzaninefinanciering zelf en houdt in dat deze niet

gedekt wordt door een onderpand, wat bij bevoorrechte schulden wel het geval is. De terugbetalingscapaciteit hangt grotendeels af van de totale toekomstige kasstromen en de hoeveelheid bevoorrechte schulden. Dit is in de onderhandelingen met het ontlenende bedrijf ook een belangrijk discussiepunt. Terwijl sommige financieringen achtergesteld zijn ten opzichte van alle schulden van de onderneming, zullen andere kredietverschaffingen enkel achtergesteld zijn ten opzichte van de bancaire schulden. De structuur van de mezzaninefinanciering, waarvan de cashflow meestal op het einde komt, zorgt ervoor dat deze vorm van kredietverschaffing weinig liquide is. Een vroegtijdige exit is dus nagenoeg onmogelijk.

Zoals eerder vermeld werden de eerste mezzaninefinancieringen voornamelijk uitgegeven om de buy-outs van ondernemingen te helpen financieren. Bij een buy-out wordt er privaat aandelenkapitaal gebruikt om een publieke of private onderneming over te kopen van de huidige aandeelhouders. Een buy-out kan op verschillende manieren gebeuren. Van zodra er een overname gebeurt met weinig eigen middelen en veel geleend kapitaal, spreken we van een leveraged buy-out. Bij dergelijke buy-outs zal men dus veel vreemd vermogen aantrekken. De voorkeur gaat uiteraard uit naar goedkope bankkredieten waarbij men de activa van de onderneming in pand dient

te geven om het krediet te bekomen. Op vandaag zullen de activa van het bedrijf in veel gevallen ontoereikend zijn om als onderpand te dienen aangezien de kredietinstellingen bij het verschaffen van het kapitaal geen rekening houden met een groeiscenario. Door de gestegen waardenringen zal er meer eigen vermogen nodig zijn. Mezzaninefinanciering kan hier als oplossing dienen.

Mezzaninefinanciering kan ook soelaas bieden voor startups of bedrijven die zich in een groeifase bevinden. Een bedrijf dat sterk groeit heeft immers nood aan extra werkkapitaal. Door het verschaffen van kapitaal via een mezzaninefinanciering kan het bedrijf onverwijld verder gaan met de veelbelovende zakelijke projecten. Bij startups wordt voornamelijk de afweging gemaakt om al dan niet te verwateren en extra aandelenkapitaal aan te trekken.

De nood aan kapitaal kan aanzienlijk stijgen bij bedrijven die tijdelijk een moeilijke periode doormaken. De mezzaninefinanciering kan tijdens deze periode van herstructurering wat ademruimte creëren. Het gebruik van het toegestaan krediet dient weliswaar wel aangewend te worden om de herstructureringsdoelen te vervullen. Van

zodra de geplande herstructurering werd doorgevoerd kan de mezzanine in een volgende fase vervangen worden door een bankkrediet. In het geval waarin de problemen blijven aanslepen zal er effectief een kapitaalverhoging nodig zijn.

Het gebruik van mezzaninefinanciering wint ook aan belang in de vastgoedsector. Zo kan de mezzaninefinanciering voor een vastgoedproject oplopen van 10% tot 40%. In tegenstelling tot bij hypothecaire kredieten, waar het vastgoed als onderpand van de lening dient, zal de mezzaninefinancierder een pand hebben op de aandelen van de vastgoedvennootschap die, enkel en alleen, het specifieke vastgoed in haar bezit heeft. Goede afspraken tussen beide ontleners aangaande de vorm van kapitaalverstrekking, de voorwaarden van de kredieten en de stappen bij mogelijke falings zijn van primordiaal belang. Voor de kredietinstelling is het namelijk zeer belangrijk dat de mezzaninefinancierder zijn afspraken nakomt wat betreft het gecommitteerd kapitaal aangezien dit voor hen als quasi-kapitaal wordt beschouwd. Anderzijds heeft de mezzaninefinancierder een bezorgdheid omtrent de potentiële afscherming van het vastgoed door de bank.

Voorbeeldcase 1

Case 1 – Leveraged en Management buy-out

Een familiale groep die sinds 2009 actief is en op korte termijn een zeer sterke groei kende, wordt verkocht voor € 31,5 miljoen euro aan een nieuw opgerichte holding. Deze is voor 50% in handen van een Private Equity-groep en voor 50% in handen van het bestaand management.

Totale transactiewaarde: € 31.500.000,00

- € 12.000.000,00 cash
- € 16.500.000,00 bankkredieten
- € 3.000.000,00 mezzaninefinanciering

Doelstelling: Overname van de onderneming door een Private-Equity fonds

Voorwaarden:

- € 3.000.000,00
- Looptijd: 7,5 jaar
- Coupon: 8,50% op jaarbasis (4,35% jaarlijks en 4,15% gekapitaliseerd)
- Callmogelijkheid: na 3 jaar tegen 103%
- Mezzaninefinanciering aan de holding

Waarborgen en Convenanten:

- Convenanten mbt dividenden en bijkomende schulden



Voorbeeldcase 2

Case 2 – Vastgoedfinanciering

Een familiale groep die reeds 17 jaar actief is in de vastgoedmarkt met een holding die gekapitaliseerd is voor 10 miljoen euro. Onderliggend één operationele vennootschap en vastgoedvennootschappen met telkens één specifiek onroerend goed.

Doelstelling: Verdere uitbouw van de groep.

Voorwaarden:

- € 5.000.000,00
- Looptijd: 7 jaar
- Coupon: 9,00% op jaarbasis (5,00% jaarlijks en 4,00% gekapitaliseerd)
- Callmogelijkheid: na 4 jaar tegen 104%
- Mezzaninefinanciering aan de holding

Waarborgen en Convenanten:

- Aandelen van de specifieke vastgoedvennootschap in pand
- Waarde van het vastgoed (grond + constructie): € 16.000.000,00
- Totale schuldpositie van de emittent: € 14.000.000,00 (waarvan € 9.000.000,00 bancaire schuld en € 5.000.000,00 mezzaninefinanciering)

Tijdens de kredietcrisis beslisten veel bevoorrechte schuldeisers samen met de aandeelhouders om de onderneming te verkopen en deze daarna terug te kopen. Aangezien de mezzanineschuld zich in veel gevallen op het holdingniveau bevond bleven veel achtergestelde investeerders in de kou staan. De rechten van de mezzaninekredietverschaffers zijn de laatste jaren sterk verbeterd. Dit is een beweging die de komende jaren zeker nog in positieve zin zal en moet evolueren. Bij de huidige contracten wordt er quasi altijd een beschermingsmechanisme ten opzichte van de achtergestelde schuldeiser in de contracten opgenomen.

Tot op heden staat deze vorm van financiering nog steeds in de schaduw van risicokapitaal maar heeft zeker het

potentieel om als gelijkwaardig beschouwd te worden. Er zal een extra inspanning nodig zijn vanuit de markt zelf om zaakvoerders van KMO's ervan bewust te maken dat er ook alternatieve financieringsvormen bestaan. Ook zorgt de complexiteit van mezzaninefinanciering ervoor dat KMO's op vandaag veelal andere vormen van krediet aangaan.

Het moet gezegd worden dat mezzaninefinanciering geen ultieme oplossing is voor de financiering van alle KMO's. Het zich al dan niet achtergesteld financieren blijft afhankelijk van de situatie waarin het bedrijf zich bevindt en de noden die het op dat moment heeft.