INSTITUTIONAL ASSET MANAGEMENT – IMMOBILIEN-SPEZIALFONDS

MEZZANINE-PROJEKTFINANZIERUNG: CHANCEN UND RISIKEN EINES WACHSENDEN MARKTSEGMENTS

Endgültig vorbei sind die Zeiten, in denen Projektentwicklungen noch problemlos mit bis zu 100 Prozent Fremdkapital finanziert werden konnten. Dafür verantwortlich zeichnen insbesondere ein erhöhtes Risikobewusstsein sowie stark gestiegene regulatorische Anforderungen in der Bankenwelt. Für die traditionell äußerst kapitalintensive Development-Branche ergibt sich damit ein Problem: Vielen aktiven Unternehmen fällt es zunehmend schwer, die von den Kreditinstituten geforderten Eigenkapitalmittel zu erbringen. Mezzanine-Kapital, sprich nachrangige Darlehen, ist ein möglicher Ansatz zur Schließung solcher Finanzierungslücken. Der Autor des vorliegenden Beitrags analysiert die wichtigsten Trends in diesem Marktsegment, das sich seiner Einschätzung nach bereits zu einer eigenen Assetklasse entwickelt hat. Red.

Gerade erst stellte die DWS einen dreistelligen Millionen-Euro-Betrag als Mezzanine-Kapital zur Finanzierung des Büroturms T1 im Quartier Four Frankfurt zur Verfügung. Der Hamburger Projektentwickler Becken legte im Mai über seine Investmentgesellschaft Becken Invest einen Mezzanine-Debt-Fonds für institutionelle Investoren und Family Offices auf. Und auch die Aamundo Immobilien Gruppe hat mit ihrer Aamundo Fund Management einen Mezzanine-Fonds für institutionelle Anleger ab zehn Millionen Euro Zeichnungsvolumen auf den Markt gebracht. Der Fonds finanziert Projektentwicklungen mit Mezzanine-Tranchen zwischen 3 und 30 Millionen Euro. Institutionelle Investoren dürfen eine Rendite von acht Prozent pro Jahr erwarten.

Monopolistische Strukturen auf der Angebotsseite

Der Markt für nachrangige Finanzierungen hat sich zu einer eigenen Assetklasse entwickelt – und das Volumen wächst weiter. Bei sich verschärfender Regulatorik, steigenden Baukosten, abnehmender Renditekompression und dem Beginn einer sich verändernden Zinslandschaft wird der Markt im institutionellen Bereich in den kommenden Jahren auf ein Volumen von schätzungsweise zehn Milliarden Euro pro Jahr anwachsen. Die Angebotsseite des momentan etwa fünf bis sieben Milliarden Euro großen Marktes besteht aus einer nahezu monopolistischen Struktur von nur wenigen Unternehmen mit relevanten Marktanteilen. Die bestehenden Unternehmen werden es nicht schaffen, sowohl die gegenwärtige Nachfrage vollumfänglich als auch die künftige Nachfrage auch nur ansatzweise aufgrund ihrer Ausrichtung, Struktur oder Regionalität zu befriedigen.

Die öffentliche Aufmerksamkeit rund um die Themen Crowdinvesting und Schwarmfinanzierung machte Mezzanine-Kapital vor ein paar Jahren zum ersten Mal so richtig einem breiten Publikum bekannt und brachte das Thema in die Publikumsmedien. Die Darstellung als hochverzinsliche Alternative zu Staatsanleihen verkennt jedoch leicht das breite Chance-Risiko-Raster dieser Form der Kapitalanlage, der auf der Finanzierungsseite eine nachrangige Immobilienfinanzierung oder Finanzierung einer Projektentwicklung als Sicherheit gegenübersteht. Erste Immobilienprojekte von Schwarmfinanzierern sind in den vergangenen Monaten in die Insolvenz gerutscht.

DER AUTOR

MARCUS KRAFT

Geschäftsführer, aamundo Fund Management GmbH, Frankfurt am Main

Finanzierung zwischen Eigen- und Fremdkapital

Der Begriff Mezzanine kommt aus der Architektur. Er bezeichnete ursprünglich das Halb- oder Zwischengeschoss von Gebäuden. Mezzanine ist eine Finanzierung „zwischen" Eigen- und Fremdkapital. Als Finanzierungsart tauchte Mezzanine-Kapital erstmals im 19. Jahrhundert zur Finanzierung des Baus des Suez Kanals auf. Über die bankenunabhängige Mezzanine-Finanzierung entstanden auch die ersten Eisenbahnstrecken in den USA. Bedeutung gewann Mezzanine in der ersten Finanzierungskrise des neuen Jahrtausends als die neuen Basel-Regulierungen Finanzierungen nach US-Vorbild in den Vordergrund stellten.

Typisch war in den USA eine 40/40/20-Finanzierung mit jeweils 40 Prozent Bankfinanzierung, 40 Prozent nachrangigem Mezzanine-Kapital und 20 Prozent Eigenkapital. In Deutschland waren eher 80 Prozent Fremdkapital mit 20 Prozent Eigenkapital üblich. Heute liegt die klassische Finanzierungquote von Banken oft deutlich unter 80 Prozent – Bauträger, Immobilieninvestoren oder Projektentwickler müssen demzufolge eine höhere Eigenkapitalquote erfüllen. Immobilienprojekte binden Eigenkapital langfristig. Durch den Einsatz von Mezzanine-Kapital nutzen Kapitalnehmer den Leverage Effekt und können mehrere Immobilienprojekte gleichzeitig finanzieren.

Leverage Effekt und erhöhter Spielraum für Bauträger

Mezzanine-Darlehen sind also nichts anderes als nachrangige Darlehen zur Projekt- oder Unternehmensfinanzierung, die gegenüber Banken ähnlich wie Eigenkapital das Haftkapital erhöhen und damit die Finanzierung von Unternehmen oder Projekten sicherstellen. Sie werden aufgrund des höheren Risikos naturgemäß auch deutlich höher, oft zweistellig, verzinst. Bei Projektfinanzierungen erhöhen Mezzanine-Darlehen den Spielraum des Bauträgers. Weil Banken durch die Regulierung häufig in ihrer Kreditvergabe eingeschränkt sind, erweitern Mezzanine-Darlehen mit relativ geringem Risiko das Projektvolumen.

Der Kreditnehmer muss mit Kosten zwischen acht und zwölf Prozent rechnen, damit die hohen Zinsziele erreicht werden können. Das macht evident, dass Mezzanine-Kapital für Investoren mit Risiken verbunden ist, deren Beherrschung weitreichende Erfahrung ebenso wie finanzwirtschaftliche und immobilienwirtschaftliche Kompetenz und ein belastbares Sicherheitskonzept voraussetzt.

Dieser Artikel ist urheberrechtlich geschützt. Die rechtliche Freigabe ist für den Abonnenten oder Erwerber ausschließlich zur eigenen Verwendung.
Helmut Richardi Verlag GmbH

Erfahrungen aus den USA nach der Finanzkrise und aus Deutschland mit Anleihen zu Projektfinanzierungen zeigen, dass die Risiken von Projektentwicklungen in dynamischen Märkten auf der Kostenseite tendenziell zu gering eingeschätzt werden. Konjunkturelle Schwankungen oder Krisen treffen Projektentwicklungen leicht in sensiblen Vermarktungsphasen. Die Berücksichtigung solcher Risiken bei der Vergabe von Mezzanine-Kapital übersteigt regelmäßig die Erfahrungen von Finanzinvestoren und Family Offices. Die Zwischenschaltung eines professionellen Mezzanine-Kapitalgebers mit entsprechendem Track-Record, der auch gezeigt hat, wie er mit Krisen umgeht und wie er laufende Engagements managt, ist daher zu empfehlen.

4-Stufen-Modell zur Reduzierung von Risiken

Quelle: aamundo Immobilien Gruppe

Zinsspread ist größer als Risikospread

Projektentwicklungen decken die breiteste Wertschöpfungskette des Immobiliengeschäftes ab. Die Wertschöpfung ermöglicht entsprechende Zinsbelastbarkeit. Bei Projektfinanzierungen erhöhen Mezzanine-Darlehen zudem den Spielraum des Bauträgers und bieten durch Schließung der Eigen- respektive Fremdkapitallücke zusätzliche Wertschöpfungspotenziale. Besonders interessant für den Mezzanine-Geber ist, dass bei professioneller Analyse der Zinsspread weit größer als der Risikospread ist.

Mezzanine-Kapital mildert darüber hinaus die Folgen einer immer schärfer werdenden Regulatorik auf den Immobilienmarkt. Dadurch können Finanzierungen durchgeführt werden, für die es oft gar keine Alternativen gibt. Typisch für Mezzanine-Kapital ist seine Nachrangigkeit gegenüber dem Fremdkapital im Insolvenzfall, seine Vorrangigkeit gegenüber dem Eigenkapital, seine lange, aber begrenzte Laufzeit, die fehlende Besicherung, kein Mitspracherecht der Investoren und die höheren Kapitalkosten im Vergleich zu herkömmlichen Fremdkapital.

Regulatorik schränkt Banken stark ein

Die meisten Mezzanine-Finanzierungen hätten vor wenigen Jahren Banken noch sehr gerne selbst getätigt. Heute sind sie aber durch die Regulatorik stark eingeschränkt. Gleichzeitig befindet sich der Finanzierungsmarkt in einem Wandel. Die typische 20/80-Relation (Eigenkapital zu Fremdkapital) hat sich im Zuge von Basel II/III und der Internationalisierung verändert. Non-recourse-Finanzierungen ersetzen immer mehr die in Deutschland früher übliche volle Haftung des Kreditnehmers. Das führt zu anderen Risikoeinschätzungen.

Sogenannte Covenants setzen strikte Relationen, die der Kreditnehmer bei Bankfinanzierungen einzuhalten hat. Bei Covenant-Brüchen werden Automatismen in Kraft gesetzt, auch wenn möglicherweise nur eine kurzfristige Planabweichung eingetreten ist. Hier kann Mezzanine einspringen und Wertschöpfung generieren. Mezzanine stärkt beim Kapitalnehmer die Eigenkapitalstruktur, verbessert die Bilanzstruktur und erhöht die Liquidität des Projektentwicklers.

Marktzugang erfolgt primär über persönliche Kontakte

Gespeist werden die Finanzierungen von (semi-)institutionellen Investoren aus Deutschland aus den Bereichen der Versicherungen, Versorgungswerke, Pensionskassen, Stiftungen, Family Offices, Sparkassen und Volksbanken. Finanziert werden in der Immobilienbranche mittlerweile so gut wie alle Assetklassen von Büro über Einzelhandel und Wohnen bis hin zu Logistik. Bei der Mehrzahl der Finanzierungen handelt es sich um Core-Objekte. In guten Lagen oder Lagen mit Potenzial kommen zunehmend auch die Risikoklassen Value Add und Opportunistic zum Zuge.

Der Marktzugang erfolgt insbesondere über persönliche Kontakte. Nur wer langjährig am Markt präsent ist, verfügt über ein entsprechendes Portfolio möglicher Partner. Neue Verbindungen ergeben sich durch Vermittlung von Banken oder persönliche Empfehlungen. Die Strukturierung und Bereitstellung von Mezzanine-Kapital erfolgt bei erfahrenen Investoren auf Basis eines Sicherheitskonzeptes, das auf die Kriterien Projektart, Projektreife, Projektstandort, Bonität des Projektentwicklers und gegebenenfalls zu berücksichtigende Sicherheiten aufbaut.

Ein risikoreduzierter Einstieg

Je nach Nutzungsart weisen Immobilien unterschiedliche Chance-Risiko-Profile auf. Die Projektreife entscheidet dabei wesentlich über die Entwicklungsrisiken, insbesondere auch hinsichtlich ihrer Auswirkungen auf das bereits eingesetzte Kapital. Die Nichtrealisierungsrisiken in frühen Phasen unterscheiden sich deutlich von Kostenrisiken der Erstellung oder Vermarktungsrisiken mit oft nur zeitlichen Folgen.

Anhand des 4-Stufen-Modells (siehe Abbildung) lassen sich die Risiken systematisch reduzieren. Die hier dargestellte Risiko-Reduktion findet beispielsweise im Mezzanine-Fonds von Aamundo statt. Der Fonds ermöglicht damit sowohl Projektentwicklern als auch Investoren einen risikoreduzierten Einstieg in den Mezzanine-Kapitalmarkt.

Der sehr reife Immobilienkonjunkturzyklus setzt den Kreditfondsmarkt in Bewegung – Mezzanine-Finanzierungen gewinnen an Bedeutung und werden für manch einen Projektentwickler unentbehrlich. Der richtige Partner ist für Kapitalgeber dabei unerlässlich – mit einem entsprechenden Track-Record und immobilien- wie finanzwirtschaftlichem Know-how.

Dieser Artikel ist urheberrechtlich geschützt. Die rechtliche Freigabe ist für den Abonnenten oder Erwerber ausschließlich zur eigenen Verwendung.
Helmut Richardi Verlag GmbH