

Kap. 1 hat gezeigt, dass die Internationale Projektfinanzierung in einem Umfeld, in dem eine klassische Kreditfinanzierung wegen

- mangelnder Sicherheiten oder
- nur in geringem Maße zur Risikotragung bereiter Sponsoren

nicht anwendbar ist, einen attraktiven Lösungsansatz darstellt. Wenngleich es eine Art-eigenheit von Internationalen Projektfinanzierungen ist, dass sie von Projekt zu Projekt unterschiedlich strukturiert sind, in Abhängigkeit vom Einsatzbereich bzw. der Anwendungsbranche mehr oder weniger stark voneinander abweichen und sich auch durch die Anpassung an regionale Gegebenheiten und lokale Normen unterscheiden, lassen sich doch wichtige Grundprinzipien bzw. Charakteristika herauskristallisieren, die konstituierend für das Vorliegen einer Internationalen Projektfinanzierung sind:

Im Mittelpunkt steht aus dem Blickwinkel einer marktwirtschaftlichen Betrachtung (mit dem *Primat des Absatzes*) die Sicherstellung der Cash Flows aus dem Geschäftsmodell, das dem Projekt zugrunde liegt. Dieser *Cash Flow-Orientierung* widmet sich Abschn. 2.1. Dass dabei alle Cash Flows in eine selbstständige wirtschaftliche Einheit außerhalb des Bilanzierungskreises der Muttergesellschaft oder der Sponsoren fließen, wird unter dem Schlagwort Off-Balance-Sheet-Finanzierung mit behandelt.

Im Mittelpunkt von Abschn. 2.2 steht sodann das Risikomanagement in einer Internationalen Projektfinanzierung, das sich zur Absicherung diverser Instrumente bedient.

Besondere Aufbringungsmöglichkeiten von Fremdkapital werden im Abschn. 2.3 angesprochen, der auch die Betrachtung in Richtung auf kapitalmarktorientierte Instrumente erweitert.

Schließlich geht es um eine Offenlegung der umfangreichen Vertragsbeziehungen zwischen den Beteiligten im Abschn. 2.4. Diese bilden gewissermaßen auch die Vorgabe für die Konkretisierung in den einzelnen Fallbeispielen im Kap. 6.

2.1 Cash Flow-Orientierung als zentrales Element einer Internationalen Projektfinanzierung

Wie sich schon im Rahmen der Abgrenzung der Projektfinanzierung von der klassischen Kreditfinanzierung gezeigt hat, bildet die Fokussierung auf die Cash Flows das zentrale Element, das sich durch alle Phasen einer Internationalen Projektfinanzierung durchzieht:

- die Planungsphase
- die Errichtungsphase
- die Anlaufphase
- die Betriebsphase
- die Desinvestitionsphase (vgl. Tytko 1999, S. 34 ff.)

Demnach bildet in der folgenden Darstellung die Behandlung der zukünftigen, *operativen* Cash Flows in der Feasibility Study den Startpunkt, um eng damit verbunden das Thema von Cash-Flow-Szenarien aufzugreifen. Mögliche Maßnahmen zur Stabilisierung der Cash Flows werden in einem eigenen Unterabschnitt behandelt, der in die Notwendigkeit der Kanalisierung der Cash Flows in die Projektgesellschaft mündet. Schließlich werden noch (im Sinne einer abrundenden Betrachtung des Schwerpunktthemas Cash Flows) besondere Kreditbedingungen angesprochen, die an einen bestimmten zu erreichenden Cash Flow gebunden sind.

2.1.1 Cash Flow Betrachtung als dominantes Thema in der Feasibility Study

Den Startpunkt für jede Projektfinanzierung bildet die Identifikation eines gewinnorientiert angelegten Projekts, das von den Initiatoren bzw. Projektspensoren vorangetrieben und entwickelt wird. Sie starten den Prozess in aller Regel mit noch groben Vorstudien in Gestalt von Opportunity Studies oder Pre-Feasibility Studies. Erweisen sich ihre Analysen als realisierbar und Gewinn versprechend, kommt es zur Beauftragung einer Durchführbarkeitsstudie (Feasibility Study), die im Sinne einer Due Diligence folgende Bereiche umfasst:

- Technical feasibility
- Legal feasibility
- Environmental feasibility
- Tax feasibility
- Economic feasibility

Im gegebenen Zusammenhang interessiert vor allem die Wirtschaftlichkeitsanalyse, die sich aus einer Prognose der zukünftigen Zahlungsströme des Projekts herleitet und angesichts bestehender Risiken die Stabilität der Cash Flows behandelt. Dazu bedient man sich eines Modells für die Modellierung der zukünftigen Cash Flows und ermittelt Schwankungsbereiche im Wege durchzuführender Sensitivitätsanalysen (zu den inhaltlichen Elementen von Durchführbarkeitsstudien vgl. Tytko 1999, S. 122 ff.).

Entspricht die erwartete Rentabilität – im Sinne eines Return on Investment – den Erwartungen der Projektspensoren, werden sie sich zur Gründung einer Projektgesellschaft entschließen. In manchen Fällen sind jedoch zusätzliche Eigenkapital- wie Fremdkapitalgeber nicht zu attrahieren, wenn sie eine zu positive Darstellung des Projekts in der Feasibility Study befürchten. Dann tritt oft der Fall ein, dass eine sogenannte ‚Second Opinion Study‘ in Auftrag gegeben wird, um eine kritische(re) Analyse des geplanten Projekterfolgs zu erhalten.

Stets ist auch festzustellen, dass Banken aus dem ‚sponsor case‘ – mit möglicherweise zu optimistischen Annahmen – einen ‚banking case‘ herleiten, der in aller Regel von vorsichtiger gewählten Prämissen ausgeht. Der Cash Flow-Analyse kommt im Rahmen von Projektfinanzierungen eine besonders hohe Bedeutung zu, weil ja die üblicherweise von Kreditinstituten angewandte Jahresabschlussanalyse mangels vorliegender Vorjahreswerte entfällt und nur eine möglichst korrekte Prognose der zukünftigen Cash Flows Aussagen zur Fähigkeit der Bedienung des Fremdkapitals zu liefern vermag (vgl. Frank et al. 2004, S. 1095).

Daher ist es üblich, bereits im Rahmen der Erstellung der Feasibility Study die fachliche Expertise von Beratern/Consultants einzubringen, welche die Realisierbarkeit des Unterfangens auf Basis der Projektspezifika überprüfen und ausgestattet mit einem – technischen, juristischen oder steuerlichen – Fachwissen das Vertrauen in die Verlässlichkeit der Planungsrechnungen erhöhen (zu den unterschiedlichen Aufgabenfeldern von Beratern/Consultants in den verschiedenen Projektphasen vgl. Edwards et al. 2011, S. 29 ff.).

2.1.2 Cash Flow Szenarien

Die Modellierung der zukünftigen Cash Flows, die mit einem Projekt verbunden sind, stellt eine herausfordernde Aufgabe dar (eine ausführliche Behandlung von Ansätzen zur Analyse von Projekt Cash Flows liefert Gatti 2013, S. 117 ff.). Ziel ist dabei die Ermittlung der freien Cash Flows aus dem Projekt, die sich im operativen Bereich als Differenz zwischen den projektbedingten, aus dem Absatzbereich kommenden Einzahlungen, und den projektbedingten, aus Beschaffungsvorgängen resultierenden Auszahlungen interpretieren lassen. Üblicherweise wird hier mit der Szenariotechnik gearbeitet, um Aussagen vor dem Hintergrund eines offengelegten Annahmensatzes zu den Umwelt- und Absatzbedingungen konkretisieren zu können. Wie bereits beim Hinweis auf die Polarität zwischen dem ‚Sponsor Case‘ und dem ‚Banking Case‘ ersichtlich wurde, geht es darum, einem durch optimistische Annahmen berechneten ‚Best Case Scenario‘ auf der anderen

Seite ein ‚Worst Case Scenario‘ mit einem pessimistischer gewählten Annahmensatz gegenüberzustellen. Bisweilen wird dann auch noch ein ‚Expected Cash Flow‘ angegeben, der auf Rahmenbedingungen beruht, die sowohl für die Sponsoren, als auch für die Banken und deren Berater als realitätsnah eingestuft werden.

Abb. 2.1 zeigt in schematischer Form die Entwicklung für unterschiedliche Cash-Flow-Szenarien bei einem gegebenen Kreditbedienungsvolumen aus der Sicht der Fremdkapitalgeber.

Man kann aus Abb. 2.1 erkennen, welche wichtige Rolle dem Ausloten von Ergebnisabweichungen unter bestimmten Konstellationen zukommt, das in Form von Sensitivitätsanalysen durchgeführt wird. Dabei gibt es unterschiedliche Stellgrößen (eine Liste von ‚Typical Sensitivities‘ findet sich in Tinsley 2014, Box 3.9, S. 86 f.), an denen angesetzt werden kann:

- Ein erstes Thema betrifft die Absatzprognose für die vom Projekt bereitgestellten Produkte. Hier kann es zu Veränderungen der Rentabilität des Projektes kommen, wenn sich der Absatzmarkt ungünstig entwickelt, beispielsweise im Zusammenhang mit auf den Markt kommenden Konkurrenzprodukten oder Nachfrageverschiebungen.
- Verteuert sich hingegen die Beschaffung von Vormaterialien, wird dies die erzielbare Spanne für die Projektgesellschaft reduzieren und ebenfalls die Rentabilität des Projektes in Mitleidenschaft ziehen.
- In ähnlicher Form wirken sich Wechselkursbewegungen oder Veränderungen in der Zinslandschaft auf die Ergebnisgröße aus.

Vor dem Hintergrund der Unsicherheit zukünftiger Zahlungsströme wird somit sehr oft versucht, die Volatilität der Cash Flows über bereits im Vorhinein fixierte vertragliche

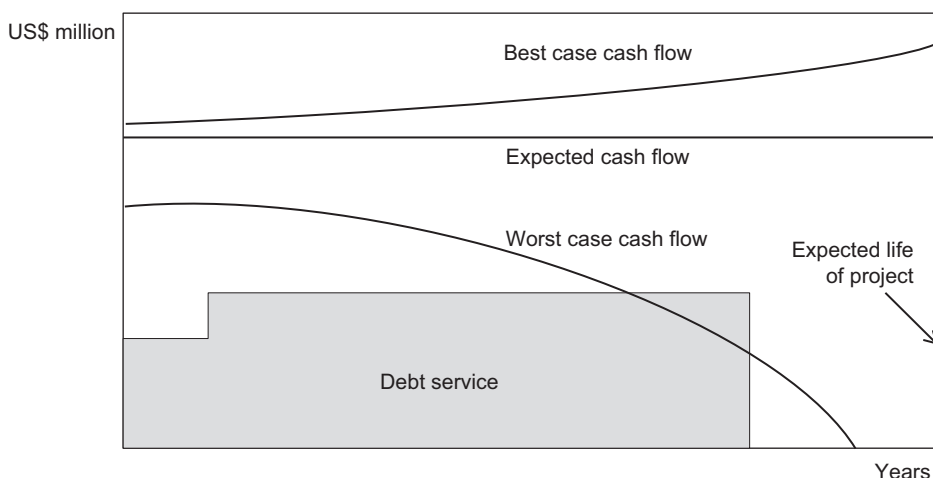


Abb. 2.1 Cash Flow-Szenarien. (Quelle: Nevitt und Fabozzi 2000, S. 12)

Maßnahmen zu reduzieren. Andere Lösungsansätze zielen auf die Reduktion des Fremdkapitalanteils in der Projektgesellschaft, um die Eigenkapitalgeber verstärkt ins Risiko zu nehmen, oder auf Frühwarnsysteme, in deren Rahmen die Projektgesellschaft verpflichtet wird, Abweichungen bei der Geschäftstätigkeit zeitnah an die Kreditgeber zu signalisieren, um ihnen ein rechtzeitiges Reagieren zu ermöglichen.

2.1.3 Cash-Flow-Stabilisierung durch Abnahmeverträge

Will man eine Stabilisierung der zukünftigen Cash Flows (Böttcher 2009, S. 45 ff. bezeichnet die Sicherung der Stabilität und der Auskömmlichkeit des Cash Flows als Kern des Risikomanagements) durch vertragliche Maßnahmen erreichen, so lässt sich das beispielsweise bewerkstelligen:

- im Rahmen der Fixierung von Finanzierungsbedingungen durch Festzinsverträge oder
- durch Absicherung gegen Wechselkursrisiken über Kurssicherungsmaßnahmen oder
- durch die bewusste Auswahl von Währungen in Richtung auf einen ‚Natural Hedge‘ (vgl. Stocker 2013, S. 351 f.)

Viel schwieriger ist die Stabilisierung der Umsatzerlöse, weshalb in diesem Bereich allen Arten von Absatzverträgen eine besondere Bedeutung zukommt. Diese Absatzverträge entlasten die Projektgesellschaft von den Marktrisiken bei der Verwertung des Projekt-Outputs. Im Rahmen der (oftmals mehrjährigen) Vereinbarung von Absatzmengen und Absatzpreisen wird damit ein gut prognostizierbarer Cash Flow erreicht, der für die Stabilität einer Finanzierungsstruktur von großem Vorteil ist.

Abnahmeverträge können mit unterschiedlichen Inhalten geschlossen werden (eine Auflistung unterschiedlicher Vertragstypen findet sich bei Finnerty 2013, S. 121); zwei Vertragsformen kommt dabei eine besondere Bedeutung zu:

- *Produktionsabhängige* Abnahmeverträge (Take-and-Pay-Verträge; vgl. Nevitt und Fabozzi 2000, S. 324) erleichtern die Prognose zukünftiger Zahlungseingänge, weil dadurch ein Teil des Projekt-Outputs fest vermarktet wird, was die Auslastung der Kapazitäten sicherstellt und bei Vorliegen mehrjähriger Vereinbarungen mit bonitätsmäßig starken Abnehmern das Gesamtprojektrisiko stark abzusenken vermag.
- Noch stärker tritt dieser Effekt bei *produktionsunabhängigen* Abnahmeverträgen (Take-or-Pay-Verträge; vgl. Nevitt und Fabozzi 2000, S. 323, und zur juristischen Qualifikation Marsh et al. 2011, S. 124 f.) auf, bei denen sogar für den Fall, dass keine Lieferungen oder Leistungen seitens der Projekts bereitgestellt werden, Zahlungen (in einem gewissen Umfang) zu leisten sind. Im Extremfall einer Klausel „Come hell or high water“ wird der Abnahmevertrag eigentlich bereits in Richtung auf eine unbedingte Zahlungsgarantie hin formuliert. Dies ist naturgemäß nur machbar, wenn dem Abnehmer im Rahmen des Take-or-Pay-Vertrags besondere Rechte für den Fall

der Nichterfüllung bis hin zum Einstieg in die Projektgesellschaft zugestanden werden müssen (vgl. Tytko 1999, S. 65).

Eine besondere Form von Absatzverträgen findet sich bei Projekten im Energiebereich und vor allem auch im Zusammenhang mit Erneuerbaren Energien. Im Wege eines *Power Purchase Agreements* kauft eine staatliche oder private Energie(verteilungs)gesellschaft den Output der Projektgesellschaft (das heißt in aller Regel den produzierten Strom) über eine vereinbarte Vertragslaufzeit zu einem festen Einspeisetarif (zur Ausgestaltung von *Power Purchase Agreements* vgl. Yescombe 2014, S. 109 ff. bzw. Marsh et al. 2011, S. 126 f.).

Der Vollständigkeit halber sei noch erwähnt, dass produktionsunabhängige bzw. produktionsabhängige Verträge auch im Beschaffungsbereich geschlossen werden können und damit eine Stabilisierung der entsprechenden Zahlungsausgänge erreicht werden kann, durch die das Projekt risikomäßig bessergestellt wird.

2.1.4 Kanalisierung der Cash Flows in die Projektgesellschaft als selbsttragende wirtschaftliche Einheit

Ein wesentliches Element jeder Projektfinanzierung ist die Einbettung der Cash Flows in eine eigene, selbsttragende wirtschaftliche Einheit, die als Projektgesellschaft bzw. Special Purpose Vehicle (SPV) konstruiert ist, und zwar in aller Regel als Kapitalgesellschaft. Damit ist nicht nur sichergestellt, dass alle Zahlungsströme im Zusammenhang mit dem zu realisierenden Projekt in die Projektgesellschaft fließen. Es ist auch die Beschränkung der Kreditgeber auf eben diese Zahlungsströme gewährleistet, was juristisch durch die Haftungsbeschränkung der Rechtsform bewältigt wird: Die Projektgesellschaft haftet zwar mit ihrem gesamten Vermögen für die Bedienung und Rückzahlung eingeräumter Kredite; doch für die Eigentümer bzw. Sponsoren der Projektgesellschaft ist die Haftung auf ihre Kapitaleinlage beschränkt. Aus der Sicht der Eigentümer ist damit eine „Off-Balance-Sheet“-Lösung erreicht, das heißt, dass die Finanzierung des Projekts außerhalb der Bilanz der Eigentümer erfolgt, in der nur mehr ihre Beteiligung an der Projektgesellschaft aktivseitig aufscheint.

Ein enger Zusammenhang mit den Ergebnissen der Cash-Flow-Analyse ergibt sich dann, wenn aufgrund gegebener Unsicherheit seitens der Fremdkapitalgeber ein höherer Risikopuffer in Form einer Mehrausstattung der Projektgesellschaft mit Eigenkapital verlangt wird. Dies kann sich beispielsweise darin äußern, dass der Eigenkapitalanteil am Gesellschaftskapital auf 50 % angehoben werden muss, um Kreditgeber zur Finanzierung zu motivieren (Beispiele zum Zusammenhang zwischen stärker risikobehafteten Projekten und den daraus resultierenden Kapitalstrukturen finden sich bei Yescombe 2014, S. 327). Andererseits lassen sich Konstruktionen finden, wo (im Rahmen der Dynamik der Kapitalstruktur im Zeitablauf) über die Projektlaufzeit eine (schrittweise) Reduktion der Eigenkapitaltranche vorgesehen ist, die mit dem Absinken der Risiken der Projektanlaufphase einsetzt.

2.1.5 Kreditbedingungen, die an die Cash Flows gebunden sind

Wenn auch alle Cash Flows in die Projektgesellschaft kanalisiert werden, eröffnet sich doch eine Reihe von Möglichkeiten, Kreditgebern einen Zugriff darauf zu geben oder zumindest Frühwarnsignale für den Fall des Nichterreichens bestimmter Einzahlungsströme zu installieren.

Im Rahmen der klassischen Kreditbesicherung werden die Kreditgeber einer internationalen Projektfinanzierung (über Pfandrechte am Anlagevermögen der Projektgesellschaft hinausgehend) versuchen, direkt an den vereinbarten Zahlungseingängen anzusetzen, um ihren Sicherungsbedarf zu befriedigen. Das kann über die Pfandnahme an diesen Zahlungsströmen erfolgen, soweit sie entsprechend konkretisiert sind, aber auch über verpflichtende Zahlungsverkehrsmaßnahmen, wie dies beispielsweise im Rahmen der Vereinbarung eines ‚Escrow Accounts‘ bzw. ‚Escrow Funds‘ erfolgt (vgl. Finnerty 2013, S. 126).

Eine wichtige Rolle kommt allen in die Kreditverträge zusätzlich aufgenommenen Verpflichtungen zu, die als ‚Covenants‘ bezeichnet werden und

- als *Information Covenants* den Kreditnehmer zu regelmäßiger Bereitstellung von Informationen (etwa in Form von Quartalsberichterstattung) verpflichten,
- als *Financial Covenants* den Kreditnehmer an die Einhaltung bestimmter Kennzahlen binden, bzw.
- als *Non-Financial Covenants* dem Kreditnehmer Wohlverhaltensverpflichtungen unterschiedlicher Art (beispielsweise ein Verbot des Verkaufs von Liegenschaften oder eine Obergrenze für allfällige Gewinnausschüttungen) auferlegen (vgl. Pape 2015, S. 142 ff.).

In Kreditverträgen für Internationale Projektfinanzierungen stehen Financial Covenants im Mittelpunkt des Interesses:

- Limitierungen für den Verschuldungsgrad (Debt/Equity-Ratio) orientieren sich an der Risikoeinstufung des konkreten Projektes und können demnach stark unterschiedlich in ihrer Höhe angesetzt werden (vgl. Gatti 2013, S. 136 ff.).
- Maßzahlen zum Schuldendeckungsgrad (Debt Cover Ratios) kommen in unterschiedlichen Definitionen zur Anwendung (eine Vorstellung häufig verwendeter Maßzahlen zum Verschuldungsgrad findet sich bei Gatti 2013, S. 152 ff. bzw. Yescombe 2014, S. 322 ff.).

Häufig wird als Vorgabe zum Schuldendeckungsgrad in Kreditverträgen die *Debt Service Coverage Ratio* verwendet. Dabei wird für ein bestimmtes Jahr der Projektlebensdauer der operative Cash Flow durch den Schuldendienst dieses Jahres (Zinsen plus Kredittilgungsraten) dividiert, wobei die Kreditgeber üblicherweise eine Überdeckung wünschen, deren Einhaltung sie als Financial Covenant in den Kreditvertrag aufnehmen (beispielsweise einen Wert größer oder gleich 1,25; Yescombe 2014, S. 323, gibt in Abhängigkeit

von Anwendungsbereichen der Projektfinanzierung Näherungswerte für die Debt Service Coverage Ratio zwischen 1,2 und 2 an).

Die damit einhergehenden Frühwarnsignale an die Kreditgeber und die Tatsache, dass eine Verletzung der Covenants zu einer Fälligstellung des Kredits (zumindest aber zu einer Neuverhandlung der Konditionen) führt, zeigen erneut den starken Einfluss der prognostizierten Entwicklung der Cash Flows auf die konkrete Ausgestaltung einer Projektfinanzierung (konkrete Verläufe von Entwicklungen der Debt Service Coverage Ratio während der Projektlaufzeit zeigt Böttcher für verschiedene Teilbereiche von Erneuerbaren Energien; konkret für Wasserkraftprojekte in Böttcher 2014, S. 267 ff.).

2.2 Risikomanagement in einer Internationalen Projektfinanzierung

In der bisherigen Darstellung stand die Analyse der *operativen* Cash Flows im Brennpunkt, weil sie bereits einen wesentlichen Teil der Risikobetrachtung einer Internationalen Projektfinanzierung darstellt. Dies findet prominent im Zusammenhang mit Sensitivitätsanalysen seinen Niederschlag. Die zukünftige Entwicklung eines Projektes (und damit der Zahlungsströme der Projektgesellschaft) ist aber neben diesen unmittelbar aus dem Geschäftsmodell entspringenden Risiken noch einer Reihe weiterer Unsicherheiten unterworfen, die im Rahmen eines Risikomanagementansatzes bewältigt werden müssen (ein umfassender Überblick zu den Risiken einer Projektfinanzierung mit Hinweisen zur Risikobewältigung und Empfehlungen findet sich bei Böttcher und Blattner 2010, S. 138 f.).

In der Folge werden die in Abb. 2.2 eingetragenen Risikobereiche näher beleuchtet.

Konstruktions-, Kostenüberschreitungs- und Fertigstellungsrisiko

Orientiert man sich an einer Phasenbetrachtung einer Projektfinanzierung, so bildet die Errichtungsphase eine sensible Periode, in der es nicht nur um die technischen Fragen der Konstruktion der Projektanlagen geht, sondern auch um den ökonomischen Aspekt möglicher Kostenüberschreitungen. Im Extremfall kann das dazu führen, dass die Sponsoren den Weiterbau bzw. den Abschluss der Arbeiten am Projekt verzögern oder sich gar zu einem Abbruch des Projekts entschließen.

Übliche risikopolitische Maßnahmen, die in diesem Bereich gesetzt werden, umfassen neben einer gezielten Auswahl erfahrener und über Referenzprojekte ausgewiesener Projekterrichtungsfirmen den Einsatz von Bankgarantien. Dies können entweder Liefer- und Leistungsgarantien sein, aber auch von den Sponsoren beauftragte Fertigstellungsgarantien, die auf die Errichtung einer funktionsfähigen Anlage abzielen (vgl. Tinsley 2014, S. 304 f.). Denn nur, wenn ein verwertbarer Output sichergestellt wird, kann die auf die zukünftigen Cash Flows abstellende Gesamtkonstruktion reussieren.

Abb. 2.2 Typische Risikoarten bei einer Internationalen Projektfinanzierung



Zinsänderungs- und Wechselkursrisiken

Ergänzt man die operativen Cash Flows im Rahmen einer Aussage zur Rentabilität des Gesamtprojekts um die Finanzströme, spielen *Veränderungen im Zinsniveau* bei aufgenommenen Krediten eine wichtige Rolle, sofern nicht Fixzinsvereinbarungen zugrunde gelegt oder Absicherungen auf dem Markt zugekauft worden sind. Gerade in Zeiten extrem niedriger Kreditzinssätze ist allerdings auch darauf hinzuweisen, dass die durch die Vereinbarung von Fixzinssätzen festgeschriebenen Zinssatzniveaus der Vergangenheit zu bedeutenden Opportunitätskosten führen können.

Im Rahmen der unterschiedlichen Ausprägungsformen des Wechselkursrisikos geht es zum einen um den Bereich des Umwechslungsrisikos (Transaction Risk), weil in einem internationalen Umfeld viele Zahlungen in einer Fremdwährung erfolgen und die Volatilität der Wechselkurse das Thema der Devisenkurssicherung zu einer komplexen Aufgabe macht. Einen ganz spezifischen Aspekt stellen in diesem Kontext Lokalwährungsfinanzierungen dar, wenn der Kreditmarkt in der lokalen Währung noch nicht etabliert ist (vgl. Yescombe 2014, S. 289 f.).

Hält man sich zum anderen vor Augen, dass sich mit Wechselkursveränderungen auch die Wettbewerbsposition des projektfinanzierten Geschäftsmodells verändern kann, gelangt man in die Sphäre des ökonomischen Wechselkursrisikos (Economic Risk). Legt man die bewährte, auf Cash Flows abstellende Betrachtungsweise zugrunde, wird hier auf die Sensitivität des Werts der Projektgesellschaft in Abhängigkeit von Wechselkursveränderungen abgestellt. Das Ausloten der Konsequenzen unterschiedlicher zukünftiger Wechselkursentwicklungen führt wieder zurück in den Themenkreis der Sensitivitätsanalyse (ein entsprechender Corporate-Modelling-Ansatz findet sich bei Moser 1985, S. 177 ff.).

Länderrisiken

Gerade bei Projekten, die in Nicht-Industrieländern gebaut werden, spielen wirtschaftliche und politische Länderrisiken eine bedeutende Rolle. Aber selbst innerhalb der Europäischen Union kann ein unerwarteter Umschwung (beispielsweise im Zusammenhang mit der Energiewende) zu Gesetzesänderungen führen, welche die Rentabilität bestehender oder geplanter Aktivitäten stark beeinflussen können. Während im Rahmen der wirtschaftlichen Betrachtung die Stabilität der Staatshaushalte im Mittelpunkt steht und die Gefahr einer Umschuldung abzuschätzen ist, fällt der Blick bei den politischen Risiken auf die klassischen Felder

- Krieg, Unruhen und Terrorismus,
- Enteignung und schleichende Enteignung bzw.
- politische Währungsrisiken (Konvertierungs- und Tansferrisiken) (bei Morrison [2012](#) finden sich Betrachtungen zu ausgewählten Ländern in den Kapiteln 24 bis 34).

Lösungsmöglichkeiten bieten sich auf Basis von bilateral oder multilateral abgeschlossenen Investitionsschutzabkommen, aber auch durch den Einsatz von Versicherungen, wie sie von nationalen Exportkreditversicherungen oder von der MIGA angeboten werden.

Eine politische Risikoebene, die oft nicht explizit beleuchtet wird, betrifft staatliche Aktivitäten auf der Ebene unterhalb der Regierung eines Landes (zum ‚Sub-Sovereign Risk‘ vgl. Yescombe [2014](#), S. 308 f.). Diese Einheiten sind je nach Landesverfassung (beispielsweise als souveräne Provinz) zu eigenen Hoheitsakten berechtigt oder aber im Rahmen von Unternehmen in staatlichem Eigentum unmittelbar lokalen Autoritäten unterstellt. Gerade im Bereich von Netzbetreiberengesellschaften spielt dies bei Energieprojekten eine besondere Rolle, wenn diese als Abnehmer in Stromlieferverträgen fungieren.

Umweltrisiken

Ein besonderes Gewicht ist den Umweltrisiken beizumessen, womit (gerade auch im Zusammenhang mit projektfinanzierten Infrastrukturprojekten) die Auswirkungen der Errichtung und des Betriebs der Anlagen auf das benachbarte geografische und soziale Umfeld von Beginn der Planungsarbeiten an mit in die Überlegungen einbezogen werden müssen. Eine Umweltverträglichkeitsprüfung („Environmental Impact Assessment“) wird von vielen Internationalen Finanzinstitutionen als *conditio sine qua non* angesehen, damit sie Überlegungen zur Strukturierung einer Projektfinanzierung überhaupt nahe treten.

Die Einhaltung von Mindeststandards hat auch für viele private Kreditgeber heute einen wichtigen Stellenwert. In Verfolgung dieses Ansatzes hat eine Gruppe führender Kreditinstitute, die im Bereich der Projektfinanzierung aktiv sind, die Equator Principles formuliert. Ohne Erfüllung der darin formulierten Standards sind die teilnehmenden Banken nicht bereit, Finanzierungen zu übernehmen. Die Equator Principles verstehen sich als „a risk management framework, adopted by financial institutions, for determi-

ning, assessing and managing environmental and social risk in projects“ (www.equator-principles.com; zu ihrer Bedeutung in der Internationalen Projektfinanzierung vgl. Lazarus 2012, S. 137 ff.).

2.3 Besondere Aufbringungsmöglichkeiten von Fremdkapital bei einer Internationalen Projektfinanzierung

Bei Internationalen Projektfinanzierungen kommt es nicht nur in Form klassischer, in der Regel syndizierter Kreditfinanzierungen zur Bereitstellung des erforderlichen Kapitals, sondern es hat sich ein ganzes Spektrum von Aufbringungsvarianten herausgebildet. In vielen Fällen geht es im Rahmen eines Multi-Sourcing-Ansatzes um das Einbinden von Spezialinstituten, die eine verbesserte Sicherheit für die gesamte Projektfinanzierungskonstruktion mit sich bringen:

- Exportkreditgarantieinstitutionen (Export Credit Agencies) spielen eine wichtige Rolle bei der Absicherung von kommerziellen und politischen Risiken und ermöglichen in vielen Fällen den Zutritt zu Finanzierungsmöglichkeiten mit günstigen oder stabilen Zinssätzen (vgl. Newendorp et al. 2012, S. 59 ff.). In speziellen Konstruktionen ist es sogar möglich, dass eine Exportgarantieinstitution aus dem Land eines Projekterrichters dazu bereit ist, Deckungszusagen für die vom Projekt vermarkteten Verkaufstransaktionen zu übernehmen.
- Internationale Finanzinstitutionen (IFIs) leisten nicht nur dort einen besonderen Finanzierungsbeitrag, wo es um die Bereitstellung von Entwicklungsfinanzierungen geht, sondern ihnen kommt als ‚privileged lender‘ eine wichtige Rolle für die Bonität des Gesamtprojekts zu (eine Übersicht über multilaterale, das heißt globale, regionale und sub-regionale Entwicklungsbanken, die wichtige Teilnehmer am Internationalen Projektfinanzierungsmarkt sind, gibt Sheppard 2012, S. 82). Das funktioniert nicht nur über ‚Cross-Reference-‘ bzw. ‚Cross-Default‘-Klauseln beim Vorliegen einer Kofinanzierung, sondern bringt auch einen gewaltigen Reputationsgewinn für das konkrete Vorhaben, der die Strukturierung der Projektfinanzierung stark begünstigt. Derartige Spezialkonstruktionen finden auch häufig im Rahmen von großen Infrastrukturinvestments statt, die in Form einer Public-Private-Partnership realisiert werden (eine umfassende Darstellung liefert beispielsweise Delmon 2009).
- Aufgrund eines mit dem Strukturieren einer Projektfinanzierung voll kompatiblen Ansatzes rücken auch Islamische Finanzinstitute zu wichtigen Kapitalgebern auf (vgl. Nahlik und Jackson 2014, S. 10 ff.). Eine Reihe von Sharia-konformen Finanzierungsstrukturen lassen sich unmittelbar in die Cash-Flow-orientierte Logik internationaler Projektfinanzierungen integrieren (vgl. Dewar und Hussain 2011, S. 279 ff.).

Bringt man aktuelle Bezüge hinein, die unter der Flagge der Finanzdisintermediation den Übergang von bankfinanzierten Krediten hin zu kapitalmarktorientierten Finanzierungen

beinhalten, gelangt man zum Konzept von Projektanleihen (Project Bonds) als Finanzierungslösung (zu den unterschiedlichen Ausgestaltungsformen von Project Bonds vgl. Gatti 2013, S. 249 ff.). Dabei geht es darum, die Finanzmittelaufbringung für ein Projekt und das damit im Zusammenhang stehende Risikospektrum direkt auf dem Kapitalmarkt zu platzieren. Im Europäischen Kontext haben Projektanleihen durch die von der EU und der Europäischen Investitionsbank lancierte Project Bond Initiative einen starken Aufschwung erfahren, die einen Stimulus für eine verstärkte Projektaktivität in den nächsten Jahren erwarten lässt (die Unterstützung kann dabei entweder in Form einer Risikoverbesserung durch Gewährung einer Garantie [„Project Bond Credit Enhancement“] oder zusätzlich durch die Bereitstellung eines nachrangigen Kredits erfolgen; vgl. Rossi und Stépiciu 2015, S. 64 ff.).

Abschließend ist natürlich anlässlich der Vielzahl von an einer Projektfinanzierung beteiligten Firmen bzw. Institutionen auf das damit sehr komplex werdende Vertragsgeflecht hinzuweisen, durch das alle Beteiligten aneinander gebunden werden.

2.4 Vertragsbeziehungen zwischen den Beteiligten

Alle Überlegungen zur Risikoabsicherung und zur Finanzierung münden im Rahmen einer Internationalen Projektfinanzierung in individuell ausgestaltete Verträge zwischen den Projektbeteiligten, die über ein ausgeklügeltes Vertragsgeflecht in die Gesamtkonstruktion eingebunden werden. Die konkrete Ausgestaltung findet dann im Einzelfall spezifisch für ein konkretes Projekt statt, weshalb zur Darstellung von Projektfinanzierungen in der Literatur durchwegs der Weg über die Analyse von Fallstudien beschritten wird (einen wesentlichen Anstoß hat hier Esty 2004 gegeben).

Auch im Fallstudienteil des vorliegenden Bandes findet sich im Anschluss an kurze Projekt-Factsheets zu jedem der vorgestellten Projekte eine Beleuchtung der Projektbeteiligten und der zugrunde liegenden Vertragsbeziehungen. In allgemeiner Form lassen sich als Hauptakteure, die mit der Projektgesellschaft vertraglich verbunden sind, identifizieren:

- die *Sponsoren* als Projektinitiatoren und Eigentümer der Projektgesellschaft. Sie sind in der Regel über gesellschaftsrechtliche Verträge eingebunden.
- die *Projekterrichter* (Contractors), die von der Planung bis zum Bau und der maschinellen Ausstattung für die operative Seite und die Funktionstüchtigkeit des Projekts verantwortlich zeichnen. Als typische Form werden hier Engineering-&-Procurement-Verträge, die in der Betriebsphase des Projekts von Operations-&-Maintenance-Verträgen abgelöst werden, abgeschlossen.
- die (zukünftigen) *Lieferanten* für alle zur Produktion erforderlichen Inputs, wobei die Anbindung über beschaffungsseitige Verträge erfolgt.
- die (zukünftigen) *Abnehmer* des Projekt-Outputs, auf deren Bindung an das Projekt in Form unterschiedlicher Typen von Abnahmeverträgen bereits hingewiesen worden ist.

- *staatliche Institutionen*, die Betriebsbewilligungen und Konzessionen erteilen, was vor allem im Zusammenhang mit Infrastrukturprojekten eine wesentliche Voraussetzung für die Realisierung eines Projekts bildet.
- *Kreditinstitute*, die kommerziell als Kreditgeber tätig sind und die Kreditmittel in der Regel in syndizierter Form bereitstellen. Die vertragliche Basis bildet dann ein Kreditvertrag mit der Projektgesellschaft.
- *Spezialkreditinstitute*, wie beispielsweise Internationale Finanzinstitutionen (IFC, regionale Entwicklungsbanken etc.), die in manchen Fällen in ihre Kreditverträge Klauseln zur Verknüpfung mit den Kreditverträgen kommerzieller Institute einbauen.

In allen Phasen und für die unterschiedlichsten Aspekte werden im Rahmen einer Internationalen Projektfinanzierung *Berater/Consultants* eingeschaltet, die in Abb. 2.3 zu den typischen Beteiligten an einer Projektfinanzierungskonstruktion allerdings nicht extra ausgewiesen werden.

Eine Art von Bewährungsprobe hatte die Internationale Projektfinanzierung, deren grundlegende Konstruktionsbestandteile in diesem Kapitel vorgestellt worden sind, in der Finanz- und Wirtschaftskrise ab 2007 zu bestehen. Auf dieses spezielle Thema wird in Kap. 3 eingegangen.

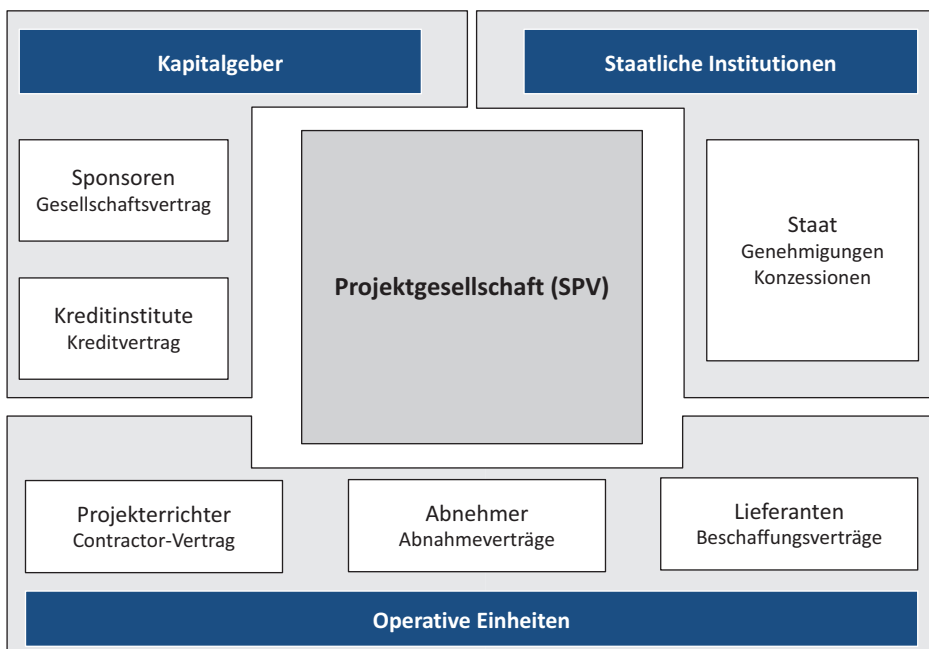


Abb. 2.3 Beteiligte an einer Projektfinanzierung und Vertragsgeflecht

Literatur

- Böttcher, J. (2009): Finanzierung von Erneuerbare-Energie-Vorhaben, München (Oldenbourg).
- Böttcher, J. (2014): Wirtschaftlichkeit und Ausgestaltung einer geeigneten Finanzierungsstruktur, in: Böttcher, J. (Hrsg., 2014): Wasserkraftprojekte. Rechtliche, technische und wirtschaftliche Aspekte, Berlin (Springer Gabler), S. 259–290.
- Böttcher, J./Blattner, P. (2010): Projektfinanzierung, 2. Aufl., München (Oldenbourg).
- Delmon, J. (2009): Private Sector Investment in Infrastructure. Project Finance, PPP Projects and Risk, 2. Aufl., Austin (Wolters Kluwer).
- Dewar, J. (Hrsg., 2011): International Project Finance. Law and Practice, Oxford (Oxford University Press).
- Dewar, J./Hussain, M. M. (2011): Islamic Project Finance, in: Dewar, J. (Hrsg., 2011): International Project Finance. Law and Practice, Oxford (Oxford University Press), S. 269–298.
- Edwards, D./Brown, P./Coulthurst, C. (2011): Role of Financial Advisors in Project Finance, in: Morrison, R. (Hrsg., 2011): The Principles of Project Finance, Farnham (Gower), S. 25–36.
- Esty, B. C. (2004): Modern Project Finance. A Casebook, o. O. (Wiley).
- Finnerty, J. D. (2013): Project Financing. Asset-Based Financial Engineering, 3. Aufl., Hoboken (Wiley).
- Frank, M./Haiss, P./Handrich, M. (2004): Projektfinanzierung in der Bankenpraxis, in: Guserl, R./Pernsteiner, H. (Hrsg., 2004): Handbuch Finanzmanagement in der Praxis, Wiesbaden (Gabler) 2004, S. 1085–1115.
- Gatti, S. (2013): Project Finance in Theory and Practice, Waltham (Academic Press).
- Lazarus, S. (2012): The Equator Principles – The Global Standard, in: Morrison, R. (Hrsg., 2012): The Principles of Project Finance, Farnham (Gower), S. 137–146.
- Marsh, S./East, D./Fyfe, W. (2011): Allocation of Risks in Project Documentation, in: Dewar, J. (Hrsg., 2011): International Project Finance. Law and Practice, Oxford (Oxford University Press), S. 113–131.
- Morrison, R. (Hrsg., 2012): The Principles of Project Finance, Farnham (Gower).
- Moser, R. (1985): Preis- und Finanzierungsentscheidungen im Auslandsgeschäft. Ein Corporate-Modelling-Ansatz, Wien (Verlag der Österreichischen Akademie der Wissenschaften).
- Nahlik, C./Jackson, C. (2014): Project Finance in Practice. Case Studies, London (Euromoney).
- Nevitt, P./Fabozzi, F. J. (2000): Project Finance, 7. Aufl., London (Euromoney).
- Newendorp, T./Sachs, J./Hara, J. (2012): The Role and Impact of Export Credit agencies in Project Finance, in: Morrison, R. (Hrsg., 2012): The Principles of Project Finance, Farnham (Gower), S. 59–80.
- Pape, U. (2015): Grundlagen der Investition und Finanzierung, 3. Aufl., Berlin (de Gruyter).
- Rossi, E./Stepic, R. (2015): Infrastructure Project Finance and Project Bonds in Europe, Basingstoke (Palgrave Macmillan).
- Sheppard, B. (2012): The Role of Multilateral Banks and ECAs, in: Morrison, R. (Hrsg., 2012): The Principles of Project Finance, Farnham (Gower), S. 81–94.
- Stocker, K. (2013): Management internationaler Finanz- und Währungsrisiken, 3. Aufl., Wiesbaden (Springer Gabler).
- Tinsley, R. (2014): Advanced Project Financing, London (Euromoney).
- Tytco, D. (1999): Grundlagen der Projektfinanzierung, Stuttgart (Schäffer-Poeschel).
- Yescombe, E. R. (2014): Principles of Project Finance, 2. Aufl., Kidlington (Academic Press).

Projektfinanzierung als erfolgreiche Finanzierungsform
im internationalen Geschäft

Fallstudien im Bereich Erneuerbare Energien

Pfarl, I.; Moser, R.

2017, XVI, 135 S. 17 Abb., Hardcover

ISBN: 978-3-658-13829-5