



**Universität
Zürich** UZH

Abschlussarbeit

zur Erlangung des
Master of Advanced Studies in Real Estate

Mezzaninefinanzierung

Die Rolle von Mezzaninekapital in der Immobilienfinanzierung unter
besonderer Berücksichtigung der Anforderungen seitens Kapitalgeber

Verfasser: Philip M. Dufournet

Eingereicht bei: Prof. Dr. Pascal Gantenbein
Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät Universität Basel

Abgabedatum: 05.09.2022

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	IV
Abbildungsverzeichnis	V
Tabellenverzeichnis	VI
Executive Summary	VII
1. Einleitung	1
1.1 Ausgangslage	1
1.2 Zielsetzung	2
1.3 Aufbau und Vorgehen	2
1.4 Abgrenzung des Themas	3
2. Theoretische Grundlagen	4
2.1 Finanzierung	4
2.1.1 Finanzierungsarten	4
2.1.2 Kapitalstruktur	6
2.1.3 Strukturierte Finanzierung	9
2.2 Klassische Finanzierungsarten	10
2.2.1 Überblick	11
2.2.2 Klassisches Eigenkapital	12
2.2.3 Klassisches Fremdkapital	12
2.3 Mezzaninefinanzierung	15
2.3.1 Überblick	15
2.3.2 Typische Merkmale	17
2.3.3 Mezzanineinstrumente	20
2.3.4 Anwendungsgebiete	26
2.4 Vergleich Finanzierungsformen	30
2.5 Anwendung in der Immobilienindustrie	33
3. Empirische Untersuchung	37
3.1 Methodik	37

3.1.1	Vorgehen	37
3.1.2	Datengewinnung.....	39
3.2	Ergebnisse.....	40
3.2.1	Generell	40
3.2.2	Detaillierte Auswertung.....	41
3.3	Konklusion.....	53
4.	Schlussbetrachtung	57
4.1	Fazit	57
4.2	Diskussion.....	59
4.3	Ausblick	59
	Literaturverzeichnis	60
	Anhang	65
	Anhang 1: Unterbilanz, Kapitalverlust und Überschuldung	65
	Anhang 2: Ansätze zur Bestimmung der idealen Kapitalstruktur	66
	Anhang 3: Rechenbeispiel zur sequenziellen Verlustallokation	69
	Anhang 4: Weitere Möglichkeiten zur Kategorisierung von Mezzaninekapital	70
	Anhang 5: Verzeichnis Interviewpartner.....	72
	Anhang 6: Gesprächsleitfaden.....	73

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
Art.	Artikel
EK	Eigenkapital
EL	Expected Loss
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FK	Fremdkapital
ICA	Intercreditor agreement
IPO	Initial public offering
KAG	Kollektivanlagegesetz
LBO	Leveraged buy-out
LGD	Loss given default
L-QIF	Limited Qualified Investor Fund
LTC	Loan-to-Cost
LTV	Loan-to-Value
OR	Obligationenrecht
PD	Probability of default
RAIF	Reserved Alternative Investment Fund
SPV	Special purpose vehicle
USP	Unique selling proposition
WACC	Weighted average cost of capital
ZGB	Zivilgesetzbuch

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Vermögen in weltweiten Mezzaninefonds in Mrd. US-Dollar	1
Abbildung 2: Finanzierungsformen nach Herkunft und Rechtsnatur.....	5
Abbildung 3: Vertikale und horizontale Bilanzregel.....	8
Abbildung 4: Generische Darstellung der sequenziellen Verlustallokation.....	10
Abbildung 5: Aufteilung des Gesamtkapitals in der Bilanz	11
Abbildung 6: Sequenzielle Verlustallokation bei klassischen Finanzierungsarten.....	11
Abbildung 7: Bilanzielle Einordnung von Mezzaninekapital	15
Abbildung 8: Sequenzielle Verlustallokation mit Mezzaninekapital	16
Abbildung 9: Vergleich laufende und auflaufende Verzinsung	18
Abbildung 10: Klassifizierung Mezzanineinstrumente	22
Abbildung 11: Einsatzgebiete von Mezzaninefinanzierung.....	27
Abbildung 12: Sequenzielle Verlustallokation bei Verwendung einer Junior Loan.....	36

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Vergleich Mezzaninekapital mit klassischen Finanzierungsformen	31
Tabelle 2: Vor- und Nachteile von Mezzaninekapital	32
Tabelle 3: Gesprächspartner nach Unternehmenszweck	38

Executive Summary

Immobilien sind ein kapitalintensives Gut: Die Entwicklung, der Erwerb und die Sanierung sind oft mit hohen Investitionen verbunden, weshalb der Finanzierung eine wichtige Rolle zukommt. Da das Eigenkapital meist beschränkt und klassisches Fremdkapital, trotz relativ hoher Belehnung der als Sicherheit dienenden Liegenschaft, oft nicht in ausreichendem Umfang aufgenommen werden kann, rückt Mezzaninekapital in den Blickpunkt der Kapitalnachfrager.

Mezzaninekapital ist ein Sammelbegriff, welcher sämtliche Finanzierungsinstrumente, die sowohl Eigenschaften von Eigen- als auch Fremdkapital aufweisen, umfasst. Trotz fehlender allgemeingültiger Definition herrscht mehrheitlich Konsens darüber, dass dieses dem erstrangigen Darlehen untergeordnet und gegenüber dem reinen Eigenkapital vorrangig ist. Wirtschaftlich wird Mezzaninekapital dadurch oft als Eigenkapital angesehen, rechtlich meist aber als Fremdkapital. Das tendenziell höhere Risiko wird dem Kapitalgeber durch einen angemessenen Zins, welcher für den Kapitalnehmer steuerlich abzugsfähig ist, und durch eine optionale Erfolgsbeteiligung abgegolten. Da diese Instrumente nur selten einem Formzwang unterliegen, kann die konkrete Ausgestaltung auf den jeweiligen Finanzierungsanlass angepasst werden. In der Immobilienindustrie in der Schweiz wird primär das nachrangige Darlehen, selten auch das partiarische Darlehen eingesetzt. Trotz der positiven Eigenschaften von Mezzaninekapital bleibt dessen Verbreitung in der Schweiz jedoch gering.

Nebst für die Verbreitung förderlicher Aspekte, wie die vorhandene Liquidität und die einschränkenden regulatorischen Vorschriften in Bezug auf Kreditvergabe (welche die Finanzierungslücke öffnen), wurden anhand von Interviews mit Experten aus der Branche auch zahlreiche Gründe identifiziert, welche die geringe Verbreitung erklären. Diese sind, nebst der geringen Marktgrösse und tendenziell vorsichtigem Agieren von Schweizer Marktteilnehmern auch das regulatorische Umfeld und die geringe Bekanntheit. Letztere beiden lassen sich mit Blick auf die Verbesserung der Rahmenbedingungen für Mezzaninekapital optimieren. Dies geschieht einerseits durch die Schaffung geeigneter regulatorischer Rahmenbedingungen, zum Beispiel durch adäquate Strukturen für Kapitalanlagegefässe oder differenziertere Anforderung an Marktteilnehmer, und andererseits durch die Erhöhung der Bekanntheit und des spezifischen Knowhows, zum Beispiel durch entsprechende Informationskampagnen und Etablierung standardisierter Mezzanineinstrumente. Unabhängig solcher Massnahmen attestierten sämtliche Gesprächsteilnehmer dem Mezzaninekapital in der Schweizer Immobilienindustrie grosses Wachstumspotential.

1. Einleitung

1.1 Ausgangslage

Eigenkapital ist ein rares Gut. Was also tun, wenn die eigenen Mittel ausgeschöpft sind und Banken aufgrund immer strenger werdender Regulierungen nur noch sehr restriktiv Fremdkapital vergeben? Eine mögliche Lösung kann Mezzaninekapital darstellen (Empira Gruppe, 2018, S. 3).

Mezzaninekapital beschreibt Finanzierungsinstrumente von unterschiedlicher Ausprägung, welche eine Mischform zwischen Eigen- und Fremdkapital darstellen. Eine einheitliche Definition und eine Aufzählung, welche Instrumente dadurch genau umfasst sind, sucht man in der gängigen Literatur aber vergebens. Unabhängig davon bietet Mezzaninekapital in den unterschiedlichen Ausprägungen mit einzigartigen Charakteristiken sowohl Kapitalnachfragern¹ als auch -anbietern viele Vorteile. Dies wurde von Investoren und Kapitalgebern gleichermaßen erkannt, was zu einer starken Zunahme dieser Kapitalform über die vergangenen Jahre geführt hat, wie sich am Beispiel der Mezzaninefonds erkennen lässt (Abbildung 1).

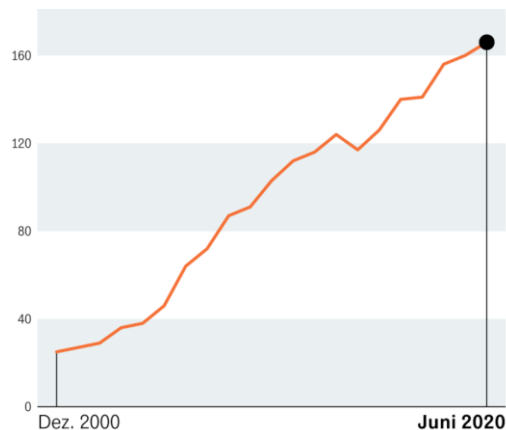


Abbildung 1: Vermögen in weltweiten Mezzaninefonds in Mrd. US-Dollar (Rezmer, 2021)

Während ein Trend in der Zunahme von Mezzaninefinanzierung in vielen Ländern zu erkennen ist, gibt es doch Unterschiede in der Verbreitung dieses Finanzierungsbausteins in den verschiedenen Ländern. So scheint Mezzaninekapital in der Schweiz, verglichen mit dem nahen Ausland, weniger verbreitet zu sein (Doetsch, 2022, S. 19).

¹ In dieser Arbeit wird aus Gründen der besseren Lesbarkeit das generische Maskulinum verwendet. Sämtliche Personen und Bezeichnungen beziehen sich dabei gleichermaßen auf alle Geschlechter. Weibliche und anderweitige Geschlechteridentitäten werden dabei ausdrücklich mitgemeint.

1.2 Zielsetzung

Ausgangslage für diese Arbeit bilden die folgenden beiden Feststellungen:

- 1) Trotz der zunehmenden Verbreitung fehlt ein allgemeingültiges Verständnis von Mezzaninekapital.
- 2) Trotz der zahlreichen Einsatzmöglichkeiten und einzigartigen Charakteristiken ist die Verbreitung in der Schweiz vergleichsweise gering.

Dies ist insbesondere in der Immobilienindustrie von Interesse, da viele Finanzierungsanlässe (z.B. Transaktionen, Projekte, etc.) einen hohen Kapitalbedarf haben und prädestiniert sind für den Einsatz von Mezzaninekapital.

Daraus leitet sich das Ziel dieser Arbeit ab, welches ist Transparenz betreffend der Finanzierungsform Mezzaninekapital zu erhöhen und den Einsatz in der Immobilienindustrie zu erforschen. Für den zweiten Aspekt wird der Fokus auf den Schweizer Markt und die Kapitalgeberseite gelegt. Dabei stehen die folgenden drei Forschungsfragen im Zentrum:

- 1) Welche spezifischen Instrumente der Finanzierung sind unter dem Sammelbegriff Mezzaninekapital subsumiert und wie können diese in der Immobilienfinanzierung eingesetzt werden?
- 2) Wie unterscheidet sich Mezzaninekapital von klassischen Finanzierungsformen und welche Vor- und Nachteile bieten die einzelnen Finanzierungsformen?
- 3) Welche Voraussetzungen müssten erfüllt sein, damit Kapitalgeber vermehrt Mezzaninekapital anbieten?

Wichtig ist darauf hinzuweisen, dass die letzte Forschungsfrage lediglich die Hebel zur Steigerung analysiert, ohne die Sinnhaftigkeit und den Mehrwert dieser Bestrebung zu beurteilen.

1.3 Aufbau und Vorgehen

Die Arbeit gliedert sich in zwei Teile: einen Theorieteil und einen Praxisteil, in welchem der Bezug zur Immobilienindustrie hergestellt wird.

Im theoretischen Teil werden die Grundlagen zum Thema geschaffen. Dabei wird zuerst ein Basisverständnis für Finanzierung etabliert und anschliessend im Kontext der Unternehmensbilanz eingeordnet. Ebenfalls wird auf die sequenzielle Verlustallokation und deren Bedeutung für den Investor eingegangen. Im Anschluss dazu werden die klassischen Finanzierungsarten Eigen- und Fremdkapital erläutert, bevor mit Mezzaninekapital

der thematische Schwerpunkt des Kapitels folgt. Dabei wird nebst den unterschiedlichen Merkmalen von Mezzaninekapital auch auf die einzelnen Instrumente und deren Einsatz bei Finanzierungsanlässen eingegangen. Das Kapitel schliesst mit einem Vergleich der Finanzierungsarten und einer Darlegung der Relevanz in der Immobilienindustrie. In diesem Teil werden die Forschungsfragen 1 und 2 beantwortet.

Im praktischen Teil wird der konkrete Einsatz von Mezzaninekapital in der Immobilienindustrie erforscht. Dazu wurden Gespräche mit Experten aus der Industrie geführt mit dem Fokus mehr über die eingesetzten Instrumente, die Marktverhältnisse sowie die Rahmenbedingungen für die Vergabe von Mezzaninekapital zu erfahren. In diesem Teil werden die Forschungsfragen 1 aus einer Praxisperspektive und 3 beantwortet.

Die Arbeit schliesst mit einem Resümee der Erkenntnisse in Bezug auf das Ziel der Arbeit und zeigt weitere Fragestellungen und Anknüpfungspunkte auf, welche zur weiteren Ergründung der Thematik aufgenommen werden können.

1.4 Abgrenzung des Themas

Um die Forschungsfragen gezielt bearbeiten zu können mussten gewisse Aspekte ausgeklammert werden. Die folgende Eingrenzung wurde vorgenommen.

Obwohl die rechtliche Einordnung von grosser Relevanz ist und wirtschaftliche Implikation hat, handelt es sich nicht um eine rechtswissenschaftliche Arbeit. Aus diesem Grund wird auf die ausführliche rechtliche Einordnung der Instrumente, des Vertragswerks zwischen den Parteien sowie den unterschiedlichen Voraussetzungen aufgrund unterschiedlicher nationaler Gesetzgebungen verzichtet. Ebenso wird im Kontext der strukturierten Finanzierung die Kreditverbriefung und im Kontext der Projektfinanzierung die Zweckgesellschaft nicht betrachtet. Des Weiteren wird der Retailmarkt (aus Sicht der Kapitalanbieter und -nachfrager) von der Forschungsfrage ausgeklammert.

Zuletzt wird darauf hingewiesen, dass die dürftige Datenlage keinen quantitativen Vergleich der einzelnen Instrumente, keinen Vergleich zwischen den einzelnen Ländern und keine quantitative Analyse des Schweizer Marktes zulässt. Für einzelne Instrumente wäre eine quantitative Erhebung zwar möglich, da eine solche punktuelle Betrachtung aber keine relevanten Rückschlüsse für die Forschungsfragen dieser Arbeit erlauben, wird darauf verzichtet.

2. Theoretische Grundlagen

Der theoretische Teil gibt einen Überblick über das Thema Finanzierung, klassische Kapitalarten und Mezzaninekapital. Dafür wird im ersten Teil ein allgemeiner Blick auf die Finanzierungsgrundlagen geworfen und das Konzept der strukturierten Finanzierung, resp. sequenziellen Verlustallokation dargelegt. Im zweiten Teil erfolgt die Betrachtung der klassischen Finanzierungsformen, deren Charakteristiken und Ausprägungen. Der Fokus des dritten Teils liegt auf Mezzaninekapital. Dieser umfasst eine Auflistung der Charakteristiken sowie der unterschiedlichen Anwendungsfelder. Der theoretische Teil schliesst mit einem Vergleich der verschiedenen Kapitalarten und stellt den Bezug zur Immobilienindustrie her.

2.1 Finanzierung

Jedes unternehmerische Unterfangen setzt das Vorhandensein von ausreichend finanziellen Mitteln voraus. Die Bereitstellung dieser Mittel zur Durchführung der unternehmerischen Tätigkeit wird im allgemeinen Sprachgebrauch als Finanzierung bezeichnet (Boemle & Stolz, 2002, S. 28). Dabei kann die Finanzierung zweckgebunden oder nicht zweckgebunden sein. Ersteres beschreibt zum Beispiel eine Objektfinanzierung im Falle einer Immobilie, zweiteres die Mittelallokation.

2.1.1 Finanzierungsarten

Beim Vorgang der Finanzierung, also der Beschaffung der notwendigen finanziellen Mittel, stehen dem Kapitalnachfrager unterschiedliche Finanzierungsarten offen, welche sich anhand gemeinsamer Merkmale klassifizieren lassen. Klassischerweise erfolgt diese Einordnung anhand der Rechtsnatur und der Herkunft der Mittel. Bei der Herkunft wird zwischen Innen- und Aussenfinanzierung unterschieden, also ob die Unternehmung die Finanzierung aus bestehenden eigenen Mitteln stemmen kann (Innenfinanzierung) oder ob aussenstehende Investoren um Hilfe gebeten werden müssen (Aussenfinanzierung). Die Rechtsnatur unterscheidet zwischen Eigenfinanzierung, das heisst Kapital, welches von Gesellschaftern resp. Inhabern eines Unternehmens zur Verfügung gestellt wird und Fremdfinanzierung, bestehend aus von Dritten temporär zu vordefinierten Konditionen überlassenem Kapital (siehe dazu Kapitel 2.2). Die Unterteilung anhand der Rechtsnatur spiegelt sich auch in der Unternehmensbilanz wider, wobei hier von Eigenkapital und

Fremdkapital gesprochen wird². Abbildung 2 stellt die Einordnung anhand der Rechtsnatur und der Herkunft dar.

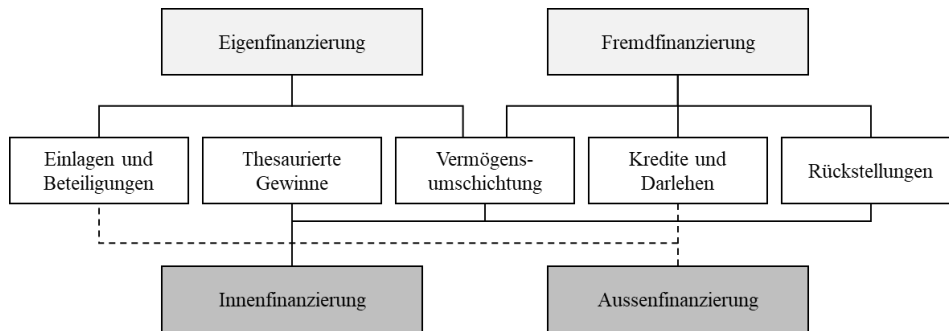


Abbildung 2: Finanzierungsformen nach Herkunft und Rechtsnatur (in Anlehnung an Lehmann & Hummel, 2021, S. 9)

Während Einlagen und Beteiligungen sowie thesaurierte Gewinne betreffend Rechtsnatur eindeutig der Eigenfinanzierung und Kredite sowie Rückstellungen eindeutig der Fremdfinanzierung zugeordnet werden können, hängt dies bei der Vermögensumschichtung von der Herkunft der ursprünglich verwendeten finanziellen Mitteln ab. Deshalb muss die korrekte Zuordnung fallweise beurteilt werden (Thommen, 2020, S. 15-17).

Welche Art der Finanzierung oder Kombination im spezifischen Fall die Geeignete ist, hängt von zahlreichen Faktoren ab, so zum Beispiel von der Verschuldungsquote oder dem Finanzierungsanlass. Je nach Ausprägung dieser Faktoren erweisen sich gewisse Finanzierungsarten als ungeeignet oder stehen erst gar nicht zur Verfügung. Handelt es sich zum Beispiel beim Finanzierungsanlass um eine Gründung, stehen dem Unternehmen keine finanziellen Mittel aus der Innenfinanzierung zur Verfügung. Weiter können auch regulatorische Anforderungen oder Best Practice Prinzipien die Wahl einschränken, beispielsweise Bilanzregeln oder Kapitalpuffer. Die Wahl der geeigneten Finanzierungsart erfolgt klassischerweise basierend auf den beiden folgenden Entscheidungen (in Anlehnung an Spremann, 2007, S. 45):

1) Kapitalbedarf

Dieser umfasst einerseits die Entscheidung, ob ein Projekt realisiert werden soll, das heisst, ob es ökonomisch sinnvoll ist und andererseits, welche Geldflüsse daraus resultieren. Basierend darauf kann der Finanzierungsbedarf und der Zeitpunkt abgeleitet werden (CFA Institute, 2022, S. 183-185).

² Im Gegensatz zum Begriff Finanzierung, welcher den dynamischen Prozess der Mittelbeschaffung darstellt, beschreibt der Begriff Kapital die daraus resultierende statische Bestandsgrösse (Thommen, 2020, S. 15). Da die Bilanz die finanzielle Situation per Stichtag darstellt, wird folglich, im Gegensatz zur Erfolgsrechnung, welche eine Periode beschreibt, die statische Begrifflichkeit verwendet.

2) Kapitalstruktur

Sofern dem Kapitalnehmer unterschiedliche Finanzierungsarten zur Verfügung stehen, stellt sich die Frage, mit welcher Finanzierungsart der in Schritt 1 ermittelte Kapitalbedarf gedeckt werden soll. Dies hängt, nebst anderen Aspekten, zu einem grossen Teil von der gewünschten resp. optimalen Kapitalstruktur ab.

Die Frage nach der optimalen Kapitalstruktur, welche die Wahl der Finanzierungsart massgeblich beeinflusst, wird im folgenden Kapitel näher beleuchtet.

2.1.2 Kapitalstruktur

Die Kapitalstruktur beschreibt die Zusammensetzung der Passivseite einer Bilanz, also wie sich das Gesamtkapital einer Unternehmung zusammensetzt. Damit wird folglich das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital beschrieben (Spremann, 2007, S. 375)³. Im Gegensatz dazu umfasst die Vermögensstruktur die Zusammensetzung der Aktivseite der Bilanz. Zwar liegt bei der Ermittlung der idealen Kapitalstruktur der Fokus auf der Passivseite, gewisse Relationen erfordern aber den Miteinbezug der Aktivseite.

Zur Herleitung der optimalen Kapitalstruktur und daraus abgeleitet, die Wahl der geeigneten Finanzierungsart, werden in der Literatur viele Ansätze aufgeführt (Spremann, 2007, S. 424). Aus diesem Grund und weil dieser Entscheid massgeblich von den Unternehmenszielen mitgeprägt wird, gibt es keine abschliessende allgemeingültige Idealstruktur. Anhaltspunkte zur Ermittlung dieser soll eine Beleuchtung der Kapitalstruktur anhand von rechtlichen, liquiditätsrelevanten und ökonomischen Gesichtspunkten geben.

Rechtliche Betrachtung

Der Gesetzgeber stellt keine direkten Anforderungen an die Kapitalstruktur. Lediglich für die Aktiengesellschaft gibt es Schwellenwerte, welche mit dem Verlust resp. Verlustvortrag zusammenhängen. Diese sind in Art. 725 des Schweizerischen Obligationenrechts (OR)⁴ aufgeführt und betreffen den Kapitalschutz. Dabei gilt es die drei Ausprägungen, Unterbilanz, Kapitalverlust und Überschuldung zu unterscheiden. Diese treten aber nicht als Folge einer Finanzierung auf, sondern können vielmehr durch eine solche verhindert werden und stellen somit eher einen Finanzierungsanlass dar. Die rechtlichen Aspekte

³ Eine detaillierte Auseinandersetzung mit Eigen- und Fremdkapital findet in Kapitel 2.2 statt.

⁴ Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) (OR) vom 01.01.2023, SR 220.

können in der Bestimmung der optimalen Kapitalstruktur somit weitestgehend ausser Acht gelassen werden⁵.

Liquiditätsbetrachtung

Die Betrachtung der Liquidität basiert auf Regeln aus der Bilanzanalyse, die dabei helfen die wirtschaftliche Lage des bilanzierenden Unternehmens anhand des Jahresabschlusses zu beurteilen. Für eine bestmögliche Analyse der Liquidität gilt es eine Vielzahl von Kenngrössen zu analysieren. Im Folgenden werden die beiden relevantesten Regeln für die Kapitalstruktur aufgeführt (Thommen, 2020, S. 94-97).

- Vertikale Bilanzregel

Bei der vertikalen Bilanzregel⁶ handelt es sich um das Verhältnis von Eigenkapital zu Fremdkapital, beziehungsweise im Regelfall von Eigen- resp. Fremdkapital zum Gesamtkapital. Dabei wird zwischen dem Eigenfinanzierungsgrad (Eigenkapital zu Gesamtkapital) und dem Verschuldungsgrad (Fremdkapital zu Gesamtkapital) unterschieden. Besondere Aufmerksamkeit kommt dem Begriff Financial Leverage zu, welcher unter der ökonomischen Betrachtung genauer beschrieben wird. Betreffend Zielgrössen gibt es unterschiedliche Faustregeln, wobei 1:1 und 2:1 oft als Zielwerte genannt werden (Thommen, 2020, S. 96). Diese Faustregeln bieten jedoch keine Gewähr für ausreichende Liquidität. Die vertikale Bilanzregel ist in Abbildung 3 mit Pfeil 1 dargestellt.

- Horizontale Bilanzregel

Die horizontale Bilanzregel ist auch unter den Begrifflichkeiten goldene Bilanzregel oder klassische Finanzierungsregel bekannt. Diese weit verbreitete Regel beschreibt das Prinzip der Fristenkongruenz zwischen Aktiva und Passiva. Sie verlangt, dass die Fristen auf der Aktivseite in vergleichbarer Höhe mit entsprechenden Fristen auf der Passivseite finanziert werden. Langfristiges Anlagevermögen soll folglich durch Eigenkapital oder langfristiges Fremdkapital finanziert sein und kurzfristiges Umlaufvermögen durch kurzfristiges Fremdkapital (Boemle & Stolz, 2002, S. 97-98). Die horizontale Bilanzregel ist in Abbildung 3 mit Pfeil 2 dargestellt.

⁵ Eine kurze Erläuterung dazu ist in Anhang 1 zu finden.

⁶ Auf eine weitere Analyse der unterschiedlichen Fremdkapitalarten wird verzichtet, da es keine praxisrelevanten Grundsätze zur Gestaltung gibt. Des Weiteren stellt ein erheblicher Teil der kurzfristigen Verbindlichkeiten unverzinsliches Fremdkapital dar (Boemle & Stolz, 2002, S. 97).

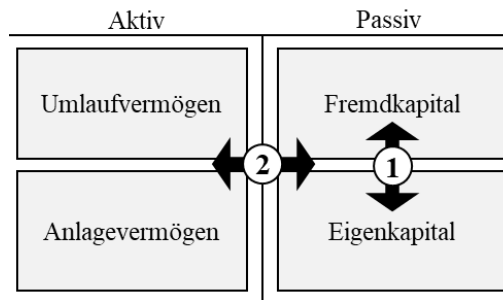


Abbildung 3: Vertikale und horizontale Bilanzregel

Die aufgeführten Punkte bilden nur einen kleinen Teil des Universums möglicher Betrachtungsweisen der Liquidität. Je nach Anwendungsfall müssen spezifische Kenngrößen beigezogen werden.

Ökonomische Betrachtung

Abgeleitet vom Basisziel jedes privatwirtschaftlichen Unterfangens, dem Erzielen einer angemessenen Rentabilität, beruht der Fokus auf der ökonomischen Betrachtungsweise. Diese stellt, nebst der Betrachtung der Liquidität, ein zentrales Element zum Verhindern einer Unterbilanz und zum nachhaltigen Fortbestehen eines Unternehmens dar. Dabei wird mitunter der Fokus auf die aus der Finanzierung resultierenden Kapitalkosten gelegt. Diese bilden die Summe der Kosten der einzelnen Finanzierungsarten.

$$WACC^7 = \frac{EK}{EK + FK} * k_{EK} + \frac{FK}{EK + FK} * k_{FK}$$

EK : Eigenkapital k_{FK} : Fremdkapitalkosten
 FK : Fremdkapital k_{EK} : Eigenkapitalkosten

Da Fremdkapital im Gegensatz zu Eigenkapital keine Verlustpartizipation aufweist, ist das Risiko für den Investor geringer und er erwartet folgerichtig eine tiefere Kompensation. Der Kostenunterschied in Abhängigkeit des Risikos macht sich der Leverage Effekt zu nutzen. Dieser besagt, dass durch eine Erhöhung des günstigen Fremdkapitalanteils die Eigenkapitalrentabilität erhöht werden kann, solange die Fremdkapitalkosten tiefer als die Gesamtkapitalkosten sind. Folglich ist der Effekt aber nicht unendlich und birgt zudem das Risiko, dass in einem steigenden Zinsumfeld dieser ins Negative dreht (Thommen, 2020, S. 92-93).

Zur Bestimmung der idealen Kapitalstruktur lassen sich in der Literatur viele Ansätze finden (vgl. Anhang 2). Des Weiteren müssen die Unternehmensziele berücksichtigt

⁷ Weighted average cost of capital: gewichteter Kapitalkostensatz

werden, weshalb es keine allgemeingültige optimale Kapitalstruktur gibt, sondern diese für jedes Unternehmen, möglicherweise sogar jeden Finanzierungsanlass, unterschiedlich sein kann (Thommen, 2020, S. 89).

Analog zur Kapitalstruktur eines Unternehmens hat jeder Finanzierungsanlass eine spezifische Finanzierungsstruktur. Dies wird im folgenden Kapitel betrachtet.

2.1.3 Strukturierte Finanzierung

Strukturierte Finanzierung umschreibt die für einen Mittelbedarfsfall zugeschnittene Kombination von Finanzierungsinstrumenten aus der Aussenfinanzierung⁸. Sie findet oft in der Projekt- und Objektfinanzierung Anwendung, kann aber auch auf andere Finanzierungsanlässe angewendet werden⁹. Dabei wird primär auf die zukünftigen Zahlungsströme sowie die entsprechenden Risiken fokussiert (Wolf, Hill & Pfaue, 2011, S. 21).

Während die zukünftigen Zahlungsströme die Rendite der Investition bestimmen, beschreibt die Risikokomponente die Abweichung der effektiven Zahlungsströme vom Erwartungswert. Dabei kann es sich um eine Minderung der Zahlungsströme handeln oder im Extremfall dem Ausbleiben der Rückerstattung des investierten Kapitals. Darüber wieviel Kapital rekuperiert werden kann, entscheidet in einem Insolvenzfall der Anspruch des Investors an der Konkursmasse. Aus diesem Grund kann eine Finanzierung auch als Verkauf von Rechten betrachtet werden. Dabei kann es sich um den Zugang zu Informationen und Mitsprache bei unternehmerischen Entscheiden handeln oder eben, wieviel Kapital der Investor im Falle eines Konkurses erhält resp. verliert.

Die Höhe des Kapitalverlusts lässt sich anhand eines Kreditrisikomodells quantifizieren. Ein vielseitig verwendetes Modell ist das Expected Loss Modell, welches unter anderem auch zur Ermittlung des Eigenkapitalbedarfs bei Banken im Rahmen des bankaufsichtlichen Regelwerks des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht Anwendung findet (Basel Committee on Banking Supervision, 2011, S. 39). Das Modell gibt den statistischen Schaden resp. erwarteten Verlust bei einem Ausfall in Abhängigkeit der Ausfallwahrscheinlichkeit der Investition und der Höhe des Verlusts wieder.

⁸ Strukturierte Finanzierung ist in der Literatur nicht einheitlich definiert (Wolf et al., 2011, S. 21), weshalb es sich bei der vorliegenden Definition um eine eigene handelt, welche die in der Literatur am häufigsten aufgeführten Aspekte zusammenfasst.

⁹ Der klassische Anwendungsbereich der strukturierten Finanzierung liegt in der Kredit-Verbriefung (Securisation) (Doetsch, 2021, S. 7). Dabei werden Kredite verbrieft und an Zweckgesellschaften übertragen, welche diese dann an Investoren verkauft. Dieser Anwendungsfall wird nicht weiter untersucht, da es nicht die Erstvergabe von Krediten betrifft.

$$EL = PD \times LGD$$

Erwarteter Verlust¹⁰ = Ausfallwahrscheinlichkeit x Schwere des Verlustes

Kreditrisikomodelle kommen auch in der strukturierten Finanzierung zum Einsatz. Dabei ist die Ausfallwahrscheinlichkeit abhängig vom Finanzierungsanlass und betrifft die Gesamtheit des investierten Kapitals gleichermassen. Die Schwere des Verlusts ist jedoch abhängig von den im Finanzierungsvertrag festgelegten Rechten an der Konkursmasse. Aus diesem Grund kann der erwartete Verlust der einzelnen Kapitalgeber in einer strukturierten Finanzierung je nach spezifischer Ausgestaltung des jeweiligen Finanzierungsinstrumentes unterschiedlich ausfallen. Daraus lässt sich das Prinzip der sequenziellen Verlustallokation ableiten. Das Prinzip beschreibt, dass nicht alle Instrumente gleichermassen vom Ausfall eines Finanzierungsunterfangens betroffen sind, sondern der Ausfall sequenziell in Abhängigkeit der Rechte an der Konkursmasse auf die Instrumente aufgeteilt wird. Abbildung 4 zeigt dies schematisch anhand zweier Instrumente, wobei Instrument B erst nach der vollständigen Befriedigung von Instrument A zum Zuge kommt.

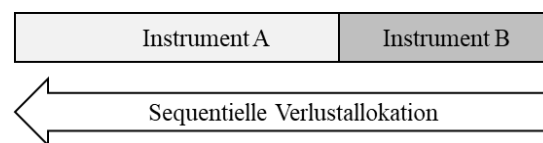


Abbildung 4: Generische Darstellung der sequenziellen Verlustallokation

Da die erwartete Rendite eines Investors direkt mit dem damit verbundenen Risiko zusammenhängt, beeinflusst die sequenzielle Verlustallokation resp. die Rechte am Verwertungserlös die Renditeerwartung direkt.

In den beiden Folgekapiteln werden nun unterschiedliche Finanzierungsarten aus der Aussenfinanzierung dargelegt und im Rahmen der sequenziellen Verlustallokation eingeordnet. Dabei liegt in Kapitel 2.2 der Fokus auf den klassischen Finanzierungsformen Eigen- und Fremdkapital und in Kapitel 2.3 auf Mezzaninekapital.

2.2 Klassische Finanzierungsarten

Eine klare und einheitliche Abgrenzung zwischen klassischen und nicht-klassischen Finanzinstrumenten ist in der Literatur nicht vorhanden. Der Hauptgrund dafür mag im Umstand zu finden sein, dass es kein einheitliches Verständnis gibt, was genau unter nicht-klassischen resp. Mezzaninekapital verstanden wird (Häger, 2007, S. 22). In der vorliegenden Arbeit werden in diesem Kapitel nur jene Instrumente vorgestellt, welche

¹⁰ Englisch: Expected loss = probability of default x loss given default

sämtliche idealtypische Merkmale der jeweiligen Finanzierungsart aufweisen. Sie werden im Folgenden als reines Eigen- resp. Fremdkapital bezeichnet. Kapitel 2.3 umfasst sämtliche anderen Instrumente.

2.2.1 Überblick

Klassische Finanzierungsinstrumente lassen sich aus rechtlicher Perspektive in Eigen- und Fremdkapital unterteilen. Das Fremdkapital stammt von Gläubigern des Unternehmens und das Eigenkapital von Inhabern. Die Summe daraus, das Gesamtkapital, befindet sich auf der Passivseite der Bilanz (Abbildung 5) und drückt, als Finanzierungsquelle für Investitionen, den Wert sämtlicher der Unternehmung gehörenden Vermögensgegenstände aus.

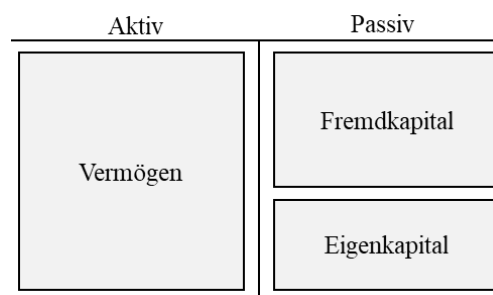


Abbildung 5: Aufteilung des Gesamtkapitals in der Bilanz

Wird das Kapital als Finanzkontrakt zwischen Kapitalgebern und Kapitalnehmer betrachtet, steht dieses folglich für die aus den Finanzierungen resultierenden Ansprüche der Kapitalgeber am Vermögen (Boemle & Stolz, 2002, S. 37). Dieser Anspruch gilt jedoch nicht für alle Kapitalgeber gleichermassen. So ist der Anspruch des Eigenkapitalgebers beschränkt auf das Residuum des Vermögens eines Unternehmens nach Abzug der Ansprüche von Fremdkapitalgebern (International Accounting Standard Board, 2018, S. A49). Folglich ist das Fremdkapital, wie in Abbildung 6 dargestellt, im Falle einer Insolvenz dem Eigenkapital vorrangig und erleidet Verluste später.

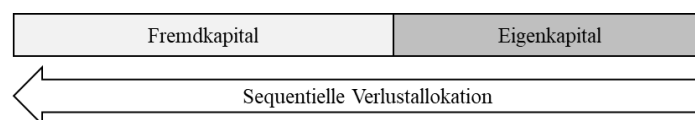


Abbildung 6: Sequentielle Verlustallokation bei klassischen Finanzierungsarten

Das Eigenkapital fungiert als Risikopuffer für Fremdkapitalgeber, welches diese vor Verlusten bei einem nicht erfolgreichen Geschäftsgang schützt (Mohr, 2021, S. 44).

Im Folgenden werden die beiden Kapitalarten genauer betrachtet.

2.2.2 Klassisches Eigenkapital

Eigenkapital umfasst Finanzierungsinstrumente, bei welchen sich der Kapitalgeber am Unternehmen beteiligt. Dies ist dadurch charakterisiert, dass die Kapitalüberlassung dauerhaft, oder bei Kündigung zumindest langfristig (z.B. Kollektivgesellschaft) ist und im Gegenzug einen Residualanspruch auf das Periodenergebnis (Gewinn) und das Totalergebnis (Liquidationserlös) dem Kapitalgeber überträgt (Häuselmann, 2019, S. 1). Dadurch kann der effektive Wert des einbezählten Eigenkapitals in Abhängigkeit des Geschäftsgangs variieren. Dies zeigt sich eindrücklich bei kotierten Aktiengesellschaften, welche einen zum Teil stark vom Aktiennennwert¹¹ divergierenden Börsenwert aufweisen¹². Abgesehen vom Wertgewinn auf seiner Beteiligung erwartet der Investor auch ein periodisches Entgelt. Dieses, bei der Aktiengesellschaft Dividende genannt, kann diskretionär durch die Gesellschaft bestimmt werden.

Obwohl ein Investor bei einem finanziellen Engagement von einem Gewinn ausgeht, kann auch ein Verlust eintreten. Der Eigenkapitalgeber partizipiert gleichermassen. Die sogenannte Verlustbeteiligung kann im schlimmsten Fall zu einem Totalausfall seines Kapitals führen. Für dieses Risiko erwartet der Investor eine angemessene Kompensation, welche nebst den periodischen Geldrückflüssen mitunter auch in Form eines Mitbestimmungsrechts oder Informationsrechts bestehen kann. Je nach Rechtsform der Unternehmung erscheint das einbezählte Eigenkapital in unterschiedlichen Ausprägungen in der Bilanz: beim Einzelunternehmen ist es das Eigenkapital des Unternehmers, bei der Aktiengesellschaft das Aktienkapital des Aktionärs, bei der Gesellschaft mit beschränkter Haftung das Stammkapital der Gesellschafter und bei der Genossenschaft das Anteilscheinkapital resp. die Einzahlungen der Genossenschafter (Boemle & Stolz, 2007, S. 40)¹³. Das Eigenkapital bildet den Grundstock an finanziellen Mitteln jeder Unternehmung. Dadurch ermöglicht es erst die Aufnahme von Fremdkapital. Diesem Thema widmet sich das folgende Kapitel.

2.2.3 Klassisches Fremdkapital

Fremdkapital umfasst Kapital, welches der Unternehmung von Dritten, für eine gewisse Nutzungsdauer überlassen wird. Bei dieser Zeitdauer wird meist zwischen kurz- (kürzer

¹¹ Aus Gründen der Einfachheit wird an dieser Stelle, obwohl nicht zwangsläufig korrekt, der Nennwert dem einbezählten Kapital gleichgesetzt.

¹² Gründe für eine höhere Börsenbewertung können nebst positiver Zukunftserwartungen unter anderem auch Reserven sein, welche aus einer in der Vergangenheit erfolgreichen Geschäftstätigkeit akkumuliert wurden oder Vermögenswerte, welche nicht zum realen Marktwert in der Bilanz verbucht sind.

¹³ Die weiteren Eigenkapitalinstrumente fallen gemäss obenstehender Definition in die Kategorie Mezzanekapital.

als ein Jahr) und langfristig (länger als ein Jahr) unterschieden. Am Ende der Laufzeit ist das Kapital grundsätzlich rückzahlungspflichtig¹⁴. Fremdkapital schliesst auch Schuldverpflichtungen der Unternehmung ein, welche nicht aus einem Finanzkontrakt (z.B. Verbindlichkeiten aus Lieferungen) entstanden sind (Boemle & Stolz, 2007, S. 41).

Beim Fremdkapital sind die Kapitalrückflüsse an den Kapitalgeber, bestehend aus den periodischen Zinszahlungen¹⁵ und der Rückzahlung am Laufzeitende, bei Vertragsabschluss definiert und unabhängig vom Geschäftsgang geschuldet. Dadurch partizipiert der Kapitalgeber, sofern das Fremdkapital bis zur Fälligkeit gehalten wird, nicht am Unternehmensgang¹⁶. Dies bedeutet, dass er keine Verlustbeteiligung hat. Aufgrund des dadurch geringeren Risikos fällt die Kompensation für die Überlassung, verglichen mit Eigenkapital, grundsätzlich tiefer aus. Dieser Effekt wird durch die steuerliche Abzugsfähigkeit des Schuldzinses weiter verstärkt. Der Schuldzins ist aber im Gegensatz zu Dividenden immer geschuldet, auch bei finanzieller Schieflage. Die festgeschriebenen Vertragsbedingungen führen zu einer besseren Planbarkeit der Kapitalüberlassung, da sowohl die Überlassungsdauer sowie die Rückflüsse zum Vornherein feststehen. Der Investor erhält kein Mitsprache- und nur geringes Informationsrecht. Beide sind aufgrund der fehlenden Erfolgspartizipation auch von geringerem Interesse. Durch entsprechende Klauseln in Kreditverträgen, sogenannten Covenants, lassen sich diese Rechte jedoch individuell anpassen (Spremann, 2002, S. 43).

Im Folgenden werden ausgewählte Fremdkapitalarten kurz erläutert.

Bankkredit

Der Bankkredit ist eine Fremdkapitalart, welche von einem Finanzinstitut ausgegeben wird und unterschiedliche Formen annehmen kann. Die Konditionen hängen hauptsächlich von der Bonität des Schuldners und dem Kapitalbedarf ab. Die üblichsten sind das Bankdarlehen und der Kontokorrentkredit (Boemle & Stolz, 2007, S. 393-400):

- Bankdarlehen (fester Vorschuss): Dadurch wird die Überlassung eines festen Betrags über einen im vornherein definierten Zeitraum beschrieben. Daher eignet

¹⁴ Ausnahme davon bilden ewige Anleihen (perpetual Bonds).

¹⁵ Je nach Ausgestaltung der Kapitalüberlassung gibt es keine periodische Zinskomponente. Diese wird stattdessen durch eine Differenz vom überlassenen und dem zurückzuzahlenden Betrag kompensiert. Zusätzlich kann sich die Zinskomponente nach einem vorher definierten Zeitplan ändern oder an eine Referenzgrösse (z.B. Referenzzinssatz oder Inflation) gebunden sein.

¹⁶ Sollte der Gläubiger aber die Schuldforderung während der Laufzeit übertragen wollen, kann ein unterschiedlicher Wert, der Marktwert, resultieren.

sich diese Form für längerfristige Investitionen. Es bedarf meist der Hinterlegung einer Sicherheit.

- Kontokorrentkredit: Diese Kreditart eignet sich speziell für wiederkehrende Kreditbedarfe (z.B. Finanzierung von Umlaufvermögen), da innerhalb einer Limite ein frei wählbarer Betrag bezogen werden kann. Ein Schuldzins wird dabei nur auf den bezogenen Betrag fällig. Eine weitverbreitete Form dieses Kredits ist der Lombardkredit, welcher gegen Verpfändung von Effekten ausgegeben wird.

Darlehen Dritter

Diese Fremdfinanzierungsform ist vergleichbar mit dem Bankdarlehen, stammt jedoch von keinem Finanzinstitut. Es ist auch unter der Bezeichnung Private Debt bekannt. Rechtliche Grundlage dafür ist der Darlehensvertrag gemäss Art. 312 ff. OR. Da es sich dabei grösstenteils nicht um zwingendes Recht handelt, kann die konkrete Ausgestaltung gezielt auf die spezifische Situation angepasst werden.

Hypothekendarlehen

Diese Kreditform wird mit einer Liegenschaft besichert und für den Erwerb, Bau oder Umbau einer Liegenschaft ausgegeben. Sie stellt volumenbasierte die bedeutendste Kreditform in der Schweiz dar (Birrer, Bauer & Amrein, 2019, S. 32). Analog zur Lebensdauer der Sicherheit, der Immobilie, handelt es sich dabei um einen langfristigen Kredit. In der Schweiz kann dabei die Grundpfandverschreibung (Art. 824 ff. des Schweizerischen Zivilgesetzbuchs (ZGB)¹⁷) und der Schuldbrief (Art. 842 ff. ZGB) unterschieden werden. Kann der Schuldner seine Verpflichtungen aus dem Vertrag nicht erfüllen, erhält der Gläubiger Zugriff auf die als Sicherheit hinterlegte Immobilie resp. beim Schuldbrief auf den Besitz des Eigentümers (Boemle & Stolz, 2007, S. 409-410).

Anleihe

Anleihen, auch Obligationen, festverzinsliche Wertpapiere oder Schuldverschreibungen genannt, sind meist unbesicherte, in feste Teilbeträge (Teilschuldverschreibungen) aufgeteilte Darlehen. Der Darlehensbetrag ist eher hoch, da sich der kostspielige Emissionsprozess sonst nicht lohnen würde. Jedes Wertpapier des Darlehens hat einen festgeschriebenen Nennwert, einen Zins, genannt Coupon, welcher als Prozentsatz des Nennwertes angegeben ist. Am Liberierungsdatum wird das Wertpapier zu 100% des Nennwertes oder

¹⁷ Schweizerisches Zivilgesetzbuch (ZGB) vom 01.07.2022, SR 210.

darüber (mit einem Premium) resp. darunter (mit einem Discount) ausgegeben. Die Rückzahlung erfolgt nach einem bei Ausgabe festgelegten Plan. Diese kann unterschiedliche Ausprägungen annehmen, ist aber meist zu pari (100% des Nennwerts) zum Laufzeitende fällig (Boemle & Stolz, 2007, S. 412-420).

Während die rechtliche Einordnung bei Fremdkapital eindeutig ist, können die wirtschaftlichen Grenzen fließend sein. So kann ein Kredit, wenn er vom Inhaber einer Personengesellschaft stammt, obwohl rechtlich klar Fremdkapital, aus wirtschaftlicher Sicht eher als Eigenkapital klassifiziert werden. Es gibt aber auch Finanzinstrumente, welche bereits so strukturiert sind, dass ihre Eigenschaften keine eindeutige Zuordnung erlauben. Solche Instrumente sind unter der Bezeichnung Mezzaninekapital bekannt.

2.3 Mezzaninefinanzierung

Nebst den im vorherigen Kapitel erläuterten klassischen Finanzierungsformen finden sich auf dem Markt auch zahlreiche alternative Formen (Hoffmann, 2006, S. 3). Diese werden meist unter dem Begriff Mezzaninekapital zusammengefasst.

2.3.1 Überblick

Der Begriff Mezzanine stammt aus dem italienischen „il mezzanino“ und findet seinen Ursprung in der Architektur primär der Renaissance, dem Barock und dem Klassizismus (Duden, ohne Datum), wobei damit ein Zwischengeschoss zwischen zwei Hauptgeschossen bezeichnet wurde (Lörsch, 2013, S. 18). Analog dazu ist Mezzaninekapital, wenn man sich die Passivseite einer Bilanz wie ein Gebäude vorstellt, ein Zwischengeschoss, welches sich zwischen den Hauptgeschossen Eigenkapital und Fremdkapital befindet¹⁸. Abbildung 7 zeigt diese Einordnung in der Bilanz schematisch.

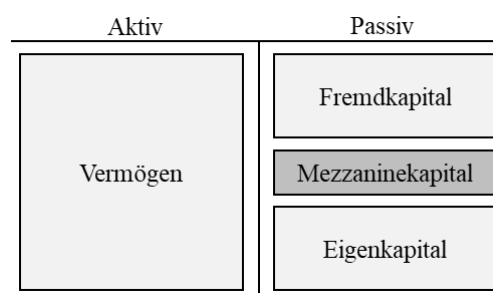


Abbildung 7: Bilanzielle Einordnung von Mezzaninekapital

¹⁸ Es gilt aber festzuhalten, dass es sich dabei nur um eine Darstellung handelt und Mezzaninekapital keine Kapitalart ist, welche explizit als Kategorie in der Bilanz ausgewiesen wird, da es von Gesetzes wegen nur eine Einteilung in Fremdkapital und Eigenkapital gibt (vgl. OR). Die einzelnen Instrumente, welche unter dem Sammelbegriff Mezzaninekapital subsumiert werden, werden aus rechtlicher Sicht somit immer entweder Eigenkapital oder Fremdkapital zugeordnet. Ebenfalls werden einzelne Instrumente, in Abhängigkeit des länderspezifischen Rechts, nicht anerkannt (siehe dazu Kapitel 2.3.3).

Eine einheitliche Definition von Mezzaninekapital existiert weder in der Rechtswissenschaft noch in der Ökonomie (Häger, 2007, S. 22). Dies liegt einerseits daran, dass die Literatur hauptsächlich der Praxis entstammt und eine wissenschaftliche Strukturierung nicht stattfand (Müller-Känel, 2009, S. 14) und andererseits, dass Mezzaninekapital nicht ein einzelnes Finanzierungsinstrument darstellt. So ist Mezzaninekapital ein Sammelbegriff für Instrumente, welche sich im Kontinuum Eigen- und Fremdkapital befinden (Brokamp, Ernst, Hollasch, Lehmann & Weigel, 2008, S. 1) resp. Elemente von Eigen- und Fremdkapital miteinander verbinden (Hoffmann, 2006, S. 13). Deshalb wird dafür zum Teil ebenfalls der Begriff Hybridkapital verwendet (Bernet & Denk, 2000, S. 108), was zu zusätzlicher Konfusion führt. Werden die Begriffe unterschiedlich verwendet, steht Mezzaninekapital meist für Instrumente, welche nicht am Kapitalmarkt platziert werden und Hybridkapital für jene, welche am öffentlichen Kapitalmarkt platziert werden (Häuselmann, 2019, S. 83). Da diese Unterscheidung in der Literatur jedoch nicht einheitlich angewendet wird¹⁹, werden diese Begriffe in der vorliegenden Arbeit als Synonyme verwendet.

Trotz der nicht klar definierten Bezeichnung Mezzaninekapital und der sich stark unterscheidenden Ausgestaltungsformen der einzelnen Mezzanineinstrumente gibt es zwei Merkmale, welche grundsätzlich den meisten Definitionen gemein sind²⁰. Diese sind:

- I) Im Falle eines Konkurses oder einer Liquidation wird Mezzaninekapital in der Regel nachrangig gegenüber Fremdkapital behandelt. Deshalb wird es teilweise auch als „Quasi-Eigenkapital“ bezeichnet (Hoffmann, 2006, S. 19).
- II) Gleichermassen gilt, dass Mezzaninekapital gegenüber „echtem“ Eigenkapital grundsätzlich vorrangig eingestuft wird (Häger, 2007, S. 23).

Daraus lässt sich ableiten, dass sich Mezzaninekapital, wie in Abbildung 8 dargestellt, in der sequenziellen Verlustallokation zwischen Fremdkapital und Eigenkapital einreicht.

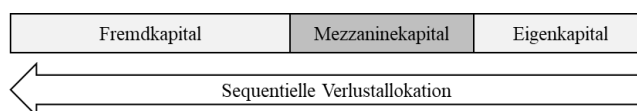


Abbildung 8: Sequenzielle Verlustallokation mit Mezzaninekapital

¹⁹ Die Unterscheidung wird in der vorliegenden Arbeit nicht gemacht. Folglich umfasst der Term Mezzanine auch Hybridkapital.

²⁰ In Abhängigkeit der Definition von Mezzaninekapital gilt dies für wenige Quellen nicht.

Weil die konkrete Ausgestaltung von Mezzanineinstrumenten jedoch relativ frei vereinbart werden können, kann die Einordnung in der sequenziellen Verlustallokation im Einzelfall davon abweichen. Juristisch betrachtet handelt es sich jedoch meist um steuerlich abzugsfähiges Fremdkapital mit im Normalfall regulären Zinszahlungen, welches gegenüber Eigenkapital vorrangig ist (Müller-Känel, 2009, S. 13).

Im Folgenden sollen weitere typische Merkmale von Mezzaninekapital etwas detaillierter betrachtet werden.

2.3.2 Typische Merkmale

Aufgrund der fehlenden allgemeingültigen Definition sowie der mehrheitlich aus der Praxis entsprungenen thematischen Einordnung ist weder die Anzahl typischer Aspekte noch deren inhaltliche Schwerpunkte in der Literatur einheitlich verankert. Die folgende Liste stellt eine nicht abschliessende Aufzählung relevanter Aspekte von Mezzaninekapital dar (in Anlehnung an Häuselmann, 2019, S. 86-87).

Nachrangvereinbarung

Eine Nachrangvereinbarung beschreibt, dass ein oder mehrere Gläubiger einer Schuldnergesellschaft im Falle einer Insolvenz nachrangig gegenüber anderen Gläubigern befriedigt werden. Dabei wird zwischen der strukturellen und der vertraglich vereinbarten Nachrangigkeit unterschieden (Eilers, Rödding & Schmalenbach, 2014, S. 535-536).

Vertragliche Nachrangigkeit ist dann gegeben, wenn sich ein Kapitalgeber in einem Intercreditor Agreement (ICA) bereit erklärt, dass seine Forderung erst nach der vollständigen Befriedigung von einer resp. mehreren anderen Forderungen (relativer vertraglicher Nachrang) oder sämtlichen anderen Forderungen (absoluter vertraglicher Nachrang) beglichen wird. Strukturelle Nachrangigkeit ist gegeben, wenn der Kredit nicht direkt an das kapitalbedürftige Unternehmen fliesst, sondern an eine nicht-operative Muttergesellschaft, welche die Mittel dann an die Tochtergesellschaft weiterleitet. Dadurch sind diese Darlehen, verglichen mit solchen, welche direkt an die Tochtergesellschaft vergeben werden, nachrangig, ausser die Tochtergesellschaft stellt der Muttergesellschaft dafür Sicherheiten zur Verfügung stellt.

Es bleibt darauf hinzuweisen, dass die Nachrangigkeit (resp. Nachrangvereinbarung), obwohl oft als Synonym verwendet, nicht dem Rangrücktritt gleichzusetzen ist. Bei Letzterem handelt es sich um einen aktienrechtlichen Vertrag zwischen dem Gläubiger und dem Schuldner, welcher bei einer Überschuldung zum Tragen kommt (siehe Kapitel 2.1.2).

Dabei subordiniert der zurücktretende Gläubiger seine Forderung den Drittrangforderungen. Grundlage dafür bildet Art. 725 Abs. 2 OR (Glanzmann, 2007, S. 6-7).

Kapitalüberlassung (Laufzeit und Rückzahlung)

Um einen Eigenkapital ähnlichen Charakter zu haben, muss Mezzaninekapital zwar nicht wie reines Eigenkapital eine unendliche Laufzeit aufweisen, doch sollte diese langfristiger Natur sein. Damit ist je nach verwendeter Literaturquelle ein Zeithorizont zwischen 5 und 12 Jahren gemeint. Die Laufzeit kann aber bei gewissen Instrumenten auch erheblich länger oder kürzer sein (Banik, Ogg & Pedergrana, 2008, S. 11).

Nebst der Laufzeit spielt auch das Kündigungsrecht eine wichtige Rolle. Ein generelles Recht darauf ist für den Gläubiger ausgeschlossen. Vertraglich können aber Sonderkündigungsrechte eingeräumt werden, welche die Kündigung durch den Kapitalgeber in bestimmten Situationen (z.B. Verletzung von Covenants, Gesellschafterwechsel, Verletzung von Informationspflicht) trotzdem erlauben.

Als letztes Merkmal aus dieser Kategorie soll die Tilgung thematisiert werden. Diese ist typischerweise entweder ausgeschlossen oder eingeschränkt. So sind Klauseln gängig, welche eine Tilgung erst nach vollständiger Auflösung vorrangiger Darlehen erlauben oder während einer gewissen Zeit verbieten (non-call period) sowie Vorfälligkeitsentschädigungen vorsehen (Diem & Jahn, 2019, S. 205).

Verzinsung

Die Verzinsung kann laufend, das heisst während der ganzen Laufzeit der Kapitalüberlassung erfolgen oder endfällig in Form einer Einmalzahlung bei Fälligkeit. Die folgende Abbildung (Abbildung 9) zeigt die unterschiedlichen Cashflows.

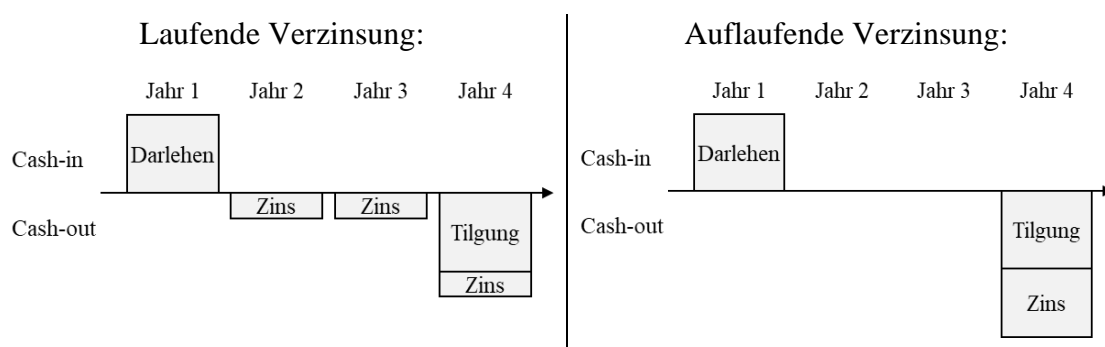


Abbildung 9: Vergleich laufende und auflaufende Verzinsung

Eine laufende Vergütung ist nicht zwingend, jedoch üblich. Sie kann je nach spezifischer Ausgestaltung des Instruments unterschiedlich erfolgen. Bei fremdkapitalnahen

Mezzanineinstrumenten erfolgt die Vergütung in Form eines festen Zinssatzes, wogegen die Vergütung bei eigenkapitalnahen Instrumenten gewinnabhängig ist. Auch ist eine Kombination beider Varianten möglich. Der feste Zinssatz erfolgt dabei oft auch als variabler Referenzzinssatz mit festem Aufschlag (Diem & Jahn, 2019, S. 207). Der Vorteil einer laufenden Verzinsung ist, dass dem Schuldner fortlaufend ein kleiner Betrag belastet wird und für den Gläubiger, dass sofort Cashflows generiert werden.

Dem gegenüber steht die auflaufende Verzinsung. Hierbei erhält der Gläubiger während der Laufzeit keine periodische Verzinsung dafür am Ende zusätzlich zur Tilgung eine Einmalzahlung, welche die laufende Verzinsung ersetzt. Der Vorteil hierbei ist, dass während der Laufzeit keine Liquiditätsbelastung für den Schuldner entsteht. Diese ist dafür am Ende umso höher (Brokamp et al., 2008, S. 7). Aus steuerlicher Sicht gibt es zwischen laufender und auflaufender Verzinsung keinen Unterschied, da auch bei der auflaufenden Verzinsung eine jährlich errechnete Verzinsung steuerlich abzugsfähig ist.

Ebenfalls nicht unüblich sind Wahlrechtsoptionen, sogenannte PIK (payment-in-kind) Klauseln, welche es dem Schuldner erlauben entweder die Zinsen zu zahlen oder zu kapitalisieren, das heisst der Darlehensforderung zuzuschreiben. Deren Verzinsung ist jedoch nicht erfolgsabhängig, was das PIK klar vom partiarischen Darlehen unterscheidet (Diem & Jahn, 2019, S. 207).

Equity Kicker

Ein Equity Kicker räumt dem Gläubiger, nebst vereinbarter Kapitalrückzahlung, zusätzliche Vermögensrechte ein. Dadurch kann er an der Wertsteigerung des Schuldnerunternehmens teilhaben. Dabei wird zwischen echten und virtuellen Equity Kickern unterschieden. Bei Echten handelt es sich entweder um ein Optionsrecht in Form eines Optionsscheins resp. Warrants oder um ein Wandlungsrecht. Dem Gläubiger wird dadurch die Möglichkeit zum Erwerb von Unternehmensanteilen zu vorher vereinbarten Bedingungen einräumt, wodurch dieser zum Gesellschafter werden kann (Kugler, 2005, S. 20). Bei virtuellen Kickern (Phantom oder Shadow Warrant) erhält der Gläubiger keine Unternehmensanteile, sondern eine bare Abgeltung bei Tilgung, der während der Laufzeit erzielten Wertsteigerung (Häger, 2007, S. 80-81). Diese werden deshalb auch als Non-Equity Kicker bezeichnet. Eine weitere Form, bei der der Gläubiger indirekt von der Wertsteigerung profitiert, stellt die performanceabhängige Zusatzvergütung zum Laufzeitende dar (Brokamp et al., 2008, S. 9-11).

Ob ein Equity Kicker zum Einsatz kommt, hängt primär vom Wertsteigerungspotential ab. Ohne echten Equity Kicker droht dem Schuldner keine Gefahr von Verwässerung der Anteile, im Gegenzug muss aber mit einer höheren Verzinsungsforderung des Gläubigers gerechnet werden (Banik et al., 2008, S. 28-30).

Kontroll- und Informationsrechte

Aufgrund von Nachrangigkeit und meist begrenzter Besicherung haben Mezzaninekapitalgeber ein begründetes Interesse am wirtschaftlichen Gang des Schuldners (Brokamp et al., 2008, S. 99). Auch bei Mezzaninekapital hat der Gläubiger gegenüber dem Schuldner nach allgemeinen Grundsätzen einen Anspruch auf Rechnungslegung und Auskunft. Üblicherweise erhalten Investoren in der Praxis aber oft Kontroll- und Informationsrechte, welche darüber hinaus gehen (Werner, 2007, S. 26). Diese umfassen meist Informationsverpflichtungen, welche im Störungsfall (z.B. signifikante Verschlechterung der Kennzahlen) zu ad-hoc-Berichterstattung verpflichten (Häuselmann, 2019, S. 90).

Verpflichtungserklärung (Covenants)

Bei Covenants handelt es sich um vertragliche Klauseln, welche den Schuldner zu gewissen Handlungen (affirmative covenants) resp. zu deren Unterlassung (negative covenants) zwingen (CFA Institute, 2020, S. 18). Generell wird zwischen Financial und Non-financial Covenants unterschieden. Während Erstere der Überwachung der Kapitalstruktur dienen und dafür meist spezifische Minimalforderungen definieren, handelt es sich bei Zweiteren um ein Sammelgefäß für meist rechtliche (Legal Covenants) oder ausstiegsorientierte (Exit Covenants) Anforderungen (Häger, 2007, S. 56). Die Folgen bei Verletzung einer solchen Verpflichtung müssen in der Finanzierungsvereinbarung geregelt werden. Wichtig ist festzuhalten, dass finanzielle Covenants, welche dem Gläubiger ein unmittelbares Kündigungsrecht aufgrund der wirtschaftlichen Lage einräumen, nicht erlaubt sind, da sonst der Eigenkapitalcharakter verloren geht (Häger, 2007, S. 42).

Je nach Mezzanineinstrument sind diese Merkmale unterschiedlich stark ausgeprägt. Während einige davon meist vorhanden sind (zum Beispiel Rangigkeit) können andere auch gänzlich fehlen (zum Beispiel Equity Kicker). Aus diesem Grund ist es unerlässlich, die jeweilige konkrete Ausgestaltung des Instruments genau zu analysieren.

2.3.3 Mezzanineinstrumente

Mezzaninekapital als Sammelbegriff umfasst eine Vielzahl unterschiedlicher Instrumente. Um deren inhaltliche Ausgestaltung resp. Erscheinungsform einfacher zu

beschreiben, kann eine Einordnung anhand von unterschiedlichen Kriterien helfen. Eine gängige Kategorisierung erfolgt anhand der beiden nachfolgenden Kriterien (vgl. Brokamp et al., 2008, S. 15-16; Mohr, 2021, S. 81-82):

- Equity oder Debt Mezzanin

Die spezifischen Charakteristiken eines Instruments werden auf Ähnlichkeit mit Eigen- und Fremdkapital untersucht und entsprechend eingeordnet. Weist ein Instrument hierbei eher Eigenkapitalcharakteristiken auf, spricht man von eigenkapitalnahem Mezzaninekapital (Equity Mezzanin), andernfalls von fremdkapitalnahem Mezzaninekapital (Debt Mezzanin). Diese Unterscheidung ist insbesondere bei der wirtschaftlichen Zurechenbarkeit und der steuerlichen Einordnung relevant resp. bei der Frage, ob die Schuldzinsen steuerlich abzugsfähig sind oder nicht (Brokamp et al., 2008, S. 15). Abbildung 10 zeigt die Einordnung anhand von Equity oder Debt Mezzanine auf der horizontalen Achse.

- Handelbarkeit

Die Handelbarkeit resp. Platzierbarkeit unterscheidet, ob es sich bei der Platzierung um eine öffentliche am Kapitalmarkt oder eine Privatplatzierung handelt. Dies führt zu den beiden Kategorien Private Mezzanine (nicht-emissionsfähig) und Public Mezzanine (emissionsfähig). Diese Unterscheidung ist jedoch nicht für alle Unternehmen gleichermassen relevant, da nicht alle Zugang zum Kapitalmarkt haben²¹. Abbildung 10 zeigt die Einordnung anhand der Handelbarkeit auf der vertikalen Achse.

Die folgende Abbildung (Abbildung 10) gliedert eine Auswahl der gängigsten Mezzanineinstrumente anhand der beschriebenen Kriterien²².

²¹ Auf eine Erläuterung des indirekten Zugangs zum öffentlichen Kapitalmarkt mittels Special Purpose Vehicle (Zweckgesellschaft) wird aus Gründen der Einfachheit verzichtet.

²² Obwohl in dieser Grafik sämtliche Instrumente jeweils nur einem Quadranten zugeordnet sind, gilt auch hier, dass aufgrund der vertraglichen Freiheit je nach konkreter Ausgestaltung auch eine Einordnung in einem anderen Quadranten möglich wäre.

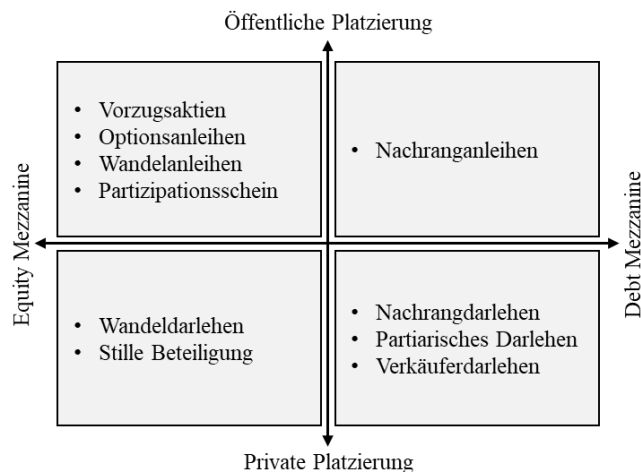


Abbildung 10: Klassifizierung Mezzanineinstrumente (in Anlehnung an Brokamp et al., 2008, S. 16)

Nebst der Gliederung anhand von Handelbarkeit und Equity / Debt Mezzanine sind in der Literatur weitere Kategorisierungen zu finden. Eine Auswahl ist in Anhang 4 dargelegt.

Im Folgenden wird eine Auswahl typischer Mezzanineinstrumente genauer betrachtet. Diese wurden in Abhängigkeit der für diese Arbeit geltenden Definition von Mezzaninekapital gewählt²³. Ebenfalls gilt zu beachten, dass die erwähnten Instrumente aufgrund ihrer konkreten Ausgestaltung unterschiedliche Formen und Namen²⁴ annehmen können. Ebenso gilt es ein besonderes Augenmerk auf die länderspezifischen Gesetze zu werfen, aufgrund welcher die Ausgestaltung divergieren kann oder gewisse Instrumente gar nicht anerkannt sind²⁵.

Nachrangdarlehen und Nachranganleihe

Das Nachrangdarlehen ist eines der am häufigsten eingesetzten Instrumente im Bereich Mezzaninefinanzierung (Brokamp, et al., 2008, S. 100). Dabei handelt es sich um ein Darlehen, welches erst rückerstattet wird, nachdem andere Darlehen beglichen worden sind. Die vertraglichen Voraussetzungen dafür werden in einem Intercreditor Agreement (ICA) vereinbart. Das nachrangige Darlehen wird gemeinhin als Junior Debt, Junior Loan oder subordinated loan und das vorrangige Darlehen entsprechend als Senior bezeichnet (Glanzmann, 2007, S. 6). Da der Gläubiger im Falle von finanziellen Schwierigkeiten des

²³ Instrumente wie zum Beispiel das Schuldscheindarlehen (Brokamp et al., 2008, S. 14), das Gesellschafterdarlehen (Brokamp et al., 2008, S. 12) oder die unendliche Anleihe (Hongler, 2012, S. 39) werden deshalb nicht aufgeführt.

²⁴ Als Beispiel sei das Verkäuferdarlehen aufgeführt. Dies wird in der Literatur zum Teil als weiteres Mezzanineinstrument genannt. Nach der hier vertretenen Auffassung handelt es sich aber um einen spezifischen Fall eines Instruments, welches oft als partiarisches Darlehen ausgestaltet ist und deshalb ohne namentliche Erwähnung darunter subsumiert ist.

²⁵ Zum Beispiel die stille Beteiligung im Schweizer Recht.

Schuldners ein höheres Risiko auf Nicht-Rückerstattung trägt, wird eine entsprechende Risikoprämie, das heisst ein höherer Schuldzins verlangt. Dieser kann laufend oder endfällig sein. Eine erfolgsabhängige Komponente ist beim Nachrangdarlehen nicht vorgesehen (Banik et al., 2008, S. 37).

Findet anstelle einer Privatplatzierung eine Emission auf dem öffentlichen Kapitalmarkt statt, handelt es sich um eine Nachranganleihe. Sie ist jedoch nicht der hochverzinslichen Anleihe (High-Yield Anleihe) gleichzusetzen, welche nicht zwingend nachrangig sein muss, sondern sie ist eine spekulative Anleihe, das heisst eine Anleihe von geringerer Kreditwürdigkeit (CFA Institute, 2022, S. 7)²⁶.

Partiarische Darlehen

Nebst dem Nachrangdarlehen stellt das partiarische Darlehen das zweite Instrument mit grosser Verbreitung in der Schweiz dar (Banik et al., 2008, S. 38). Es zeichnet sich primär durch die erfolgsabhängige Vergütung aus, welche es dem Gläubiger ermöglicht am wirtschaftlichen Erfolg des Schuldners teilzuhaben. Die Vergütung kann während der Laufzeit, am Laufzeitende oder sogar während einer gewissen Zeit im Nachgang dazu erfolgen (Müller-Känel, 2009, S. 226). Eine Verlustbeteiligung ist grundsätzlich ausgeschlossen. Eine fixe Basisverzinsung liegt beim reinen partiarischen Darlehen nicht vor, kann aber vertraglich vereinbart werden (Boemle & Stolz, 2002, S. 404). Eine Besonderheit des partiarischen Darlehens in der Schweiz ist, dass dieses, im Gegensatz zur europäischen Usanz, nicht nachrangig sein muss, wodurch theoretisch ein wichtiges Merkmal von Mezzaninekapital entfallen kann (Banik et al., 2008, S. 38-39).

Verkäuferdarlehen

Das Verkäuferdarlehen findet sein hauptsächliches Anwendungsgebiet in der Akquisitionsfinanzierung, insbesondere bei kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) sowie bei der Nachfolgeregelung. Dabei handelt es sich eigentlich um die Stundung des Kaufpreises. Der alte Eigentümer stundet den Kaufbetrag oder einen Teil davon zu Gunsten des neuen Eigentümers für einen gewissen Zeitraum. Das Darlehen wird häufig ohne festen Zins gewährt, beinhaltet dafür aber eine erfolgsabhängige Komponente (Brokamp et al., 2008, S. 13).

²⁶ Gewisse Autoren zählen diese trotzdem zu Mezzaninekapital im weiteren Sinne (Banik et al., 2008, S. 36). Es wird argumentiert, dass die Höhe der Zinszahlung zwischen Eigenkapital und Fremdkapital liegt.

Vorzugsaktie

Die Vorzugsaktie resp. das nach deutschem Recht vergleichbare Genussrecht²⁷ stellt das in der EU am häufigsten gewählte Mezzanineinstrument dar (Banik et al., 2008, S. 41). In der Schweiz findet es jedoch wesentlich weniger Anwendung. Eine Vorzugsaktie ist eine Aktienart, welche vermögensrechtlich im Vergleich zur gewöhnlichen Stammaktie privilegiert ist. Dieses Privileg kann sich, gemäss Art 656 Abs 2 OR, auf Dividende, Liquidationsüberschuss (was einer Vorrangigkeit gegenüber Stammaktien gleichkommt) oder Ausgabe neuer Aktien erstrecken. Es kann jedoch durch die Gesellschaft in den Statuten frei bestimmt werden. Die darin nicht explizit definierten Eigenschaften sind den Stammaktien identisch. Die Vorzugsaktie hat keine endliche Laufzeit und gilt nach Schweizer Recht als Aktienkapital. Nicht zu verwechseln ist das Genussrecht mit dem schweizerischen Genussschein nach Art. 657 OR. Der Genussschein kann zwar zu Mezzaninekapital im weiteren Sinne gezählt werden (Banik et al., 2008, S. 41), ist aus praktischer Sicht zur Kapitalbeschaffung aber ungeeignet²⁸.

Partizipationsscheine

Partizipationsscheine nach Art. 656a OR stellen eine dem reinen Eigenkapital sehr nahe Form von Mezzaninekapital dar, da es diesem gegenüber nicht vorrangig behandelt wird. Partizipationsscheine verfügen über die gleichen vermögensrechtlichen Ansprüche wie Aktienkapital, weisen aber gewisse Eigenschaften von Fremdkapital auf, namentlich das eingeschränkte Mitspracherecht. Deshalb ordnen einige Autoren Partizipationsscheine dem Mezzaninekapital im weiteren Sinne zu (Banik et al., 2008, S. S.41). Aus diesem Grund werden Partizipationsscheine auch als „stimmlose“ Aktie bezeichnet.

²⁷ Das Genussrecht und der Genussschein nach Deutschem Recht sind zwingend vom Genussschein nach Schweizer Recht zu unterscheiden, da es sich um unterschiedliche Instrumente handelt. Der Genussschein und das Genussrecht nach Deutschem Recht sind Regelungsgegenstände in mehreren Gesetzen ohne dabei präzise definiert zu sein. Der bewusste Verzicht des Gesetzgebers auf eine Definition soll eine Vielzahl erdenklicher Ausgestaltungsmöglichkeiten in der Praxis dieses Finanzinstruments ermöglichen (Eilers et al., 2014, S. 549-551). Dies erschwert die Zuordnung zu einem vergleichbaren Instrument nach Schweizer Recht. Gemäss Hoffmann (2006) lässt sich das Genussrecht mit Eigenkapitalcharakter der Vorzugsaktie nach Art. 654 OR zuordnen (S. 22). Aufgrund der fehlenden Definition stimmt diese Zuordnung jedoch nicht für sämtliche Ausprägungen von Genussrechten. Die vorliegende Arbeit stützt sich lediglich auf die Definition von Vorzugsaktien nach Schweizer Recht ab.

²⁸ Dafür gibt es zwei Gründe: Erstens wird gemäss Art. 657 Abs. 1 OR die Ausgabe von Genussscheinen dahingehend eingeschränkt, dass diese nur an Personen, welche mit der Gesellschaft bereits verbunden sind (z.B. Aktionäre, Gläubiger, Arbeitnehmer), abgegeben werden dürfen. Zweitens darf der Genussschein gemäss Art. 657 Abs. 2 OR nicht gegen Einlagen ausgegeben werden die unter den Aktiven der Bilanz ausgewiesen werden. Damit hat der Genussschein keine Finanzierungsfunktion und wird meist dann ausgegeben, wenn keine Barmittel zur Kompensation von bestehenden Gesellschaftern zur Verfügung stehen (Müller-Känel, 2009, S. 173).

Wandelanleihen und Wandeldarlehen

Die Wandelanleihe ist eine Form von temporärer Kapitalüberlassung, welche dem Obligationär, nebst den bei Anleihen typischen Rechten auf Verzinsung und Kapitalrückstattung am Laufzeitende, das Recht einräumt, anstelle der Rückzahlung eine Aktie oder ein anderes Beteiligungspapier zu beziehen. Dabei werden der Zeitrahmen der Tauschmöglichkeit sowie das Tauschverhältnis bei der Emission festgeschrieben. Die Konvertierung einer Wandelanleihe bedeutet für den Inhaber, dass er seine mit der Anleihe verbundenen Rechte verliert und dafür Beteiligungsrechte erhält. Er ist also entweder Obligationär oder Aktionär. Für den Emittenten hat die Wandelung zur Folge, dass Fremdkapital in Eigenkapital umgewandelt wird (Boemle & Stolz, 2002, S. 438). Für den Gläubiger eröffnet sich mit der Wandelanleihe die Möglichkeit, zum Zeitpunkt der Wandelung von einem allfälligen wirtschaftlichen Erfolg des Schuldners zu profitieren und bei wirtschaftlichem Misserfolg, ausser bei einer Insolvenz, trotzdem eine feste Verzinsung zu erhalten. Obwohl eine Wandelanleihe auch im Rahmen einer Privatplatzierung (Wandeldarlehen) ausgegeben werden kann, stellt die Ausgabe am Kapitalmarkt die häufigere Form dar.

Bei Wandelanleihen gibt es unterschiedliche Ausgestaltungen. Zu den bekanntesten zählen die Pflicht- resp. bedingte Pflichtwandelanleihe, welche eine automatische Wandelung bei Laufzeitende oder Eintritt einer vordefinierten Gegebenheit vorsieht und die umgekehrte Wandelanleihe, welche das Wandelrecht dem Emittenten zuschreibt (Eschwey, 2018, S. 20-21).

Optionsanleihe

Eine Optionsanleihe ist eine Anleihe, welche ebenfalls mit der Möglichkeit ausgestattet ist, Beteiligungspapiere zu beziehen. Auch hier wird bei Zeichnung der Anleihe bereits festgelegt, zu welchen Konditionen und wann die Beteiligungspapiere bezogen werden können. Im Gegensatz zu den Wandelanleihen ist die Option, welche zum Kauf von Beteiligungspapieren ermächtigt, von der Anleihe losgelöst. Dadurch kann sie als eigenständiges Papier gehandelt werden, wodurch der Besitzer der Anleihe und der Option nicht identisch sein muss. Des Weiteren kann die Option, innerhalb der vertraglich vereinbarten Leitplanken, ausgelöst werden, ohne dass dadurch die Anleihe verschwindet (Ausnahme: Der Schuldner nimmt bei Ausübung der Option die Anleihe in Anzahlung). Dies führt dazu, dass der Titelbesitzer, im Gegensatz zur Wandelanleihe, gleichzeitig sowohl Obligationär als auch Aktionär sein kann (Boemle & Stolz, 2002, S. 449). Der Schuldzins von

Optionsanleihen ist normalerweise tiefer als derjenige von normalen Anleihen, da das Optionsrecht auch einen Wert hat.

Stille Beteiligung (stille Gesellschaftseinlage)

Die stille Gesellschaft ist im Schweizer Recht nicht geregelt (Lipp, 2014, S. 165). Der Grund liegt im Formenzwang und der Typenfixierung des Schweizer Gesellschaftsrechts (Hohmann & Müller, 2013, S. 609). Im Gegensatz dazu ist diese Gesellschaftsform in zahlreichen europäischen Ländern gesetzlich geregelt und tritt folglich auch explizit als Mezzanineinstrument in Erscheinung²⁹. Bei der stillen Gesellschaft handelt es sich um eine reine Innengesellschaft, welche nach aussen nicht in Erscheinung tritt. Der stille Gesellschafter bringt Vermögenswerte ein, partizipiert am Erfolg und verfügt über Mitspracherechte. Letztere dienen als ein Differenzierungsmerkmal zu dem sonst sehr ähnlichen partiarischen Darlehen (Müller Känel, 2009, S. 228). Aus Finanzierungssicht relevant ist die Verlustbeteiligung³⁰. Liegt eine Verlustbeteiligung vor, gilt der stille Gesellschafter als Eigenkapitalgeber. In dieser Ausprägung erfüllt die stille Beteiligung den Tatbestand zur Einordnung als Mezzanineinstrument nur bedingt, andernfalls müsste sie als partiarisches Darlehen angesehen werden (Müller Känel, 2009, S. 228) und der Gesellschafter wäre ein Gläubiger (Boemle Stolz, 2002, S. 404).

Neben der Direktinvestition von Mezzaninekapital in Immobilienunternehmen können Risikokapitalgeber in spezielle Mezzaninefonds investieren. Diese indirekte Investitionsform bietet den Investoren ein alternatives Anlagesegment, welches nur schwach mit Aktien- und Anleihenmärkten korreliert (Credit Suisse, 2005, S. 15).

2.3.4 Anwendungsgebiete

Die Einsatzmöglichkeiten resp. die Gründe, weshalb eine Gesellschaft Mezzaninekapital aufnehmen will, sind mannigfaltig. Dies ist beispielweise der Fall, wenn einerseits aufgrund mangelnder Bonität resp. zu hohem Risiko oder zu geringem Eigenkapital kein Fremdkapital aufgenommen werden kann. Andererseits, wenn die bestehenden Investoren kein weiteres Eigenkapital zur Verfügung stellen, keine neuen Gesellschafter aufnehmen wollen oder sich keine neuen Investoren finden lassen. Die Situationen, in welchen

²⁹ Im Vergleich dazu zum Beispiel Österreich mit der stillen Gesellschaft nach Art. 179 Unternehmensgesetzbuch, Deutschland mit der stillen Gesellschaft nach Art. 230 Handelsgesetzbuch oder Frankreich mit der vergleichbaren Société en participation nach Art. 1871 Code civil vom 02.09.2022.

³⁰ Liegt eine Verlustbeteiligung vor, handelt es sich um eine «atypische» stille Gesellschaft nach deutschem Recht (Art. 231 Abs. 2 des Handelsgesetzbuch (HGB) vom 03.06.2021). Andernfalls wird vom «typischen» stillen Gesellschafter gesprochen (Starossom, 2015, S. 311).

solche Voraussetzungen eintreten, lassen sich grob in folgende drei Kategorien einordnen (in Anlehnung an Banik et al., 2008, S. 20-26):

- Wachstumsfinanzierung
- Rekapitalisierung
- Eigentümerwechsel

Die konkreten Situationen in denen Mezzaninekapital eingesetzt wird, sind aufgrund der flexiblen Ausgestaltungsmöglichkeiten dieser Finanzierungsform sehr unterschiedlich. Aus diesem Grund ist eine abschliessende Aufzählung schwierig. Abbildung 11 zeigt eine Auswahl der relevantesten Situationen.

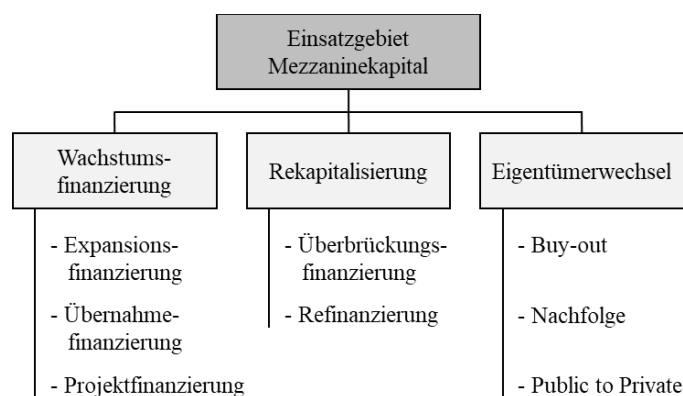


Abbildung 11: Einsatzgebiete von Mezzaninefinanzierung

Im Folgenden werden diese Einsatzmöglichkeiten kurz erläutert:

Wachstumsfinanzierung

Bei der Wachstumsfinanzierung wird Mezzaninekapital meist herbeigezogen, weil die verfügbaren Mittel aus der Innenfinanzierung und das klassische Eigen- sowie Fremdkapital nicht in erforderlichem Umfang verfügbar sind. Drei konkrete Situationen können unterschieden werden:

- Expansionsfinanzierung: Investitionen in die Entwicklung neuer Produkte und Dienstleistungen, sowie in die Produktionskapazitäten sind zur Erhaltung der langfristigen Wettbewerbsfähigkeit unabdingbar. Wird ein Wachstum auch ausserhalb des angestammten Feldes angestrebt, müssen neue Märkte und Segmente erschlossen werden. All dies bedarf grosser finanzieller Mittel, welche oft nicht aus den laufenden Cashflows oder Reserven gedeckt werden können. Durch die flexible Ausgestaltung von Mezzaninekapital kann die Vergütung so ausgestaltet werden, dass während der bereits angespannten Ertragssituation keine weitere

Zinsbelastung entsteht oder die Vergütung in Abhängigkeit des Erfolgs der Investition erfolgt (Brokamp et al., 2008, S. 44).

- Übernahmefinanzierung resp. Akquisitionsfinanzierung: Dabei handelt es sich um eine Übernahme einer fremden Gesellschaft aus strategischen Überlegungen. Dies kann entweder eine horizontale (Konkurrent) oder vertikale Integration (Zulieferer) sein. Durch den Zukauf soll die Wettbewerbsposition nachhaltig verbessert werden. Dies unterscheidet die Übernahmefinanzierung vom Leveraged Buy-out (LBO), welcher aus einer rein finanziellen Motivation heraus geschieht. Die Akquisition ist ein typisches Feld für Mezzaninefinanzierung, da die Investition oftmals zu gross für den Käufer ist. Die Aktiven des akquirierten Unternehmens können dabei als Sicherheit dienen (Brokamp et al., 2008, S. 46).
- Projektfinanzierung: Unter Projektfinanzierung versteht man die Finanzierung eines sich selbst tragenden, isolierten Unterfangens. In der Praxis findet diese oft in Form einer Zweckgesellschaft statt. Die Finanzierungsentscheidung sowie die konkrete Ausgestaltung der Finanzierung hängen deshalb stark von den zu erwartenden, aus dem Projekt generierten Cash-flows und den geschaffenen Vermögenswerten ab. Eine Finanzierung mit gestaltbarem Mezzaninekapital bietet sich an, da die Vergütung anfänglich gestrichen oder tief angesetzt werden kann und progressiv im Projektverlauf zunimmt oder über eine Einmalzahlung am Ende abgegolten wird (Häger & Elkemann-Reusch, 2007, S61-62).

Rekapitalisierung

In die Kategorie Rekapitalisierung³¹ fallen sämtliche Aktivitäten zur Verlängerung, Erhöhung oder Ablösung einer bestehenden Finanzierung sowie zum Überbrücken einer temporären Finanzierungslücke. Ziel ist es die Finanzierungsstruktur zu optimieren oder für ausreichend Kapital zu sorgen.

- Überbrückungsfinanzierung: Bei der Überbrückungsfinanzierung resp. Brückenfinanzierung, handelt es sich um eine Kapitaleinlage für einen begrenzten Zeithorizont. Meist handelt es sich hierbei um eine Vorbereitungsfinanzierung bis zum späteren Börsengang. Daher ist der Vorgang auch unter dem Namen Pre-IPO³² Finanzierung bekannt (Müller-Känel, 2009, S. 139-140). Typischerweise wird die Brückenfinanzierung von bereits bestehenden Investoren gegeben und enthält

³¹ Aus Gründen der Einfachheit werden die Begriffe Rekapitalisierung und Refinanzierung als Synonyme verwendet.

³² Initial public offering. Deutsch: Börsengang.

meist einen Equity-Kicker zum Beispiel in Form eines Wandeldarlehens oder Optionsdarlehens. Dadurch können die Investoren am Börsengang partizipieren und der Emittent profitiert von tieferen Zinskosten. Mezzaninefinanzierung bietet sich insbesondere dafür an, weil durch die Überbrückungsfinanzierung die Equity-Story für die Aktionäre nicht in Mitleidenschaft gezogen wird. Aktionäre partizipieren hauptsächlich an der Wertsteigerung der Gesellschaft, weshalb das in einem Börsengang aufgenommene Kapital aus ihrer Sicht nicht zur Tilgung von Schulden, sondern für Wachstumsprojekte verwendet werden soll. Dies kann durch Mezzaninekapital sichergestellt werden (Brokamp et al., 2008, S. 41-42).

- Refinanzierung: Dabei handelt es sich um die Verlängerung, die Erhöhung und die Ablösung einer bestehenden Finanzierung. Ziel ist es die Finanzierung für die aktuellen resp. zukünftigen Bedürfnisse ideal zu strukturieren. Dies umfasst unter anderem die Reduktion der Zinskosten, die Erhöhung der Flexibilität oder die Ausschöpfung der Maximalbelehnung.

Eigentümerwechsel

Der Eigentümerwechsel stand am Ursprung des ersten grossen Mezzaninekapitalbooms. So wurde er während dem Leveraged Buy-out-Boom in den USA in den 1980er- Jahren intensiv eingesetzt. Es handelt sich dabei um ein traditionelles Einsatzgebiet für Mezzaninekapital (Brokamp et al., 2008, S. 35).

- Buy-out: Ein Buy-out beschreibt generell eine Übernahme einer Gesellschaft durch Finanzinvestoren. Im Gegensatz zum strategischen Investor steht dabei nicht die Verbesserung der langfristigen Wettbewerbsposition im Fokus, sondern meist die kurzfristigere Wertsteigerung. Der Anlagehorizont ist dementsprechend meist kürzer. Je nach Transaktion sind die Buy-outs unterschiedlich gestaltet. Eine weit verbreitete Form stellt dabei der Management Buy-out dar, bei welchem das bestehende Management die Gesellschaft übernimmt oder der Management Buy-in, bei welchem externe, bisher nicht in der Gesellschaft engagierte Manager, diese übernehmen. Da die zukünftigen Eigentümer resp. Manager meist nicht über genügend Eigenmittel verfügen, um die Transaktion zu finanzieren, ist der Fremdkapitalanteil oft sehr hoch. In diesem Kontext wird deshalb auch von einem Leveraged Buy-out gesprochen. Mittels Mezzaninekapital wird die Lücke zwischen minimalem Eigenkapital und Gesamtkapitalbedarf geschlossen (Häger & Elkmann Reusch, 2007, S. 59-60).

- Nachfolgeregelung: Dabei handelt es sich, im vorliegenden Kontext, um eine Herausforderung, welche meist kleine und mittlere Unternehmen betrifft und der Firmenaustritt eines bestehenden Gesellschafters respektive dessen Ersatz beschreibt. Dies ist insbesondere der Fall, wenn die Gesellschaft in Familienbesitz ist oder von einem klassischen «Patron» geführt wird und die Nachkommen finanziell abgesichert werden sollen (Banik et al., 2008, S. 23). Oft verfügt der Nachfolger resp. die in der Gesellschaft verbleibenden Eigentümer nicht über genügend Kapital, um die Anteile der anderen Teilhaber zu übernehmen oder im Falle eines Austritts eines einzelnen Gesellschafters zurückzukaufen. Mezzaninekapital kann dabei helfen die Transaktion trotzdem im Sinne der Gesellschaft zu realisieren (Brokamp et al., 2008, S 44). Folglich kann die Nachfolgeregelung als ein Sonderfall des Buy-outs gesehen werden.
- Public to private: Dabei handelt es sich um einen Vorgang, bei dem eine kotierte Gesellschaft von der Börse genommen wird. Gründe dafür können unter anderem die mit der Kotierung verbundenen Kosten, Offenlegungspflichten oder eine Unterbewertung sein. Bei Letzterem wird die Gesellschaft nach einer Umstrukturierung zu einer fairen Bewertung zurück an die Börse gebracht (Müller-Känel, 2009, S. 138). Da die Beteiligungen der bestehenden Aktionäre zurückgekauft werden müssen ist auch diese Transaktion mit hohem Kapitalaufwand verbunden (Häger & Elkemann-Reusch, 2007, S. 62). Dabei kommt die Struktur eines LBO's zum Tragen, weshalb der Public to private als eine Sonderform des Buy-outs angesehen werden kann.

Diese nicht abschliessende Auflistung gibt einen kleinen Einblick über die grosse Vielzahl der Einsatzmöglichkeiten von Mezzaninekapital wieder. Auffällig dabei ist, dass Mezzaninekapital im Allgemeinen nur bei Gesellschaften eingesetzt wird, welche bereits einen gewissen Reifegrad erreicht haben. Trotz der vermeintlichen Nähe zu Firmengründungen und Start-ups wird Mezzaninekapital in der Frühphase von Gesellschaften nicht eingesetzt (Häger & Elkemann-Reusch, 2007, S. 59).

2.4 Vergleich Finanzierungsformen

Basierend auf den Erläuterungen in Kapitel 2.3 zu Mezzaninekapital lässt sich dieses nun anhand ausgewählter Kriterien mit den in Kapitel 2.2 dargelegten klassischen Finanzierungsformen vergleichen.

Einordnung Mezzaninekapital

Dabei gilt zu berücksichtigen, dass aufgrund der grossen Anzahl unterschiedlicher Instrumente, welche unter dem Sammelbegriff Mezzaninekapital subsumiert sind, es nicht eine richtige Einordnung gibt, welche pauschal auf sämtliche Instrumente zutrifft. Tabelle 1 nimmt eine Einordnung anhand der gängigsten Charakteristiken je Kriterium vor.

	Eigenkapital	Mezzaninekapital	Fremdkapital
Wirtschaftliche Betrachtungsweise	Eigenkapital	Eigenkapital	Fremdkapital
Rechtliche Betrachtungsweise	Eigenkapital	Fremdkapital	Eigenkapital
Vergütung	Erfolgsabhängig	Erfolgsabhängig	Fest
Renditeerwartung	Hoch	Mittel	Tief
Laufzeit	Unendlich	Mittel	Kurz-Mittel
Mitspracherecht	Ja	Nein	Nein
Besicherung	Nein	Nein	Ja
Steuerliche Betrachtung	Kapitalsteuer	Schuldzins abzugsfähig	Schuldzins abzugsfähig

Tabelle 1: Vergleich Mezzaninekapital mit klassischen Finanzierungsformen (in Anlehnung an Häuselmann, 2019, S. 84; Banik et al., 2008, S. 14; Müller-Känel, 2009, S. 26; Staatssekretariat für Wirtschaft SECO, 2020)

Auf eine analoge Einordnung der einzelnen Mezzanineinstrumente wird verzichtet, da aufgrund der unterschiedlichen spezifischen Ausgestaltungsmöglichkeiten nur in wenigen Fällen eine eindeutige Zuordnung möglich ist. Besonderes Augenmerk ist auf die Wandelanleihe und Optionsanleihe zu legen. Diese ändern in Abhängigkeit der Konvertierung oder im Falle der Optionsanleihe durch die Ausübung der Option ihre Eigenschaften erheblich. So zeigt sich, dass im nicht konvertierten Zustand die Wandelanleihe stark an reines Fremdkapital erinnert und erst wenn eine Konvertierung wahrscheinlicher wird, diese anfängt Eigenschaften von Eigenkapital aufzuweisen. Nach erfolgter Konvertierung wird der ehemalige Gläubiger zum Gesellschafter und verfügt für seinen Anteil über Eigenkapital. In diesem Zustand sollte das Instrument folglich auch nicht mehr dem Mezzaninekapital zugerechnet werden.

Vor- und Nachteile

Mezzaninekapital bietet sowohl dem Kapitalnachfrager als auch dem Investor viele Vor- und Nachteile. Während gewisse Vor- und Nachteile beide Parteien gleichermaßen betreffen (z.B. hohe Flexibilität) ist bei anderen eine gegenteilige Wirkung feststellbar. Dies führt dazu, dass ein Vorteil für die eine Partei einen Nachteil für die andere bedeutet (zum

Beispiel hohe Rendite, resp. hohe Finanzierungskosten). Es lohnt sich deshalb die Vor- und Nachteile sowohl aus Sicht der Kapitalgeber als auch der Kapitalnachfrager zu analysieren.

Der grösste Vorteil für Nachfrager und Geber liegt in der Natur von Mezzaninekapital: es ist oftmals die einzige Möglichkeit, damit ein Finanzierungsgeschäft überhaupt zustande kommt. Genügt der Eigenkapitalpuffer den Anforderungen von Fremdkapitalgebern nicht und vermag die wirtschaftliche Lage resp. Perspektive Eigenkapitalgeber nicht zu überzeugen oder wollen die bestehenden Gesellschafter keine weiteren Gesellschafter aufnehmen, können Mezzanineinvestoren die Lücke füllen und den Finanzierungsbedarf decken. Tabelle 2 gibt eine Übersicht der Vor- und Nachteile für Kapitalgeber und Kapitalnehmer.

	Kapitalgeber	Kapitalnachfrager
Vorteil	<ul style="list-style-type: none"> - Ansprechende Rendite - Flexibilität in Ausgestaltung - Transparenz über wirtschaftliche Lage 	<ul style="list-style-type: none"> - Stärkere Eigenkapitalbasis - Flexibilität in Ausgestaltung - Keine bzw. geringe Kapitalverwässerung - Zum Teil kein Mitspracherecht - Geringer wirtschaftlicher Druck - Steuerabzugsfähig - Geringere Kosten als EK
Nachteil	<ul style="list-style-type: none"> - Zum Teil kein Mitspracherecht - Intensive Due Diligence - Komplexes Vertragswerk - Erhöhtes Risiko (verglichen mit FK) 	<ul style="list-style-type: none"> - Komplexes Vertragswerk - Höhere Kosten (verglichen mit FK) - Meist befristet (Anschlussfinanzierung) - Wenig Kapitalgeber - Einschränkende Konditionen (Covenants) - Reportinganforderungen - Höhere Kosten als FK

Tabelle 2: Vor- und Nachteile von Mezzaninekapital

Damit Mezzaninekapitalgeber eine Investitionsentscheidung fällen können bedürfen sie detaillierte Angaben zum Kapitalnehmer. Eine solche Due Diligence kann mit grossem Aufwand für den Investor verbunden sein, ermöglicht es ihm aber auch, ein fundiertes Bild über den Kapitalnehmer zu erlangen. Für Letzteren bedeutet dies, dass einer aussenstehenden Partei weitreichende Informationen zur Verfügung gestellt werden müssen, weshalb Vertraulichkeitsvereinbarungen oder Geheimhaltungsvereinbarungen Usus sind. Je nach vertraglicher Ausgestaltung bleibt eine Informationspflicht auch während der

Finanzierungszeit bestehen. Insbesondere kann dies im Kontext von Covenants bestehen, welche das Risiko reduzieren (zum Beispiel Erfüllung von Bilanzverhältnissen, keine weiteren vorrangige Verpflichtungen) resp. den Handlungsspielraum für Investoren erhöhen sollen (zum Beispiel Möglichkeit zur unmittelbaren Rückforderung des ausstehenden Betrags). Um das, verglichen mit Fremdkapitalgebern, höhere Risiko abzugelten sind die Renditeerwartungen von Mezzaninekapitalgebern höher, was zu grösseren Kapitalkosten auf Seiten der Kapitalnehmer führt. Ein weiterer Grund für höhere Renditeforderungen sind die zum Teil begrenzten Mitsprachemöglichkeiten des Investors.

Für Kapitalnehmer hat die Aufnahme von Mezzaninekapital zur Folge, dass die wirtschaftliche Eigenkapitalquote gestärkt wird, da das aufgenommene Kapital aus Perspektive von vorrangigem Kapital als zusätzlicher Puffer im Insolvenzfall dient und, unter Umständen, auch zu einer Verbesserung des Kreditratings führen kann (Staatssekretariat für Wirtschaft SECO, 2020). Zudem lässt sich dadurch, in Abhängigkeit der Gesamtkapitalkosten, die Eigenkapitalrendite erhöhen. Weitere wichtige Faktoren sind, die steuerlich abzugsberechtigten Schuldzinsen und die nicht oder nur geringe Kapitalverwässerung, da die Anteile bestehender Gesellschafter an der Gesellschaft und die damit verbundenen Rechte nicht reduziert werden (Häger & Elkemann-Reusch, 2007, S. 57). Ebenfalls wird der wirtschaftliche Druck auf die Gesellschaft, ausser beim Einsatz von erfolgsabhängiger Kompensation, nicht verändert.

Ein grosser Vorteil, welcher aufgrund der erhöhten Komplexität auch einen Nachteil darstellt, ist die vertragliche Freiheit. Ebenfalls muss sich der Kapitalnehmer bewusst sein, dass Mezzaninekapital grundsätzlich eine befristete Überlassung von Kapital darstellt. Deshalb muss vor Fälligkeit eine allfällig notwendige Anschlussfinanzierung gesichert werden.

Erneut gilt es darauf hinzuweisen, dass aufgrund der Vielzahl von Mezzanineinstrumenten und der vertraglichen Freiheit nicht sämtliche Vor- und Nachteile pauschal für alle Instrumente gelten. Eine differenzierte Betrachtung ist fallweise erforderlich.

2.5 Anwendung in der Immobilienindustrie

Der Finanzierung kommt bei der Erstellung oder dem Kauf von Immobilien eine besondere Bedeutung zu, da diese oft mit hohem Kapitalbedarf verbunden ist³³. Gesellschafter

³³ Finanzierung in der Immobilienindustrie kann auf zwei Arten verstanden werden: Einerseits als Finanzierung von Unternehmen, welche in der Immobilienindustrie tätig sind und andererseits als Finanzierung

resp. Inhaber von Immobilienunternehmen verfügen jedoch nur selten über das erforderliche Eigenkapital. Aus diesem Grund kommt der Beschaffung von Fremdkapital eine wichtige Rolle zu (Wahl, 2004, S. 50).

Die klassische Fremdkapitalart, welche bei Investitionen in Immobilien eingesetzt wird, ist der Bankkredit resp. das grundpfandrechtlich gesicherte Darlehen. Zunehmend fällt es den Immobilienunternehmen aber schwer auf diesem Weg die für die Investition erforderlichen Mittel zu beschaffen. Hauptgrund dafür ist die Verschärfung der Anforderung an die Vergabe, welche im Nachgang zur Finanzkrise 2008 an Fahrt aufgenommen hat (Bernet, 2012, S. 28).

Im Folgenden sollen kurz die für die Immobilienfinanzierung relevanten regulatorischen Rahmenbedingungen, die typischerweise verwendete Finanzierungsstrukturen sowie die unterschiedlichen Finanzierungsanlässe betrachtet werden.

Finanzierungsanlass

Beim Finanzierungsanlass kann grob zwischen der Projektfinanzierung und der Bestandsfinanzierung unterschieden werden (Hellerforth, 2008, S. 54).

Die Projektfinanzierung, auch Baufinanzierung genannt, umfasst sämtliche Schritte zur Errichtung eines Gebäudes, wobei in Grundstücksfinanzierung und Baufinanzierung unterschieden werden kann. Das mit der Finanzierung verbundene Risiko ist in der Projektfinanzierung grundsätzlich hoch, nimmt aber mit zunehmender Konkretisierung des Projekts ab. Aus diesem Grund stehen in der ersten Phase die klassischen Kreditgeber meist nicht oder nur mit sehr kleinem Volumen zur Verfügung. Folglich ist der Bedarf an alternativen Finanzierungsinstrumenten resp. Kapitalgebern oft hoch. Zudem wird, um die Eigenkapitalrentabilität mithilfe des Leverage-Effekts zu erhöhen, oft eine hohe Fremdverschuldung angestrebt. Für die Ermittlung der Belehnungshöhe wird hierbei klassischerweise das Loan-to-cost (LTC) Verhältnis, also das Verhältnis des Darlehens zu den Investitionskosten, beigezogen.

Die Bestandsfinanzierung umfasst sämtliche Investitionen in eine bestehende Liegenschaft sowie allfällige Eigentümerwechsel. Im Gegensatz zur Projektfinanzierung gibt es hier bereits laufende Erträge aus der bestehenden Liegenschaft. Deshalb ist das Risiko oft

von Objekten, also Gebäuden. Obwohl die Finanzierung von Unternehmen der Immobilienindustrie gewisse Besonderheiten aufweisen, unterscheiden sich diese nicht wesentlich von der Finanzierung von Unternehmen anderer Industrien, weshalb darauf nicht weiter eingegangen wird. Der Fokus liegt im Folgenden daher auf der Finanzierung von Liegenschaften.

überschaubarer, wodurch die mögliche Belehnungshöhe steigt und der Schulzinssatz sinkt. Bei der Ermittlung wird hierbei hauptsächlich auf das Loan-to-Value Verhältnis, also das Darlehen im Vergleich zum Liegenschaftswert, abgestützt. Letzterer wird vornehmlich anhand des Cashflows ermittelt.

In Abhängigkeit der Anzahl zu finanzierender Objekte lässt sich die Finanzierung in Einzelobjekt- und Portfoliofinanzierung unterteilen, wobei anzumerken ist, dass die Portfoliofinanzierung während der Projektphase unüblich ist (Hellerforth, 2008, S. 54).

Regulatorische Rahmenbedingungen

Dies betrifft primär die Eigenmittelunterlegung resp. Belehnungshöhe und die qualitativen Standards in der Kreditvergabe (Bernet, 2012, S. 28).

Bei den regulatorischen Rahmenbedingungen zur Eigenmittelunterlegung bei Finanzinstituten ist der Ausschuss für Bankenaufsicht in Basel zu nennen. Dabei wird verlangt, dass die Kreditrisiken differenziert beurteilt und entsprechend dem damit verbundenen Risiko gewichtet werden. Für die Berechnung dieser risikogewichteten Kredite spielt unter anderem die Ausfallwahrscheinlichkeit und die Schwere des Verlusts (siehe dazu Kapitel 2.1.3) eine wichtige Rolle (Doetsch, 2022, S. 34). Darauf basierend wird die jeweilige Eigenkapitalunterlegung ermittelt. Somit sinkt die Attraktivität von risikobehafteten Krediten, was zu einer restriktiven Vergabepolitik führt (EY, 2022, S. 4).

Eine weitere Einschränkung beim Zugang zu Krediten bilden die Richtlinien betreffend Mindestanforderungen bei Hypothekarfinanzierungen sowie die Richtlinien für die Prüfung, Bewertung und Abwicklung grundpfandgesicherter Kredite der schweizerischen Bankiervereinigung. Erstere schreibt eine maximale Belehnung von Renditeliegenschaften von 75% vor (Schweizerische Bankiervereinigung, 2019a, S. 8). Zweitere ist insbesondere in Bezug auf die Bewertung des Grundpfandes, der für den Kredit hinterlegten Sicherheit, einschneidend. Die Richtlinie schreibt die Anwendung des Niederstwertprinzips vor, wodurch der niedrigere Wert zwischen Marktwert und Kaufpreis für die Bestimmung der Belehnungshöhe massgeblich ist (Schweizerische Bankiervereinigung, 2019b, S. 8-9). Des Weiteren gibt die Richtlinie vor, dass bei einer Renditeliegenschaft der Wert anhand des Ertragswertes zu bestimmen ist. Beide Richtlinien haben zwar per se nur Selbstregulierungscharakter, wurden aber durch die Anerkennung der schweizerischen Finanzmarktbehörde FINMA als Mindeststandard für verbindlich erklärt (Eidgenössische Finanzmarktaufsicht, 2019).

Da diese Vorschriften nur den Bankensektor sowie die durch die FINMA regulierten Strukturen betreffen, eröffnen sich neue Möglichkeiten für alternative Kapitalgeber, welche die entstandene Lücke meist schliessen (FAP Finance GmbH, 2021, S. 3).

Finanzierungsstruktur

Zur Schliessung der Kapitallücke zwischen Bankkredit und Eigenkapital bietet sich die Verwendung von Mezzaninekapital an. Bei der Ermittlung des Finanzierungsvolumens spielt nebst der Bonität des Schuldners insbesondere das zu finanzierende Unterfangen aus Sicht der Kapitalgeber eine grosse Rolle.

Das typische Mezzanineinstrument in der Immobilienindustrie ist das nachrangige Darlehen. In der Praxis³⁴ hat sich hierfür der Begriff Junior Loan durchgesetzt³⁵. Das Darlehen im ersten Rang wird demgegenüber als Senior Loan bezeichnet. Daraus resultiert die in Abbildung 12 gezeigte Finanzierungsstruktur. Auch beim Junior Loan dient die Liegenschaft meist als Sicherheit.

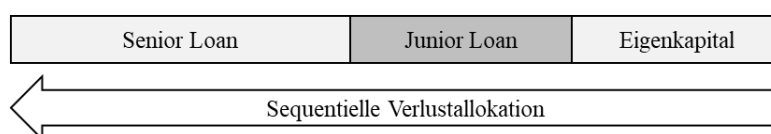


Abbildung 12: Sequenzielle Verlustallokation bei Verwendung einer Junior Loan

Kann auch mit einem Junior Loan der Kapitalbedarf nicht gedeckt werden, können weitere Mezzanineinstrumente zum Einsatz kommen. Dabei kommt der Besicherung der Kapitalüberlassung eine grosse Rolle zu, da die naheliegenden Sicherheiten oft nicht mehr zur Verfügung stehen.

³⁴ Dies gilt nicht nur für die Immobilienindustrie (Müller-Känel, 2009, S. 42).

³⁵ Aufgrund der uneinheitlichen Definition des Begriffs Mezzaninekapital wird das nachrangige Darlehen in der immobilienpezifischen Literatur zum Teil als gesonderte Kapitalart, nebst Eigenkapital, Fremdkapital und Mezzaninekapital, aufgeführt (Lauer, 2006, S. 34-35).

3. Empirische Untersuchung

Nachdem in Kapitel 2 die theoretischen Grundlagen gelegt wurden, wird in diesem Kapitel der Bezug zur Praxis hergestellt. Dabei wird, im Gegensatz zu den theoretischen Grundlagen, Mezzaninefinanzierung nicht mehr allgemein, sondern nur noch in Bezug auf die Immobilienindustrie, betrachtet. Die empirische Analyse basiert auf qualitativen Gesprächen mit Vertretern der Industrie. In Kapitel 3.1 wird die zugrunde liegende Methodik erläutert und in Kapitel 3.2 werden die Resultate dargelegt, bevor im letzten Kapitel (3.3) eine Konklusion daraus abgeleitet wird.

3.1 Methodik

In diesem Kapitel wird die Methodik der empirischen Analyse dargelegt, wobei zuerst das Vorgehen in Bezug auf die Selektion der Interviewpartner aufgezeigt und im Anschluss der Aufbau der Interviews präsentiert wird.

3.1.1 Vorgehen

Um die Anwendung von Mezzaninefinanzierung in der Immobilienindustrie mit dem Fokus auf die Investorenseite zu ergründen, wurden qualitative Interviews mit Experten aus der Praxis geführt. Dafür wurden Unternehmen identifiziert, welche im Finanzierungsprozess auf Kapitalgeberseite auftreten. Die Identifikation von relevanten und gesprächsbereiten Kapitalgebern hat sich jedoch als schwierig herausgestellt, da diese einerseits ihre Investitionen oft nicht offenlegen und andererseits auch Diskretion grossgeschrieben wird. Aus diesem Grund wurden nebst Kapitalgebern auch Firmen selektiert, welche als Bindeglied zwischen Kapitalnachfragern und -gebern fungieren (z.B. Berater, Vermittler, Fondsanbieter, etc.). Die Unternehmen müssen, wenn auch nicht ausschliesslich, einen grossen Teil ihrer Aktivitäten auf die Finanzierung von Immobilien legen. Ebenfalls sollte ein relevanter Anteil der Finanzierungen im Bereich Mezzanine erfolgen³⁶. Weitere Kriterien bei der Auswahl der Gesprächspartner waren:

- Um eine gewisse Vergleichbarkeit mit der Schweiz zu haben, sollten die Immobilienfinanzierungen primär in Europa erfolgen. Finanzierungen in der Schweiz stellen jedoch keine Voraussetzung dar³⁷.

³⁶ Dies stellte bei der Identifikation von Gesprächspartnern eine nicht zu unterschätzende Hürde dar, da bis auf Fonds nur sehr wenige Unternehmen Informationen betreffend Mezzaninefinanzierung auf den gängigen Informationskanälen offenlegen.

³⁷ Dadurch können die Beweggründe, weshalb der Schweizer Markt absichtlich nicht bearbeitet wird, erfragt werden, was potenziell auch Rückschlüsse ermöglicht.

- Der oder die Investoren stammen aus der Schweiz. Bei Fondsanbietern sollen die vertriebenen Fonds Schweizer Investoren zugänglich sein.
- Beim Gesprächspartner soll es sich um den Vertreter eines in der Schweiz registrierten Unternehmens handeln.

Bei der Auswahl der Gesprächspartner wurde darauf geachtet, dass die Unternehmen unterschiedliche Ausprägungen in Bezug auf die folgenden Merkmale aufweisen:

- Unterschiedliche Grössen in Bezug auf Anzahl Mitarbeiter und Assets under Management sowie Tätigkeit
- Unterschiedlicher Länderfokus
- Unterschiedliche Unternehmenszwecke (z.B. Family Office, Fondsanbieter, Vorsorgeeinrichtung, Berater, etc.)

Die Experteninterviews wurden zwischen dem 15.07.2022 und 19.08.2022 durchgeführt. Diese fanden bei einem persönlichen Treffen, telefonisch oder via Videocall statt. Alle Interviewpartner stimmten einer namentlichen Erwähnung zu und erlaubten die Aufzeichnung der Gespräche für die spätere Auswertung und Transkription.

Gesamthaft wurden 20 potenzielle Gesprächspartner angefragt, welche die oben aufgeführten Kriterien gemäss Internetauftritt erfüllen. Im persönlichen Vorgespräch hat sich dabei herausgestellt, dass bei vier Gesprächspartnern Immobilien entweder nicht mehr oder nur in unbedeutendem Umfang finanziert werden. Weitere sechs potenzielle Gesprächspartner haben entweder nicht auf die Anfrage reagiert oder standen nicht für ein Gespräch zur Verfügung. Zehn Experten erklärten sich zur Teilnahme bereit. Diese zehn verbleibenden Gesprächspartner verfolgten folgende Unternehmenszwecke (Tabelle 3):

Unternehmenszweck	Anzahl
Fondsanbieter	5
Family Office	2
Berater	2
Institutioneller Anleger	1

Tabelle 3: Gesprächspartner nach Unternehmenszweck

Die vollständige Liste der im Rahmen dieser Arbeit durchgeführten Interviews, einschliesslich der Interviewpartner, ist in Anhang 5 zu finden.

3.1.2 Datengewinnung

Grundlage für die Experteninterviews bilden die in Kapitel 1.2 dargelegten Forschungsfragen. Darauf basierend wurde ein Interviewleitfaden ausgearbeitet, welcher folgende vier Themenblöcke umfasst:

- Unternehmen: Informationen über das Unternehmen und die Investitionspolitik (Anlagephilosophie, Investitionsleitplanken, Firmengrösse, etc.).
- Produkte: Welche Mezzanineinstrumente werden verwendet und wie sind diese ausgestaltet.
- Konkurrenz: Wie präsentiert sich der Mezzaninefinanzierungsmarkt und wie sieht die Konkurrenzsituation aus. Dabei wurden auch die generellen Rahmenbedingungen für Mezzaninefinanzierungen ergründet.
- Kunden: Welche Kunden (Investoren) werden angesprochen und wie können diese charakterisiert werden.

Der generische Interviewleitfaden kann in Anhang 6 eingesehen werden. Sämtlichen Gesprächspartnern wurde der Leitfaden, teilweise in leicht angepasster Version, vorgängig zur Verfügung gestellt.

Der Fragebogen umfasste offene und geschlossene Fragen. Die Experteninterviews wurden in Form von offenen Gesprächen durchgeführt. Zwar lag diesen Gesprächen ein Interviewleitfaden zugrunde, doch wurde darauf verzichtet, die einzelnen Fragen sequenziell abzuarbeiten. Vielmehr sollte ein natürlicher Gesprächsfluss entstehen. Dies erlaubte es situativ einzelne Aussagen zusätzlich zu detaillieren. Der Interviewleitfaden diente deshalb hauptsächlich der Überprüfung der Vollständigkeit der Fragestellungen.

Eröffnet wurde das Gespräch jeweils mit der Frage nach dem Verständnis des Begriffs Mezzaninekapital, da dieser in der Literatur uneinheitlich verwendet wird. Dadurch wurde ein übereinstimmendes Verständnis des Begriffs sichergestellt.

Die qualitative Auswertung der Interviews erfolgte inhaltsanalytisch und in drei Schritten. Im ersten Schritt wurden die Aussagen sämtlicher Interviewpartner zu demselben Aspekt aus dem Interviewleitfaden zusammengeführt. Aus diesen wurden dann, in einem zweiten Schritt, die inhaltlich identischen oder ähnlichen Aussagen extrahiert und zu Feststellungen verdichtet. Diese sind, nebst ausgewählten anderen Aussagen, in Kapitel 3.2.2 aufgeführt. Im dritten Schritt, wurden Antworten auf die Forschungsfragen formuliert. Dies ist in Kapitel 3.2.3 zu finden.

3.2 Ergebnisse

Im Folgenden sollen die Ergebnisse der Expertengespräche erörtert werden. Dabei folgt zuerst eine Interpretation der beiden Feststellungen, welche in der Zielsetzung für diese Arbeit in Kapitel 1.2 als Ausgangslage dargelegt wurden. Im Anschluss werden in der detaillierten Auswertung die Ergebnisse des Fragebogens dargetan und interpretiert.

3.2.1 Generell

Nebst den Fragen aus dem Gesprächsleitfaden wurde in jedem Gespräch auch auf die in der Zielsetzung formulierten Feststellungen³⁸ eingegangen. Dies diente dazu ein gemeinsames Verständnis hinsichtlich der Ausgangslage zu schaffen.

Definition und Verständnis Mezzaninekapital

Hierbei hat sich gezeigt, dass analog zur in Kapitel 2.3 dargelegten Literatur auch unter den Gesprächspartnern ein zwar ähnliches, aber nicht identisches Verständnis von Mezzaninekapital besteht. Allen Gesprächen gemein war der Aspekt der Nachrangigkeit gegenüber einem vorrangigen, oft Senior genannten, Kapitalgeber und der Vorrangigkeit gegenüber dem reinen Eigenkapital. Des Weiteren wurden oft die folgenden Unterscheidungen gemacht:

- Debt Mezzanine und Equity Mezzanine
Wobei Debt Mezzanine das Nachrangdarlehen darstellt und sämtliche Instrumente mit Erfolgsbeteiligung unter Equity Mezzanine fallen.
- Struktureller und vertraglicher Nachrang
Dabei stellt der strukturelle Nachrang eine Besicherung über die Holding dar und der vertragliche Nachrang über eine entsprechende Vertragsklausel.

Grundsätzlich gab es keine Ausführungen der Experten, welche nicht mit der Definition aus der Literatur vereinbar gewesen wären. Uneinigkeit bestand einzig darin, ob das Nachrangdarlehen richtiges Mezzaninekapital ist oder streng genommen nicht eher Fremdkapital darstellt. Dabei wurde Mezzaninekapital folglich als Synonym für Equity Mezzanine verwendet.

³⁸ Diese lauteten:

- 1) Trotz der zunehmenden Verbreitung fehlt ein allgemeingültiges Verständnis von Mezzaninekapital.
- 2) Trotz der zahlreichen Einsatzmöglichkeiten und einzigartigen Charakteristiken ist die Verbreitung in der Schweiz vergleichsweise gering.

Verbreitung von Mezzaninekapital in der Schweiz

Zur Verbreitung von Mezzaninekapital in der Schweiz im Vergleich zum Ausland gab es unterschiedliche Aussagen. Eine Mehrzahl der Gesprächspartner konnte sich dazu jedoch nicht äussern, da das dafür notwendige Wissen, aufgrund der für ihre Tätigkeit fehlenden Relevanz, nicht vorhanden war. Niemand hat die Aussage jedoch verneint, im Gegenteil, die meisten Gesprächspartner konnten sich gut vorstellen, dass die Verbreitung in der Schweiz geringer sei. Die Experten, die sich dazu geäußert haben, unterstützen die Aussage aber klar. Allerdings wurde ebenfalls angemerkt, dass die Verlässlichkeit einer allfälligen quantitativen Untermauerung der Aussage kritisch zu hinterfragen sei, da die dafür erforderlichen Daten einerseits schwierig zu erheben seien und diese andererseits oft auf unüberprüfbar Aussagen von Beteiligten basieren würden. Dies ändere aber nichts am Verhältnis der Verbreitung in der Schweiz zum Ausland. Auch waren sich viele Experten darüber einig, dass Mezzaninekapital mit einer gewissen Verzögerung³⁹ in der Schweiz angekommen ist. Ein Experte meinte gar, dass dies der Grund für die geringe Verbreitung sei, da der Trend zu Mezzaninekapital in der Schweiz verschlafen wurde und nie ein Momentum wie im Ausland entstanden sei.

3.2.2 Detaillierte Auswertung

Im Folgenden werden die Interviews, analog der vier Kategorien aus dem Gesprächsleitfaden, ausgewertet.

Generell gilt anzumerken, dass sich sämtliche Gesprächspartner einig darüber waren, dass das aktuelle wirtschaftliche Umfeld eine aussergewöhnliche Situation darstelle. Dabei wurde auf Covid 19 und den Ukraine Konflikt, insbesondere aber auch auf das nun endende Niedrigzinsumfeld sowie die Inflation verwiesen. Vor diesem Hintergrund seien vereinzelte Ausführungen nicht auf ein «normales» Umfeld anwendbar. So sei zum Beispiel das Fundraising aktuell merklich anspruchsvoller. Allgemein seien die Finanzindustrie und Finanzierungen von sehr vielen Faktoren beeinflusst und äusserst dynamisch weshalb eine Verallgemeinerung kritisch zu beurteilen sei.

Die Aussagen stellen folglich nur eine Momentaufnahme der aktuellen Situation, resp. der vergangenen Jahre dar.

³⁹ Meist wurde hierzu der Vergleich zu Deutschland und England gezogen, seltener auch zu den USA und Österreich, wobei Letztere bei der Einführung von Mezzaninekapital auch eher spät waren.

Unternehmen

In diesem Kapitel wird die generelle Anlagepolitik der Gesprächspartner dargelegt, was die getätigten und gesuchten Finanzierungen sowie die Kapitalnehmer beinhaltet⁴⁰.

Bei der Formulierung der Anlagepolitik zeigen sich zwei grundsätzlich unterschiedliche Herangehensweisen.

Die erste Herangehensweise startet mit einer Zielrendite und leitet davon die Anlagepolitik ab. Dabei wird meist eine eher hohe Rendite angestrebt, um sich von den Anbietern mit der zweiten Herangehensweise abzuheben. Basierend auf dem Rendite-Risiko-Zusammenhang werden die zu finanzierenden Liegenschaften selektiert und die Instrumente ausgestaltet. Die dominierende Strategie hierbei ist in Entwicklungsprojekte im Ausland zu investieren. Dabei zeigt sich auch der zu erwartende Zusammenhang zwischen Einstiegspunkt im Projekt und der Rendite: je früher im Projekt, zum Teil bereits ab grüner Wiese, desto höher die Rendite. Weshalb diese Anlagepolitik fast ausschliesslich im Ausland zum Zuge kommt wird weiter unten in der Marktbetrachtung erläutert.

Die zweite Herangehensweise basiert auf der Identifikation einer Nutzungsart mit interessantem Rendite-Risiko-Verhältnis in Kombination mit vielversprechenden geographischen Lagen. Da sich aber die Marktlage in den vergangenen Jahren relativ schnell verändert hat und somit auch die anhand dieser Strategie identifizierten, resp. finanzierten Liegenschaften, präsentieren sich die Portfolios dieser Unternehmen oft ohne klaren Fokus. Nur wenige blieben einer Nutzungsart in den vergangenen Jahren treu und haben ein homogenes Portfolio aufgebaut. Dabei kann auch das eigene Wissen eine Rolle spielen: So wurde oft gesagt, dass man in eine gewisse Nutzungsart investiert, weil man diese kennt. Während dieses Argument bei der Nutzungsart nur vereinzelt genannt wurde, ist es in Bezug auf die geographische Einschränkung ein wichtiger Treiber. Dabei war insbesondere das Knowhow hinsichtlich des Marktes und der rechtlichen Aspekte von zentraler Bedeutung. Letztere stellen bei konservativen Investoren jedoch eine kleinere Hürde dar, da diese defensiv finanzieren und deshalb das juristische Wissen nur bei der Vertragsausarbeitung notwendig ist, denn das Risiko, sich in einer kostspieligen und komplizierten Zwangsverwertungssituation wiederzufinden, ist gering.

⁴⁰ In Bezug auf die Kategorie Unternehmen wurde ein in der Rolle eines Beraters tätiger Gesprächspartner nicht berücksichtigt. Grund dafür ist, dass dieser als Vermittler auftritt und ein mehrmaliges Zählen verhindert werden soll (da dieser zum Teil auch für andere Gesprächspartner tätig war). Dieses Resultat basiert folglich auf 9 Experteninterviews. Selbige Ausführungen finden auch in der Kategorie Produkte (nachfolgend) Anwendung.

Interessant ist sicherlich auch die Feststellung, dass obwohl Mezzaninefinanzierung eine Cashflow-basierte Finanzierung darstellt, nur wenige die zu finanzierenden Liegenschaften auf Renditeliegenschaften, bei denen ein Cashflow besteht, eingrenzen. Hierbei wäre erwartet worden, dass der Trackrecord des Kapitalnachfragers höher gewichtet wird. Ein entsprechender Zusammenhang ist aber nicht eindeutig feststellbar. Eine Erklärung dafür mag in der für die Finanzierung gesprochenen Besicherung zu finden sein, denn dabei ist ein Zusammenhang feststellbar: Gibt es Sicherheiten in ausreichender Höhe, kann auf die ganzheitliche Betrachtung des Kreditnehmers verzichtet werden. Dieser Zusammenhang besteht aber grundsätzlich nur bei Kapitalgebern, die auch bereit sind, die Sicherheit im Falle einer Verwertung zu übernehmen.

Betreffend Nutzungsart lässt sich zudem feststellen, dass viele Kapitalgeber sehr vorsichtig bei der Finanzierung von Retailflächen und Hotels sind. Während bei beiden oft die jüngste Erfahrung aus der Covid-19 Pandemie ins Feld geführt wurde, kommt bei den Retailflächen zusätzlich die Verlagerung zum Onlinehandel dazu.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass das Rendite-Risiko-Verhältnis direkt mit den beiden Extrempositionen der Anlagepolitik zusammenhängt. Steht die Rendite im Vordergrund wird mehrheitlich in die Projektentwicklung im Ausland investiert. Steht das Risiko im Vordergrund wird mehrheitlich in Bestandsliegenschaften in der Schweiz investiert. Dazwischen gibt es unterschiedliche Strategien, welche sich aber alle durch ein angemessenes Rendite-Risiko-Verhältnis auszeichnen. Hierbei wird zusätzlich vermehrt das Diversifikationspotential der Investition erwähnt.

Produkte

In dieser Kategorie werden die vom Gesprächspartner eingesetzten Mezzanineinstrumente und deren konkrete Ausgestaltung beleuchtet.

Bei der Analyse der eingesetzten Mezzanineinstrumente zeigt sich eindeutig, dass die Mehrzahl der Gesprächspartner ausschliesslich Nachrangdarlehen einsetzen. Nur drei haben Erfahrung mit Instrumenten, welche über eine Erfolgsbeteiligung verfügen, wovon einer diese Art von Mezzanineinstrument nur sehr selten im Falle von Promotionsfinanzierungen einsetzt. Dabei wird das Instrument des partiarischen Darlehens verwendet. Die beiden anderen Unternehmen weisen die höchsten Zinserwartungen aller Gesprächsteilnehmer aus, weshalb die Erfolgsbeteiligung ein notwendiges Mittel zur Erreichung der Rendite darstellt. Derjenige mit der höchsten Renditeerwartung beschränkt sich gar

ausschliesslich auf Instrumente, welche eine Erfolgsbeteiligung aufweisen. Diesbezüglich gilt anzumerken, dass dieser Gesprächspartner ein von den anderen Teilnehmern abweichendes Geschäftsmodell aufweist, welches von der opportunistisch Suche nach Rendite geprägt ist.

Folglich lässt sich feststellen, dass das Nachrangdarlehen das dominierende Instrument gemäss den befragten Experten in der Immobilienindustrie darstellt. Im Weiteren soll nun die konkrete Ausgestaltung der Nachrangdarlehen erörtert werden.

- Verzinsung

In den meisten Fällen kommt eine variable Verzinsung, also der Saron plus eine Marge, zur Anwendung. Diese Wahl wurde oft mit dem Wegfall des Risikos betreffend Veränderung des Referenzzinssatzes begründet. Etwas weniger Gesprächspartner bieten sowohl eine feste wie auch eine variable Verzinsung an und die wenigsten Experten setzen ausschliesslich auf eine Verzinsung mit einem fixen Zinssatz. Hierbei wurde stets über die Einfachheit argumentiert. In Bezug auf die Fälligkeit kommen sowohl endfällige wie auch fortlaufende (quartalsweise oder jährliche) Zinszahlungen zum Einsatz. Auch eine Kombination beider kommt vor. Während die variable Verzinsung nie endfällig ist, kann der Zins bei fester Verzinsung entweder während der Laufzeit oder am Ende anfallen. Der fällige Zinssatz hängt von der Nutzungsart und dem zu finanzierenden Objekt ab, wobei zweiteres einen wesentlich grösseren Einfluss hat. Handelt es sich um eine Bestandsliegenschaft ist der Zinssatz grundsätzlich tiefer. Bei der Entwicklung spielt insbesondere der Zeitpunkt der Investition in das Projekt eine grosse Rolle. Da dabei oft eine erfolgsabhängige Komponente eingesetzt wird, ist ein tiefer Schuldzins möglich, wobei die notwendige Rendite dann über die Erfolgsbeteiligung erzielt wird. Die höchste Rendite erwarten Investoren auf Entwicklungen ohne vorliegende Baugenehmigung. Mit Fortschreiten des Projekts nimmt die Rendite konstant ab. Der Hochbau unterscheidet sich diesbezüglich nicht mehr stark von der umfangreichen Sanierung einer Bestandsliegenschaft.

- Belehnungshöhe

Bei der Festlegung der Belehnungshöhe ist als Erstes zwischen den regulierten und unregulierten Kapitalgebern zu unterscheiden. Ist der Kapitalgeber oder das Anlagegefäss reguliert müssen die entsprechenden Vorschriften betreffend Ermittlung des Belehnungswerts und der Belehnungshöhe berücksichtigt werden. Diese sind länderspezifisch. In der Schweiz ist hauptsächlich auf die relevanten

Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung zu verweisen⁴¹. Im unregulierten Bereich hat der Kapitalgeber wesentlich mehr Freiheiten, weshalb die beiden nachfolgenden Faktoren relevanter sind. Der erste Faktor betrifft die Ermittlung des Belehnungswerts. Hierbei unterscheiden die Gesprächspartner grundsätzlich zwischen Ist-Wert und Soll-Wert. Bei Ersterem wird der Wert auf den aktuellen Cashflow ermittelt und bei Zweiterem nach erfolgter Investition. Der Ist-Wert kann folglich nur bei Bestandsliegenschaften ermittelt werden. Der Einsatz des Ermittlungsverfahrens ist unterschiedlich, wobei nur ein Gesprächspartner konsequent auf den Ist-Wert abstützt. Ebenfalls möglich ist die Verwendung eines Mischwertes aus beiden Ermittlungsverfahren. Der Mischwert und Soll-Wert finden in der Praxis meist Anwendung. Auch hier gelten für regulierte Kapitalgeber selbstverständlich die entsprechenden Vorgaben, weshalb weniger Freiheit bei der Ermittlung besteht. Der zweite Faktor ist die Risikofreudigkeit des Investors. Dabei stellt sich die Frage, wie hoch die Belehnung im Verhältnis zum Belehnungswert sein soll. Von den unregulierten Gesprächsteilnehmern belehnen die meisten bis 80%. Nur ein Teilnehmer übersteigt den LTV von 90%.

- Laufzeit

Bei den Laufzeiten zeigt sich, dass die angebotenen Finanzierungen eher kurzfristiger Natur sind. So vergibt die Hälfte der Gesprächspartner nur Finanzierungen mit einer Laufzeit bis zu drei Jahren. Nur gerade drei Experten bieten Laufzeiten von über vier Jahren an oder ermöglichen Verlängerungen. Nur ein Anbieter überschreitet sechs Jahre. Für die kurzen Laufzeiten gab es primär drei Begründungen. Erstens werden längere Laufzeiten nicht nachgefragt, da der Schuldner entweder nicht gewillt oder in der Lage ist die hohe Schulddlast länger zu tragen. Zweitens, und dies betrifft hauptsächlich Entwicklungsprojekte, sollte eine Entwicklungs- oder Umbauphase nicht länger als drei Jahre dauern. Länger andauernde Projektphasen sind entweder für den Kapitalgeber meist vom Investitionsvolumen zu gross oder können ein Menetekel von Problemen sein. Drittens nimmt die Unsicherheit mit längeren Laufzeiten zu. Die kurzen Laufzeiten bieten zwar einerseits den Vorteil, dass dadurch schnell die Rendite erzielt wird und das Kapital für neue Investitionen wieder zur Verfügung steht, ist aber auch mit dem Nachteil verbunden, dass ein entsprechend grosser Dealflow, also Anzahl investierbarer Projekte, vorliegen muss. Ebenfalls erhöht wird dadurch der mit der Finanzierung

⁴¹ Siehe dazu Kapitel 2.5.

verbundene Initialaufwand, der unabhängig von der Laufzeit zu Beginn anfällt. Die Mindestlaufzeit von einem Jahr wird von keinem Anbieter unterschritten, da der Schuldzins zur Kompensation des Initialaufwands zu hoch wäre. Ebenfalls wurde mehrmals gesagt, dass man nicht als Brückenfinanzierer fungieren wolle.

- Finanzierungsvolumen

Beim Finanzierungsvolumen zeigt sich, dass die Mezzaninetranche immer ein Minimum von CHF 1 Mio. überschreiten muss. Darunter ist auch für Finanzierer kleinerer Volumen der Aufwand im Verhältnis zum Ertrag zu gross. Zudem will man sich dadurch auch vom Retailmarkt, insbesondere den Eigenheimbauern und unprofessionellen privaten Immobilienentwicklern, abgrenzen. Diese Untergrenze bedingt, dass das gesamte Finanzierungsvolumen eine gewisse Schwelle überschreiten muss, welche für die genannte Kapitalnachfragergruppe meist nicht tragbar ist. Rund die Hälfte der Gesprächspartner finanziert bereits ab einem einstelligen Millionenvolumen, ein knappes Drittel dagegen nur zweistellige Millionenbeträge. Spannend ist auch die Aussage einiger Gesprächspartner, dass das Finanzierungsvolumen in Abhängigkeit des Dealflows und der auslaufenden Finanzierungen angepasst wird. Der Hintergedanke dabei ist, mit grösseren einzelnen Finanzierungsvolumen das gleiche Gesamtvolumen zu erreichen, wie mit vielen kleineren Finanzierungen, wenn weniger kleine interessante Finanzierungen in der Pipeline sind.

- Gebühren, Covenants und Sicherheiten

Bei den Gebühren ist eine Strukturierungsgebühr, resp. Arrangement Fee, zu Beginn der Finanzierung Usus. Zum Teil wird zusätzlich eine Exit Fee bei Rückzahlung des Darlehens fällig.

Bei den Covenants hat sich gezeigt, dass die Mehrheit versucht diese möglichst einfach auszugestalten. Die meisten Gesprächspartner verfügen über Standardverträge, welche nur selten angepasst werden. Damit sollen die Verträge verständlich bleiben und keinen übermässigen Beizug von Anwälten erfordern. Dies wurde zum Teil auch als Konkurrenzvorteil hervorgehoben, da dies einfacher für den Kapitalnachfrager sei und gleichzeitig einen schlanken und schnellen Finanzierungsprozess ermöglicht. Lediglich bei komplexen Finanzierungen, zum Beispiel aufgrund erfolgsabhängiger Vergütung oder grosser Entwicklungsprojekte, wird das Vertragswerk grösser und die Covenants umfangreicher.

Bei den Sicherheiten, welche im Rahmen der Finanzierung gefordert werden, kommt in den meisten Fällen das Grundpfand, resp. der Schuldschein im

Nachrang, zum Tragen. Insbesondere bei Kapitalnachfragern ohne lange Historie oder bei Entwicklungsprojekten werden zusätzlich auch weitere Sicherheiten verlangt. Dabei kann es sich um persönliche Bürgschaften, Verpfändung von Gesellschaftsanteilen, Holdinggarantien oder zum Teil auch Mietzinsabtretungen handeln.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass das Nachrangdarlehen das mit grossem Abstand am meisten eingesetzte Mezzanineinstrument ist. Im Gegensatz zur oft im Zusammenhang mit Mezzaninekapital erwähnten langen Laufzeit, einer Eigenkapitalcharakteristik, finden in der Immobilienindustrie primär kürzere Laufzeiten Anwendung. Während der Schuldzins primär durch den Markt anhand vom Risiko-Rendite Verhältnis zustande kommt, ist die Beleihungshöhe oft von den regulatorischen Rahmenbedingungen abhängig. Dies soll mitunter im folgenden Punkt vertieft werden.

Markt

In dieser Kategorie soll ein Blick auf den Schweizer Markt geworfen werden. Dabei werden einerseits die Rahmenbedingungen und andererseits die Konkurrenzsituation analysiert. Faktoren in Zusammenhang mit dem Kapitalnachfrager und -geber sind ausgeklammert und werden in der nächsten Kategorie betrachtet.

Betreffend Rahmenbedingungen sind die einzelnen Aussagen in Aspekte unterteilt, welche für den Mezzaninemarkt in der Schweiz sprechen (Vorteile) und Aspekte, welche dagegensprechen (Nachteile).

Vorteile:

- Hohe Liquidität

Der grösste Vorteil für Mezzaninekapital ist die hohe Liquidität. Verglichen mit der Landesgrösse gibt es in der Schweiz viele Banken, Asset Manager und Family Offices. Die Menge an Geld, für die Investitionsmöglichkeiten gesucht werden, ist verglichen mit dem Ausland hoch. Somit ist es verhältnismässig einfach Investoren zu finden. Ein Teilnehmer hat aber auch auf den damit verbundenen Nachteil hingewiesen, dass dies zu tieferen Zinsen führt, da sich das Kapital gegenseitig konkurrenziert.

- Restriktive Regulierung

In diesem Zusammenhang wurden die von der Bankiervereinigung ausgegeben Richtlinien sowie die vom Ausschuss für Bankenaufsicht in Basel ausgegebenen

Eigenkapitalvorschriften erwähnt⁴². Sie schränken die Belehnungshöhe der davon betroffenen Institutionen stark ein, was anderen Kapitalgebern neue Opportunitäten eröffnet. Darüber, ob die Erhöhung der Eigenkapitalvorschriften durch die Bankiervereinigung im August 2019 (Schweizerische Bankiervereinigung, 2019a, S. 8) zu einer Veränderung auf dem Mezzaninemarkt geführt hat, herrschte unter den Experten aber Uneinigkeit. Wichtig zu erwähnen ist, dass die Erhöhung der Eigenkapitalvorschriften für die betroffenen Unternehmen ein Nachteil darstellt, wie im folgenden Abschnitt (regulatorisches Umfeld) dargelegt wird.

Nachteile:

- Kleiner Markt

Die Grösse des Schweizer Marktes wird von internationalen Marktteilnehmer als Nachteil erachtet. Dies, weil dadurch ein geringerer Dealflow, verglichen mit den Nachbarländern, resultiert. Deshalb ist der Aufwand, welcher betrieben werden muss, um den Schweizer Markt und die lokalen Gesetze zu verstehen, im Verhältnis zu den zu erwarteten Finanzierungen zu hoch. Dies zeigt sich auch darin, dass nur wenige Schweizer Kapitalgeber sich auf ein kleines geographisches Gebiet beschränken, sondern Finanzierungen in der ganzen Schweiz tätigen. Die weitgehende Abwesenheit von internationalen Teilnehmern erhöht die Attraktivität für lokale Kapitalgeber, da weniger Druck von Ersteren besteht.

- Tiefe Rendite

Konsens bei den Gesprächsteilnehmern, die international agieren, herrschte betreffend der Renditemöglichkeiten in der Schweiz, welche gemäss ihnen tiefer ausfallen als im Ausland. Dabei wurden primär zwei Gründe genannt. Erstens gibt es in der Schweiz nur wenig Entwicklungsprojekte, da bereits viel verbaut sei. Zudem sei es schwierig, als Investor bei den wenigen Projekten, die es gibt, berücksichtigt zu werden. Zweitens, und dieser Punkt betrifft auch Bestandsliegenschaften, reduziert die Stabilität des Schweizer Marktes das Risiko, wodurch die Rendite ebenfalls geschmälert werde. So wurde insbesondere das stabile Bevölkerungswachstum, der hohe Überbauungsgrad des bebaubaren Landes und die Stabilität der Währung genannt. Wobei Letzteres für europäische Investoren aufgrund des Wechselkursrisikos nicht nur als Vorteil gesehen wird. Auch eine Rolle dürfte dabei die hohe Liquidität (siehe Vorteile) spielen.

⁴² Siehe dazu Kapitel 2.5.

- Regulatorisches Umfeld

Das regulatorische Umfeld stellt gemäss sämtlichen Gesprächspartnern eine mehr oder weniger grosse Herausforderung dar. Im Folgenden werden die meistgenannten Herausforderungen aufgezählt.

Das Bundesgesetz über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland, besser bekannt unter der Bezeichnung Lex Koller⁴³, schränkt den Erwerb von Wohneigentum durch Personen im Ausland ein. Dabei wurden in den Gesprächen insbesondere die uneinheitliche Auslegung in den einzelnen Kantonen und inkonsequente Einschätzung von Mischnutzung angeprangert. Dies führe zu einer quasi Nichtinvestierbarkeit solcher Liegenschaften für Fonds und Family Offices mit potenziell ausländischen Investoren, da das Risiko einer unvorteilhaften Beurteilung durch die Behörden zu gross sei.

Ebenfalls ein Hindernis, welches primär Entwicklungsprojekte betrifft, stellen die Bauordnung und das Baubewilligungsverfahren für Kapitalgeber dar. Gründe dafür sind das enge Korsett, welches die Bau- und Zonenverordnung, resp. Bebauungspläne vorgeben, die grosse Unsicherheit betreffend Umsetzbarkeit von Projekten und die langen Entscheidungsprozesse der verantwortlichen Behörden.

Ein weiterer Nachteil, welcher jedoch nur gewisse Marktteilnehmer betrifft, stellen die Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung dar. Zwar wird zum Teil ein gewisses Verständnis dafür aufgebracht, eine Begrenzung des LTVs und eine Vorgabe zur Ermittlung des Belehnungswerts wird aber im Kontext der Mezzaninefinanzierung grundsätzlich abgelehnt.

Eine Herausforderung, welche nur Fonds betrifft, findet sich im Kollektivanlagegesetz. Dieses bietet, nach Auffassung zahlreicher Gesprächspartner, keine geeignete Struktur für nachrangige Immobilienkreditanlagefonds. Aus diesem Grund seien viele Fonds nach ausländischem Recht, die meisten in der Struktur eines Luxemburgischen RAIFs, zugelassen. Eine gewisse Hoffnung wurde gegenüber dem, im Rahmen der KAG Revision vorgesehenen, L-QIF geäussert, welcher eine adäquatere Struktur für Mezzaninefonds bieten soll.

Als letzter Aspekt im regulatorischen Umfeld ist der Zulassungsprozess für Fonds, welche die Vergabe von nachrangigen Krediten als Anlagestrategie

⁴³ Da sämtliche Gesprächsteilnehmer ausschliesslich von Lex Koller gesprochen haben wird dieser Ausdruck an dieser Stelle verwendet. Lex Koller wird im Rahmen dieser Arbeit als Synonym für Lex Friedrich verstanden und umfasst folglich auch die Weiterentwicklung der unter dem Begriff Lex Koller bekannten Gesetzgebung.

verfolgen, durch die FINMA zu nennen. Dieser wurde als äusserst umfangreich und langwierig bezeichnet. Der für den Antragsteller resultierende Aufwand erhöhe die Attraktivität einer ausländischen Zulassung. Es wurde von dringendem Handlungsbedarf gesprochen. Auch hier ist eine Veränderung des Prozesses durch L-QIF zu erwarten.

Uneinigkeit unter den Gesprächspartnern herrschte darüber, ob die Belehnungen im ersten Rang in der Schweiz, verglichen mit dem Ausland, grundsätzlich höher ausfalle. Während einige dies als einen, resp. den einzigen Grund für die geringere Verbreitung von Mezzaninekapital in der Schweiz nannten, waren andere der Meinung, dass die Belehnung im ersten Rang in den Nachbarländern ebenso hoch sei. Ein möglicher Erklärungsansatz für diese stark divergierenden Ansichten könnte in der unterschiedlichen Amortisation zwischen den Ländern liegen. Dies wurde in den Gesprächen zwar als möglicher Unterschied anerkannt, aber als Erklärung verneint, da die Mezzanineachfrage grundsätzlich zum Zeitpunkt der Höchstverschuldung stattfindet, weshalb Amortisationsverpflichtungen keinen massgeblichen Einfluss haben sollten. Ein Grossteil der Gesprächsteilnehmer konnte sich jedoch dazu nicht äussern.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass die Mehrheit die Rahmenbedingungen des Mezzaninemarktes in der Schweiz als förderlich einstufen, resp. die Einschränkungen akzeptieren. Anbieter von Anlagegefässen erwarten zudem durch die Revision des KAG eine Verbesserung der Bedingungen.

Betreffend Konkurrenzsituation präsentiert sich die Wahrnehmung der Gesprächsteilnehmer sehr unterschiedlich. Während die einen von wenig Konkurrenz sprechen, schätzen die anderen die Konkurrenzintensität als gross ein. Unabhängig davon, wie sich die aktuelle Konkurrenzsituation darstellt, wurden folgende Aussagen zur Entwicklung gemacht:

- Aufgrund der zunehmenden Konkurrenz ist eine fortlaufende Fokussierung auf Nischen erkennbar. Dies kann unter anderem in Form von Nutzungsart, Volumen oder Entwicklung / Bestand erfolgen.
- Durch die Fokussierung ist der Markt stark fragmentiert. Jede Nische ist mittlerweile bereits durch einen Marktteilnehmer besetzt.
- Die Konkurrenz nimmt zu und es treten neue Teilnehmer in den Markt ein.
- Die grösste Konkurrenz besteht im Fokus Wohnnutzung.

- Aufgrund der Zunahme von nachgefragtem Mezzaninekapital, hervorgerufen durch eine grössere Bekanntheit und restriktivere Vergabe der Senior-Tranche, bleibt die Zunahme des Konkurrenzdrucks aber überschaubar.

Daraus kann resümiert werden, dass, unabhängig vom aktuellen Niveau, die Konkurrenzintensität zunimmt, mit dem richtigen USP der Markt aber trotzdem eine nachhaltige Rendite zulässt.

Mit Blick nach vorne attestieren die Gesprächsteilnehmer dem Schweizer Markt mehrheitlich grosses Wachstumspotential. Dies bedeutet aber nicht, dass es für alle ein gleichermassen attraktiver Markt darstellt. So kann, je nach Struktur und Anlagepolitik, auch in Zukunft das Ausland geeignetere Voraussetzungen bieten. Das Wachstumspotential basiert primär auf zwei Umständen: Einerseits besteht aktuell nur eine geringe Verbreitung und andererseits nimmt der regulatorische Druck auf Banken zu. Daraus lässt sich ableiten, dass Konsens betreffend der tiefen Verbreitung von Mezzaninekapital in der Schweiz herrscht. Betreffend der relativen Aussage aus der Einleitung, nämlich dass die Verbreitung in der Schweiz verglichen mit dem Ausland tiefer sei, konnte jedoch von den meisten Teilnehmern nicht beantwortet werden.

Kunden

In dieser Kategorie werden die Kapitalnachfrager (Immobilieninvestoren, Entwickler, Eigentümer, etc.) und -geber (Institutionelle Anleger, Family Offices, qualifizierte Investoren, etc.) des Schweizer Mezzaninemarktes betrachtet. Dies geschieht einerseits mit Blick auf ihre Charakteristiken und andererseits auf ihre Präsenz (Anzahl Marktteilnehmer). Hierbei gilt anzumerken, dass die folgenden Aussagen Pauschalisierungen beinhalten, welche kritisch zu hinterfragen sind.

Kapitalnachfrager

- Charakteristiken
Generell besteht der Eindruck, dass Schweizer Kapitalnachfrager ein eher geringes Knowhow in Bezug auf Mezzaninefinanzierung aufweisen. Deshalb ist dem Austausch mit den Kapitalnachfragern auch ein gewisser Schulungs- und Aufklärungsbedarf zu entnehmen. Ebenfalls wurde das eher vorsichtige Agieren in Bezug auf Fremdfinanzierung und die kritische Einstellung gegenüber Mezzaninekapital erwähnt. Dieses sei oft negativ konnotiert und es werde zum Teil die Seriosität in Frage gestellt. Zudem wirke die hohe Zinslast abschreckend, weshalb

Mezzaninekapital vorschnell ausgeschlagen würde, ohne den Einfluss auf die Eigenkapitalrentabilität exakt berechnet und die Möglichkeit von zusätzlichen Investitionen evaluiert zu haben. Zum Teil wurde Kapitalnachfragern aus dem nahen Ausland ein stärkeres unternehmerisches Denken attestiert.

- Präsenz

Hier unterscheidet sich die Einschätzung der Gesprächspartner in Abhängigkeit zum geographischen Fokus. Während jene die in der Schweiz tätig sind, die Nachfrage als gross bezeichnen, erachten jene, welche ausschliesslich im Ausland Handlungsoptionen erschliessen, sie als eher gering, resp. nicht in wünschenswerter Anzahl vorliegend, um einen Markteintritt zu rechtfertigen.

Kapitalgeber

- Charakteristiken

Der hiesige Investor wird als eher vorsichtig und risikoavers eingeschätzt. Aus diesem Grund ist gegenüber Mezzaninekapital eine gewisse Zurückhaltung feststellbar. Ebenfalls ein Erklärungsversuch für die Zurückhaltung ist das Vorhandensein von ausreichendem Kapital und guter / genügender Rentabilität, weshalb wenig Bestreben zur Erhöhung des Mezzaninekapitals erkennbar ist, insbesondere in Kombination mit der Risikoaversion. Ebenso wird auch dem Investor, verglichen mit dem Ausland, geringeres unternehmerisches Denken unterstellt. Was hingegen den Wissenstand angeht, erachtet die Mehrzahl diesen als ausreichend, wobei zumeist geringer als im Ausland. Auch hier gilt die Einschränkung, dass nur die grenzübergreifend agierenden Gesprächspartner eine Aussage dazu machen konnten.

- Präsenz

Einigkeit bestand darüber, dass es genug Kapitalgeber für einen liquiden Mezzaninemarkt gäbe. Trotzdem sei die Investorensuche für Fonds eine grosse Herausforderung. Dies sei einerseits auf das risikoaverse Verhalten der Entscheidungsträger zurückzuführen und andererseits auf die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. So sei das aktuelle Umfeld von Unsicherheit geprägt, was insbesondere riskantere Anlagen unattraktiv mache, so zumindest die Wahrnehmung der Kapitalgeber. Es scheint aber gewisse Unterschiede zwischen den verschiedenen Sprachregionen zu geben.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass der Schweizer Mezzaninemarkt ein Anbietermarkt ist. So gibt es, zumindest nach Ansicht der im lokalen Markt tätigen Gesprächspartner viele Kapitalnachfrager. Zwar reduziert sich die Anzahl der Kapitalnachfrager erheblich nach Abgleich mit der eigenen Anlagepolitik und einer ersten Qualitätskontrolle, trotzdem bleiben aber genug Finanzierungsmöglichkeiten übrig, um sehr selektiv zu handeln. Sowohl Kapitalgeber wie auch -nachfrager seien gemäss Aussagen einiger Gesprächspartner zurückhaltender und vorsichtiger in Bezug auf Mezzaninekapital, verglichen mit ihren ausländischen Pendants. Eine Mezzaninevolumensteigerung wäre in der Schweiz nur möglich, wenn im Fundraising einfacher und schneller Kapital eingesammelt werden könnte.

3.3 Konklusion

Im Folgenden soll eine, basierend auf den Erkenntnissen aus der theoretischen Grundlagentheorie und den praxisorientierten Experteninterviews, gesamtheitliche Beurteilung der drei Forschungsfragen erfolgen. Die drei Fragen lauteten:

1. Welche spezifischen Instrumente der Finanzierung sind unter dem Sammelbegriff Mezzaninekapital subsumiert und wie können diese in der Immobilienfinanzierung eingesetzt werden?
2. Wie unterscheidet sich Mezzaninekapital von klassischen Finanzierungsformen und welche Vor- und Nachteile bieten die einzelnen Finanzierungsformen?
3. Welche Voraussetzung müssten erfüllt sein, damit Kapitalgeber vermehrt Mezzaninekapital anbieten?

Forschungsfrage 1

Unter dem Sammelbegriff Mezzaninekapital sind Finanzierungsinstrumente subsumiert, welche Eigenschaften von Eigen- und Fremdkapital aufweisen. Die Literaturrecherche hat gezeigt, dass ein einheitliches Verständnis darüber fehlt, was Mezzaninekapital genau ist, resp. welche Instrumente als solches qualifiziert werden. Allgemein formuliert umfasst Mezzaninekapital sämtliche Instrumente, welche sich im Kontinuum zwischen reinem Fremdkapital und reinem Eigenkapital befinden, ohne diese einzuschliessen. Aufgrund der spezifischen Charakteristiken jedes einzelnen Instruments sind auch deren idealtypischen Einsatzgebiete unterschiedlich. Diese lassen sich grob in Wachstumsfinanzierung, Rekapitalisierung und Eigentümerwechsel unterteilen. Für die Finanzierung von Immobilien sind dabei Debt Instrumente prädestiniert. Dabei hat sich gezeigt, dass der Fokus primär auf dem Nachrangdarlehen liegt. Dieses charakterisiert sich in der

Immobilienindustrie durch eine generell eher kurze Laufzeit und einer Grundpfandbesicherung. Der Schuldzins und die Belehnungshöhe hängen sowohl von der Nutzungs- und Projektart als auch von der Anlagepolitik ab. Während die Belehnungshöhe mehrheitlich Werte zwischen 75% und 90% annimmt, weist der Schuldzins mehrheitlich Werte zwischen 4% und 10% auf. Dabei ist weder ein eindeutiger Trend zu variabler oder fester Verzinsung noch zu laufender oder endfälliger Begleichung feststellbar. Erfolgsabhängige Komponenten bilden dabei die Ausnahme. Das Volumen je Transaktion variiert erheblich zwischen den Anbietern und dient zum Teil auch als Differenzierungsmerkmal gegenüber Konkurrenten. Es wird versucht die Verträge so einfach wie möglich zu gestalten. Dies verringert den Aufwand bei der Erstellung und kann womöglich, obwohl nicht explizit erwähnt, in Verbindung mit dem eher geringen Vorwissen der Marktteilnehmer gebracht werden. Die im Rahmen einer Finanzierung fälligen Gebühren beschränken sich oft auf eine Arrangement Fee. Gewisse Anbieter verlangen zusätzlich eine Exit Fee. Es lässt sich folglich festhalten, dass nur ein sehr kleiner Teil der im Rahmen von Mezzaninefinanzierung zur Verfügung stehenden Instrumente in der Schweizer Immobilienindustrie auch wirklich eingesetzt werden.

Forschungsfrage 2

Die Unterscheidung von Mezzaninekapital gegenüber Eigenkapital und Fremdkapital gestaltet sich aufgrund der uneinheitlichen Definition und den vielen Instrumenten schwierig. Grundsätzlich wird Mezzaninekapital aber als nachrangig gegenüber Fremdkapital und vorrangig gegenüber Eigenkapital gesehen. Die weiteren Differenzierungsmerkmale sind in Abhängigkeit des einzelnen Instruments zu beurteilen. Zur Vereinfachung können diese kategorisiert werden. Basierend auf den Experteninterviews findet dabei die Unterscheidung von Debt und Equity Mezzanine in der Praxis die grösste Anwendung. Anhand dieser Unterscheidung lässt sich erkennen, dass gewisse Instrumente eher Eigenschaften von Fremdkapital aufweisen und andere eher von Eigenkapital.

Die Vorteile, welche Mezzaninekapital bietet, sind mannigfaltig. Diese hängen jedoch stark von der individuellen Ausgestaltung der Instrumente ab und können deshalb unterschiedlich stark ausgeprägt sein. Die Flexibilität stellt einen grossen Vorteil dar, da dadurch gezielt auf die jeweilige Finanzierungssituation eingegangen werden kann. Weitere Vorteile für Kapitalgeber sind das Risiko-Rendite-Profil sowie die grössere Transparenz. Für Kapitalnachfrager sind dies unter anderem die Stärkung der Kapitalbasis, das

Vermeiden von Kapitalverwässerung, die Steuerabzugsfähigkeit des Schuldzinses und der geringere wirtschaftliche Druck verglichen mit dem Eigenkapital.

Die eingangs erwähnte Flexibilität kann aber auch ein Nachteil sein, wenn sie zu einem komplexen Vertragswerk führt. Weitere Nachteile für den Kapitalgeber sind die mitunter intensive Due Diligence vor Vertragsabschluss, sowie das zum Teil sehr eingeschränkte Mitspracherecht. Als Nachteile für den Kapitalnehmer müssen unter anderem die höheren Kosten verglichen mit der Aufnahme von Fremdkapital, der kleinere Kapitalgebermarkt, sowie die zum Teil hohen Reportinganforderungen erwähnt werden.

In der Immobilienindustrie bietet Mezzaninekapital, nebst dem, dass es aufgrund der oftmals hohen Investitionskosten, bauliche Massnahmen überhaupt ermöglicht, primär die beiden folgenden Vorteile: Durch den mittels Mezzaninekapitals höheren LTV können Immobilienentwickler und -besitzer einerseits weiteres Kapital aufnehmen, wodurch sich die Eigenkapitalrentabilität steigern lässt und andererseits die Anzahl parallel realisierter Projekte erhöhen. Für den Kapitalgeber bietet die Mezzaninefinanzierung eine höhere Rendite bei vergleichweisem, aufgrund der Besicherung, moderatem Risikozuwachs.

Forschungsfrage 3

Um das Volumen des Mezzaninemarktes Schweiz zu steigern, ohne die Motivation und Sinnhaftigkeit dieses Unterfangens zu beurteilen, gibt es zahlreiche Hebel. Diese wurden mit den Gesprächspartnern anhand der Rahmenbedingungen sowie den aktuellen Hindernissen und Herausforderungen identifiziert. Nebst Faktoren, welche sich nicht beeinflussen lassen, haben sich primär zwei Handlungsfelder herauskristallisiert. Diese sind einerseits die regulatorischen Rahmenbedingungen, wobei dieser Punkt nicht alle Kapitalgeber gleichermaßen betrifft, und andererseits die Erhöhung der Bekanntheit von Mezzaninekapital. Daneben wurden auch Faktoren identifiziert, welche zwar unvorteilhaft für die Verbreitung von Mezzaninekapital in der Schweiz sind, jedoch aufgrund der Tatsache, dass sie nicht verändert werden können, nicht relevant sind für die vorliegende Fragestellung. Unter diesen Faktoren finden sich zum Beispiel die Grösse des Schweizer Marktes oder typische Charaktereigenschaften von Schweizer Investoren.

Die regulatorischen Rahmenbedingungen betreffen hauptsächlich die Belehnungsvorschriften, die Erwerbseinschränkung von Wohneigentum durch Ausländer (Lex Koller) und die Anlagegefässe der zur Verfügung stehenden Strukturen. Die Belehnungsvorschriften sind zwar für manchen Kapitalgeber auch ein Vorteil, da sich dadurch die

Finanzierungslücke vergrössert. Für Kapitalgeber, welche sich aber danach richten müssen, wie zum Beispiel Banken, Versicherungen oder Kapitalanlagegefässe, führt dies zu einer einschneidenden Limitierung ihres Handlungsspielraums. Der zweite regulatorische Aspekt, die Lex Koller, schränkt dagegen sämtliche Kapitalgeber und insbesondere Kapitalanlagegefässe mit sich ändernden Investoren ein. Hierbei wurde einerseits die Regelung an sich als hinderlich beschrieben, vielmehr aber noch die uneinheitliche und inkonsistente Auslegung dieses Gesetzes. Eine Harmonisierung zwischen den Kantonen und klare Richtlinien betreffend Einschätzung von Mischnutzungen würde zu einer erheblichen Verbesserung führen, da dadurch der behördliche Standpunkt planbarer würde, wodurch entsprechend Finanzierungen getätigt werden könnten. Der letzte Punkt im Hebel regulatorische Rahmenbedingungen betrifft die Struktur von Anlagegefässen, welche aufgrund der jetzigen Einordnung als übrige Fonds für alternative Anlagen gelten. Dies bietet nur bedingt geeignete Voraussetzungen für Mezzaninefonds. Gemäss Gesprächsteilnehmern wird aber die neue Struktur in Form eines Limited Qualified Investor Fund, welche 2023 im Rahmen der KAG Revision eingeführt werden soll, dieses Manko beheben.

Die Bekanntmachung von Mezzaninekapital wurde von sämtlichen Teilnehmern als geeignetes Mittel zur Erhöhung der Verbreitung von Mezzaninekapital in der Schweiz vorgeschlagen. Dies betrifft sowohl Kapitalnachfrager als auch -geber. Betreffend der Nachfragerseite erhofft man sich dadurch qualitativ bessere Finanzierungsanfragen (vorhandene Daten und Attraktivität der Finanzierung) und weniger Aufklärungsaufwand während des Prozesses. Betreffend Kapitalgeber soll durch ein höheres Bewusstsein für die Chancen und die Absicherungsmöglichkeiten das angebotene Kapital erhöht werden. Dabei stellt sich allerdings die Frage, wie diese Bekanntmachung erfolgen und von wem sie vorangetrieben werden soll.

4. Schlussbetrachtung

Nebst einem generellen Überblick über die Arbeit werden im Anschluss weiterführende Forschungsfragen, welche zur Vertiefung der Thematik ergründet werden können, dargelegt, bevor im letzten Teil ein kurzer Ausblick zu Mezzaninekapital in der Schweizer Immobilienindustrie gegeben wird.

4.1 Fazit

Mezzaninekapital bietet grosses Potential, insbesondere in der Immobilienindustrie, welche von Kapitalintensität geprägt ist. Es lässt sich dadurch unter anderem eine Finanzierungslücke schliessen, die Eigenkapitalrentabilität steigern oder die Anzahl parallel realisierter Projekte erhöhen. So steigt das Mezzaninevolumen weltweit, es ist aber in der Schweiz, verglichen mit dem Ausland, eher wenig verbreitet. Die Arbeit hat gezeigt, dass es dafür zahlreiche Gründe gibt, einer davon ist das mangelnde Wissen darüber. Der theoretische Teil dieser Arbeit soll anhand einer Literaturrecherche Klarheit und Transparenz über Mezzaninekapital schaffen.

Mezzaninekapital ist ein Sammelbegriff, welcher sämtliche Finanzierungsinstrumente, die sowohl Eigenschaften von Eigen- als auch Fremdkapital aufweisen, umfasst. Es ist folglich eine Mischform zwischen diesen beiden klassischen Kapitalformen. Trotz fehlender allgemeingültiger Definition lassen sich gewisse Merkmale benennen. Da bezüglich der konkreten Ausgestaltung der Instrumente kein Formzwang besteht, können diese aber divergieren. Die prominentesten Merkmale sind die Nachrangigkeit gegenüber erst-rangigen Darlehen und die Vorrangigkeit gegenüber reinem Eigenkapital. Die für die Kapitalüberlassung geschuldete Kompensation umfasst meist einen Schuldzins, ist erfolgsabhängig oder eine Kombination beider. Das Informationsrecht ist, da eine grössere Abhängigkeit vom Geschäftsgang herrscht, meist umfassender und Verpflichtungserklärungen sind für den Kapitalnehmer Usus. Primär eingesetzt werden Mezzanineinstrumente in der Wachstumsfinanzierung, Rekapitalisierung und bei Eigentümerwechseln.

Mezzaninekapital bietet viele Vorteile gegenüber klassischen Kapitalarten: So findet unter anderem keine Kapitalverwässerung statt, die Kosten sind geringer als beim Eigenkapital, der Schuldzins ist steuerlich abzugsfähig und die Eigenkapitalbasis wird gestärkt. Es gibt aber auch Nachteile. So gibt es zum Beispiel dem Kapitalgeber kein Mitspracherecht, erfordert eine intensive Due Diligence bei der Vergabe und die Formfreiheit ermöglicht zwar situatives Anpassen, führt dadurch aber oft auch zu komplexen Verträgen

mit einschneidenden Covenants. Ob es ein Vor- oder Nachteil ist, hängt oft von der Rolle (Kapitalnachfrager oder -geber) ab.

Im empirischen Teil dieser Arbeit wurde die Rolle von Mezzaninekapital in der Schweizer Immobilienindustrie untersucht. Dazu wurden Interviews mit Experten aus der Branche geführt. Dabei wurde auf eine gute Durchmischung der Gesprächspartner geachtet, welche einen Rückschluss auf den Gesamtmarkt erlaubt.

Es hat sich gezeigt, dass primär das Instrument des Nachrangdarlehens, seltener auch partiarische Darlehen, eingesetzt werden. Verglichen mit dem Ausland wird weniger in Entwicklungsprojekte investiert, dafür sind die Renditeerwartungen und das Risiko entsprechend tiefer. Entgegen der Literatur wird Mezzaninekapital in der Schweiz nur gegen Sicherheit ausgegeben, meist ist das die zu finanzierende Immobilie, und die Laufzeit beträgt nur wenige Jahre.

Während einige Faktoren eine stärkere Verbreitung von Mezzaninekapital fördern, so zum Beispiel die vorhandene Liquidität und die zunehmend einschränkenden regulatorischen Vorschriften in Bezug auf Kreditvergabe, welche die Finanzierungslücke weiter öffnen, gibt es auch Faktoren, welche die geringe Verbreitung erklären. Dabei ist unter anderem die geringe Marktgrösse, welche es für ausländische Anbieter unattraktiv macht, und die tendenziell eher vorsichtig agierenden Schweizer Marktteilnehmer. Während sich diese Aspekte nicht oder nur sehr schwer verändern lassen, wurden auch Stellhebel identifiziert, welche einfacher die Voraussetzungen für Mezzaninekapital verbessern können. Dabei handelt es sich einerseits, um die regulatorische Rahmenbedingungen. Dies betrifft unter anderem Vorschriften betreffend Belehnungshöhe und Belehnungswertermittlung, welche für viele Marktteilnehmer verbindlich sind oder Einschränkungen, resp. uneinheitliche Umsetzung dieser betreffend ausländische Investoren. Für Kapitalanlagegefässe ist insbesondere die im Gesetz verankerte Struktur für Nachrangfinanzierung suboptimal. Andererseits geht es um den allgemeinen Wissenstand der Marktteilnehmer in Bezug auf Mezzaninekapital. Dabei können gezielte Informationskampagnen über geeignete Kanäle oder die Etablierung von standardisierten Mezzanineinstrumenten Abhilfe schaffen.

Der Markt ist dominiert von, trotz grosser Liquidität, wenigen Kapitalgebern, welche aufgrund der grossen Nachfrage selektiv die Finanzierungen auswählen können. Die sich intensivierende Konkurrenz hat zu einer zunehmenden Spezialisierung der Kapitalanbieter geführt, weshalb die meisten in einer Nische tätig sind. Trotzdem ist man generell der Ansicht, dass der Markt noch Platz für weitere Anbieter zur Verfügung hat.

4.2 Diskussion

Während im theoretischen Teil ein gemeinsames Verständnis durch Verdichtung der einschlägigen Literatur erreicht wurde, konnten im empirischen Teil die praxisorientierten Forschungsfragen beantwortet werden. Dabei haben sich aber auch weitere relevante Fragen eröffnet. So wurde in den Gesprächen, insbesondere durch ausländische Kapitalanlegengesellschaften, die eher tiefen Renditemöglichkeiten in der Projektentwicklung angesprochen. Dies lenkt den Blick auf ein Feld, welches in dieser Arbeit ausgeklammert wurde: die Kapitalnachfragerseite. Hier wäre es insbesondere interessant zu untersuchen, ob diese Aussage auch von Nachfragerseite gestützt wird und wie diese die Nachfrage nach Mezzaninekapital, sowie diese das eigene Wissen und dies ihrer Berufskollegen dazu einschätzen.

Ebenfalls nachgegangen werden sollte der Frage, wie sich das Belehnungsverhältnis in der Schweiz, verglichen mit dem Ausland, verhält. Diese Frage konnte in der vorliegenden Arbeit nicht schlüssig beantwortet werden, da der Fokus auf dem Schweizer Markt liegt. Dabei ist sicherlich auch dem Aspekt der Initialbelehnung und Entwicklung der Belehnung über die Laufzeit des Darlehens zu berücksichtigen. Dies ist nicht nur aus Mezzaninekapitaloptik interessant, sondern auch betreffend Systemrisiken im Hypothekarmarkt, durch welche auf die erstrangige Belehnung eingegangen werden kann.

Zu guter Letzt sollte auch der Frage, nach der Sinnhaftigkeit des Bestrebens zur Erhöhung des Mezzaninevolumens nachgegangen werden. Auch nach Abschluss dieser Arbeit bleiben viele Fragen offen. Eine weitere Erforschung des Themas ist deshalb unerlässlich.

4.3 Ausblick

Wie sich der Schweizer Markt für Mezzaninefinanzierung zukünftig entwickeln wird, ist ungewiss. Zwar attestierten sämtliche Gesprächsteilnehmer dieser Arbeit dem Schweizer Markt Wachstumspotential, es gab aber auch Stimmen, welche Zweifel daran äusserten, dass Mezzaninekapital zu einem wichtigen Pfeiler in der Immobilienfinanzierung wird. Dabei gibt es, nebst den in dieser Arbeit identifizierten Faktoren, welche die Verbreitung fördern können, eine grosse Anzahl von Einflussfaktoren, welche möglicherweise noch nicht bekannt sind und unter Umständen einen viel grösseren Einfluss darauf ausüben werden. Aus diesem Grund wird es sicherlich auch künftig interessant bleiben den Schweizer Mezzaninemarkt zu beobachten.

Literaturverzeichnis

- Adesola, W. A. (2009). Testing static tradeoff theory against pecking order models of capital structure in Nigerian quoted firms. *Global Journal of Social Sciences*. 2009 (8), 61-76.
- Banik, Ch., Ogg, M. & Pedernana, M. (2008). *Hybride und mezzanine Finanzierungsinstrumente. Möglichkeiten und Grenzen*. Bern: Haupt.
- Basel Committee on Banking Supervision (2011). *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. Basel: Bank for International Settlements.
- Bernet, B., Denk, C. (2000). *Finanzierungsmodelle für KMU*. Bern: Haupt Verlag.
- Bernet, B. (2012). Bankwirtschaftliche Herausforderungen in der Immobilienfinanzierung. In S., Emmenegger (Hrsg.). *Immobilienfinanzierung* (S. 23-38). Basel: Helbing Lichtenhahn Verlag.
- Birrer, T., Bauer, M. & Amrein, S. (2019). *Unternehmensfinanzierung mit Private Debt in der Schweiz*. Zug: Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ / Hochschule Luzern.
- Boemle, M. & Stolz, C. (2002). *Unternehmensfinanzierung. Instrumente – Märkte – Formen - Anlässe*. 13. Auflage. Zürich: Verlag SKV.
- Brokamp, J., Ernst, D., Hollasch, K., Lehmann, G. & Weigel, K. (2008). *Mezzanine-Finanzierung*. München: Verlag Franz Vahlen.
- CFA Institute (2020). *Fixed Income. CFA program curriculum 2020 Level I Volume 5*. Boston: Choudhry, M. & Wilcox, S. E.
- CFA Institute (2022). *Corporate Finance and Equity. CFA program curriculum 2022 Level II Volume 3*. Boston: Aggrawal, R., Peterson Drake, P., Kobor, A. & Noronha, G.
- Credit Suisse (2005). *Mezzanine Finance – Mischform mit Zukunft. Economic Briefing Nr. 42*. Zürich: Enz, T. & Ravara, C.
- Diem, A., & Jahn, C. (2019). *Akquisitionsfinanzierungen - Kredit für Unternehmenskäufe*. 4. Auflage. München: Verlag C. H. Beck.

- Doetsch, W. (2022, 25. Februar). *Real Estate Securitisation & Structured Finance*. Vorlesung MAS in Real Estate CUREM, Zürich.
- Duden (ohne Datum). *Mezzanin*. Gefunden unter <https://www.duden.de/rechtschreibung/Mezzanin>
- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (2019). *Hypotheken für Renditeobjekte: FINMA anerkennt angepasste Selbstregulierung*. Medienmitteilung. Bern.
- Eilers, S., Rödding, A. & Schmalenbach D. (2014). *Unternehmensfinanzierung. Gesellschaftsrecht Steuerrecht Rechnungslegung*. 2. Auflage, München: Verlag C. H. Beck.
- Empira Gruppe (2018). *Finanzierungen mit Mezzanine-Kapital – Chancen für Investoren und Kapitalgeber*. Zug: Flath, E., Metzner, S.
- Eschwey, C. (2018). *Contingent Convertible Bonds (CoCos). Bedingte Pflichtwandelanleihen in Deutschland und er Schweiz*. Köln: Carl Heymanns Verlag.
- FAP Finance GmbH (2021). *FAP Mezzanine Report 2021*. Berlin: Kowalski, H. & Hesse, K. J.
- Glanzmann, L. (2007). Rangrücktritt oder Nachrangvereinbarung? Anwendungsbereiche, Ausgestaltung und Grenzen zweier ungleicher Instrumente der Mezzanine-Finanzierung *Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen*. 2007 (1), 6-23.
- Häger, M. & Elkemann-Reusch, M. (2007). *Mezzanine Finanzierungsinstrumente. Stille Gesellschaft Nachrangdarlehen Genussrechte Wandelanleihen*. 2. Auflage. Berlin: Erich Schmidt Verlag.
- Häuselmann, H. (2019). *Hybride Finanzinstrumente*. München: Verlag C. H. Beck.
- Hellerforth, M. (2008). *Immobilieninvestitionen und -finanzierung kompakt*. München: Oldenbourg Verlag.
- Hohmann, C. & Müller, L. 2013. Eigen- und Fremdkapital im Steuer- und Gesellschaftsrecht der Schweiz. In W., Schön (Hrsg.). *Eigenkapital und Fremdkapital* (S. 593-696). Berlin: Springer Verlag.

- Hongler, P. (2012). *Hybride Finanzierungsinstrumente im nationalen und internationalen Steuerrecht der Schweiz*. Zürich: Schulthess.
- International Accounting Standard Board (2018). *Conceptual Framework for Financial Reporting*. London: IFRS Foundation.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cashflow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*. 76 (2), 323-329.
- Kugler, C. D. (2005). *Mezzanine-Finanzierung für KMUs – Mezzanine-Kapital als alternative Finanzierungs- und Investitionsmöglichkeit für KMUs in der Schweiz*. Bern: Haupt.
- Lauer, J. (2006). *Strukturierte Immobilienfinanzierung*. Frankfurt am Main: Fritz Knapp Verlag.
- Lehmann, M. & Hummel, A. (2021, 4. September). *Immobilienfinanzierung & Zinsabsicherung*. Vorlesung MAS in Real Estate CUREM, Zürich.
- Lipp, M. (2014). *Die stille Gesellschaft im nationalen und internationalen Kontext. Eine Analyse unter steuergestalterischen Aspekten*. Köln: Josef Eul Verlag.
- Lörsch, F. (2013). *Kompetenzfragen der Mezzanine-Finanzierung : eine Untersuchung zu den §§ 221 und 292 Abs. 1 Nr. 2 AktG de lege lata et ferenda*. Baden-Baden: Nomos.
- Müller-Känel, O. (2009). *Mezzanine Finance. neue Perspektiven in der Unternehmensfinanzierung*. 3. Auflage. Bern: Haupt.
- Mohr, D. (2021). *Regulierungsgetriebene hybride Finanzierungsinstrumente*. Berlin: Duncker & Humblot.
- Rezmer, A. (2021, 11. April). Niedrigzinsen und Corona machen die eigenkapitalähnliche Finanzierung Mezzanine attraktiv. *Handelsblatt*. Gefunden unter <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/handelsblatt-serie-alternativen-zum-kredit-niedrigzinsen-und-corona-machen-die-eigenkapitalaehnliche-finanzierung-mezzanine-attraktiv/27084524.html>
- Schweizerische Bankiervereinigung (2006). *Neue Formen der Unternehmensfinanzierung. Hintergrund, Instrumente und Beurteilung*. Basel: Hoffmann, S.

- Schweizerische Bankiervereinigung (2019a). *Richtlinien betreffend Mindestanforderungen bei Hypothekendarfinanzierungen*. Basel: Schweizerischer Bankiervereinigung.
- Schweizerische Bankiervereinigung (2019b). *Richtlinien für die Prüfung, Bewertung und Abwicklung grundpfandgesicherter Kredite*. Basel: Schweizerischer Bankiervereinigung.
- Sotelo, R. (2022, 04. März). *Ökonomie der Anlageprodukte. Die Relevanz der Nutzung von Immobilien für ihre optimale Finanzierung*. Vorlesung MAS in Real Estate CUR-REM, Zürich.
- Spremann, K. (2007). *Finance*. 3. Auflage. München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag.
- Staatssekretariat für Wirtschaft SECO (2020), *KMU Portal: Vor- und Nachteile von Mezzaninen-Finanzierungen*. Gefunden unter <https://www.kmu.admin.ch/kmu/de/home/praktisches-wissen/finanzielles/finanzierung/mezzanine-finanzierung/vor-und-nachteile-von-mezzaninen-finanzierungen.html>
- Starossom, H. (2013). *Corporate Finance. Teil 2: Finanzierung in den Lebensphasen einer Unternehmung*. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Thommen, J-P. (2020). *Unternehmensfinanzierung. Eine Einführung in die Corporate Finance*. 4. Auflage. Zürich: Versus.
- Vogt, H-U. (ohne Datum). *E-Learning Plattform zum schweizerischen Gesellschaftsrecht*. Lehrstuhl für Privat- und Wirtschaftsrecht Universität Zürich. Gefunden unter <https://www.rwi.uzh.ch/static/elt/lst-vogt/gesellschaftsrecht/allgemeines/de/html/index.html>
- Vormbaum, H. (1995). *Finanzierung der Betriebe*. 9. Auflage. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Wahl, S. J. (2004). *Private Debt – Private Fremdkapital- und Mezzanine-Kapital-Platzierungen bei institutionellen Investoren*. Sternenfels: Verlag Wissenschaft & Praxis.
- Werner, H. S. (2007). *Mezzanine-Kapital. Mit Mezzanine-Finanzierung die Eigenkapitalquote erhöhen*. 2. Auflage. Köln: Bank-Verlag Medien.
- EY, (2022). *Basel III Finalisierung – Ein Überblick der Änderungen und Auswirkungen auf Schweizer Banken*. Zürich: EY Wigger, A. & Waurick, M.

Wolf, B., Hill, M. & Pfaue, M. (2011). *Strukturierte Finanzierungen. Grundlagen des Corporate Finance, Technik der Projekt- und Buy-out-Finanzierung, Asset-Backed-Strukturen*. 2. Auflage. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.

Anhang

Anhang 1: Unterbilanz, Kapitalverlust und Überschuldung

Artikel 725 OR behandelt den Kapitalschutz bei Aktiengesellschaften. Dabei handelt es sich um die Unterbilanz, den Kapitalverlust und die Überschuldung.

- Unterbilanz

Eine Unterbilanz liegt vor, wenn die Aktiven einer Bilanz das Grundkapital inklusive gesetzlicher Reserven nicht mehr decken. Eine Unterbilanz hat keine rechtlichen Konsequenzen, es sei denn es liegt eine qualifizierte Unterbilanz vor.

- Kapitalverlust

Der Kapitalverlust ist in Art 725 Abs 1 OR geregelt und stellt eine qualifizierte Form der Unterbilanz dar. Diese entsteht, sobald der Verlustvortrag (akkumulierte Verluste in der Bilanz) grösser als die Hälfte des Aktienkapitals (inkl. Partizipationskapital) plus gesetzlicher Reserven ist (Vogt, ohne Datum).

- Überschuldung

Übersteigt der Verlustvortrag das Eigenkapital gilt die Gesellschaft gemäss Art 725 Abs 2 OR als überschuldet.

Abbildung 13 zeigt den Unterschied von Unterbilanz, Kapitalverlust und Überschuldung

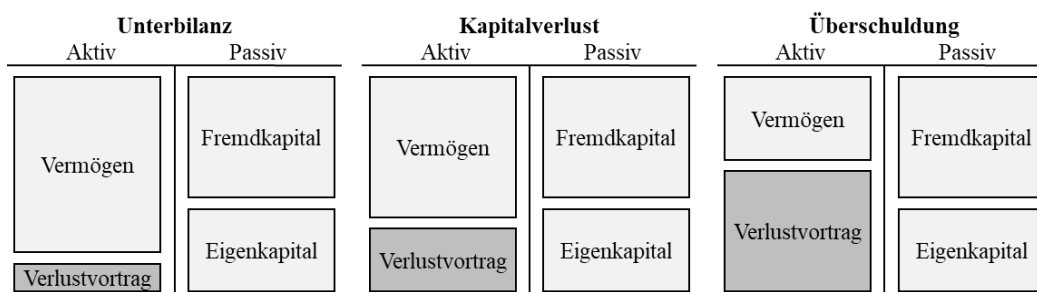


Abbildung 13: Verlustvortrag bei Unterbilanz, Kapitalverlust und Überschuldung

Sowohl der Kapitalverlust als auch die Überschuldung haben mitunter schwerwiegende Konsequenzen für die Gesellschaft (z.B. Einleitung von Sanierungsmassnahmen). Mit der geeigneten Finanzierung kann die Kapitalstruktur so aufgebaut werden, dass kurzfristig keine Unterbilanz entsteht. Sollte dies trotzdem eintreten, kann die Unterbilanz einen Finanzierungsanlass darstellen. Handelt es sich aber um einen anderen Finanzierungsanlass, führt die Finanzierung nicht zu einer Unterbilanz, da die Kapitalisierung nicht reduziert wird. Die rechtlichen Aspekte können in der Bestimmung der optimalen Kapitalstruktur somit weitestgehend ausser Acht gelassen werden.

Anhang 2: Ansätze zur Bestimmung der idealen Kapitalstruktur

Die in der Literatur aufgeführten Ansätze zur Bestimmung der idealen Kapitalstruktur sind umfangreich (Spremann, 2007, S. 424). Die hier beschriebenen Ansätze geben nur einen Teil möglicher Überlegungen dazu wieder. Da die Kapitalstruktur primär von den Unternehmenszielen abhängt, gibt es auch nicht eine generell gültige optimale Kapitalstruktur (Thommen, 2020, S. 89).

- Modigliani-Miller Theorem

Die unter dem Begriff Irrelevanzthese bekannte Theorie wurde Ende der 1950 Jahre von Modigliani und Miller formuliert. Diese besagt, dass unter gewissen Prämissen, die Kapitalstruktur keinen Einfluss auf die Kapitalkosten und somit den Unternehmenswert hat. Es wurde argumentiert, dass durch die Aufnahme von günstigem Fremdkapital das Unternehmensrisiko steigt, wodurch sich das Eigenkapital in ebenso hohem Ausmass wie die Fremdkapitaleinsparungen verteuert. Aufgrund der realitätsfremden Prämissen, insbesondere des ausseracht Lassens von Steuern und Insolvenzkosten, wurde die These überarbeitet (Boemle & Stolz, 2002, S. 80-81).

- Modigliani-Miller Theorem mit Steuern

Zu einem späteren Zeitpunkt ergänzten Modigliani und Miller ihre These mit dem Steuereffekt. Dieser vergünstigte das Fremdkapital zusätzlich, wodurch die Erhöhung des Fremdkapitalanteils zu tieferen Gesamtkapitalkosten führt. Dadurch wurde die These zwar realistischer, blieb aber aufgrund der restlichen Prämissen nach wie vor realitätsfremd, da sonst ein Unternehmen im Idealfall zu 100% fremdfinanziert sein sollte (CFA Institute, 2022, S. 11).

- Miteinbezug weiterer Kosten

Um das Modell näher an die Realität zu bringen ist es erforderlich weitere Kostenaspekte zu untersuchen. Die wichtigsten sind (CFA Institute, 2022, S. 15-16):

- Konkurskosten: Die Kosten, welche mit einer finanziellen Notlage verbunden sind, nehmen mit zunehmender Fremdverschuldung zu. Ab einem gewissen Mass übersteigen diese die Vorteile aus einer Erhöhung des Leverages, wodurch die Gesamtkosten steigen.
- Agenten Kosten: Diese Kosten sind eine Folge der Prinzipal-Agenten Problematik zwischen den Gesellschaftern und der Unternehmensführung. Um die Problematik zu entschärfen entstehen auf Seite der Eigentümer Überwachungskosten (z.B. externe Revision) und auf Seite der

Unternehmensführung Selbstbindungskosten (z.B. Konkurrenzverbot). Eine weitere These in diesem Zusammenhang spricht für die Erhöhung des Fremdkapitalanteils, da dieses das Unternehmensmanagement durch Zinszahlungen und Kreditvereinbarungsklauseln diszipliniert (Jensen, 1986, S. 323-329).

- Informationsasymmetriekosten: Diese Kosten entstehen ebenfalls aus der Prinzipal-Agenten Problematik und beschreiben jene Kosten, die für Kapitalgeber aus dem erhöhten Risiko entstehen, welches aus dem Informationsvorsprung des Unternehmensmanagements entsteht.

In der Static Trade-off Theorie werden die oben erwähnten Kosten und die Steuern berücksichtigt. Durch den Einbezug dieser Kosten nehmen die Kapitalkosten mit zunehmender Fremdfinanzierung zu. Dadurch lässt sich eine optimale Kapitalstruktur ermitteln, nämlich am Punkt, an welchem der negative Effekt dieser Kosten den positiven Steuereffekt überwiegt (Adesola, 2009, S. 62). Dies ist in Abbildung 14 schematisch dargestellt.

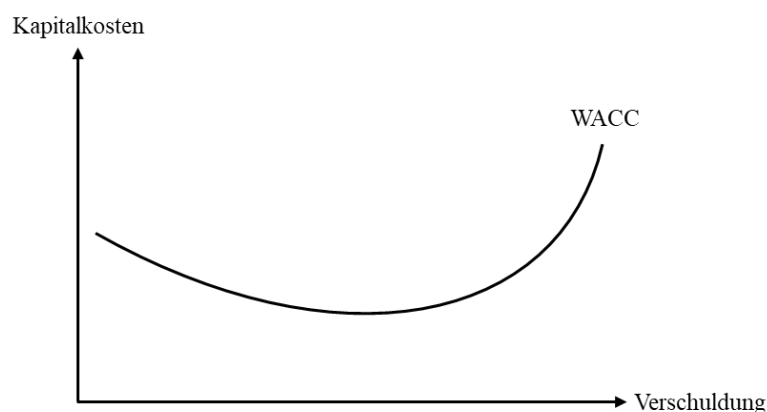


Abbildung 14: Durchschnittliche Kapitalkosten in Abhängigkeit der Verschuldung (in Anlehnung an Lehmann & Hummel, 2021, S. 9)

Weitere Betrachtungen:

Im Folgenden soll der Bezug zum Risiko und der Drittverwendungsfähigkeit hergestellt werden, da die Praxisrelevanz dieser Betrachtungsweisen stark zunimmt (Sotelo, 2022, S. 23).

- Risikobezug

Eine risikogerechte Finanzierung postuliert, dass risikoreiche Unterfangen vorrangig mit Eigenkapital finanziert werden sollen und solche mit tieferem Risiko durch Fremdkapital (Vormbaum, 1995, S. 35-36). Damit soll einer Unterbilanzierung zugekommen werden, da ein allfällig resultierender Verlust aus dem

risikoreichen Unterfangen durch Eigenkapital aufgefangen wird. Des Weiteren kann dies auch unter ökonomischen Gesichtspunkten sinnvoll sein, da aufgrund der risikogerechten Verzinsung ein Gläubiger dafür eine hohe Kompensation verlangen würde (Thommen, 2020, S. 97).

- Drittverwendungsfähigkeit

Die Drittverwendungsfähigkeit besagt, dass unspezifische Aktiva mittels Fremdkapital und spezifische Aktiva durch Eigenkapital finanziert werden sollen. Begründet wird dies mit der schwierigen Veräusserbarkeit von hochspezialisierten Investitionen im Liquidationsfall. Das damit verbundene Risiko soll durch die Gesellschafter getragen werden (Sotelo, 2022, S. 23).

- Pecking-Order Theorie

Diese These basiert erneut auf der Informationsasymmetrie zwischen den Unternehmenseigentümern und der Unternehmensführung (Prinzipal-Agenten Problematik), wobei auf der Seite der Eigentümer auch potenzielle Unternehmenseigentümer stehen. Die These besagt, dass der Prinzipal aufgrund der Informationsasymmetrie über zu wenig Informationen des Unternehmens verfügt und deshalb aus der Art und Weise wie das Unternehmensmanagement Unterfangen finanziert, versucht Informationen zu gewinnen. So wird zum Beispiel die Ausgabe von Fremdkapital als positives Signal gewertet da die Unternehmensführung zuverlässig ist, die Zinslast in Zukunft stemmen zu können. Um den Prinzipalen keine Hinweise zu liefern, bevorzugen Kapitalnachfrager nach der Pecking-Order Theorie grundsätzlich die Innenfinanzierung, insbesondere Finanzierung aus operativem Cashflow, gegenüber der Aussenfinanzierung, wobei dem Fremdkapital gegenüber dem Eigenkapital der Vorzug gegeben wird (CFA Institute 2022, S. 16-17). In der Praxis setzt sich die Pecking-Order Theorie zunehmend durch (Lehmann & Hummel, 2021, S. 10).

- Verfügungsmacht

Ein wichtiger Aspekt bei der Finanzierung besteht auch im Anteilsrecht, resp. Mitbestimmungsrecht der Eigenkapitalgeber. Da eine zusätzliche Finanzierung über Eigenkapital die Anteile sowie das Mitspracherecht bestehender Eigentümer verwässert wird diese Finanzierungsform von diesen oft nicht gerne gesehen.

Anhang 3: Rechenbeispiel zur sequenziellen Verlustallokation

Die folgende Abbildung (Abbildung 15) zeigt zur besseren Veranschaulichung schematisch die Schwere des Verlusts für verschiedene Instrumente (A und B) einer Beispielfinanzierung (X).

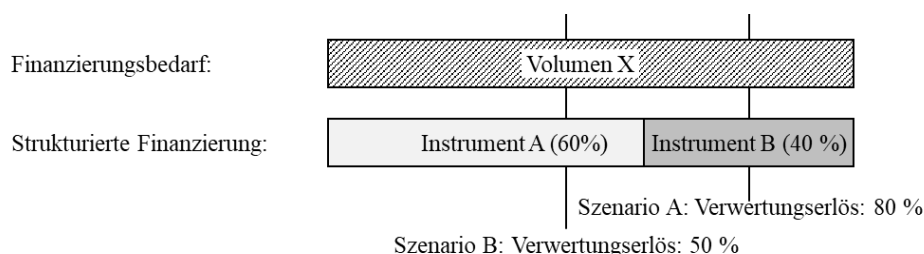


Abbildung 15: Beispieldarstellung einer strukturierten Finanzierung

In diesem Beispiel konnte das für das Unterfangen erforderliche Volumen (X) durch zwei unterschiedliche Instrumente (A und B) vollfinanziert werden. Instrument A steuert 60% des Volumens bei und hat ein erstrangiges Recht auf die Verwertung des Vermögens im Insolvenzfall. Instrument B steuert 40% bei und hat ein Anrecht auf das nach Befriedigung von Instrument A verbleibende Vermögen. Instrument B ist folglich gegenüber Instrument A nachrangig. Es werden zwei Beispielszenarien betrachtet: In Szenario 1 beläuft sich die Konkursmasse, das heißt das für die Verwertung zur Verfügung stehende Vermögen auf 80% des Finanzierungsvolumen und in Szenario 2 auf 50%. Tabelle 4 zeigt, anhand der Ausgangslage in Abbildung 15, die Höhe des Verwertungserlöses, also wieviel des initial investierten Kapitals je Instrument und Szenario rekuperiert werden kann.

	Szenario 1	Szenario 2
Instrument A	100%	83.35%
Instrument B	50%	0%

Tabelle 4: Berechnung der Schwere des Verlusts.

Anhang 4: Weitere Möglichkeiten zur Kategorisierung von Mezzaninekapital

Weitere mögliche Kriterien zur Einordnung von Mezzaninekapital sind ⁴⁴:

- Equity Kicker

Eine der häufigsten Unterscheidung bezieht sich auf das Vorhandensein oder Fehlen eines Equity Kickers, also die Möglichkeit des Erwerbs von Eigentumsanteilen. Dieses Merkmal dient manchen Autoren (vgl. Banik, 2008, S. 28; Müller-Känel, 2009, S. 28) auch zur Unterteilung der einzelnen Instrumente in eine weitere gängige Unterteilung: in Mezzaninekapital im engeren Sinne (mit Equity Kicker) und weiteren Sinne (ohne Equity Kicker)⁴⁵. Ob dies jedoch auch Non-equity Kicker umfasst, also Kompensation, welche den Gläubiger nicht zum Gesellschafter macht, ist in der Literatur nicht explizit festgeschrieben.

- Risiko-Rendite Profil

Die unterschiedlichen Instrumente, resp. die jeweilige konkrete Ausgestaltung, weisen unterschiedliche Risiko-Rendite Profile auf. Eine Einordnung anhand dieses Kriteriums bietet sich insbesondere aus Investorensicht an. Dabei können, je nach Platzierungsart, diese auch gezielt auf die individuellen Bedürfnisse eines Investors ausgestaltet worden sein. Die folgende Abbildung (Abbildung 16) zeigt eine Klassifizierung der Instrumente anhand ihres Risiko-Rendite Profils im Kontinuum Eigenkapital und Fremdkapital, wobei das Stammkapital dem reinen Eigenkapital entspricht und der festverzinsliche Bankkredit dem reinen Fremdkapital (Mohr, 2021, S. 81).

⁴⁴ Aus Gründen der Einfachheit wird auf die Einteilung anhand von individuellem und standardisiertem Mezzaninekapital (Mohr, 2021, S. 82) verzichtet.

⁴⁵ Es gilt anzumerken, dass das Kriterium Equity-Kicker für die Unterteilung in Mezzaninekapital im engeren und weiteren Sinne in der Literatur nicht einheitlich gehandhabt wird. So bezeichnet Brokamp et al. (2008) auch das Nachrangdarlehen aufgrund der Nachrangigkeit gegenüber Fremdkapital als Mezzaninekapital im engeren Sinne (S. 100). Andere (vgl. Werner, 2007, S. 31) fordern für den engeren Sinn eine Nachrangigkeit sowie eine zumindest teilweise erfolgsabhängige Kompensation.

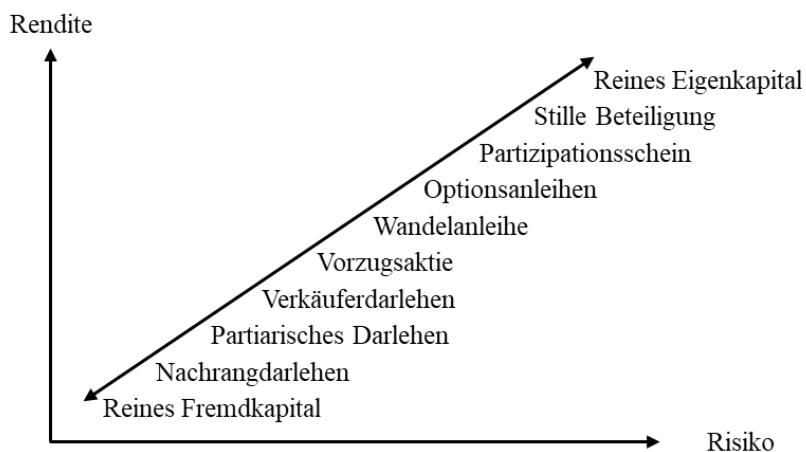


Abbildung 16: Risiko-Rendite Profil ausgewählter Mezzanineinstrumente (in Anlehnung an Hoffmann, 2006, S. 19; Credit Suisse, 2005, S. 5)

Dabei wird die Parallele zur Einordnung Equity- und Debt Mezzanin offensichtlich. Diese ist erwartungsgemäss da das inhärente Risiko-Rendite Profil je nach Ausprägung dem von Eigen-, resp. Fremdkapital mehr oder weniger nahekommmt.

Anhang 5: Verzeichnis Interviewpartner

Name	Funktion	Unternehmen	Interviewtermin
R. Michel	Co-Head Financing	Avobis Advisory AG	15.07.2022
K. Matern	Senior Investment Manager	HFS Helvetic Financial Services AG	04.08.2022
M. Rogalas	Head Real Estate Debt	Patrimonium Asset Management AG	04.08.2022
C. Gees	Head Produkt- & Investitionslösungen	Property One Investors AG	08.08.2022
S. Wildi	CEO	Eagle Capital Partners	09.08.2022
S. Frischknecht	Portfolio Manager	Tavis Capital AG	12.08.2022
M. Kocsis	Investment Manager Real Estate Debt	IFS AG (Daneo Partners)	12.08.2022
M. Sigris	Leiter Kredite	Tellico AG	16.08.2022
E. Naujok	Associate Director Real Estate Debt	Edmond de Rothschild Real Estate Debt	16.08.2022
A. Müller	CEO	Tugium Capital Partners	19.08.2022

Anhang 6: Gesprächsleitfaden

Einleitung

Im Rahmen der Abschlussarbeit zur Erlangung des MAS in Real Estate soll das Thema Mezzaninekapital im Immobilienkontext untersucht werden. Nebst einer theoretischen Aufarbeitung soll anhand von Experteninterviews mit ausgewählten Akteuren aus der Industrie ein Praxisbezug hergestellt werden.

Ziel der Experteninterviews ist herauszufinden, welche Mezzaninefinanzierungsinstrumente angeboten werden, weshalb sich das Volumen auf dem aktuellen Niveau bewegt, resp. wie es gesteigert werden könnte und welches die Besonderheiten von Mezzaninefinanzierung im Immobiliensektor sind. Dafür werden die qualitativen Interviews in 4 inhaltliche Themenblöcke unterteilt (Consumer, Company, Competition, Product) und jeweils für den Gesamtmarkt und den Teilmarkt Immobilien betrachtet.

Interview

Die Interviews werden nicht als eigentliche Interviews durchgeführt, sondern vielmehr als Gespräche, die situativ angepasst werden können. Der Fragenkatalog soll als Grundlage für die Interviews dienen. Es soll damit sichergestellt werden, dass alle Gespräche in einer ähnlichen Weise ablaufen und die gleichen Themen behandeln. Die Fragen werden folglich nicht explizit gestellt, sondern im Dialog inhaltlich ergründet.

Aufbau Fragebogen:

- A. Administrative Fragen
- B. Eingangsfrage
 1. Company
 2. Product
 3. Competitors
 4. Consumer
- C. Schlussfragen

A. Administrative Fragen

Generelle Fragen administrativer Natur und zum Interviewpartner

B. Eingangsfragen

Generelle Frage zum Verständnis betreffend Mezzaninekapital. Es wird darauf verzichtet vorgängig ein gemeinsames Verständnis zu schaffen. Der Interviewpartner soll dies aus seinem Verständnis beantworten.

1. Company

- Beschreiben Sie kurz welche Finanzierungen (Anlagepolitik) getätigt werden.
 - Welche Industrien, welche Kunden?
- Beschreiben Sie kurz die High-Level Investmentleitplanken für Mezzaninefinanzierungen.
- Welche Anwendungsfelder, Industrien und Kunden sind für Mezzaninefinanzierung relevant?
- Anhand welcher Kriterien wird der Kapitalnehmer evaluiert?
- Unterscheiden sich Finanzierungen in der Immobilienindustrie vom Gesamtmarkt?

2. Product

- Welche Mezzanineinstrumente haben Sie oder hatten Sie bereits in der Vergangenheit vergeben?
- Welche Vorteile sehen Sie in diesen Instrumenten gegenüber den anderen (resp. weshalb wurden diese Instrumente eingesetzt)?
 - Gibt es typische vertragliche Elemente / Charakteristiken in den Verträgen (ICA, Sicherheiten, Laufzeiten / Covenants)?
- Bitte ordnen Sie die oben genannten Typen nach aktuell offenem Volumen (absteigend)
- Falls in mehreren Ländern aktiv: Gibt es Unterschiede im Volumen der Instrumente in den anderen Ländern, in welchen Sie Mezzaninefinanzierung tätigen?
- Welche Mezzanineinstrumente werden in der Immobilienindustrie besonders oft vergeben?
- Gibt es bei der vertraglichen Ausgestaltung der Instrumente für Kunden aus der Immobilienindustrie Besonderheiten?

3. Competition

- Wie nehmen Sie den Markt für Mezzaninegeber in der Schweiz wahr?
 - Marktstruktur (Anbieter- vs Nachfragermarkt)?
 - Wer ist Ihre Konkurrenz?
 - Wie nehmen Sie das Angebot der Konkurrenz wahr (mehrheitlich identisch, ähnlich oder andere Mezzanineinstrumente)?
- Unterscheidet sich die Struktur in Abhängigkeit der Industrie?
- Unterscheidet sich der Markt verglichen mit dem Ausland?

Regulatorisches Umfeld

- Empfinden Sie die regulatorischen Rahmenbedingungen als geeignet für einen vitalen Mezzaninekapitalmarkt?
 - Was müsste der Regulator ändern damit Sie mehr Kapital anbieten?

- Kennen Sie Instrumente aus dem Ausland, die Sie in der Schweiz auch gerne sehen möchten, resp. dass die regulatorischen Rahmenbedingungen dafür geschaffen werden?

4. Customer

- Wie läuft eine Finanzierung (Prozess / Ablauf) klassischerweise ab?
 - Unterscheidet sich der Prozess einer Mezzaninefinanzierung von einer «klassischen Finanzierung»?
 - Welches sind üblicherweise in diesem Prozess die Hürden, Schritte, welche schwieriger sind als bei «klassischen Finanzierungen»?
- Gibt es eine Diskrepanz zwischen den gewünschten Kunden und den effektiv am Markt auftretenden Kunden?
- Wie entsteht der Kontakt mit einem Kapitalnachfrager?
- Finden Sie genug geeignete Nachfrager, um Ihr Investitionsvolumen zu platzieren (resp. gibt es genug Nachfrage)?
- Gibt es in Bezug auf den Akquisitionsprozess und Kunden Unterschiede zwischen Nachfragern aus der Immobilienindustrie und solchen aus anderen Industrien?
- Möchten Sie die Anzahl Kunden aus der Immobilienindustrie erhöhen / reduzieren?

C. Schlussfragen

- Würden Sie gerne das investierte Mezzaninevolumen erhöhen?
 - Unter welchen Voraussetzungen würde dies erreicht?
- Möchten Sie den Anteil einzelner Mezzanineinstrumente im vergebenen Volumen erhöhen / reduzieren?
- Wie gross ist der Anteil an Immobilieninvestitionen (wichtig, unwichtig)?
- Unterscheiden sich Mezzaninefinanzierungen im Immobiliensektor von anderen Sektoren?

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema „ Mezzaninefinanzierung - Die Rolle von Mezzaninekapital in der Immobilienfinanzierung unter besonderer Berücksichtigung der Anforderungen seitens Kapitalgeber“ selbstständig verfasst und keine anderen Hilfsmittel als die angegebenen benutzt habe.

Alle Stellen die wörtlich oder sinngemäss aus veröffentlichten oder nicht veröffentlichten Schriften entnommen sind, habe ich in jedem einzelnen Falle durch Angabe der Quelle (auch der verwendeten Sekundärliteratur) als Entlehnung kenntlich gemacht.

Die Arbeit hat in gleicher oder ähnlicher Form noch keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegen und wurde auch noch nicht veröffentlicht.

Zürich, den 31.08.2022

[Unterschrift]
