



9. Ausgabe | Herausgeber: FAP Finance GmbH

# FAP Mezzanine Report 2023

Nachrangkapital für Immobilien –  
Mezzanine wird zu Stretched Senior



**Hanno Kowalski**  
Managing Partner, FAP Invest



**Kim Jana Hesse**  
Head of Capital Partners, FAP Finance

Die Verwerfungen auf den Immobilienmärkten mit gestiegenen Zinsen, langwierigen Entscheidungswegen, hohen Baukosten und eingebrochenen Transaktionsvolumina schlagen auch auf den Markt der Mezzanine-Finanzierungen durch. Die Risikobereitschaft der Finanzierer ist deutlich zurückgegangen, wie auch die Finanzierungsausläufe der weniger risikobereiten Banken. Daraus ergeben sich attraktivere Aufsatzzpunkte für Nachrangtranchen und eine bessere Ausgangslage in der Besicherung.

Generell ergab unsere aktuelle Befragung von Mezzanine-Kapitalgebern eine deutliche Abkehr weg von Projektentwicklungen hin zu Bestandsimmobilien. Die Debt Yield, eine in den Vorjahren bei der Vergabe von Mezzanine-Tranchen oft verkannte Kennzahl, rückt in den Mittelpunkt. Je höher, desto besser für Finanzierer. Ohnehin besinnt sich in unsichereren Zeiten so manch einer alter Werte. Das führt zu diesem aktuellen Befund: Cashflow zählt wieder etwas!

Das erklärt auch, warum reine Grundstücksfinanzierungen kaum noch mit Krediten begleitet werden. In den vergangenen Jahren sahen Investoren darin ein lukratives Geschäft, da in der Phase der Baurechtsschaffung deutliche Wertsteigerungen erzielt werden konnten. Bei steigenden Zinsen aber sinken die Grundstücksresidualwerte, laufende Cashflows gibt es bei Grundstücken in der Regel nicht, und die Prozesse vom Bauvorbescheid bis zur Hochbauphase ziehen sich oft deutlich in die Länge. Damit vertragen viele Grundstücke aktuell keine Mezzanine- oder Whole-Loan-Finanzierung mehr. Grundstücksankaufskredite über 50 Prozent Loan-to-Value (LTV) sind die absolute Ausnahme geworden.

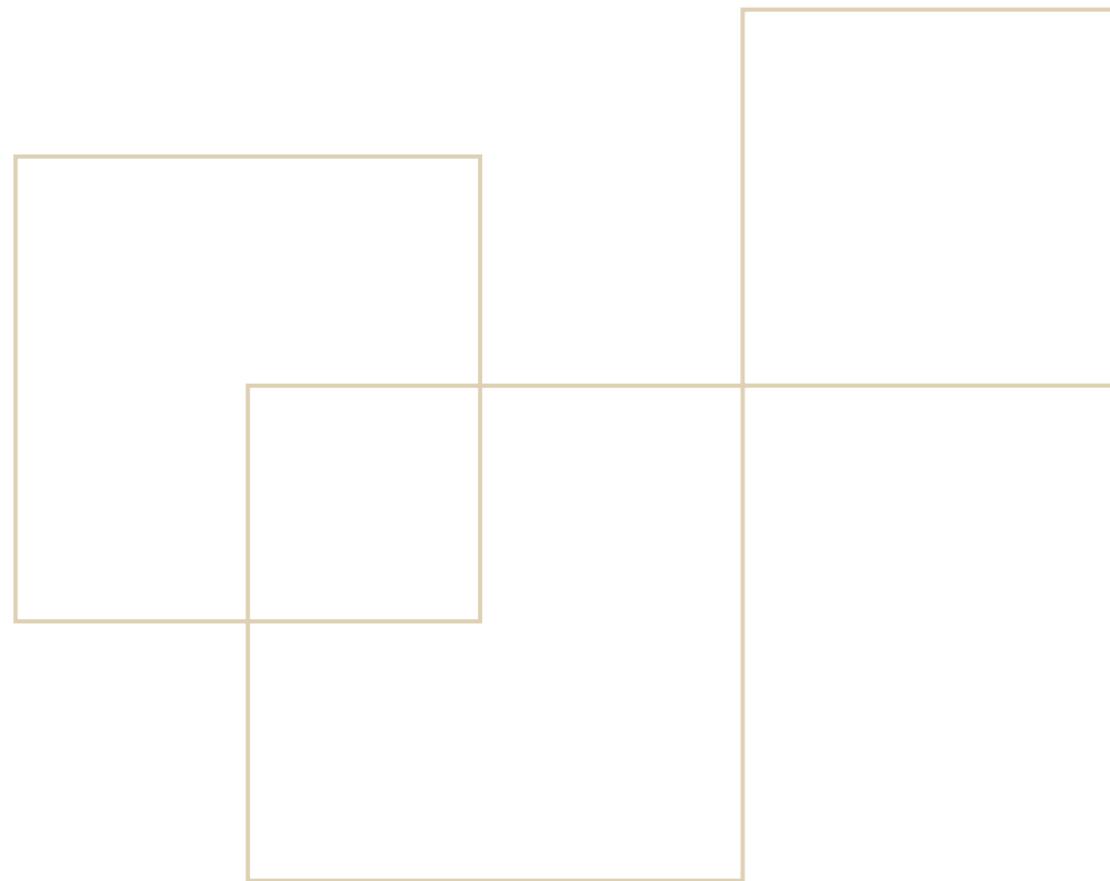
Folglich müssen entweder die Grundstückspreise im Durchschnitt deutlich fallen oder Käufer wieder wesentlich mehr Eigenkapital im Ankauf mitbringen, um eine Finanzierung zu bekommen, die sich zu aktuellen Konditionen komfortabel rechnen lässt. Bereits bestehende Grundstücksfinanzierungen drohen unter Druck zu geraten, wenn sich die Hochbauphase nicht unmittelbar anschließt – oder in besonderen Situationen das Grundstücksangebot einen speziellen Bedarf deckt. Unverändert sind Grundstücke in den Top-7-Städten und generell in A-Lagen im Vorteil.

Das knappe Angebot und die Konzentration auf zentrale Lagen bei der Entwicklung von Büroflächen und attraktiven Wohnquartieren scheint in einzelnen Fällen die Marktpreisentwicklung, nicht nur von Grundstücken, zu stützen. Projektentwicklungen kommen eher ohne zusätzlichen Eigenkapitaleinsatz aus, wenn sie sich in Toplagen befinden.

Für Mezzanine-Finanzierer ergeben sich auf diese Weise allerdings auch Chancen. Sie gelangen dank höherer Eigenkapitalquoten einerseits und geringerer Beleihungsausläufe von Banken andererseits innerhalb des Capital Stack in eine unter Risikogesichtspunkten komfortablere Zone als in den vorangegangenen Boomjahren. Gut möglich, dass sich daraus demnächst ungeahnte Wachstumschancen für alternative Finanzierer ergeben. Doch das setzt voraus, dass Immobilien in Deutschland ihren neuen Marktpreis finden und auf dieser Basis Projektentwickler, Investoren und Banken wieder entschlossfreudiger werden.

**Hanno Kowalski**  
Managing Partner, FAP Invest

**Kim Jana Hesse**  
Head of Capital Partners, FAP Finance



# Inhalt

## AKTUELLE MARKTTRENDS

Vorwort .....03

Willkommen in einer neuen Welt .....06

Gesamtvolumen nicht bezifferbar, Ticketgrößen werden kleiner .....08

Kaum Kapital für Projektentwicklungen.....09

Der Fokus liegt auf A.....10

Mezzanine ist nicht gleich Mezzanine.....11

Auch die Zinsen für Nachrangdarlehen steigen deutlich.....12

## WHOLE LOANS

Struktur von Whole Loans: einfach und günstig.....13

# Willkommen in einer neuen Welt



Wir leben in einer neuen Welt, in der der Kapitalmarkt geprägt ist von anhaltenden Leitzinserhöhungen und zunehmender Zurückhaltung der Akteure – mit den entsprechenden Auswirkungen auf die Finanzierungsbedingungen der Banken sowie der alternativen Finanzierer. Neu ist vor allem das Tempo, in dem die Zinserhöhungen den Immobilienmarkt getroffen haben.

In den vergangenen Monaten haben Immobilien im Durchschnitt eine deutliche Abwertung erfahren. Neben den gestiegenen Zinsen sorgen aber auch die Auswirkungen der angestoßenen Energiewende und die zunehmende Fokussierung auf Nachhaltigkeitsmerkmale für eine große Verunsicherung. Die Kapitalkosten von alternativen Finanzierern und Banken nähern sich immer weiter an. Gleichzeitig nimmt die Risikobereitschaft ab, entsprechend sinken die Finanzierungsausläufe. Diese Entwicklung betrifft sowohl klassische Banken als auch alternative Finanzierer.

## Cherry Picking: 1A-Lage und Wohnen

Natürlich kommt die Zurückhaltung der Banken alternativen Kapitalgebern zugute. Sie verzeichnen eine deutlich erhöhte Nachfrage nach ihren Dienstleistungen, können selektiv vorgehen, höhere Margen durchsetzen und sich die besten Projekte herauspicken. Im Fokus steht dabei nach wie vor die Assetklasse Wohnen. Büroobjekte sind inzwischen weniger beliebt: Home-Office hat sich ganz einfach durchgesetzt, so mancher Mieter reduziert seine Büroflächen. Retail, Hotel und Gastronomie sind nach dem Ende von Corona wieder gefragter, ihre Platzierung gestaltet sich jedoch weiterhin schwierig – in jedem Fall schwieriger als vor der Pandemie. Dass unter den gegebenen Rahmenbedingungen die „gute Lage“ wieder wichtiger wird, verwundert nicht. Viele Finanzierer konzentrieren sich auf A- und B-Städte sowie deren erstklassige Lagen.

## Projektfinanzierung nur mit genügend Eigenkapital

Finanzierungen für Projektentwicklungen zu erhalten, ist schwieriger geworden, mehr noch: ohne genügend Eigenkapital so gut wie unmöglich. Aufgrund der Kostenexplosion bei Material und Baugeräten einige Projekte in finanzielle Schwierigkeiten und sind nicht mehr rentabel. Alternative Kapitalgeber nutzen die Situation und positionieren sich in der Warteschleife auf Non-Performing und Distressed Loans.

Insgesamt ist die Suche nach einer passenden Projektfinanzierung mit einem deutlich gestiegenen Aufwand verbunden. Investoren und Entwickler sind vermehrt auf die Unterstützung von Finanzierungsberatern angewiesen.

## Kleinere Ticketgrößen

Große Transaktionen finden aktuell nur sehr vereinzelt statt, und das zur Verfügung stehende geringere Kapitalvolumen wird in kleinere Tranchen aufgeteilt. Allerdings lohnen kleine Tranchen unter 5 Millionen Euro oft den großen Aufwand nicht. Die Ausgestaltung der Verträge ist unabhängig vom Volumen meist gleich arbeitsintensiv und teuer – so man denn nicht auf die Dokumentation einer soliden und belastbaren Sicherheitenstruktur verzichten möchte. Nur selten sind Entwickler bereit, die daraus resultierenden hohen

prozentualen Stückkosten im Verhältnis zum geringen Finanzierungsvolumen zu zahlen.

## Attraktivität von Whole Loans wächst

Whole Loans von alternativen Finanzierern sind nochmals attraktiver geworden, sowohl aus Sicht der Darlehensgeber als auch der Darlehensnehmer. Sie rutschen vielfach in die Position, in der sich noch vor einem Jahr reine Senior Darlehen befanden. Nur mit Whole Loans lassen sich noch Finanzierungsausläufe erreichen, die zuvor der Senior allein dargestellt hat. Insgesamt ist das Handling deutlich einfacher gegenüber der Kombination von einer Senior- mit einer Mezzanine-Tranche.



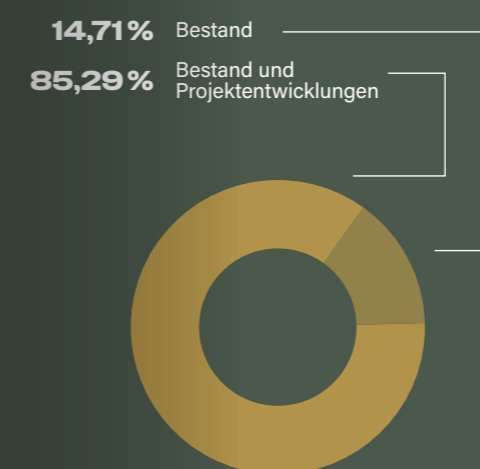
## Gesamtvolumen nicht bezifferbar, Ticketgrößen werden kleiner

Unsere Befragung fand im Zeitraum von Februar bis Juni 2023 statt. Erste Erkenntnis: Das Volumen an Mezzanine-Finanzierungen in Deutschland ist aktuell kaum zu bemessen. In den Quartalen 04/2022 und 01/2023 gab es zwar eine ganze Flut von Finanzierungsanfragen, doch stellte sich heraus, dass eine Vielzahl dieser Anfragen mit den gewünschten Projektparametern nicht umsetzbar war. Zum Abschluss kamen nur noch vereinzelte Bestandsfinanzierungen. Gespräche zu Ankaufsfinanzierungen zogen sich aufgrund deutlich längerer Verhandlungszeiträume häufig so in die Länge, dass bei parallel weiter steigenden Zinsen keine Transaktionssicherheit erzielt werden konnte.

Gleichzeitig rückte die Prolongation fälliger Darlehen in den Fokus vieler Finanzierer. Ursprünglich geplante Kreditrückzahlungen blieben aus und damit fehlt oft die Liquidität für neue Ausreichungen.

Fest steht, dass die Ticketgrößen von Finanzierungen insgesamt kleiner geworden sind: Große Transaktionen haben so gut wie nicht stattgefunden, und das zur Verfügung stehende freie Nachrangkapital wurde diversifizierter eingesetzt.

## Kaum Kapital für Projektentwicklungen



Der Mezzanine-Markt steckt in der Krise. Der Abschreibungsbedarf lässt sich bei vielen Nachrangfinanzierungen mehr als nur erahnen, doch für konkrete Kreditausfälle war der Zeitraum unserer Erhebung noch zu früh. Neue freiwillige Objektbewertungen? Fehlanzeige. Viele Entwickler, aber auch Finanzierer halten an den letzten gutachterlichen Werten fest und hoffen, dass die Kreditbedingungen (Covenants) stillschweigend halten, solange kein neuer Marktwert festgestellt wird. Dies funktioniert so lange, bis der nächste Reporting-Stichtag des Kreditgebers kommt und zwangsweise eine Neubewertung der Objekte erfolgen muss.

Kaum jemand will noch Mezzanine-Kapital für Projektentwicklungen zur Verfügung stellen, und falls doch, dann nur bis zu einer deutlich niedrigeren Loan-to-Cost-Grenze (LTC-Grenze). Neue Projektentwicklungsfinanzierungen sind nur noch mit einem massiven Eigenkapitaleinsatz realisierbar. Kein Mezzanine-Anbieter konzentriert sich derzeit ausschließlich auf Projektentwicklungen. Das Risiko ist einfach zu hoch.

Zudem macht die große Differenz zwischen kalkulatorischen zukünftigen Marktwerten in den Businessmodellen und den tatsächlich erzielbaren Multiples eine verlässliche Prognose nahezu unmöglich. Projektentwicklungen bleiben so auf der Strecke, Nachrangfinanzierer schwenken auf Bestandsimmobilien um.



# Mezzanine ist nicht gleich Mezzanine

Auch wenn Mezzanine-Kapital immer dicht am Eigenkapital hängt und aus Sicht eines Erstrangfinanzierers diesem zuzurechnen ist, ist die Bandbreite des mit Mezzanine-Kapital einhergehenden Risikos groß. So spielt einerseits der Aufsatzpunkt der Nachrangtranche eine wichtige Rolle, sprich: Ab welchem Finanzierungsauslauf schließt die Nachrangtranche an die Senior-Tranche an? Des Weiteren ist wichtig, wie viel hartes Eigenkapital eingebracht wird. Aber auch der Finanzierungsanlass darf nicht vernachlässigt werden. Kommt Nachrangkapital bei einem Core- oder Core-Plus-Bestandsobjekt zum Einsatz, das Cashflow generiert, mit dem laufende Zinsverpflichtungen bedient werden können? Oder wird vielmehr eine Revitalisierung begleitet, ein Asset ohne Mieteinnahmen, mit einem Vermietungsrisiko und vielleicht sogar noch ohne Baugenehmigung?

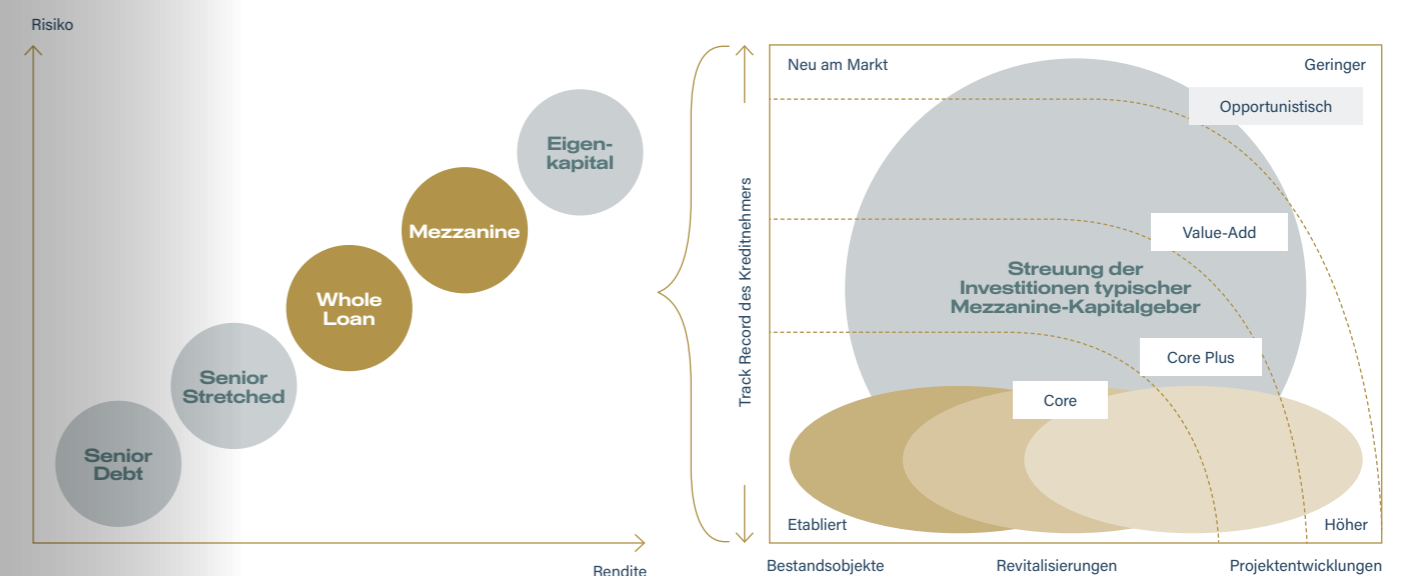
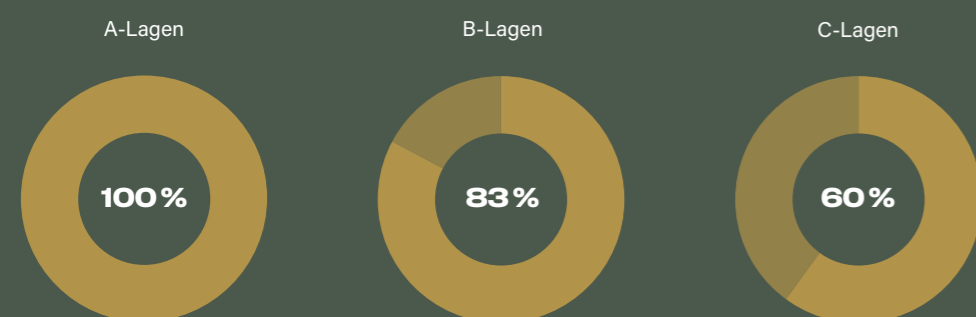
In der aktuellen Marktphase finden sich Nachrangfinanzierungen, deren Risikoprofile einer Stretched-Senior-Tranche ähneln. Das ist insbesondere der Fall, wenn die Nachrangfinanzierung im Rahmen eines Whole Loan erfolgt und die Sicherheiten erstrangig begeben werden. Das Nachrangverhältnis ergibt sich in diesen Fällen meist indirekt aus dem zugrunde liegenden Konsortialvertrag.

Die Gleichung Mezzanine = Hochrisikokapital stimmt folglich nicht immer. Es gilt, genau zu differenzieren.

## Der Fokus liegt auf A

Der Fokus der Mezzanine-Finanzierer liegt klar auf den bevorzugten Lagen. Viele Finanzierer konzentrieren sich auf A- und B-Städte. Dieser Trend ist seit vielen Monaten zu beobachten. Besonders begehrt: die Top-7-Standorte. Alle befragten Finanzierer sind dort in den A-Lagen aktiv.

B-Lagen funktionieren noch, auch wenn die Anzahl der Finanzierungswilligen hier um rund 8 Prozentpunkte auf 83 Prozent gesunken ist. Ein etwas leichter Rückgang von 64 auf 60 Prozent ist auch bei der Finanzierung von C-Lagen zu verzeichnen.



# Auch die Zinsen für Nachrangdarlehen steigen deutlich

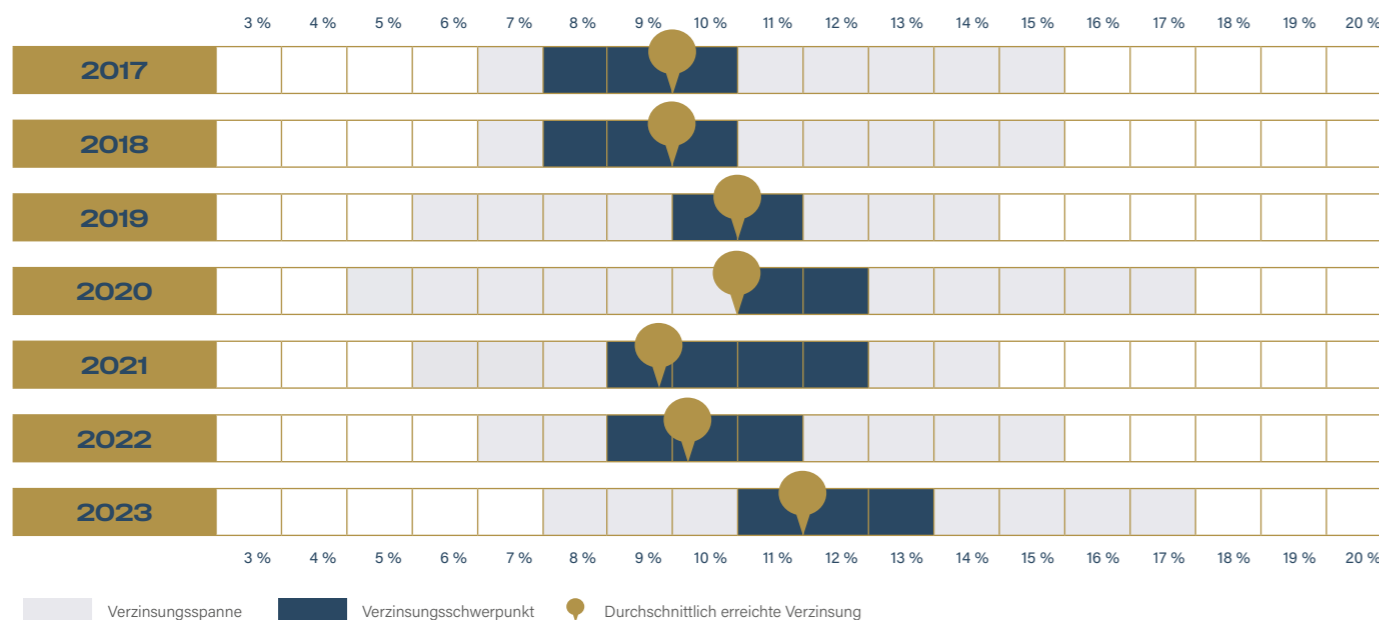
Allgemein sind die Zinsen für Nachrangdarlehen deutlich gestiegen. Ihr Anstiegstempo bleibt absolut gesehen jedoch hinter der Geschwindigkeit zurück, mit der die Europäische Zentralbank (EZB) seit Juli 2022 die Leitzinsen erhöht hat. Dies ist Ausdruck der Tatsache, dass nur wenige Mezzanine-Tranchen am Kapitalmarkt refinanziert werden und sich damit kalkulatorisch nicht aus Einstand plus Marge zusammensetzen. Gleichzeitig sind die Zinssätze mit dem Vorjahr nur bedingt vergleichbar, da neue Tranchen auf der Basis niedrigerer LTV- und LTC-Grenzen vergeben werden.

Eine Unterscheidung der Zinsen für Bestandsimmobilien und Projektentwicklungen findet dieses Jahr im Rahmen dieser Erhebung nicht statt. Es werden zurzeit zu wenige Mezzanine-Tranchen für Projektentwicklungen vergeben, um sie als relevante Einflussgröße berücksichtigen zu können. Für die Jahre 2017

bis 2022 werden in der Grafik die Werte für Bestandsfinanzierungen dargestellt, um eine näherungsweise Vergleichbarkeit mit den Ergebnissen aus dem Jahr 2023 herzustellen.

Die durchschnittliche jährliche Verzinsung für Mezzanine-Kapital beträgt im Jahr 2023 gut 12 Prozent. Am häufigsten wird Kapital mit einer Verzinsung von 11 bis 13 Prozent p. a. vergeben. Die Spanne der jährlichen Zinsen reicht von 8 bis 17 Prozent.

Zum Vergleich: Im Jahr 2022 lag die Gesamtverzinsung für Bestandsobjekte etwas über 10 Prozent p. a., während Projektentwicklungen eine durchschnittliche Verzinsung von 11,5 Prozent p. a. aufwiesen. Die Spanne der jährlichen Verzinsung lag 2022 bei Bestandsobjekten zwischen 7 und 15 Prozent sowie bei Projektentwicklungen zwischen 9 und 15 Prozent.



# Struktur von Whole Loans: einfach und günstig

Whole Loans fassen verschiedene Fremdkapitalklassen in einem Produkt zusammen, überwiegend die klassische Seniorfinanzierung in Kombination mit einer Nachrangtranche. Dies kann sowohl aus der Hand eines Finanzierers erfolgen, aber auch in Form von Club-Deals bzw. Konsortialdarlehen. In diesen Fällen fungiert in der Regel ein Finanzierer als zentrale Anlaufstelle für den Darlehensnehmer. Als Facility Agent managt er die Fremdfinanzierung gegen Bezahlung einer Gebühr.

Whole Loans sind aus Sicht der Investoren damit leichter zu verwalten als eigenständige Teilfinanzierungen und ähneln in vielerlei Hinsicht klassischen Bankkrediten. Insbesondere für den Darlehensnehmer bedeuten sie in Koordination und Abwicklung erhebliche Erleichterungen.

Aktuell bieten Whole Loans im Vergleich zu Bankfinanzierungen Finanzierungsausläufe, die oft denen von Seniorfinanzierungen vor Beginn des massiven Zinsanstiegs entsprechen. Dabei rutscht auch hier – ähnlich wie in der direkten Nachrangfinanzierung – Mezzanine-Kapital indirekt und für den Darlehensnehmer nicht unmittelbar ersichtlich in die Stretched-Senior-Position. Die Grenzen zwischen Senior- und Junior-Kapital innerhalb eines Whole Loan sind fließend.



Die Zinssätze für Whole Loans richten sich aber gerade nach dieser kalkulatorischen Verteilung der Tranchen und können damit für Darlehensnehmer auch mal etwas teurer erscheinen. Berücksichtigt man aber gedanklich die inkludierten Mezzanine-Aufschläge, so ergeben sich auf den zweiten Blick oft attraktive Zinssätze in einer LTV- und LTC-Spanne zwischen 65 und 95 Prozent.

Derzeit sind viele Projekte nur mittels Whole Loans finanzierbar, Darlehensnehmer haben im aktuellen Marktumfeld kaum eine Wahlmöglichkeit. Es gilt, einen Finanzierungspartner zu finden, der die gewünschte Liquidität zur Verfügung stellt. Da eigenständige Mezzanine-Tranchen als Ergänzung zu einer Erstrangfinanzierung schlicht nicht zur Verfügung stehen, wird der Whole-Loan-Ansatz zur ersten bzw. oft zur einzigen Wahl.

# Vollständiger Report

## AKTUELLE MARKTTRENDS

- Vorwort
- Willkommen in einer neuen Welt
- Gesamtvolumen nicht bezifferbar, Ticketgrößen werden kleiner
- Kaum Kapital für Projektentwicklungen
- Der Fokus liegt auf A
- Mezzanine ist nicht gleich Mezzanine
- Die Rolle von Real Estate Debt im Übergang zu Net Zero
- Auch die Zinsen für Nachrangdarlehen steigen deutlich
- Anzahl der im Nachrang tätigen Akteure schrumpft

## WHOLE LOANS

- Struktur von Whole Loans: einfach und günstig
- Zinssätze von Whole Loans ähneln denen von Banken
- Finanzierungsausläufe von Whole Loans kaum anders als bei Mezzanine

## INSTITUTIONELLE INVESTOREN

- Institutionelle Investoren sind extrem vorsichtig
- Institutionelle achten wieder vermehrt auf die Lage
- ESG: Wann rutschen S und G in den Fokus
- Die Regulatory Technical Standards und Auswirkungen für Immobilienkreditfonds

## DETAILAUSWERTUNG

- Finanzierung bleibt herausfordernd, mehr Eigenkapital notwendig
- Grundsätzlich sowohl als auch
- Regionale Verteilung – die gute Lage wird wieder wichtiger
- Marktentwicklung Mezzanine: verhalten optimistisch
- Mixed-Use und Wohnen im Fokus
- Ticketgrößen – am liebsten zwischen 10 Millionen und 50 Millionen Euro
- Finanzierungsausläufe
- Laufzeiten unter einem Jahr werden beliebter
- Ausblick
- Glossar

### Autoren

FAP Group | Hanno Kowalski, Kim Jana Hesse, Phillip Quednau

### Redaktion

Feldhoff & Cie. GmbH | Frankfurt am Main

### Design

Appel Nowitzki GmbH | Frankfurt am Main

### Druck

Druck- und Verlagshaus Zarbock GmbH & Co. KG | Frankfurt am Main  
*Auf FSC Mix Credit SCS-COC-000929 zertifiziertem Papier gedruckt*

### Bilder

iStock / coldsnowstorm / olaser / jamesteohart / golero / Rudi\_Lange / Pekic, unsplash / jason dent, Getty Images / EschCollection

### FAP Finance GmbH

Lietzenburger Straße 51  
10789 Berlin

T +49 30 844 159 49-0

E [contact@fap-finance.com](mailto:contact@fap-finance.com)

Ein Unternehmen der FAP Group  
[www.fap-group.com](http://www.fap-group.com)