



*September 2017*

## Der neue Trend: Nachrangige Finanzierungsformen zur Freisetzung gebundener Eigenmittel bei Erneuerbaren Energien Projekten

---

### Inhalt

Einleitung	2	Die Umsetzung von	
Aktuelle Entwicklung in Europa	2	Nachrangfinanzierungen	10
Folgen für die Branche	2	Nachrangfinanzierungen auf Ebene der	
Finanzielle Herausforderungen	3	Projektgesellschaft	10
Die Übliche (Senior-)Finanzierungsstruktur	3	“HoldCo” Strukturen	11
Nachrangfinanzierungen im Kontext		Rechtliche Hürden	12
der Erneuerbaren Energien	4	Über uns	14
Marktentwicklung	4	Ihre Ansprechpartner	14
Einsatzgebiete	4		
Vorteile und Hürden beim Einsatz			
von nachrangigen Finanzierungen	6		
Hürden und Herausforderungen	6		
Vorteile von Mezzanine-Kapital	9		

# Einleitung

---

## AKTUELLE ENTWICKLUNG IN EUROPA

---

Die Landschaft für Erneuerbare Energien in Kerneuropa steht aktuell vor einer Kehrtwende. Einhergehend mit den Vorgaben der Europäischen Union, welche die Erreichung eines verbindlichen EU-weiten Anteils von Erneuerbaren Energien am Endenergieverbrauch zum Ziel haben, sieht die europäische Klima- und Energiepolitik vor, dass die Förderung für die Erzeugung von Strom aus Erneuerbaren Energien zukünftig grundsätzlich durch Ausschreibungen festgelegt werden soll. Was bisher lediglich angestrebt wurde, wird aktuell in die Tat umgesetzt. In fast allen EU-Staaten, insbesondere den Hauptmärkten Deutschland,

Großbritannien, Frankreich, Spanien und Italien, wechselt das Vergütungsregime von einer festen Einspeisevergütung in einen durch den Markt bestimmten Vergütungsmechanismus.

Letzte, nach dem alten Regime genehmigte Projekte mit vorab fest definierter Einspeisevergütung in Deutschland, Großbritannien und Frankreich werden noch in diesem und nächstem Jahr realisiert. Neue, in 2017 genehmigte Projekte müssen sich bereits heute vorwiegend in Ausschreibungsverfahren behaupten, so dass sich der Markt aktuell in einer Übergangsperiode befindet.

## FOLGEN FÜR DIE BRANCHE

---

Der Wechsel in ein Marktmodell hat weitreichende Folgen für Hersteller, Investoren, finanzierende Parteien und Projektentwickler. Einerseits reduziert sich die Planungssicherheit für neue Projekte; andererseits muss gleichzeitig mehr Kapital für beispielsweise sogenannte „Bid Bonds“ vorgehalten werden. Dies und die Möglichkeit über Skaleneffekte die Erzeugungskosten zu reduzieren, um hierdurch die Wahrscheinlichkeit eines Zuschlags zu erhöhen, löste bereits früh die Befürchtung aus, dass eine Marktkonsolidierung unter den Projektentwicklern nicht zu verhindern ist. Tatsächlich sind europaweit vermehrt Kooperationen mit und Übernahmen von strategischen Investoren, wie Energieversorgern oder Stadtwerken, zu verzeichnen.

Projektentwickler stehen vor diesem Hintergrund vor der Aufgabe, sich strategisch neu auszurichten, was durch eine Anpassung der Geschäftsmodelle, Expansionen ins Ausland und neue Partnerschaften erfolgen kann. Solche strategischen Maßnahmen erfordern finanzielle Reserven der Projektentwickler, welche neben dem operativen Geschäft flexibel einsetzbar sind. Im Onshore Windmarkt Deutschland führt die aktuelle Übergangsperiode zu einer Konzentration auf die Realisierung der alten Projektpipeline, zugleich müssen Projektentwickler mehr Liquidität vorhalten, um mit neuen Projekten bei den Ausschreibungen teilzunehmen. Die in 2016 and 2017 noch umzusetzenden Projekte erfordern ein geschätztes Investitionsvolumen von ca. EUR 20 Mrd.

## FINANZIELLE HERAUSFORDERUNGEN

Die Projektentwickler stehen aktuell vor der Herausforderung dieses Volumen zu finanzieren. Ein Großteil der Projektentwickler denkt zudem zur Zeit darüber nach, vermehrt Projekte in den Eigenbestand zu übernehmen, um ihre Einnahmesituation langfristig zu stabilisieren und einen Ausgleich für das zyklische Projektgeschäft zu schaffen. Diese Weiterentwicklung zu einem sogenannten „Independent Power Producer“ bindet im Vergleich zum Abverkauf von Projekten langfristig die Liquidität im Projekt, was zusätzlich zu den zuvor beschriebenen gestiegenen

Liquiditätsanforderungen rein aus dem eigenen Cashflow nur schwer umsetzbar erscheint. Zudem fehlt der Liquiditätszufluss aus der Marge der Projektverkäufe.

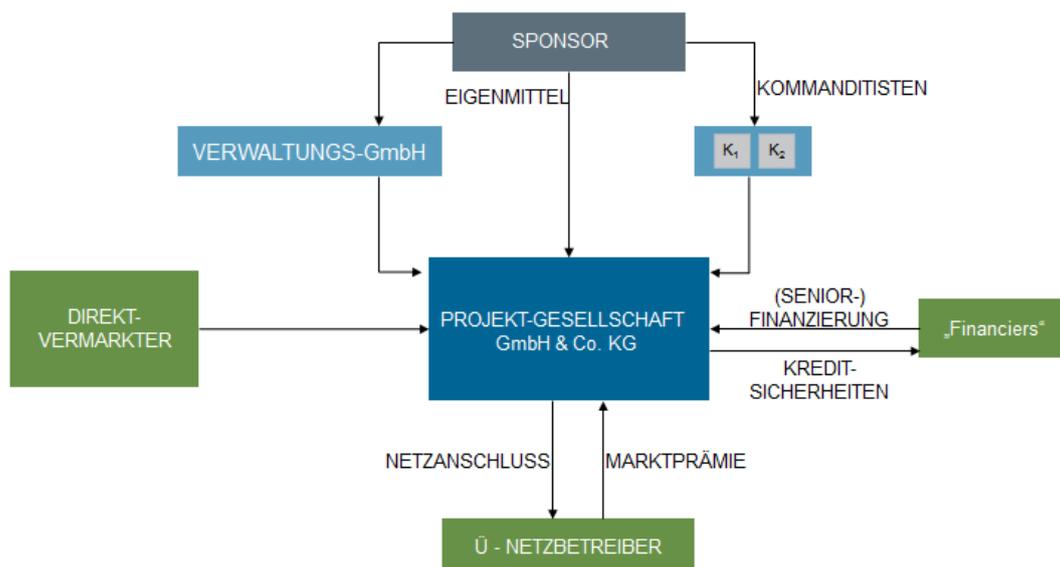
Die Beschaffung von externem Kapital über nachrangige Finanzierungsformen gewinnt daher immer mehr an Bedeutung. Im Gegensatz zu reinen Co-Investments auf Equity-Ebene bieten diese nachrangigen Strukturen den Vorteil, dass die Unabhängigkeit des Projektentwicklers gewahrt bleibt.

## DIE ÜBLICHE (SENIOR-)FINANZIERUNGSSTRUKTUR

Der Löwenanteil der Investitionskosten der zuvor aufgeführten und in naher Zukunft zu realisierender Projekte kann über eine klassische Projektfinanzierung bzw. Senior-Finanzierung abgedeckt werden.

Die übliche Struktur sieht hier wie folgt aus: Der Sponsor gründet direkt oder mittels einer Zwischenholding eine Projektgesellschaft, die ausschließlich das Ziel verfolgt, das entsprechende Erneuerbare Energien Projekt zu errichten, zu betreiben

und mittels einer (Senior-) Fremdfinanzierung zu finanzieren. Diese Struktur findet europaweit gleichermaßen Anklang und Anwendung. Als Rechtsform der Projektgesellschaft wird in Deutschland überwiegend eine GmbH & Co. KG verwendet, im europäischen Ausland eine entsprechende Gesellschaft mit beschränkter Haftung aus der jeweiligen Jurisdiktion, in den Niederlanden beispielsweise eine B.V. und in Frankreich eine S.A.S.



Die für die Fremdfinanzierung notwendigen Eigenmittel, die in Form von echten Kapitaleinlagen in die Projektgesellschaft oder subordinierten Gesellschafterdarlehen erbracht werden können, sind üblicherweise über die Laufzeit der (Senior)-Fremdfinanzierung gebunden bzw. dürfen höchstens

pro rata mit der Rückführung der (Senior)-Fremdfinanzierung freigesetzt werden. Die Projektentwickler sind daher üblicherweise gezwungen, mittels Projektverkäufen die so gebundenen Eigenmittel nach einiger Zeit loszulösen, um freies Kapital für die Umsetzung neuer Projekte zu schaffen.

# Nachrangfinanzierungen im Kontext der Erneuerbaren Energien

---

## MARKTENTWICKLUNG

---

Der Einsatz von Mezzanine-Kapital als Eigenkapitalersatz in Erneuerbare Energien Projekten ist nicht neu. Nachrangdarlehen oder Genussrechte werden bereits seit langem von Projektentwicklern zur Einbindung von privatem Kapital in Projekten, insbesondere im Zusammenhang mit Bürgerbeteiligungsprogrammen, genutzt. Unter Genussrechten versteht man Finanzierungsinstrumente, die als schuldrechtlich begründete Finanzierungsmittel mit mitgliedschaftstypischen Vermögensrechten ausgestattet sind. Verschiedene Voraussetzungen sind einzuhalten, z.B. darf es lediglich eine auf die Liquidation bedingte Rückzahlungsverpflichtung geben um eine bilanzrechtliche Einordnung als Eigenkapital vornehmen zu können. Der Anleger wird am Gewinn und **Verlust** der Unternehmung beteiligt. Genussrechte sind vielen aus den Schlagzeilen in Verbindung mit dem Namen Prokon bekannt und negativ belegt.

Neben diesem größtenteils auf Privatanleger ausgelegten Markt kristallisiert sich aktuell ein professioneller Markt mit einer Vielfalt an Akteuren, vorwiegend aus dem institutionellen und semi-institutionellen Anlegerkreis, heraus.

Das Niedrigzinsniveau sorgt bereits seit Jahren für einen steigenden Anlagedruck unter Versicherungen und Pensionskassen, die ihren Anteil in Alternative Assets ausbauen wollen. Hierzu zählen unter anderem Investments in Infrastrukturprojekte und insbesondere auch Erneuerbare Energien Projekte, wobei bisher indirekte Investments über Private Equity Fonds den überwiegenden Teil der Investitionen ausgemacht haben. Nunmehr gehen Versicherer verstärkt in Direktinvestments über Eigen-, aber auch Fremd- und Mezzaninekapital oder diversifizieren mit Investitionen in Infrastructure Debt Fonds, die wiederum kreditnahe Direktinvestitionen tätigen.

## EINSATZGEBIETE

---

Die Einsatzmöglichkeiten von Mezzanine-Kapital im Projektgeschäft sind vielfältig:

- (a) Die Inanspruchnahme von Mezzanine-Kapital eignet sich bereits vor der Inbetriebnahme eines Erneuerbare Energien Projektes als *Brücken- oder Zwischenfinanzierung*. Ähnlich wie Equity-

Investoren übernehmen Mezzanine-Investoren üblicherweise keine Entwicklungsrisiken. Vielmehr konzentrieren sich Mezzanine-Zwischenfinanzierungen auf die kapitalintensive Bauphase sowie eine initiale, operative Betriebsphase. Eine erste Auszahlung kann somit

erst nach Erhalt der Genehmigung(en) erfolgen. Da Nachrangfinanzierer höhere Risiken akzeptieren erfolgt eine Auszahlung des Mezzanine-Kapitals tendenziell zeitlich vor der Auszahlung einer Senior-Finanzierung. Die „Equity First“ Anforderung der Senior-Bank kann somit dann über Eigenkapital des Sponsors und durch das Mezzanine-Kapital erfüllt werden. Hierdurch wird der Projektentwickler liquiditätsmäßig stark entlastet.

Im Falle von Onshore Windprojekten in Deutschland ist eine Auszahlung des Mezzanine-Kapitals vor dem Hintergrund der aktuellen Degression der Vergütungssätze von hoher wirtschaftlicher Bedeutung. Falls ein Projekt zeitlich früher umgesetzt wird, da das erforderliche Kapital vor Erfüllung aller Auszahlungsvoraussetzungen der Bank zur Verfügung steht, kann dies zu einem erheblichen wirtschaftlichen Vorteil führen.

Zwischenfinanzierungen werden in der Regel zwischen neun Monaten und 24 Monaten oder über einen noch längeren Zeitraum zur Verfügung gestellt. Eine gewisse Mindestinanspruchnahme ist für die Kapitalgeber von hoher Relevanz und kann auch für den Projektentwickler interessante Möglichkeiten schaffen. Projekte, die nach einer initialen Betriebsphase von ein bis zwei Jahren Erträge aufweisen, können zu einem späteren Zeitpunkt als der übliche Verkaufszeitpunkt (mit Inbetriebnahme/Abnahme) mit weniger Unsicherheiten an sicherheitsbedachte Investoren mit einer niedrigeren Renditeerwartung veräußert werden.

Einige Projektentwickler verfolgen aktuell sogar die Strategie, sukzessive ganze Cluster an Projekten über eine Zwischenfinanzierung zu bündeln und ein solches operatives Portfolio an einen Investor zu veräußern. Hierdurch lassen sich Skalen- und Diversifikationseffekte nutzen, die wiederum Auswirkungen auf den Verkaufspreis der Projekte

haben können. Diese Strategie ist vor dem Hintergrund eines unsicheren Zubaus in den nächsten Jahren insbesondere für deutsche Onshore Windprojekte interessant. Es besteht anschließend die Möglichkeit die Projekte in einem Marktumfeld mit wenig Angebot zu einem möglichst attraktiven Preis zu veräußern.

- (b) Bereits in der Vergangenheit sind viele Entwickler dazu übergegangen, Projekte in den Eigenbestand zu übernehmen, um sich neben dem Projektverkauf eine nachhaltige, langfristige Einnahmequelle zu schaffen. Der Aufbau eines Bestandsportfolios ist gerade im zyklischen Projektgeschäft, bei denen die Einnahmen aufgrund unterschiedlicher Entwicklungszeiten in der Pipeline von Jahr zu Jahr unterschiedlich ausfallen können, eine sinnvolle Erweiterung des Geschäftsmodells. Insbesondere kann eine solche Strategie durch die Einbindung von *Nachrangfinanzierungen* bzw. *Eigenkapital-Rekapitalisierungen* begünstigt und ausgebaut werden. Bestandsprojekte und auch im Bau befindliche Projekte, die in den Eigenbestand wechseln sollen, können langfristig über Mezzanine-Kapital rekapitalisiert werden. Gebundene Liquidität in Form von Eigenkapital oder Gesellschafterdarlehen kann damit ausfinanziert oder einzubringende Eigenmittel bei Neuprojekten von Anfang an (teilweise) ersetzt werden.

Im Gegensatz zu Zwischenfinanzierungslösungen, bei denen die Rückführung größtenteils endfällig über den Verkauf der Projekte erfolgt, wird bei Nachrangfinanzierungen der Cashflow nach Bedienung des Kapitaldienstes der Senior-Finanzierung auf Ebene der Projektgesellschaften genutzt, um die nachrangige Finanzierung über einen mittel- bis langfristigen Zeitraum zurückzuführen. Die Finanzierungslaufzeiten orientieren sich an der Restlaufzeit der Einspeisevergütung und sind damit, abhängig vom Projektportfolio, eher langfristig.



(c) Die zuvor genannten Finanzierungsvarianten können gleichermaßen zum Ankauf von Projekten im Rahmen einer *Akquisitionsfinanzierung* genutzt werden. Der Vorteil ist, dass die Due Diligence für den Erwerbs- und Mezzanine-Prozess einheitlich verlaufen kann. Aufgrund der eingangs erwähnten Marktkonsolidierung finden derzeit diverse Übernahmen von Projekt-Pipelines und/oder von Projektentwicklern statt. Oft bedeutet die Erweiterung der Pipeline beim Übernehmer eine

Abweichung seiner bisherigen Liquiditätsplanung und die damit verbundene Steigerung der Investitionskosten muss anteilig mit Eigenkapital gegenfinanziert werden. Mezzanine-Kapital kann hierbei in Form von Akquisitionslinien zum Einsatz kommen und in der Bauphase genutzt werden.

## Vorteile und Hürden beim Einsatz von nachrangigen Finanzierungen

### HÜRDEN UND HERAUSFORDERUNGEN

(a) Berücksichtigung von Größenaspekten

Die Einbindung von institutionellen Kapitalgebern wie Pensionskassen und Versicherungen, welche aufgrund der niedrigen Renditeerwartungen zurzeit die günstigste Form der Finanzierung anbieten (können), ist bis auf wenige Ausnahmen lediglich ab gewissen Mindestvolumina (ab EUR 20 Mio. bis EUR 50 Mio.) möglich. Da sich die nachrangige Tranche allerdings nur auf einen relativ kleinen Teil der Gesamtinvestitionskosten eines Erneuerbaren Energien Projektes beschränkt, fallen einzelne

Projekte oftmals aus dem Anwendungsbereich einer Nachrangfinanzierung heraus.

Der Größenaspekt ist allerdings auch für Kapitalgeber, die solche kleineren Volumina finanzieren, relevant. Die Transaktionskosten sowie der Prüfungsaufwand für ein kleineres Projekt sind i.d.R. vergleichsweise so hoch wie für ein Großprojekt, sodass insbesondere die Gesamtverzinsung inkl. der Nebenkosten sich konträr zu einem sinkenden Volumen verhalten, also relativ ansteigen müssen.

Fonds, die Volumen beliebig skalieren und auch kleinere Losgrößen anbieten können, sind eher rar am Markt. Bei kleineren Finanzierungsvolumina (von EUR 5 Mio. bis EUR 10 Mio.) kommen insbesondere Family Offices sowie spezialisierte Mezzanine- und Private Debt bzw. Infrastructure Debt Fonds in Betracht, die wiederum als Kapitalsammelstellen von institutionellen oder semi-institutionellen Geldern fungieren.

(b) Fehlende Markttransparenz und Erfahrung

Während der Markt für Equity Investoren zunehmend transparenter wird, erhält man zu Mezzanine-Finanzierern deutlich schwerer einen Zugang. Aufgrund des Nischendaseins dieser Finanzierungsform haben sich noch keine Marktstandards etabliert. Mezzanine-Kapital kann daher *per se* sehr individuell ausgestaltet werden. Dies hat einerseits Vorteile bezüglich Flexibilität, bedeutet andererseits aber auch, dass die Angebote hinsichtlich Verzinsung, Laufzeit, Vertragsausgestaltung sowie Tilgungsstrukturen, etc. sehr unterschiedlich ausfallen können. Beispielsweise halten Versicherungen lediglich nach Investitionen Ausschau mit Anlagehorizonten über 15 bis 20 Jahren und stehen somit nicht für kurz- oder mittelfristige Zwischenfinanzierungen zur Verfügung. Kurz- bis mittelfristige Laufzeiten stehen eher im Fokus von Investoren aus dem semi-institutionellen Umfeld.

Vor dem Hintergrund eines unübersichtlichen Marktes und unterschiedlichen Finanzierungsmotiven und Vorstellungen der Darlehensnehmer, ist es nicht einfach, ohne externe Unterstützung oder Beratung den passenden Kapitalgeber für das Projekt bzw. Portfolio zu finden. Nicht zu vergessen ist zudem, dass derartige Finanzierungstransaktionen aufgrund der Komplexität und ihrer „Neuartigkeit“ beim Erstgeschäft enorme eigene Management-Kapazitäten in Anspruch nehmen können und auch auf rechtlicher sowie kaufmännischer Seite spezielles Know-How erforderlich ist. Insbesondere ist davon auszugehen, dass Kapitalgeber, die institutionelle Gelder verwalten, für die Due

Diligence und Ausarbeitung der Darlehensverträge namhafte und spezialisierte technische und rechtliche Berater hinzuziehen.

(c) Finanzmodell als Erfolgsfaktor

Gerade bei Portfoliotransaktionen sind wichtige Vorbereitungen notwendig, damit der Finanzierungsprozess innerhalb eines vorhersehbaren Zeitraumes umgesetzt werden kann. Insbesondere ist hier die Implementierung eines integrierten Finanzmodells als wesentliche Voraussetzung und Erfolgsfaktor zu nennen. Anders als bei Verkaufstransaktionen, bei denen bewertungsrelevante Annahmen im Fokus stehen, werden im Rahmen von Nachrangfinanzierungen Szenarien auf Ebene der Gesellschaft, üblicherweise eine Holding-Gesellschaft, betrachtet, auf der die Ausschüttungen ankommen („Cashpooling“) und auf welcher üblicherweise die Finanzierung aufgesetzt wird. Aufgrund des strukturellen Nachrangs ist hier insbesondere zu prüfen, welche „Lock ups“ (Financial Covenants oder anderweitige vertragliche Zusicherungen, die zu einer Ausschüttungssperre führen können) auf Ebene der Projektgesellschaften im Zusammenhang mit der Senior Finanzierung bestehen und wie diese das Ausschüttungsprofil im Worst Case beeinflussen können. Das Tilgungsprofil sollte möglichst so modelliert werden, dass eine gewisse Flexibilität bei der Rückzahlung im Falle von möglichen saisonalen Effekten, die insbesondere bei Windprojekten üblich sind, erhalten bleibt.

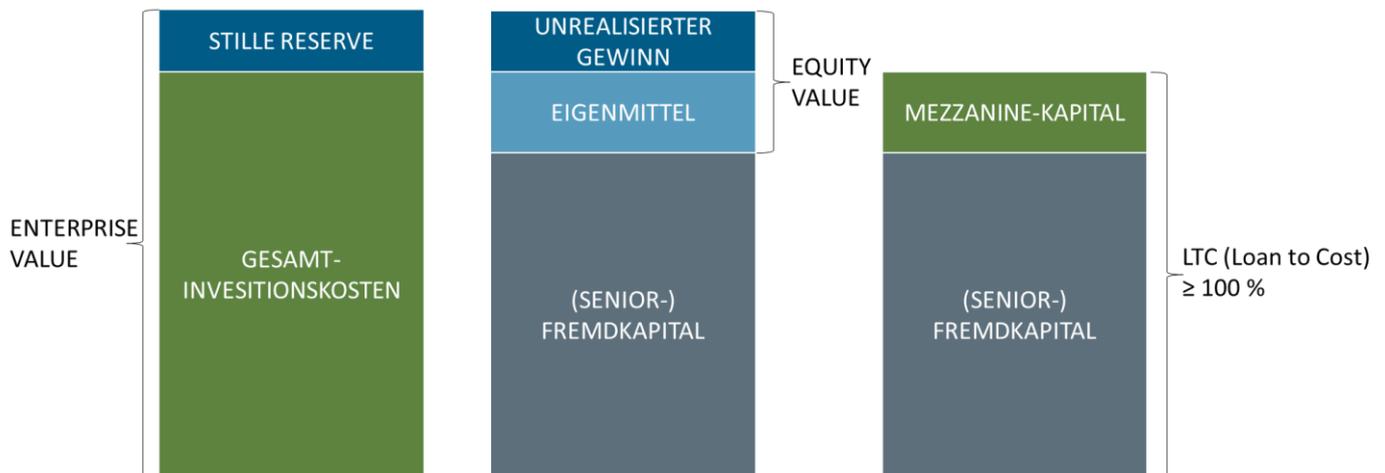
(d) Ermittlung der Finanzierungshöhe

Das Finanzmodell ist zudem das entscheidende Tool zur Ermittlung des Volumens für das Mezzanine-Kapital (sog. „Debt Sizings“). Hier sind insbesondere zwei Kennzahlen von Bedeutung:

Die Ermittlung kann über einen Loan-to-Value (LTV) Ansatz erfolgen, bei dem die maßgebliche Größe der Unternehmenswert (sog. Enterprise Value) bzw. der Eigenkapitalwert (sog. Equity Value) als Unternehmenswert exklusive des Fremdkapitals ist. Bezogen auf den Eigenkapitalwert, welcher durch Abdiskontierung

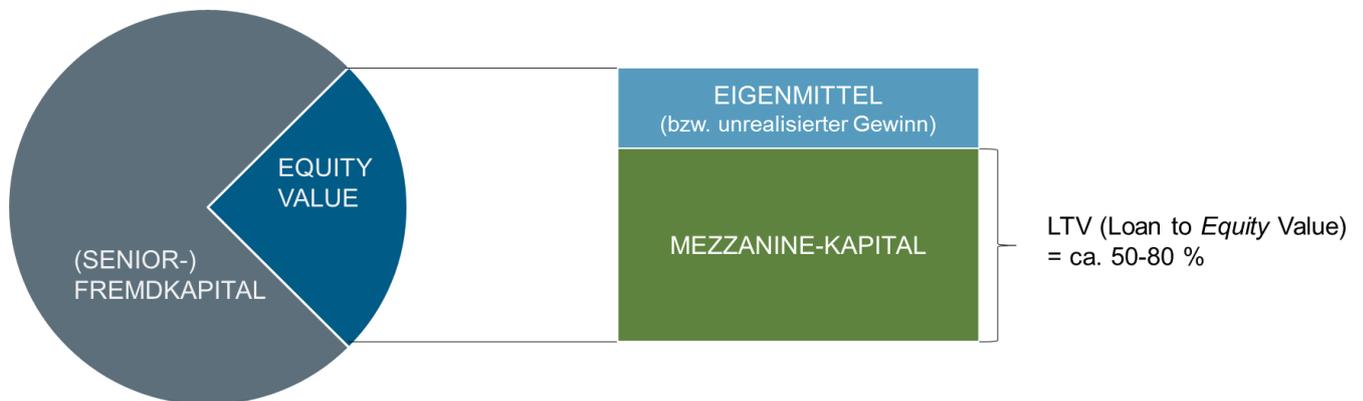
der Free Cashflows zu marktgängigen Diskontierungssätzen ermittelt wird, wird ein

Abschlag genommen.



Das Verhältnis der Finanzierungshöhe des Mezzaninekapitals im Verhältnis zum Equity Value stellt den LTV dar. Der Mezzanine-Geber hat insofern einen Bewertungspuffer, der ihn vor einem Ausfall

schützt, wenn das Mezzanine aufgrund des Bruchs von Covenants in den Default gerät. Diese Reserve kann reales Equity oder auch fiktives Equity darstellen.



Insofern sind in einem Loan-to-Cost (LTC) Ansatz, bezogen auf die tatsächlichen Baukosten, durchaus auch Finanzierungshöhen nahezu 100% möglich.

Zudem spielt für das „Debt Sizing“ der Schuldendienstdeckungsgrad (der sog. „DSCR“) auf Basis der Ausschüttungen, die bereits nach Bedienung des Schuldendienstes auf Ebene der Projektgesellschaften betrachtet werden, eine Rolle. Über ein Modellieren (sog. „Sculpting“) anhand der

DSCRs auf Holding-Ebene kann ein mögliches Tilgungsprofil sowie die Finanzierungshöhe ermittelt werden.

Das Finanzmodell ist somit auch das wesentliche Kommunikationsmittel in der Verhandlung mit den Mezzanine-Finanzierern. Wer hier nicht gut aufgestellt ist, startet nicht mit der optimalen Ausgangsbasis und gibt einen entscheidenden Faktor für seine Verhandlungsposition auf.

---

## VORTEILE VON MEZZANINE-KAPITAL

---

- (a) Margensteigerung durch Einsatz von Nachrangfinanzierungen

Mezzanine-Kapital ist Eigenkapitalersatz. Durch die Nutzung von externem Quasi-Eigenkapital können mehrere Projekte gleichzeitig umgesetzt und Projektmargen erzielt werden. Die Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital kann somit erheblich gesteigert werden. Im Umkehrschluss werden die Kapitalkosten gesenkt. Diese Argumente werden oft in der Unternehmensfinanzierung genannt, können aber auch im Projektgeschäft von besonderer Bedeutung sein. Oft werden Erneuerbaren Energien Projekte frühzeitig verkauft, um bereits bei der Projektrealisierung die eigenen Mittel zu schonen und stattdessen das Eigenkapital des Erwerbers einzusetzen. I.d.R. lässt sich allerdings durch einen späteren Verkauf ein erheblicher Mehrerlös des Veräußerers realisieren, da Investoren, die nach der Inbetriebnahme oder einer initialen operativen Phase einstiegen, eine Prämie bezahlen.

- (b) Individualität und Flexibilität der Finanzierungsform

Ein weiterer wesentlicher Vorteil von nachrangigen Finanzierungen ist die individuelle Ausgestaltungsmöglichkeit. Die Nachrangfinanzierung kann auf die Bedürfnisse des Darlehensnehmers und -gebers angepasst werden. Insbesondere besteht in gewissen Grenzen Flexibilität hinsichtlich der Finanzierungshöhe und in diesem Zusammenhang bei dem Tilgungsprofil sowie der Laufzeit. So ist es beispielsweise möglich, auch kürzere Laufzeiten zu vereinbaren. Da bei kürzeren Laufzeiten eine Vollamortisation nicht möglich ist, wird in solchen Fällen mit einer Bullet-Rückzahlung gearbeitet, so dass als wesentliches Risiko die Differenz zwischen Veräußerungswert und Rückführungsbetrag zu diesem Zeitpunkt im Rahmen von Veräußerungsszenarien betrachtet wird.

- (c) Wahrung der Unabhängigkeit

Durch den Einsatz eines nachrangigen Finanzierungsinstrumentes kann im Gegensatz zum Projektverkauf die Eigentümerstellung gewahrt werden. Im Veräußerungsfall wird das Eigenkapital komplett refinanziert sowie eine Marge realisiert. Die Nutzung von Mezzanine-Kapital führt dazu, dass nicht das volle Eigenkapital oder zumindest nicht die volle Marge realisiert wird. Die Rendite auf die stehen gelassene Marge und/oder das investierte Eigenkapital ist allerdings hoch und mit den jährlich revolvingenden Ausschüttungen hierauf sowie ggfs. Nebeneinnahmen beispielweise aus der Betriebsführung kann die Einnahmesituation stabilisiert werden. Zudem behält sich der Entwickler durch die gewonnene Eigentümerstellung die Möglichkeit offen, in Zukunft Repowering-Maßnahmen in Betracht zu ziehen.

- (d) Renditeparität für Investoren bei weniger Risiko

Nachrangfinanzierungen bieten auch für Investoren viele Vorteile. So ist es bei derzeit extrem niedrigen Equity Renditen möglich, über ein Fremdkapital bzw. Mezzanine Produkt ähnliche Renditen zu realisieren ohne ein (volles) Equity Risiko innezuhaben bzw. eröffnen sich neue Möglichkeiten, das vorhandene Kapital aufgrund am Markt knapper Projekte einsetzen zu können. Die Fremdkapital bzw. Mezzanine-Position hat gegenüber der Eigenkapitalposition den Vorteil, dass sie im Kapitalfluss zuerst bedient wird und somit auch weniger Schwankungen unterliegt. Zudem kann der laufende Aufwand reduziert werden, indem wesentliche Aufgaben, wie beispielsweise das Management der Projekte, auf den Eigenkapital-Sponsor verlagert werden.

# Die Umsetzung von Nachrangfinanzierungen

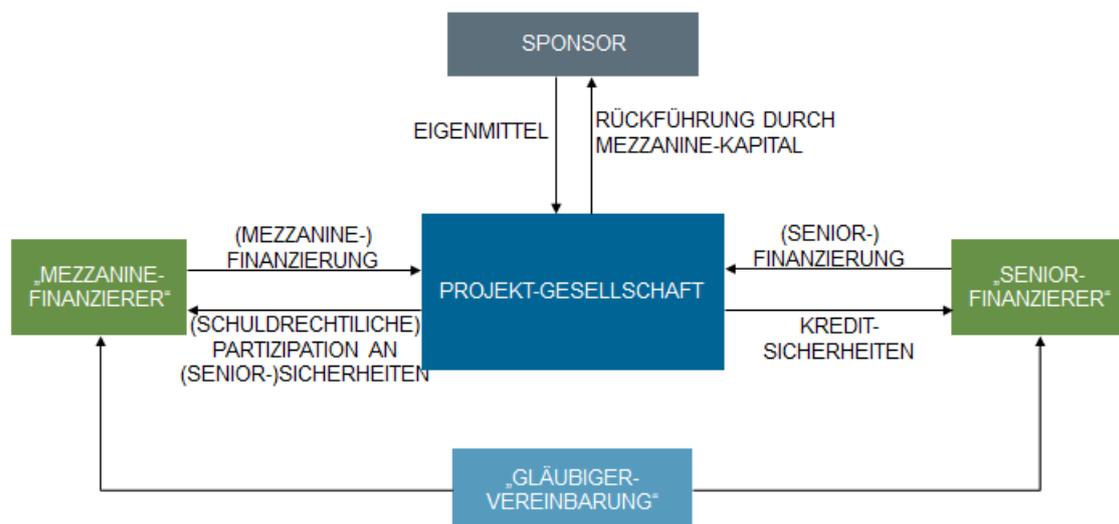
## NACHRANGFINANZIERUNGEN AUF EBENE DER PROJEKTGESELLSCHAFT

Eine Möglichkeit zur Umsetzung von Nachrangfinanzierungen besteht darin, die Nachrangdarlehen auf Ebene der jeweiligen Projektgesellschaft aufzunehmen. Die Senior-Finanzierungsverträge enthalten allerdings sogenannte Negativ-Pflichten, die es der Projektgesellschaft verbieten, über die bestehenden und im täglichen Geschäftsleben entstehenden Finanzverbindlichkeiten hinaus weitere Finanzverbindlichkeiten einzugehen.

Die wesentlichen Vermögensteile der Projektgesellschaft sind ferner den Senior-Finanzierern zur Sicherheit übertragen, so dass für die Mezzanine-Finanzierungsparteien grundsätzlich keine eigene Sicherheit zur Verfügung steht. In Deutschland ausgenommen ist üblicherweise eine Anteilsverpfändung

über die jeweilige Projektgesellschaft, da sich hierzulande auf Senior-Ebene der Marktstandard entwickelt hat, keine Sicherheit über die Anteile der jeweiligen Projektgesellschaft zu geben bzw. nehmen.

Um eine Verletzung der vertraglichen Pflichten auf Senior-Ebene zu vermeiden, bedarf es daher üblicherweise einer vertraglichen Regelung zwischen Senior- und Mezzanine Finanzierungsparteien, mittels einer sogenannten Gläubigervereinbarung. Die Gläubigervereinbarung trifft üblicherweise Regelungen zu Zahlungsströmen (Reihenfolge der Tilgungen / Zahlungen / Auskehren von Überzahlungen), möglichen Vertragsänderungen, Kündigungsrechten, Insolvenzantragsrechten, Beteiligung an Sicherheiten und Verwertung von Sicherheiten.



Für kleine bis mittelgroße Erneuerbare Energien Projekte scheidet diese Finanzierungsform nach unserer Erfahrung bereits aufgrund der Komplexität der Regelungen und der Notwendigkeit einer Abstimmung zwischen den Gläubigergruppen aus. Diese Struktur

rückt aus unserer Sicht insbesondere dann in den Fokus, wenn das Nachrangdarlehen über einen eigenen Mezzanine-Arm der Senior-Bank aufgenommen wird, Senior- und Mezzanine Mittel daher aus „einer Hand“ kommen.

## “HOLDCO” STRUKTUREN

In der Regel werden Nachrangfinanzierungen in Form von sogenannten „HoldCo“-Strukturen abgebildet. Dies bedeutet, dass die Finanzierung auf Ebene einer Holding-Gesellschaft, die das oder die Projekt/e hält, in Form einer Fremdkapitalstruktur ausgereicht wird. Die Mezzanine-Position ergibt sich daher aus dem strukturellen Nachrang zu den Senior Finanzier auf Ebene der SPVs.

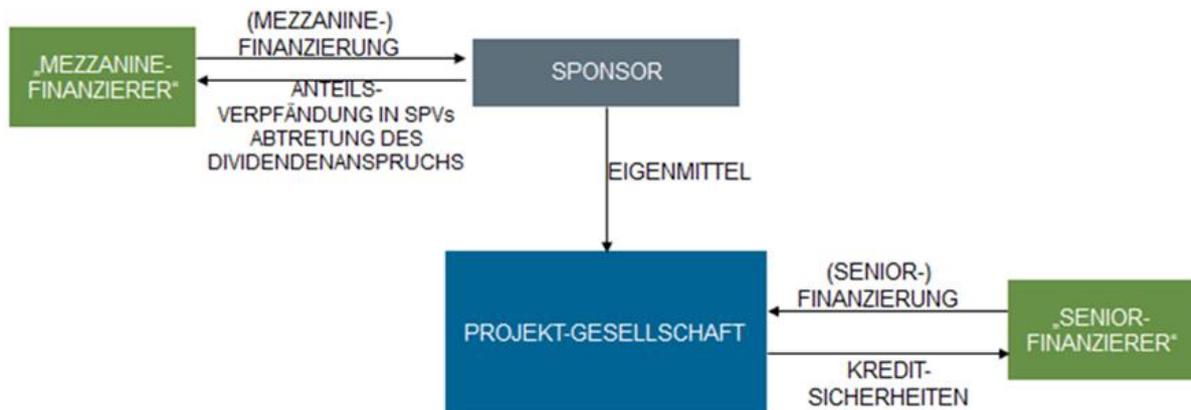
Insbesondere bieten sich Bestandsprojekte für derartige Finanzierungen an. Bestandsprojekte haben den Vorteil, dass der Cashflow aufgrund der operativen Historie sehr gut prognostizierbar und die Senior-Finanzierung teilweise bereits zurückgeführt ist. Das freigesetzte Kapital kann für Neuinvestments genutzt werden, bei denen nach vorher fest definierten Kriterien wiederum Mezzanine-Kapital eingesetzt werden kann. Somit kann die Holding-Gesellschaft, welche in der Regel kein eigenes operatives Geschäft hat, durch neue Investitionen weiterwachsen.

Die Mezzanine-Mittel werden auf Ebene des Gesellschafters der jeweiligen Projektgesellschaft aufgenommen, womit strukturell die Senior-Finanzierer die bestmögliche Position innehaben, da deren Ansprüche direkt aus dem operativen Cashflow der

Projektgesellschaft bedient werden können. Die Mezzanine-Finanzierer werden alleine über die Ausschüttungen der Projektgesellschaft(en) an den Gesellschafter zurückgeführt.

Das Mezzanine-Kapital muss in der HoldCo-Struktur nicht zwingend in Form von Bankdarlehen ausgereicht werden. Gleichwertig, ohne Nachteile, kann das Kapital auf Ebene der Zwischenholding auch durch andere Finanzierungsinstrumente eingesammelt werden. Dies ermöglicht auch solchen Investoren, die über keine Banklizenz verfügen, sich auf Ebene der Mezzanine-Finanzierung zu beteiligen.

Zudem kann die Finanzierungsstruktur auf Ebene der HoldCo unterschiedliche Kapitalklassen und Finanzierungsinstrumente miteinbeziehen. So werden beispielsweise für die Tranchen, die im Wasserfall das geringste Ausfallrisiko aufweisen, Darlehen- oder Schuldverschreibungen mit einer fixen Verzinsung gewählt und für die Tranchen, die mehr Risiko tragen oder flexibler strukturiert werden sollen, können Genussrechte oder andere Mezzanine Instrumente eingesetzt werden.



Eine Mitwirkung der Senior-Finanzierer ist, vorbehaltlich einer Prüfung der jeweils zugrundeliegenden Vertragsdokumentation, in einer

solchen Struktur üblicherweise *nicht notwendig* und somit ein *entscheidender Vorteil*.

---

## RECHTLICHE HÜRDEN

---

Allerdings sind Mezzanine-Finanzierer üblicherweise nur bereit die Umsetzung der zuvor beschriebenen HoldCo-Strukturen mitzutragen, wenn folgende Voraussetzungen vorliegen: (a) die prognostizierten Ausschüttungen müssen stabil sein, (b) ein etwaiger Anspruch auf Ausschüttungen muss zugunsten der Mezzanine-Finanzierer besichert werden können und (c) mit der Person des Darlehensnehmers der Mezzanine-Finanzierung sollten keine weiteren Risiken erwachsen.

- (a) Die Ausschüttungen der Projektgesellschaft an den Darlehensnehmer der Mezzanine-Finanzierung sind üblicherweise die einzigen Einnahmen, die zur Rückführung der Mezzanine-Finanzierung verwendet werden können. Aus Sicht des Mezzanine-Finanzierer muss dieser Cashflow daher wirtschaftlich und rechtlich „sicher“ und „stabil“ sein. Dies ist zunächst wirtschaftlich auf Basis von historischen Daten zu bewerten und im Rahmen eines Finanzmodells wie oben beschrieben zu testen. Daneben ist eine sog. rechtliche Due Diligence zwingend notwendig, wobei im Fokus die wesentlichen Regelungen zu Ausschüttungen im Senior-Vertrag und den entsprechenden Regelungen auf gesellschaftsrechtlicher Ebene stehen (sog. „Red Flag Due Diligence“).

Unter welchen Umständen können Ausschüttungen durch die Senior-Banken blockiert werden? Entsprechen die Regelungen zu Ausschüttungen den marktüblichen Gegebenheiten? Wie hoch ist das rechtliche Risiko zu bewerten, dass gegebenenfalls Ausschüttungen ausbleiben?

- (b) Etwaige Ansprüche des Gesellschafters auf Auszahlung der Ausschüttungen sind zugunsten der Mezzanine-Finanzierer zu besichern. Eine Kollision mit Sicherheiten zugunsten der Senior-Ebene muss hier ohne Zweifel ausgeschlossen werden können. Üblicherweise wird dies der Fall sein: Auf Senior-

Ebene ist es unüblich diese Ansprüche als Sicherheit zu nehmen, da Ausschüttungen erst nach Erfüllung der Ausschüttungsvoraussetzungen erfolgen dürfen, die Senior-Finanzierer insofern vertraglich abgesichert sind. Im Rahmen der Due Diligence ist dies gleichwohl zweifelsfrei zu belegen.

Die Besicherung kann mittels einer expliziten Regelung im Rahmen einer Anteilsverpfändung der Anteile an der HoldCo und ggf. zusätzlich der/s jeweiligen SPVs erfolgen. Auch eine separate Abtretung/Verpfändung des Rechts auf Ausschüttung ist – in Abhängigkeit der Rechtsform der jeweiligen Projektgesellschaft - möglich. Im Rahmen einer Abtretung sollte auf eine stille Zession geachtet werden, um zu verhindern, dass eine etwaige Abtretungsanzeige nach § 409 BGB nicht aufgrund vertraglicher Regelungen auf Senior-Ebene auch den Senior-Banken vorzulegen ist.

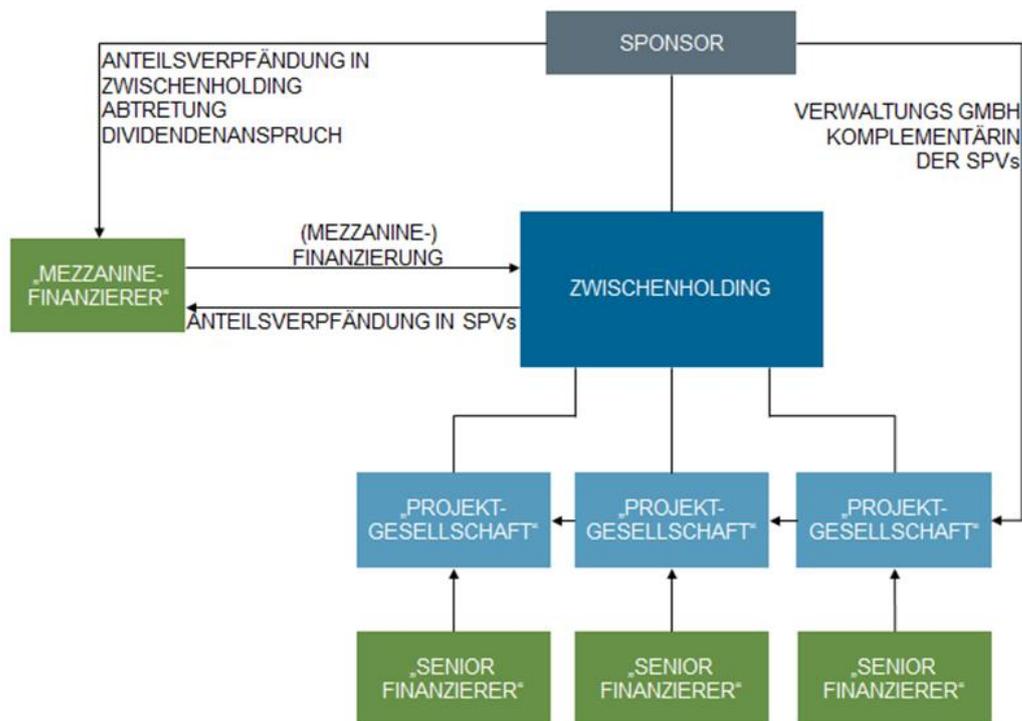
Da es im europäischen Ausland üblich ist, die Anteile in der Projektgesellschaft zu verpfänden, ist es in diesen ausländischen Fällen ferner wichtig zu überprüfen, ob diese Anteilsverpfändung gegebenenfalls als Nebenanspruch auch teilweise die Dividendenansprüche umfasst.

- (c) Der Darlehensnehmer sollte neben dem Halten der Anteile in den Projektgesellschaften möglichst keine weiteren Geschäftstätigkeiten ausüben. Der Mezzanine-Finanzierer wird in der Regel alleine auf das Risiko fehlender Dividendeneinnahmen abstellen wollen.

Anderweitige Geschäftstätigkeiten bergen Risiken, die eine weitere, vertiefte Risikobewertung notwendig macht und ggf. die Finanzierung verteuert. Der Darlehensnehmer darf beispielsweise auch keine Tätigkeit als Komplementär der Verwaltungsgesellschaft der Projektgesellschaften

übernehmen um jedwedes externe Risiko auszuschließen. Oftmals wird daher zwischen Sponsor und jeweiliger Projektgesellschaft noch eine weitere Zwischenholding<sup>1</sup> zu installieren sein. Zu prüfen ist im jeweiligen Fall allerdings, ob diese Maßnahme nicht über eine sog. „Change-of-Control“-Regelung dazu führt, dass die Senior-Banken informiert werden müssen oder diesen gar ein Zustimmungsrecht zusteht. Üblicherweise führt

diese gesellschaftsrechtliche Strukturierung im Ergebnis allerdings nicht zum Eintreten eines „Change-of-control“, da der dahinterstehende Sponsor *mittelbar* weiterhin die Anteile in der jeweiligen Projektgesellschaft über die Zwischenholding hält.



<sup>1</sup> Beim Einsatz echter Eigenkapitalinstrumente sind ggf. regulatorische Vorkehrungen zu treffen, um auszuschließen, dass der Anwendungsbereich des KAGB eröffnet ist.

## Über uns

---

**Allen & Overy LLP** ist eine internationale Wirtschaftskanzlei, die Unternehmen, Banken und öffentliche Institutionen in allen Fragen des Wirtschafts- und Kapitalmarktrechts berät. Allen & Overy gehört mit über 2.700 Rechtsanwälten und 44 Büros in 31 Ländern zu den international führenden und geografisch am breitesten aufgestellten Anwaltsgesellschaften. Mit vier Büros in Deutschland stehen wir Ihnen auch in Ihrer Nähe mit einer professionellen, effizienten und individuell auf Ihre Bedürfnisse zugeschnittenen Beratung zur Verfügung. [www.allenoverly.de](http://www.allenoverly.de)

**Capcora** ist eine auf Real Assets spezialisierte Unternehmensberatung und beschafft Eigen-, Mezzanine- und Fremdkapital für Energie- und Infrastrukturprojekte, Immobilien und mittelständische Unternehmen. Im Fokus stehen insbesondere Mezzanine-Finanzierungen zur Rekapitalisierung von gebundener Liquidität in Bestandsportfolien sowie zur Zwischenfinanzierung von Entwicklungen und Baumaßnahmen im Bereich Erneuerbare Energien und Immobilien über alternative Finanzierungsquellen. [www.capcora.com](http://www.capcora.com)

## Ihre Ansprechpartner

---



Alexander E. Kuhn  
Managing Partner,  
**Capcora GmbH**  
Frankfurt

Kontakt  
Tel. +49 69 348 765 761  
[ak@capcora.com](mailto:ak@capcora.com)



Dr. Jens Goelz  
Counsel,  
**Allen & Overy LLP**  
Frankfurt

Kontakt  
Tel. +49 69 2648 5652  
[jens.goelz@allenoverly.com](mailto:jens.goelz@allenoverly.com)



Bernhard Hofmann  
Senior Associate,  
**Capcora GmbH**  
Frankfurt

Kontakt  
Tel. +49 69 348 765 764  
[bh@capcora.com](mailto:bh@capcora.com)



Dr. Norbert Wiederholt  
Partner,  
**Allen & Overy LLP**  
Frankfurt

Kontakt  
Tel.+49 160 367 5598  
[norbert.wiederholt@allenoverly.com](mailto:norbert.wiederholt@allenoverly.com)

---

## Allen & Overy LLP

Dreischeibenhaus 1, 40211 Düsseldorf | Tel. +49 211 2806 7000 | Fax +49 211 2806 7800

Bockenheimer Landstraße 2, 60306 Frankfurt am Main | Tel. +49 69 2648 5000 | Fax +49 69 2648 5800

Kehrwieder 12, 20457 Hamburg | Tel. +49 40 82 221 20 | Fax +49 40 82 221 2200

Maximilianstraße 35, 80539 München | Tel. +49 89 71043 3000 | Fax +49 89 71043 3800

[www.allenoverly.de](http://www.allenoverly.de)

Allen & Overy unterhält eine Datenbank mit Geschäftsadressen, um das Serviceangebot für Mandanten weiterzuentwickeln und zu verbessern. Diese Angaben leiten wir nicht an externe Stellen oder Organisationen weiter. Falls Angaben unzutreffend sind oder Sie keine Veröffentlichungen von Allen & Overy mehr erhalten möchten, wenden Sie sich bitte an [germany.marketing@allenoverly.com](mailto:germany.marketing@allenoverly.com).

In diesem Dokument bezieht sich **“Allen & Overy”** auf **“Allen & Overy LLP bzw. ihre verbundenen Unternehmen”**. Jeder Hinweis auf **Partner** bezieht sich auf die Gesellschafter der Allen & Overy LLP bzw. Mitarbeiter oder Berater der Allen & Overy LLP, deren Status und Qualifikationen denen eines Gesellschafters entsprechen, oder eine Person mit gleichwertigem Status in einem verbundenen Unternehmen der Allen & Overy LLP.

Die Allen & Overy LLP oder ein Mitglied des Allen & Overy-Verbundes unterhalten Büros in: Abu Dhabi, Amsterdam, Antwerpen, Bangkok, Barcelona, Belfast, Bratislava, Brüssel, Budapest, Bukarest (assoziiertes Büro), Casablanca, Doha, Dubai, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Hanoi, Ho-Chi-Minh-Stadt, Hongkong, Istanbul, Jakarta (assoziiertes Büro), Johannesburg, London, Luxemburg, Madrid, Mailand, Moskau, München, New York, Paris, Peking, Perth, Prag, Rangun, Riad (Kooperationsbüro), Rom, São Paulo, Schanghai, Seoul, Singapur, Sydney, Tokio, Warschau, Washington D.C.

Dieses Dokument dient nur zur allgemeinen Information und ersetzt nicht die rechtliche Beratung.

© Allen & Overy LLP 2017 | FR:26083600.4