

Dieter Jacob, Andreas Horsch, Armin Ilka, Corinna Hilbig,
Juliane Boller, Klaus Riebeling

**Eigenkapitallösungen für
Projektfinanzierungen bei PPP-
Hochbauprojekten – Integration von
Finanzintermediären unter besonderer
Berücksichtigung der Projektrisiken
sowie der Interessen mittelständischer
Unternehmen**



F 2755

Bei dieser Veröffentlichung handelt es sich um die Kopie des Abschlußberichtes einer vom Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung -BMVBS- im Rahmen der Forschungsinitiative »Zukunft Bau« geförderten Forschungsarbeit. Die in dieser Forschungsarbeit enthaltenen Darstellungen und Empfehlungen geben die fachlichen Auffassungen der Verfasser wieder. Diese werden hier unverändert wiedergegeben, sie geben nicht unbedingt die Meinung des Zuwendungsgebers oder des Herausgebers wieder.

Dieser Forschungsbericht wurde mit modernsten Hochleistungskopierern auf Einzelanfrage hergestellt.

Die Originalmanuskripte wurden reprototechnisch, jedoch nicht inhaltlich überarbeitet. Die Druckqualität hängt von der reprototechnischen Eignung des Originalmanuskriptes ab, das uns vom Autor bzw. von der Forschungsstelle zur Verfügung gestellt wurde.

© by Fraunhofer IRB Verlag

2010

ISBN 978-3-8167-8348-0

Vervielfältigung, auch auszugsweise,
nur mit ausdrücklicher Zustimmung des Verlages.

Fraunhofer IRB Verlag

Fraunhofer-Informationszentrum Raum und Bau

Postfach 80 04 69

70504 Stuttgart

Nobelstraße 12

70569 Stuttgart

Telefon 07 11 9 70 - 25 00

Telefax 07 11 9 70 - 25 08

E-Mail irb@irb.fraunhofer.de

www.baufachinformation.de

www.irb.fraunhofer.de/tauforschung

Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre,
speziell Baubetriebslehre

Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre,
mit dem Schwerpunkt Investition und Finanzierung



Endbericht

**Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei
PPP-Hochbauprojekten -
Integration von Finanzintermediären unter besonderer
Berücksichtigung der Projektrisiken sowie der Interessen
mittelständischer Unternehmen**

Freiberg, 31. Mai 2010

Der Forschungsbericht wurde mit Mitteln der Forschungsinitiative Zukunft Bau
des Bundesamtes für Bauwesen und Raumordnung gefördert.
(Aktenzeichen: Z 6 – 10.08.18.7-08.17 / II 2 – F20-08-28)
Die Verantwortung für den Inhalt des Berichtes liegt beim Autor.

Impressum

Projektleiter und Herausgeber

Prof. Dr.-Ing. Dipl.-Kfm. Dieter Jacob
TU Bergakademie Freiberg
Fakultät für Wirtschaftswissenschaften
Lehrstuhl für ABWL, speziell Baubetriebs-
lehre
Lessingstr. 45
09596 Freiberg
Tel.: 03731 / 39 – 40 82
Fax: 03731 / 39 – 40 92
jacob@bwl.tu-freiberg.de
<http://fak6.tu-freiberg.de/Baubetriebslehre/>

Prof. Dr. Andreas Horsch
TU Bergakademie Freiberg
Fakultät für Wirtschaftswissenschaften
Lehrstuhl für ABWL, speziell Investition
und Finanzierung
Lessingstr. 45
09596 Freiberg
Tel.: 03731 / 39 – 20 05
Fax: 03731 / 39 – 40 53
andreas.horsch@bwl.tu-freiberg.de
<http://fak6.tu-freiberg.de/Investition-und-Finanzierung/>

Bearbeiter

Mitarbeiter des Lehrstuhls für ABWL, speziell Baubetriebslehre der Fakultät für
Wirtschaftswissenschaften an der Technischen Universität Bergakademie Freiberg:
Dipl.-Kfm., Dipl.-Wi.-Ing. Armin Ilka
Dipl.-Kffr. Corinna Hilbig
Mitarbeiter des Lehrstuhls für ABWL, speziell Investition und Finanzierung für
Wirtschaftswissenschaften an der Technischen Universität Bergakademie Freiberg:
Dipl.-Kffr. Juliane Boller
Mitarbeiter der PSPC GmbH
Dr. Klaus Riebeling

Redaktion

Dr. Constanze Stuhr
Lehrstuhl für ABWL, speziell Baubetriebslehre der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften an
der Technischen Universität Bergakademie Freiberg

Projektbeirat

Herr Pols	Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung
Herr Rein	Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung
Herr Dr. Stiepelmann/ Frau Dr. Cordes	Hauptverband der Deutschen Bauindustrie e.V.
Herr Siebels/ Herr Dr. Strüver	Bundesministerium der Finanzen
Herr Prof. Dr. Robl/ Herr Heide	Zentralverband des Deutschen Baugewerbes

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	1
1.1	Ausgangssituation und Problemstellung	1
1.2	Zielsetzung	2
1.3	Gang der Untersuchung und Methodik	3
1.3.1	Gang der Untersuchung	3
1.3.2	Methodik Fragebogen und Expertenbefragung Finanzintermediäre (Großbritannien, Italien, Frankreich, Deutschland)	6
1.3.3	Methodik Expertenbefragung Mittelstand	6
2	Theoretische Grundlagen	8
2.1	Finanzierung	8
2.1.1	Eigenkapital	8
2.1.1.1	Abgrenzung Eigenkapital zu Fremdkapital	9
2.1.1.2	Mezzanine-Kapital	11
2.1.1.3	Eigenkapitalbeschaffung	13
2.1.1.4	Funktionen des externen Eigenkapitals	15
2.1.1.5	Primär- und Sekundärmarkt	17
2.1.2	Der Zusammenhang zwischen Risiko und Rendite	19
2.1.2.1	Risikodefinition und -betrachtung	19
2.1.2.2	Risikopräferenz	20
2.1.2.3	Renditeerwartung	21
2.1.3	Projektfinanzierung	22
2.1.3.1	Zentrale Charakteristika	23
2.1.3.2	Akteure und Kontrakte	25
2.1.3.3	Institutionenökonomische Analyse	27
2.1.4	Finanzintermediäre	29
2.1.4.1	Objektorientierte Systematisierung	29
2.1.4.2	Funktionsorientierter Finanzintermediär	32
2.2	Public Private Partnership im öffentlichen Hochbau	34
2.2.1	Effizienztreiber Lebenszyklusansatz und optimale Risikoallokation	35
2.2.2	Finanzierung von PPP-Hochbau-Projekten	37
2.2.3	Gesellschafterstruktur	38
2.2.4	Primär- und Sekundärmarkt für PPP-Beteiligungen	40
3	Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten im Hochbau	43
3.1	PPP-Projektfinanzierungen in Deutschland	43
3.1.1	Projektübersicht und Auswertung	44
3.1.2	Finanzierungsstruktur projektfinanzierter PPP-Projekte in Deutschland ...	46
3.1.3	PPP-Projektfinanzierungen in der Finanzkrise	47
3.2	Finanzierungs- und Risikostruktur projektfinanzierter PPP-Projekte im Hochbau	47
3.2.1	Finanzierungsinstrumente	48
3.2.2	Besicherungsinstrumente	49
3.2.3	Risikostruktur projektfinanzierter PPP-Projekte	51
3.2.4	Risikoentwicklung bei PPP-Projekten im Lebenszyklus	53

3.2.5	Entwicklung der Finanzierungs- und Besicherungsstruktur in Abhängigkeit von der Risikoentwicklung	55
3.3	Ansätze zur Verbesserung der Rahmenbedingungen für PPP-Projektfinanzierungen	56
3.3.1	Standardisierung des PPP-Vergabeverfahrens	57
3.3.2	Standardisierung der PPP-Verträge	58
3.3.3	Projektbündelung	60
4	Vergleichende Länderstudien: Eigenkapitalbeteiligungen bei projektfinanzierten PPP-Projekten	61
4.1	Methodik	61
4.2	Großbritannien	61
4.2.1	Länderspezifische Rahmenbedingungen	61
4.2.1.1.	Definition und Abgrenzung PPP/PFI	61
4.2.1.2.	Segmentierung PPP und Vertragsmodelle	62
4.2.1.3.	Rechtliche Rahmenbedingungen und Voraussetzungen für PPP	63
4.2.1.4.	Bestehende öffentlich-privatwirtschaftliche Einrichtungen	64
4.2.1.5.	PPP-Vergabeverfahren	64
4.2.1.6.	Standardisierung	65
4.2.2	Länderspezifische Marktentwicklung	66
4.2.2.1.	Projekte im Hochbau	66
4.2.2.2.	Vertragsmodelle	68
4.2.2.3.	Projektbeteiligte	68
4.2.2.4.	Finanzierungsstrukturen von PPP-Projekten	71
4.2.2.5.	PPP in der Finanzmarktkrise	74
4.2.3	Eigenkapitalbeteiligungen	74
4.2.3.1.	Eigenkapitalgeber und Beteiligungsformen	74
4.2.3.2.	Struktur des bereitgestellten Eigenkapitals	76
4.2.4	Praxisbeispiel Großbritannien	78
4.3	Länderstudie Italien	79
4.3.1	Länderspezifische Rahmenbedingungen	79
4.3.1.1.	Definition und Abgrenzung PPP	79
4.3.1.2	Segmentierung PPP und Vertragsmodelle	79
4.3.1.3	Rechtliche Rahmenbedingungen und Voraussetzungen für PPP	81
4.3.1.4	Bestehende öffentlich-privatwirtschaftliche Einrichtungen	82
4.3.1.5	PPP-Vergabeverfahren	85
4.3.1.6	Standardisierung	89
4.3.2	Länderspezifische Marktentwicklung	90
4.3.2.1	Projekte im Hochbau	91
4.3.2.2	Vertragsmodelle	93
4.3.2.3	Projektbeteiligte	94
4.3.2.4	Finanzierungsstrukturen von PPP-Projekten	95
4.3.2.5	PPP in der Finanzmarktkrise	96
4.3.3	Eigenkapitalbeteiligungen	97
4.3.3.1	Eigenkapitalgeber und Beteiligungsformen	97
4.3.3.2	Struktur des bereitgestellten Eigenkapitals	99
4.3.4	Praxisbeispiel Italien	99
4.4	Frankreich	101

4.4.1	Länderspezifische Rahmenbedingungen	101
4.4.1.1.	Definition und Abgrenzung PPP	101
4.4.1.2.	Segmentierung PPP und Vertragsmodelle	101
4.4.1.3.	Rechtliche Rahmenbedingungen und Voraussetzungen für PPP	103
4.4.1.4.	Bestehende öffentlich-privatwirtschaftliche Einrichtungen	104
4.4.1.5.	PPP-Vergabeverfahren	104
4.4.1.6.	Standardisierung	105
4.4.2	Länderspezifische Marktentwicklung	106
4.4.2.1.	Projekte im Hochbau	106
4.4.2.2.	Vertragsmodelle	107
4.4.2.3.	Projektbeteiligte	108
4.4.2.4.	Finanzierungsstrukturen von PPP-Projekten	108
4.4.2.5.	PPP in der Finanzmarktkrise	109
4.4.3	Eigenkapitalbeteiligungen	110
4.4.3.1.	Eigenkapitalgeber und Beteiligungsformen	110
4.4.3.2.	Struktur des bereitgestellten Eigenkapitals	113
4.4.4	Praxisbeispiel Frankreich	114
4.5	Ergebnisse und Übertragbarkeit auf Deutschland	115
4.5.1	Rahmenbedingungen	115
4.5.2	Marktentwicklung	116
4.5.3	Eigenkapitalbeteiligungen	117
5	Deutsche Beteiligungsinstrumente und ausgewählte Investoren	118
5.1	Offene Immobilienfonds	118
5.1.1	Offene Immobilienpublikumsfonds	119
5.1.1.1.	Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen	120
5.1.1.2.	Rendite-Risiko-Profil	121
5.1.1.3.	Beteiligung bei PPP-Projekten	123
5.1.2	Offene Immobilien-Spezialfonds.....	124
5.1.2.1.	Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen	124
5.1.2.2.	Rendite-Risiko-Profil	125
5.1.2.3.	Beteiligung bei PPP-Projekten	126
5.2	ÖPP-Fonds	128
5.2.1	Infrastruktur-Sondervermögen.....	128
5.2.1.1.	Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen	128
5.2.1.2.	Rendite-Risiko-Profil	129
5.2.1.3.	Beteiligung bei PPP-Projekten	129
5.2.2	Vorschläge zur Änderung des Investmentgesetzes.....	130
5.2.3	Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen.....	130
5.2.3.1.	Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen	131
5.2.3.2.	Rendite-Risiko-Profil	131
5.2.3.3.	Beteiligung bei PPP-Projekten	132
5.3	Geschlossene Fonds, insbesondere geschlossene Immobilienfonds	132
5.3.1	Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen	133
5.3.2	Rendite-Risiko-Profil	134
5.3.3	Beteiligung bei PPP-Projekten	136
5.3.4	Praxisbeispiel PPP-Projekt Justiz- und Verwaltungszentrum	139
5.4	Real Estate Investment Trusts	141

5.4.1	Rechtsgrundlagen und Anlagegrenzen	142
5.4.2	Rendite-Risiko-Profil	143
5.4.3	Beteiligung bei PPP-Projekten	143
5.5	Versicherungsunternehmen und Pensionskassen.....	144
5.5.1	Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen	144
5.5.2	Rendite-Risiko-Profil	145
5.5.3	Beteiligung bei PPP-Projekten	145
5.6	Weitere PPP-Beteiligungsinstrumente und Investoren	146
5.6.1	Stadtentwicklungsfonds.....	146
5.6.1.1.	Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen	146
5.6.1.2.	Rendite-Risiko-Profil	147
5.6.1.3.	Beteiligung bei PPP-Projekten	148
5.6.2	Real Estate Private Equity.....	148
5.6.2.1.	Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen	149
5.6.2.2.	Rendite-Risiko-Profil	149
5.6.2.3.	Beteiligung bei PPP-Projekten	150
5.7	Besteuerung von PPP-Beteiligungsinstrumenten und Investoren.....	150
6	PPP-Beteiligungsprozess und Eigenkapitalbereitstellung für mittelständische Unternehmen	152
6.1	Leistungen von Finanzintermediären im PPP-Beteiligungsprozess	152
6.2	Profil und Anforderungen mittelständischer Unternehmen im PPP-Beteiligungsprozess	153
6.3	Zusammenarbeit mittelständischer Unternehmen und PPP-Beteiligungsinstrumente und Investoren.....	154
6.3.1	Offene Immobilienfonds	154
6.3.2	ÖPP-Fonds	155
6.3.3	Geschlossene Immobilienfonds.....	156
6.3.4	Real Estate Investment Trusts	157
6.3.5	Versicherungsunternehmen und Pensionskassen.....	157
6.3.6	Weitere PPP-Beteiligungsinstrumente und Investoren	158
6.4	Zur Rolle der Förderbanken und mittelständischen Beteiligungsgesellschaften.....	159
7	Zusammenfassung.....	163
Anhang		
Anhang 1: Übersicht projektfINANZIerte PPP-Projekte im Hochbau in Deutschland		
Anhang 2: Auswertung empirische Befragungen Finanzintermediäre (Deutschland, Großbritannien, Italien, Frankreich)		
Anhang 3: Beteiligungsinstrumente und ausgewählte Investoren (Deutschland, Großbritannien, Italien, Frankreich)		
Anhang 4: Auswertung empirische Befragung Mittelständler		
Literaturverzeichnis		

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Definition Mittelstand.....	7
Tabelle 2:	Übersicht der Hochbausegmente.....	34
Tabelle 3:	Risikoallokation bei projektfinanzierten PPP-Hochbauprojekten.....	51
Tabelle 4:	Projektvolumina vertraglich gezeichneter PFI-Verträge in Großbritannien zwischen 2003 und 2008.	68
Tabelle 5:	An PFI beteiligte Bauunternehmen in Großbritannien zwischen 2004 und 2007.....	69
Tabelle 6:	An PFI beteiligte Hard Facility Management-Unternehmen in Großbritannien zwischen 2004 und 2007.....	69
Tabelle 7:	An PFI beteiligte Soft Facility Management-Unternehmen in Großbritannien zwischen 2004 und 2007.	70
Tabelle 8:	Fremdkapitalgeber in Großbritannien zwischen 2004 und 2007.....	71
Tabelle 9:	Eigenkapitalgeber in Großbritannien zwischen 2004 und 2007.....	75
Tabelle 10:	PPP-Ausschreibungen in Italien (2004-2009).....	90
Tabelle 11:	Gegenüberstellung PPP-Ausschreibung und PPP-Vertragsvergaben (2008)...	91
Tabelle 12:	Ausgeschriebene PPP-Projekte nach Sektoren im Jahr 2009.....	92
Tabelle 13:	PPP-Projekte 2009 nach Vertragsarten.	94
Tabelle 14:	Übersicht PPP-Projekte in Frankreich nach Hochbausegmenten (Zeitraum 01.01.2004 bis 30.09.2009)	106
Tabelle 15:	Verteilung Vertragsmodelle begonnene und vergebene Projekte.....	107
Tabelle 16:	Übersicht Beteiligungskapital Mittelständischer Beteiligungsgesellschaften. ...	160

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Gang der Untersuchung des Forschungsvorhabens	5
Abbildung 2: Akteure und Kontrakte einer idealtypischen Projektfinanzierung.....	26
Abbildung 3: Akteure und Kontrakte im Rahmen einer PPP-Projektfinanzierung.....	29
Abbildung 4: Intermediation.....	30
Abbildung 5: Intermediärsformen.....	32
Abbildung 6: PPP-Effizienzpyramide	35
Abbildung 7: Optimaler Risikotransfer und Effizienz.	37
Abbildung 8: Organisation und Vertragsstrukturen beim Betreibermodell	38
Abbildung 9: Primär- und Sekundärmarkt für PPP.....	41
Abbildung 10: Fondskonzepte im Sinne von Primär- und Sekundärmärkten	42
Abbildung 11: Die Finanzierung von PPP-Hochbauprojekten in Deutschland.....	43
Abbildung 12: PPP-Projektfinanzierungen im Hochbau.	44
Abbildung 13: Investitionsvolumina projektfinanzierter PPP-Projekte im Hochbau.	45
Abbildung 14: Risiko und Cashflow - Entwicklung im Lebenszyklus von PPP-Projekten.	54
Abbildung 15: PPP-Vergabeverfahren.....	57
Abbildung 16: PFI Verträge in Großbritannien zwischen 1998 und 2008.....	67
Abbildung 17: Finanzierungsquellen für PFI-Projekte in Großbritannien zwischen 2004 und 2007.	72
Abbildung 18: Verhältnis FK/EK für PFI-Projekte in Großbritannien zwischen 2004 und 2007.	72
Abbildung 19: Finanzierungsstruktur für PFI-Projekte Großbritannien.....	73
Abbildung 20: Vergabeverfahren von PPP-Projekten auf Initiative der Privatwirtschaft.	89
Abbildung 21: Dauer PPP-Vergabeverfahren im Vergleich zur konventionellen Realisierung in Frankreich.	105
Abbildung 22: Vergebene PPP-Projekte in Frankreich nach Hochbausegmenten.	107
Abbildung 23: Investoren des FIDEPPP.....	111
Abbildung 24: Publikumsfonds vs. Spezialfonds.....	119
Abbildung 25: Risiko-/Renditediagramm der wichtigsten Assetklassen	122
Abbildung 26: Beteiligungsprozess eines Offenen Immobilienpublikumsfonds an einer PPP-Projektgesellschaft	123
Abbildung 27: Beteiligungsprozess Offener Immobilienspezialfonds	127
Abbildung 28: Rendite-Risiko-Relation geschlossener Immobilienfonds (Stand 01.01.2009).....	135
Abbildung 29: Nutzungsarten geschlossener und offener Immobilienfonds (Stand 31.03.2009).	136
Abbildung 30: Beispiel einer Strukturierung der Beteiligung eines geschlossenen Immobilienfonds.	138

Abkürzungsverzeichnis:

AnIV	-	Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen
AOT-LOA	-	Autorisation d'Occupation Temporaire – Location avec Option d'Achat
ARGE	-	Arbeitsgemeinschaft
BaFin	-	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BEA	-	Bail Emphytéotique Administratif (Verwaltungserbpachtvertrag)
BEH	-	Bail Emphytéotique Hospitalier (Krankenhauserbpachtvertrag)
CF	-	Cashflow
c.p.	-	ceteris paribus
CP	-	Contrat de Partenariat
DBFO	-	design, build, finance, operate
Difu	-	Deutsches Institut für Urbanistik
DRSC	-	Deutsches Rechnungslegungs Standard Committee
EFRAG	-	European Financial Advisory Group
EFRE	-	Europäischer Fonds für regionale Entwicklung
EK	-	Eigenkapital
EStG	-	Einkommensteuergesetz
EBWE	-	Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung
EnEV	-	Energieeinsparverordnung
FBOOT	-	finance, build, own, operate, transfer
FCTVA	-	Fonds de Compensation pour la TVA
FI	-	Finanzintermediär
FK	-	Fremdkapital
FM	-	Facility Management
FRIS	-	Fondo Rotativo per le Infrastrutture strategiche (Revolvierender Fonds für strategische Infrastrukturprojekte)
GbR	-	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GmbH	-	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GREIT	-	German Real Estate Investment Trust
GU	-	Generalunternehmer
HM	-	Her Majesty's
HL	-	Hannover Leasing
IAS	-	International Accounting Standard
IASB	-	International Accounting Standards Board
IFSL	-	International Financial Services London
InvÄndG	-	Investmentänderungsgesetz
InvG	-	Investmentgesetz

k.A.	-	Keine Angabe
KMU	-	Kleine und mittelständische Unternehmen
LHO	-	Landeshaushaltsordnung
Ltd	-	Private Limited Company
LU	-	London Underground
Mio.	-	Millionen
Mrd.	-	Milliarden
OJEU	-	Official Journal of the European Communities
PAAMinE	-	Pro-Active Accounting Activities in Europe
PF	-	Projektfinanzierung
PFI	-	Private Finance Initiative
PLC	-	Public Limited Company
PPP	-	Public Private Partnership
PSC	-	Public Sector Comparator
ÖPP	-	Öffentlich Private Partnerschaften
REIT	-	Real Estate Investment Trust
REITG	-	Gesetz zur Schaffung deutscher Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen
SEML	-	Société d'Economie Mixte Locale (Gemischtwirtschaftliche Gesellschaft)
SFIX	-	Spezial Fonds Immobilien Index
SIIQ	-	Società di Investimento Immobiliare Quotata (italienischer REIT)
SoPC	-	Standardisation of PFI Contracts
SPC	-	Special Purpose Company
SPV	-	Special Purpose Vehicle
UTFP	-	Unità tecnica Finanza di Progetto
VAG	-	Versicherungsaufsichtsgesetz

1 Einleitung

1.1 Ausgangssituation und Problemstellung

In Anbetracht der angespannten Haushaltslage von Bund, Ländern und Kommunen sowie des bestehenden Investitionsstaus im Hochbau ist die öffentliche Hand dazu angehalten, im Rahmen der Erfüllung ihrer gesetzlichen und verfassungsrechtlichen Aufgaben neue Wege zu gehen.¹

Public Private Partnership (PPP) oder Öffentlich Private Partnerschaft (ÖPP) stellt unter gewissen Umständen eine effiziente Alternative zur konventionellen Eigenrealisierung dar. Das zentrale Motiv für PPP ist die Erwartung von Effizienzgewinnen bei Bau und Bewirtschaftung des Gebäudes und eine daraus resultierende Entlastung der öffentlichen Haushalte.²

PPP hat, ähnlich wie in europäischen Nachbarstaaten, stark an Bedeutung gewonnen. Bereits gemäß Wolfgang Tiefensee, ehemaliger Minister für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung, besteht eine klare politische Zielsetzung, die PPP-Quote in Deutschland deutlich zu erhöhen.³ Dieser Weg wird unverändert durch das BMF und den Finanzminister Wolfgang Schäuble weitergeführt. Dies verdeutlicht das folgende Zitat: „Es ist erklärtes Ziel der Bundesregierung, den Anteil von ÖPP an den öffentlichen Investitionen erheblich anzuheben, um öffentliche Beschaffungen wirtschaftlicher zu gestalten.“⁴

Die PPP-typische privatwirtschaftliche Abdeckung des gesamten Lebenszyklus und insbesondere die Erbringung von langfristigen Finanzierungsleistungen bei öffentlichen Aufträgen stellen sowohl die operativen Projektbeteiligten wie Bauunternehmen, Betreiber und Banken als auch die öffentlichen Auftraggeber vor neue Herausforderungen. Im Rahmen der Finanzierung spielt das Aufbringen des erforderlichen Eigenkapitals als Grundlage für den Risikotransfer bei Projektfinanzierungen eine zentrale Rolle.

Die langfristigen Eigenkapitalanforderungen der Vorhaben übersteigen teilweise die eingeschränkten Finanzierungsmöglichkeiten von industriellen Sponsoren wie Bauunternehmen oder Facility Managern. Zudem geht die langfristige Beteiligung an PPP-Projekten nur zum Teil mit deren unternehmerischer Zielsetzung konform. Aufgrund der eingeschränkten Finanzierungsmöglichkeiten und -interessen industrieller Sponsoren, des voraussichtlich steigenden Marktvolumens und der langfristigen Ausrichtung von PPP-Konzeptionen sind neue Eigenkapitalfinanzierungslösungen erforderlich.⁵

Zur Deckung des Eigenkapitalbedarfs kommt vornehmlich die Integration von spezialisierten Finanzintermediären in Betracht. In Deutschland befindet sich die Integration dieser Finanzintermediäre noch in der Entwicklungsphase. Zum Einen ist das Marktvolumen für

¹ Vgl. Littwin, F. (2006), S. 1.

² Siehe dazu weiterführend Jacob, D.; Kochendörfer, B. (2002).

³ Vgl. u. a. Die Deutsche Bauindustrie (2006); Scherer-Leydecker, C. (2008).

⁴ Vgl. Internetauftritt Bundesministerium für Finanzen zum Thema PPP/ÖPP, abrufbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/nn_39840/DE/BMF_Startseite/Service/Glossar/O/004_oeffentlich_Private_Partnerschaft.html (Stand 14.12.2009).

⁵ Vgl. dazu Riebeling, K.-H. (2009); Cordes, S. (2009).

PPP-Beteiligungen relativ gering, und es konnten sich bisher keine standardisierten Beteiligungslösungen etablieren. Zum Anderen erscheint es fraglich, ob die in Deutschland bestehenden Rahmenbedingungen aus Perspektive der verschiedenen Projektbeteiligten für effiziente Beteiligungsstrukturen geeignet sind. Darüber hinaus stellen Beteiligungen an PPP-Projekten Neuerungen sowohl für viele Finanzintermediäre als auch für den Großteil der anderen Projektbeteiligten dar. Aus dieser Konstellation können Ineffizienzen bei der Projektvergabe und -umsetzung sowie negative Effekte auf den gesamten PPP-Markt resultieren.

1.2 Zielsetzung

Die Zielsetzung des vorliegenden Forschungsprojektes besteht darin, markt- und umsetzungsorientierte Eigenkapitallösungen für projektfinanzierte PPP-Projekte sowie Gestaltungslösungen der dafür notwendigen Rahmenbedingungen zu entwickeln.

Die Entwicklung von Lösungsansätzen für Eigenkapitalbeteiligungen basiert im Wesentlichen auf der Erfassung und Analyse der Finanzierung und anderer Spezifika von PPP-Vorhaben, z. B. des PPP-spezifischen Beteiligungsprozesses sowie der projektspezifischen Integrationsfähigkeit von Beteiligungsinstrumenten bzw. Investoren und mittelständischen Unternehmen auf dem deutschen PPP-Markt. Bei der Betrachtung von Eigenkapitalbeteiligungen erfolgt überdies eine Differenzierung in Primär- und Sekundärmarkt.

Im Rahmen der Schaffung von Gestaltungslösungen für die Rahmenbedingungen auf dem deutschen PPP-Markt muss deren Einfluss auf Eigenkapitalbeteiligungen Berücksichtigung finden. In die Betrachtung der Rahmenbedingungen in Deutschland fließen insbesondere die Marktentwicklung, das PPP-Vergabeverfahren, der PPP-Standardisierungsprozess sowie ausgewählte PPP-spezifische rechtliche Rahmenbedingungen ein.

Die Markt- und Umsetzungsorientierung der Lösungsansätze ist für den jungen deutschen PPP-Markt, der sich insbesondere unter dem Aspekt der Eigenkapitalfinanzierung in einer Entwicklungsphase befindet, von essentieller Bedeutung, um die Finanzierbarkeit von PPP-Projekten sicherzustellen. Die Erfüllung dieser Anforderungen soll zum Einen durch eine vergleichende Länderstudie erfolgen, die die Entwicklung in vergleichbaren, gleichzeitig fortgeschritteneren PPP-Märkten reflektiert. Zum Anderen sollen die theoretischen Überlegungen in einer zweistufigen empirischen Untersuchung (Fragebogen, Expertenbefragung Finanzintermediäre) praktisch erweitert werden.

Aufgrund der durch die Finanzmarktkrise veränderten Bedingungen auf den Finanzmärkten und einer daraus resultierenden erschwerten Kreditaufnahme sind die damit verbundenen neuen Herausforderungen für PPP-Projekte bei der Untersuchung des Forschungsgegenstandes zu berücksichtigen.

Als zentrale Ergebnisse der vorliegenden Studie gilt es, konkrete Handlungsempfehlungen für Eigenkapitalbeteiligungen an PPP-Projekten in Deutschland sowie die Gestaltung projektfinanzierter PPP-Projekte unter Einbeziehung des Mittelstands abzuleiten. Die Handlungsempfehlungen sollen die Grundlagen für weitere Effizienzgewinne und insbesondere effiziente (Eigenkapital-)Finanzierungsstrukturen bei PPP-Vorhaben schaffen.

1.3 Gang der Untersuchung und Methodik

1.3.1 Gang der Untersuchung

Das Forschungsvorhaben mit der unter 1.2 beschriebenen Zielsetzung bedient sich zwei unterschiedlicher methodischer Herangehensweisen. Zum Einen werden auf theoretischer Basis mittels Auswertung relevanter Literatur die bisherigen Grundlagen auf nationaler sowie internationaler Ebene zur Beteiligung von externem Eigenkapital an PPP-Projekten dargestellt. Zum Anderen werden jeweilige Experten aus den Bereichen a) der Finanzintermediation anhand eines standardisierten Fragebogens und b) des Mittelstandes anhand eines strukturierten Interviewleitfadens für eine empirische Erhebung befragt. Die genauere Beschreibung der empirischen Methodik ist unter 1.3.2 und 1.3.3 dargestellt.

Für die Ausarbeitung der theoretischen Grundlagen in **Kapitel zwei** wird folgendes Vorgehen gewählt: Die Begriffe Finanzierung und Public Private Partnership werden zunächst unabhängig voneinander untersucht. Der Teilbereich Finanzierung geht dabei auf die für das Thema zentralen Aspekte Eigenkapital, Risiko und Rendite, Projektfinanzierung und Finanzintermediäre ein. Die Ausführungen zum Teilbereich Public Private Partnership mit dem Fokus öffentlicher Hochbau beschäftigen sich mit den Aspekten Effizienztreiber, Finanzierung, Gesellschafterstruktur sowie Primär- und Sekundärmarkt. Der die beiden vorherigen zusammenführende Untersuchungsgegenstand Projektfinanzierungen bei PPP bildet darauf aufbauend ein eigenständiges **Kapitel drei**, in welchem neben zentralen Charakteristika und einer Betrachtung der bisher projektfinanzierten PPP-Projekte (siehe Anhang 1) die Finanzierungs- und Risikostruktur untersucht und zusammenfassend erste Vorschläge zur Verbesserung der Rahmenbedingungen erarbeitet werden.

In einem zweiten Schritt werden vergleichende Länderstudien in **Kapitel vier** durchgeführt. Die Zielsetzung dieser Studien besteht darin, literaturbasiert Rahmenbedingungen, Marktentwicklungen sowie die Entwicklung des PPP-Beteiligungsmarktes länderspezifisch zu erfassen. Die Länderstudien untersuchen die PPP-Märkte in Großbritannien, Italien und Frankreich. Um die Vergleichbarkeit und Auswertbarkeit der Ergebnisse zu gewährleisten, ist im Rahmen der Durchführung eine gewisse Standardisierung erfolgt. Die Länderstudien sind jeweils in die Teilbereiche länderspezifische Rahmenbedingungen, länderspezifische Marktentwicklungen und Eigenkapitalbeteiligungen sowie die Erläuterung eines entsprechenden Praxisbeispiels untergliedert. Um eventuell auftretende Informationslücken während der länderspezifischen Untersuchung zu schließen, wird auch hier eine Kontaktaufnahme und Befragung von Experten des jeweiligen PPP-Marktes mit einbezogen. Die Ergebnisse der Länderstudien werden gegenübergestellt und bewertet und ihre Übertragbarkeit auf den deutschen Markt erörtert.

In die nachfolgenden beiden **Kapitel fünf** und **sechs** fließen die Erkenntnisse und Aussagen ein, die – ausgehend von den gelegten theoretischen Grundlagen – durch die empirischen Befragungen gewonnen werden konnten. In Kapitel vier werden die Möglichkeiten einer Eigenkapitalbereitstellung von Beteiligungsinstrumenten und ausgewählten Investoren am deutschen PPP-Markt untersucht. Diese Analyse umfasst eine Untersuchung folgender Finanzintermediäre: Offene Immobilienfonds, ÖPP-Fonds, Geschlossene Fonds, REITs, Versicherungsunternehmen und Pensionskassen sowie Stadtentwicklungsfonds und REPE. Dabei werden die Aspekte Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen, Rendite-Risiko-Profil sowie

eine Beteiligung an PPP-Projekten betrachtet. Anschließend wird die Besteuerung der einzelnen PPP-Beteiligungsinstrumente und Investoren dargestellt.

In Kapitel sechs werden mit besonderer Betrachtung mittelständischer Leistungserbringer der PPP-Beteiligungsprozess und die Bereitstellung externen Eigenkapitals nach den Gesichtspunkten Leistungen von Finanzintermediären, Profil und Anforderungen mittelständischer Unternehmen sowie deren Zusammenarbeit mit PPP-Beteiligungsinstrumenten und Investoren erforscht. Abschließend wird die Rolle von Förderbanken und mittelständischen Beteiligungsgesellschaften im PPP-Beteiligungsprozess untersucht.

Kapitel sieben fasst die gewonnenen Erkenntnisse kapitelweise zusammen.

Die Methodik bzw. die Vorgehensweise des Forschungsvorhabens ist in der folgenden Abbildung 1 noch einmal zusammenfassend dargestellt.

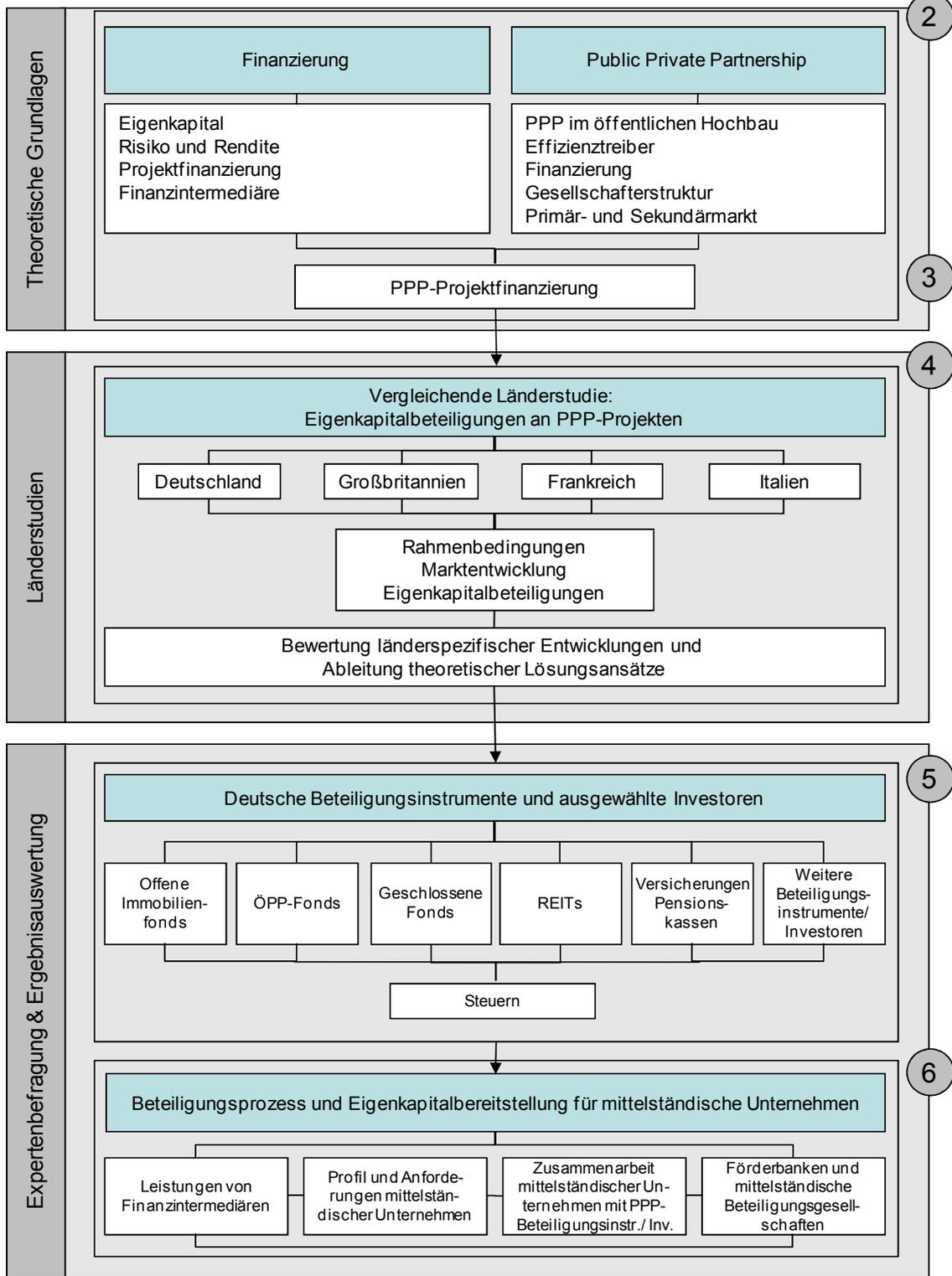


Abbildung 1: Gang der Untersuchung des Forschungsvorhabens⁶

⁶ Quelle: Eigene Darstellung.

1.3.2 Methodik Fragebogen und Expertenbefragung Finanzintermediäre (Großbritannien, Italien, Frankreich, Deutschland)

Im Rahmen der empirischen Erhebung werden Finanzierungslösungen für PPP-Projekte evaluiert. Der hierfür erarbeitete standardisierte Fragebogen umfasst insgesamt 22 Fragen, die sich auf die Themengebiete projektfinanzierte PPP-Projekte im Hochbau (Fragen 1 bis 6), Eigenkapitalbeteiligungen (Fragen 7 bis 8), Risiko und Rendite (Fragen 9 bis 12), Beteiligungsprozess (Fragen 13 bis 15), Bietergemeinschaft (Frage 16) sowie Entwicklung des Beteiligungsmarktes und Bewertung der Rahmenbedingungen (Fragen 17 bis 22) beziehen.

Insgesamt wurden in Deutschland 19 Interviews geführt, und zwar mit Vertretern von offenen und geschlossenen Fonds, Versicherungen, Pensionskassen und REIT's. Da der PPP-Beteiligungsmarkt in Deutschland jedoch noch nicht weit genug entwickelt ist, wurden auch Akteure aus dem Bereich Fremdkapital mit Hilfe einer reduzierten Version des Fragebogens interviewt. Die Interviews wurden vorwiegend vor Ort geführt. Die gewonnenen Ergebnisse fließen direkt in das Kapitel fünf zu den jeweiligen Beteiligungsinstrumenten sowie in das Kapitel sechs ein. Die Einbindung der Ergebnisse erfolgte unter Angabe der Zitierung „Empirische Erhebung“ in den jeweiligen Fußnoten. Sofern von den interviewten Personen über den standardisierten Fragebogen hinausgehende relevante Informationen gewonnen werden konnten, wurden diese unter Angabe der Zitierung „Experteninterview“ mit einbezogen.

Für die jeweiligen Länderstudien zu Großbritannien, Italien und Frankreich wurden jeweils zwei Vertreter von ausländischen Finanzintermediären interviewt. Die Ergebnisse fließen direkt in die jeweiligen Länderstudien ein. Die Zitierung erfolgte analog zu den in Deutschland interviewten Personen.

Die Auswertung der Ergebnisse der empirischen Befragungen befindet sich in Anhang 2.

1.3.3 Methodik Expertenbefragung Mittelstand

Um die im Rahmen der standardisierten Expertenbefragung von Finanzintermediären gewonnenen Ergebnisse auf ihre praktische Umsetzbarkeit hin zu prüfen, wurden in einer zweiten Befragung Interviews mit PPP-erfahrenen mittelständischen Unternehmen der Bauindustrie durchgeführt. Ziel der Gespräche war die Identifikation von Anforderungen an das Leistungsprofil von Finanzintermediären und eine grundlegende Bewertung der deutschen Beteiligungsinstrumente und Investoren hinsichtlich ihrer Eignung für eine mögliche Zusammenarbeit mit mittelständischen Unternehmen (Kapitel sechs).

Die Definition kleiner und mittelständischer Unternehmen (KMU) des Deutschen Instituts für Mittelstandsforschung (IfM) und die Empfehlung der EU-Kommission unterscheiden sich hinsichtlich der angewandten Grenzwerte. Für die deutsche Bauindustrie ist auf Grund der Wesensmerkmale des Baugewerbes und der herrschenden Marktstrukturen keine der beiden Definitionen uneingeschränkt anwendbar. Bauunternehmen, die Projekte mit einem für Projektfinanzierungen erforderlichen Mindestinvestitionsvolumen realisieren können, lassen sich regelmäßig nicht in die Mittelstandsdefinition der IfM bzw. der EU-Kommission einordnen. Aus diesem Grunde wird im Rahmen des Forschungsvorhabens eine andere Definition gewählt: Ein mittelständisches Unternehmen zeichnet sich dadurch aus, dass es

weniger als 500 Personen beschäftigt und sein Jahresumsatz 100 Mio. Euro oder seine Bilanzsumme 86 Mio. Euro nicht übersteigen. Außerdem wird das Kriterium des familiengeführten Unternehmens hinzugefügt.

In Tabelle 1 werden die angesprochenen Definitionen zum Mittelstand gegenübergestellt. Es wird deutlich, dass die dem Forschungsvorhaben zugrunde gelegte Definition dem Zweifachen der Anforderungen der Europäischen Kommission entspricht.

Tabelle 1: Definition Mittelstand

	Institut für Mittelstandsforschung	Europäische Kommission	Forschungsprojekt
Zahl der Beschäftigten	10 bis 499	bis 249	bis 499
Umsatz p.a.	bis 50 Mio. Euro	bis 50 Mio. Euro	bis 100 Mio. Euro
Bilanzsumme p.a.	-	bis 43 Mio. Euro	bis 86 Mio. Euro
Konzernunabhängigkeit	völlig oder weitgehend	Kapitalbeteiligungen über 25 % und verbundene Unternehmen werden einbezogen	familiengeführt oder mehrheitlich in Familienbesitz

Für die Auswahl der zu befragenden mittelständischen Unternehmen wurde weiterhin das Kriterium der PPP-Erfahrung hinzugefügt.

Insgesamt wurden vom Projektbeirat zehn mittelständische Unternehmen ausgewählt, wovon fünf befragt wurden. Die Interviews erfolgten auf Basis eines strukturierten Interviewleitfadens und wurden im Rahmen von Direkt- oder Telefoninterviews durchgeführt. Die gewonnenen Ergebnisse flossen direkt in Kapitel sechs ein. Die Einbindung der Ergebnisse erfolgt unter Angabe der Zitierung „Experteninterviews“ in den jeweiligen Fußnoten.

Die Ergebnisse der Interviews sind diesem Forschungsbericht in Anhang 3 beigefügt.

2 Theoretische Grundlagen

2.1 Finanzierung

2.1.1 Eigenkapital

Der Begriff des Eigenkapitals gehört ebenso zu den zentralen wie den schwierig zu fassenden Begriffen der Betriebswirtschaftslehre. Dieser Zustand liegt auch darin begründet, dass ökonomische wie juristische Abgrenzungen zu berücksichtigen sind⁷. Die folgende Einleitung gibt zunächst einen kurzen Überblick zu gegenwärtigen (konkurrierenden) Begriffsverständnissen, um anschließend auf eine betriebswirtschaftliche Abgrenzung anhand bestimmter *Kernkriterien* bzw. vom Eigenkapital ausgeübter *Funktionen* zu rekurrieren.

Das Eigenkapital eines Unternehmens ergibt sich in einer herkunftsorientierten Sicht aus der Summe der durch seine Eigentümer (Eigenkapitalgeber) bereitgestellten Finanzmittel. Diese können einem Unternehmen entweder von außen oder durch Verzicht auf Gewinnausschüttung zur Verfügung gestellt werden.⁸ Bilanziell schlagen sich solche Mittelzuführungen in einer entsprechenden Passivposition nieder. Indes bemisst sich deren Höhe nicht nur hiernach, sondern auch nach den Veränderungen der sonstigen Bilanzpositionen, da das Eigenkapital zwischen aktivischen Vermögens- und passivischen Schuldenpositionen der Unternehmung eine (Verlust-) *Pufferfunktion* übernimmt. Darüber hinaus können Positionen existieren, die sich zwar nicht bilanziell niederschlagen, dem wie vorgenannt bilanzierten Eigenkapital aber ebenbürtig sind und ihm daher ökonomisch zuzurechnen wären – wie etwa das Privatvermögen persönlich haftender Gesellschafter. Eigenkapital kann demnach in bilanzielles Eigenkapital und wirtschaftliches Eigenkapital unterschieden werden.⁹

Aufgrund seiner besonderen Bedeutung gehört der bilanzielle Eigenkapitalbegriff auch zu den zentralen Themen der aktuellen, auf internationale Harmonisierung gerichteten Überarbeitung der Rechnungslegungsnormen. Internationale Verbände und Fachausschüsse für externe Rechnungslegung diskutieren nicht zuletzt eine einheitliche Abgrenzung von Eigen- zu Fremdkapital auf globaler Ebene. Vom *IASB (International Accounting Standard Board)* wurde im Jahr 2008 eine überarbeitete Fassung des International Accounting Standard (*IAS*) 32 vorgelegt, welche zum 1.1.2009 erstmalig Anwendung gefunden hat.¹⁰ Dieser grenzt Eigenkapital von Fremdkapital nach den Rückforderungsmöglichkeiten und -modalitäten der Kapitalgeber ab, wodurch *kündbare* Finanzinstrumente per se als finanzielle *Verbindlichkeiten* und mithin nicht als Eigenkapital anzusehen sind.¹¹

⁷ Vgl. sehr einprägsam bereits Gerke, W.; Philipp, F. (1985), S. 39.

⁸ Vgl. bereits Gutenberg, E. (1980), S. 128f., aktuell analog etwa Rudolph, B. (2006), S. 5; Steiner, M. et al. (2006), S. 1350f. Letztere wird traditionell als „Selbstfinanzierung“ verstanden, vgl. einleitend Süchting, J. (1995), S. 23f. sowie unten Kapitel 2.1.1.3.

⁹ § 272 Abs. 1 Satz 1 HGB definiert bilanzielles Eigenkapital als gezeichnetes Kapital, welches auf die Haftung der Gesellschafter für die Verbindlichkeiten der Kapitalgesellschaft gegenüber den Gläubigern beschränkt ist. Vgl. Röver, J.-H. et al. (2008), S. 741.

¹⁰ Vgl. Steiner, M. et al. (2006), S. 1357.

¹¹ Vgl. aktuell Barckow, A. (2008), S. 312; Müller, S. et al. (2008), S. 1113.

Um die Diskussion weiter voranzutreiben, wurden von der *Pro-Active Accounting Activities in Europe (PAAMinE)* als europäische Gegeninitiative in Zusammenarbeit mit der *European Financial Advisory Group (EFRAG)* unter Federführung des *Deutschen Rechnungslegungs Standard Committees (DRSC)* der so genannte „*Loss Absorption Approach*“ vorgelegt. Anders als der *IAS 32*, welcher Eigenkapital nach seiner Abwesenheit von Rückzahlungsansprüchen der Kapitalgeber definiert, sieht dieser Eigenkapital als Risikokapital und folglich als gegeben an, wenn eine Passivposition Risiken i. S. einer Verlustteilnahme absorbiert.¹²

Wirtschaftliches Eigenkapital hingegen ist dasjenige Kapital, das einer Unternehmung insgesamt und tatsächlich als (haftende) Eigenmittel zur Verfügung steht. Es ist vor allem bei Fragen der Verlusttragfähigkeit, also ex ante im Rahmen von Kreditwürdigkeitsprüfungen oder -ratings sowie ex post im planmäßigen Liquidations- bzw. Insolvenzverfahren relevant.¹³

2.1.1.1. Abgrenzung Eigenkapital zu Fremdkapital

Werden die beiden Begriffe Eigen- und Fremdkapital, aus finanzierungstheoretischer Sicht entlang der beiden Wörter „eigen“ und „fremd“ gedeutet, lässt sich zunächst folgende Unterscheidung treffen. Eigenkapital wären demnach Geldmittel, die sich in Besitz und Eigentum eines Unternehmers befinden. Fremdkapital wären demgegenüber Geldmittel, die er von „(unternehmens-)fremden“ Kapitalgebern unter Vereinbarung bestimmter Konditionen erhalten hat und die dadurch in seinen Besitz, nicht aber in sein Eigentum übergegangen sind. In der Folge kann Eigenkapital nicht nur in Form von Geldmitteln übersetzt werden, sondern allgemein als (Gegenposition von) des insoweit freien Vermögens bezeichnet werden, als dass darauf von „fremden“ Stakeholdern kein Anspruch erhoben werden kann. Mitunter wird solches Eigenkapital von Eigentümern nicht in Form von Finanz-, sondern in Form von Sachmitteln (z.B. Grundstücke, Maschinen) bzw. Nutzungsrechten daran zur Verfügung gestellt. Fremdkapital weist hingegen regelmäßig einen Geldwertcharakter auf.¹⁴

Sinnvoller als die alleinige Orientierung an der Mittelherkunft bzw. der Einordnung des Mittelgebers aus juristischer Sicht erscheint für ökonomische Zwecke indes eine Abgrenzung des Eigenkapitals anhand bestimmter Kriterien. Die Fachliteratur stellt hierfür zahlreiche Kataloge zur Verfügung, deren Überschneidungsbereich nachfolgend aufgezeigt wird.

Durchaus in Übereinstimmung mit den angeführten aktuellen Abgrenzungsversuchen gilt: Eigenkapital wird einer Unternehmung auf unbestimmte Zeit zur Verfügung gestellt und haftet in letzter Instanz für die durch die Unternehmung eingegangenen Risiken.¹⁵ Die Ansprüche des Kapitalgebers auf laufende Bedienung bzw. Rückzahlung des Kapitals orientieren sich an seiner Beteiligungsquote und dem Projekterfolg. Durch Bereitstellung von Eigenkapital erhält ein Investor gewisse Einfluss- und Kontrollrechte, wie bspw. die Geschäftsführungsbefugnis, welche sich am Nominalkapital bzw. nach Köpfen orientiert.¹⁶

¹² Vgl. VÖB (2008).

¹³ Vgl. Röver, J.-H. et al. (2008), S. 742.

¹⁴ Vgl. Deppe, H.-D. (1973), S. 60f. sowie aktuell zur Abgrenzung „nach der Rechtsstellung der Kapitalgeber“ Wöhe, G. et al. (2009), S. 22ff.

¹⁵ Vgl. – neben den nachfolgenden Quellen im PPP-Kontext – Boll, P. (2007), S. 103.

¹⁶ Vgl. Steiner, M. (2006), S. 1351.

Fremdkapital wird hingegen nur für eine begrenzte Zeit einer Unternehmung überlassen und ist an vertraglich bestimmte Kreditkonditionen gebunden. Dabei wird die Dauer der Kapitalüberlassung, die Höhe zu zahlender Zinsen und die Ausgestaltung von Einwirkungs- und Informationsrechten sowie die Bereitstellung bestimmter Sicherheiten bestimmt.¹⁷

Aus diesen Definitionen lassen sich folgende in der deutschen finanztheoretischen Literatur gängigen Abgrenzungskriterien für Eigenkapital ableiten.¹⁸

- Anspruchsgrundlage: Eigenkapitalgeber besitzen keine nominal, sondern eine quotale (Beteiligungsquote) bestimmte Anspruchsbasis gegenüber der von ihnen finanzierten Institution.
- Erfolgsanspruch: Die Vergütung von Eigenkapitalgebern geschieht erfolgsabhängig und residual, bei Fremdkapitalgebern nach einem vertraglich vereinbarten Nominalanspruch (im Sinne eines erfolgsunabhängigen festen Zinses).¹⁹
- Verlustteilnahme/Haftung: Die Erfolgsabhängigkeit umfasst insbesondere auch den Verlustfall, in welchem Eigenkapital Verluste zugunsten des Fremdkapitals auffängt, in der Verlustteilnahme spiegelt sich die haftende Wirkung von Eigenkapital wider. Im Falle einer Insolvenz droht dem Eigenkapitalgeber der Einbehalt seines gesamten eingebrachten Kapitals.²⁰ Umgekehrt lässt sich dieses Kriterium formulieren als fehlende Vereinbarung von Sicherungsabreden: Für die Aufnahme von Fremdkapital verlangt der Kapitalgeber zur Risikoverringerung der Nichtleistung des Schuldendienstes gewisse Sicherheiten vom Kapitalnehmer. Diese liegen entweder in der Bereitstellung von Eigenkapital oder in der Vereinbarung von Kreditaufgaben, so genannter Covenants bzw. Verpflichtungen Dritter, wie z. B. Bürgschaften, Vertragseintrittsrechte oder Garantien. Werden vom Kapitalgeber für die Bereitstellung von Geldmitteln keinerlei Sicherheiten verlangt, wäre demnach darauf zu schließen, dass es sich um eine Finanzierung mit Eigenkapital handelt.²¹
- Längerfristigkeit der Kapitalüberlassung: Idealtypisch wird Eigenkapital unbefristet überlassen. Das Merkmal einer unbegrenzten bzw. zumindest längerfristigen Kapitalüberlassung ist als Ausgestaltungsmerkmal für Eigenkapital allerdings umstritten, da auch Eigenkapital (z.B. das Aktienkapital einer AG) der Gesellschaft nicht im engeren Sinne ohne jede Frist („ewig“) zur Verfügung steht. Die Festlegung eines konkreten Zeitrahmens wiederum ist – nicht nur angesichts der Existenz „ewiger Anleihen“ ebenfalls problematisch. In der Literatur wird die Kapitalbereitstellung von 15 bis 25 Jahren als langfristig qualifiziert.²² Wichtiger als eine solche quantitative Festlegung erscheint daher die Tatsache, dass idealtypisches Eigenkapital kein förmliches Recht

¹⁷ Vgl. Boll, P. (2007), S. 106.

¹⁸ Vgl. Müller, S. et al. (2008), S. 1109 ff. Vgl. für kompaktere Kriterienkataloge stellvertretend Süchting, J. (1995), S. 27ff.; Horsch, A. et al. (2007), S. 378f.

¹⁹ Vgl. Bitz, M. (2005), S. 10.

²⁰ Alternativ lässt sich ein Kriterium der Nachrangigkeit formulieren, das auf den Residualcharakter der Eigenkapitalgeberansprüche bei der Verteilung laufender Erfolge oder des Vermögens der Unternehmung abstellt, vgl. entsprechend Müller, S. et al. (2008), S. 1110.

²¹ Vgl. Müller, S. et al. (2008), S. 1111.

²² Vgl. Müller, S. et al. (2008), S. 1110. Ausführlich zu einer Unterscheidung zwischen „kündbarem“ und insoweit einem Kapitalentzug ausgesetzten und anderem Eigenkapital vgl. auch bereits Gutenberg, E. (1980), S. 130ff.

auf Rückzahlung enthält, wohingegen die Vergabe von typischem Fremdkapital, wie einem Darlehen, immer mit dem Recht der Rückzahlung verbunden ist.²³

- Leitung: Mit der Einbringung von Eigenkapital übernimmt der Eigenkapitalgeber Haftungsfunktion bzw. das unternehmerische Risiko für ein Projekt. Als Entschädigung dafür und um dieses Risiko besser kontrollieren zu können, werden ihm bestimmte Mitwirkungs-, Kontroll- und Informationsrechte zugesprochen. Zu den Mitwirkungsrechten zählen bspw. die Teilnahme an den Entscheidungsprozessen in Gesellschafterversammlungen oder gar die aktive Beteiligung an der laufenden Geschäftsführung. Zusätzliche Kontroll- und Informationsrechte sind insbesondere dann relevant, wenn Eigenkapitalgeber die Geschäftsführung angestellten Managern überlassen. In diesem Fall sollen Informationstransfers vom Management (Agents) an die Eigenkapitalgeber (Principals) die Wissensdefizite der Letzteren reduzieren.²⁴ Allerdings werden aus ganz analogen Informationsasymmetrien auch Fremdkapitalgebern regelmäßig solche Rechte als zusätzliche Sicherheiten versprochen, weswegen sie keinen eindeutigen Anhaltspunkt für Eigenkapital liefern²⁵; ein entsprechendes Kriterium lässt sich solide nur an wirklichen *Leitungsfunktionen* festmachen.

Erfüllt eine konkrete Mittelüberlassung sämtliche der vorgenannten Kriterien, wäre sie ökonomisch als Eigenkapital einzustufen. In vielen Fällen – z.B. dem gezeichneten Kapital einer AG – stimmt diese Klassifizierung mit der eingangs beschriebenen juristischen überein. Im Kontext dieser Arbeit interessierten demnach Personen oder Institutionen (ausgerichtet als Finanzintermediäre, vgl. dazu Kapitel 2.1.4), die einer Unternehmung (der Projektgesellschaft im Rahmen einer Projektfinanzierung, vgl. dazu Kapitel 2.1.3) auf quotaler, erfolgsabhängiger, residualer, nicht quantitativ befristeter, zur Mitwirkung berechtigender Basis Mittel zur Verfügung stellen. Nicht nur im Falle derart projektfinanzierter PPP-Vorhaben wird es indes dazu kommen, dass konkrete Mittelüberlassungen teilweise – aber eben nicht vollständig – vom dargestellten Idealtypus abweichen. Sie sind dann kein Eigenkapital i.e.S., aber ebenso wenig Fremdkapital i.e.S., sondern befinden sich in ökonomischer Sicht zwischen diesen beiden Idealformen. Diesen in der Realität bedeutsamen Zwischenformen der Finanzierung²⁶ ist daher der folgende Abschnitt gewidmet.

2.1.1.2. Mezzanine-Kapital

Neue Finanzierungsformen erschweren die Unterteilung von Finanzinstrumenten in klassisches Eigen- und Fremdkapital in zunehmendem Maße.²⁷ Dies erfordert eine Abkehr von der dichotomen Gliederung in Eigen- und Fremdkapital und die explizite Einführung einer dritten Form, die des *mezzaninen Kapitals*, welches eine Finanzierungsform zwischen

²³ Vgl. Barckow, A. (2008), S. 311.

²⁴ Vgl. einführend zu diesem klassischen Principal-Agent-Problem Rudolph; B. (2006), S. 180ff.

²⁵ Vgl. Knütel, C. et al. (2008), S. 394; Müller, S. et al. (2008), S. 1111.

²⁶ So die Bezeichnung bei Süchting, J. (1995), S. 120.

²⁷ Vgl. aktuell Wöhe, G. et al. (2009), S. 170ff.; Knabe, A.; Walther, U. (2005), S. 1. Vgl. dahingehend sehr einprägsam auch bereits Schmalenbach, E. (1966), S. 13ff.

idealtypischem Fremd- und Eigenkapital darstellt.²⁸ Darunter fallen alle (insoweit auch „hybrid“ genannten) Finanzinstrumente, die Eigenschaften sowohl von Fremd- als auch Eigenkapital aufweisen. Im Vergleich zu Eigenkapital ist mezzanines Kapital mit geringeren Mitbestimmungsrechten verbunden, trägt aber gleichzeitig weniger Risiken.²⁹ Gegenüber Fremd- ist mezzanines Kapital hingegen ebenso wie reines Eigenkapital nachrangig (besichert). Das heißt, dass es bei der Verteilung von Periodengewinnen ebenso wie von Liquidationserlösen bei einem Schuldnerausfall erst nach dem zum Fremdkapital, aber noch vor den Eigenkapitalgebern bedient wird.³⁰

Ein Vorteil von Mezzanine-Kapital gegenüber reinem Eigenkapital ist, dass durch seine Aufnahme zwar die Basis an nur erfolgsabhängig zu vergütendem, den Fremdkapitalgebern gegenüber haftendem Kapital verstärkt wird, gleichzeitig jedoch keine gesellschaftsrechtliche Beteiligung der Kapitalgeber an der Unternehmung erfolgt. Dem Mezzanine-Kapitalgeber werden zwar gewisse Zustimmungs- und Kontrollrechte zugesprochen, ein Mitspracherecht im Sinne eines Gesellschafters bleibt ihm aber verwehrt.³¹ Die Herrschaftsverhältnisse in der Unternehmung(sleitung) bleiben insoweit unverändert.

Unter bestimmten vertraglich zu bestimmenden Voraussetzungen hat Mezzanine-Kapital im Vergleich zu idealtypischem Fremdkapital wiederum den Vorteil, dass es als Eigenkapitalersatz die Eigenkapitalquote und somit die Bonität sowie damit den Kreditspielraum eines Unternehmens stärkt.³²

Nicht abschließend zu klären ist, was vor diesem Hintergrund zum Mezzanine Kapital zu zählen ist. Im Grunde fallen hierunter alle Überlassungen liquider Mittel, die Merkmale idealtypischen Eigen- wie Fremdkapitals auf sich vereinen. Im Rahmen wertpapiermäßig verbrieft – und deswegen zumindest in Teilen gesetzlich geregelter – Finanzierungsformen wären dies insbesondere Vorzugsaktien, Gewinnschuldverschreibungen, Genussrechte sowie Wandelschuldverschreibungen³³. Gegenüber dieser Enumeration finden sich im Bereich nicht-verbrieft Finanzierungen unterschiedlichste weitere Formen, die nach ihrem überwiegenden Charakter (in equity-like und debt-like) unterschieden werden können³⁴. Zum eher eigenkapitalnahen Equity Mezzanine (Junior Mezzanine, Sweet Equity) zählen etwa atypische stille Beteiligungen, zum eher fremdkapitalnahen Debt Mezzanine (Senior Mezzanine, Smart Loans) hingegen etwa nachrangige Darlehen.

Diese Charakterisierung lässt sich auch anknüpfend am zuvor vorgestellten Kriterienkatalog konkretisieren. Diesen Weg ist nicht zuletzt die Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD) gegangen: Zu den von ihr entwickelten Kriterien zählen, dass das Mezzanine-Kapital mindestens fünf bis sieben Jahre zur Verfügung steht, vertraglich keine ordentlichen

²⁸ Vgl. Küting, K. et al. (2008), S. 941. Der Begriff „mezzanin(e)“ ist der Architektur entlehnt, wo er Zwischenetagen zwischen Hauptstockwerken bezeichnet, vgl. – nicht nur zu dieser Begriffsherkunft – Rudolph, B. (2006), S. 351ff.

²⁹ Vgl. Boll, P. (2008), S. 110.

³⁰ In der Folge werden hieran aber auch höhere Renditeforderungen geknüpft, vgl. Boll, P. (2008), S. 110; Küting, K. et al. (2008), S. 941; sowie das folgende Teilkapitel 3.1.2.

³¹ Vgl. aktuell etwa Wöhe, G. et al. (2009), S. 173; Hingst, K.-M. (2008), S. 639.

³² Vgl. Hingst, K.-M. (2008), S. 639 f.

³³ Vgl. aktuell etwa Horsch, A. et al. (2007), S. 402ff., ausführlicher z.B. Süchting, J. (1995), S. 120ff., 246ff.

³⁴ Vgl. einführend etwa Rudolph, B. (2006), S. 352f.

Kündigungsrechte vereinbart wurden und im Falle der Insolvenz das Mezzanine-Kapital nur nachrangig bedient wird.³⁵

An dieser Stelle genügt zunächst diese grundsätzliche Einordnung von Mezzanine-Kapital zwischen Eigen- und Fremdkapital. Sie bietet einen Anknüpfungspunkt, um im weiteren Verlauf zu beurteilen, inwieweit solche Zwischenformen auch für die Ausstattung einer Projektgesellschaft im Rahmen PPP-finanzierter Vorhaben sinnvoll sind, ggf. sogar einen Ausweg im Falle einer Eigen- oder Fremdkapitallücke bieten können.

2.1.1.3. Eigenkapitalbeschaffung

Eine Unternehmung kann ihr Eigenkapital entweder von außen, also durch Zuführung von zwar nicht „fremden“, aber doch außerhalb stehenden Eigentümern erhalten oder von innen, genauer: aus (den Mittelzuflüssen im Zuge von) Umsatzprozessen bspw. durch die anschließende Einbehaltung von zahlungswirksam verdienten Gewinnen (Selbstfinanzierung) oder aus Vermögensumschichtungen und Rationalisierung beschaffen.³⁶ Folgerichtig wird demgemäß Außen- bzw. externe Finanzierung von Innen- bzw. interner Finanzierung unterschieden.

Es zeigt sich unmittelbar, dass auf die interne Finanzierung nur dann zurückgegriffen werden kann, wenn der Geschäftsbetrieb bereits aufgenommen wurde und damit Potentialausstattung und Umsatzprozesse bestehen. Gerade für die erstmalige Aufnahme des Geschäftsbetriebs ist eine Unternehmung daher auf die Zuführung von externem Eigenkapital angewiesen.³⁷ Wie genau diese Form der Eigenkapitalbeschaffung durch bei den originären oder hinzutretenden Gesellschaftern erhobene Mittelzuführungen erfolgt, bleibt den Beteiligten nicht vollständig allein überlassen. Die aus ökonomischer Sicht interessierende Mobilisierung von Eigentümerkapital ist vielmehr geregelt durch die juristischen Rahmenbedingungen, die an der Rechtsform der Unternehmung anknüpfen. Die Beteiligungsformen können nach der Höhe der Kapitalkosten und den Rechten und Pflichten der Gesellschafter differenziert werden. Die Rechtsform einer Unternehmung bzw. die dafür relevanten Normensammlungen (wie BGB, HGB, AktG, GmbHG, GenG und weitere) nehmen dabei insbesondere Einfluss auf die *Ausstattung*, d.h. auf seine Höhe und Stückelung, die Verzinsung, die Besteuerung und Haftung etc. des bereitgestellten Eigenkapitals³⁸ – und damit auch darauf, ob und inwieweit es sich nach ökonomischem Dafürhalten um „reines Eigen-“ oder aber mezzanines Kapital handelt.

Ferner determiniert die Rechtsform den Möglichkeitsbereich von Unternehmungen, sich originäres Gründungs- und später weiteres Eigenkapital zu beschaffen. Von besonderer Bedeutung ist hierbei die Differenzierung von Unternehmungen danach, ob sie Zugang zum organisierten Kapitalmarkt und damit zu wertpapiermäßig verbrieften Finanzmitteln (Public Equity) haben oder aber auf die Eigenkapitalbeschaffung jenseits der Börse (Private Equity) angewiesen sind. Sofern ihre Rechtsform ihnen den Kapitalmarktzugang erlaubt, haben

³⁵ Vgl. IFD (2009), S. 1.

³⁶ Vgl. zur Innen- bzw. Selbstfinanzierung i.e.S./i.w.S. einleitend Süchting, J. (1995), S. 23f. Vgl. auch bereits Schmalenbach, E. (1966), S. 10f.; Gutenberg, E. (1980), S. 129.

³⁷ Vgl. Knabe, A.; Walther, U. (2005), S. 1.

³⁸ Vgl. Fahling, E. (2007), S. 290 f.

Gesellschaften mit Zugang zur Börse zunächst einen größeren Möglichkeitsbereich, um sich Eigenkapital zu beschaffen. Ob ihnen dies tatsächlich und ggf. auch leichter als auf dem Markt für unverbriefte Finanzierungen gelingt, hängt allerdings zum einen davon ab, inwieweit sie willens und in der Lage sind, sich den für verbrieftete Finanzierungen geltenden formalen bzw. rechtlichen Normen – wie z.B. dem Erfordernis einer fungiblen Ausstattung der Finanztitel oder den höheren Publizitätsansprüchen³⁹ – zu genügen. Zum anderen muss eine Unternehmung materiell in der Lage sein, die durch die Nutzung dieses besonderen Marktes entstehenden Transaktionskosten sowie die Anforderungen der Marktgegenseite bzw. der dorthin vermittelnden Finanzintermediäre – wie z.B. bestimmte Mindestvolumina der Finanzierung – zu bewältigen.

In der Folge dieser formalen und materiellen Zugangsvoraussetzungen setzt der Zugang zum organisierten Markt für Eigenkapital ein bestimmtes unternehmerisches Niveau, die so genannte *Börsenreife* voraus. Diese erfordert insbesondere⁴⁰

- *quantitativ* eine bestimmte Mindestgröße, aus der sich ein für Platzierungen notwendiges Mindestemissionsvolumen generieren lässt und eine absehbar positive Entwicklung von Unternehmensumsätzen und -erfolgen (und damit Ausschüttungsmöglichkeiten) sowie
- *qualitativ* einen transparenten Unternehmensaufbau samt der aus (Eigen-)Kapitalgebersicht vorrangigen Leitungs- und Kontrollstrukturen (Corporate Governance).

Im Umkehrschluss bleibt Unternehmen, die diese Mindestanforderungen nicht erfüllen, der Zugang zum organisierten Kapitalmarkt versperrt, ihr Möglichkeitsbereich für die Eigenkapitalfinanzierung ist also stark eingeschränkt. Kapitalmarktzugang bzw. Börsenreife sind dabei abhängig von mehreren Kriterien, darunter der Unternehmensform sowie der Unternehmensgröße. In der Folge ist insbesondere mittelständischen Unternehmen, die nur im Ausnahmefall als AG organisiert sind⁴¹, die Eigenkapitalbeschaffung erschwert. Die daraus resultierende Eigenkapitalknappheit schlägt sich in einer im Vergleich unterdurchschnittlichen Eigenkapitalquote⁴² des Mittelstands nieder. Die Schließung dieser „Eigenkapitallücke des Mittelstands“⁴³ ist auf verschiedenen Wegen denkbar. Traditionell ist der Versuch, weiterhin unverbrieftes Eigenkapital – z. B. durch staatliche Finanzierungsförderung – zu mobilisieren. Im Zuge der Vervollkommnung der Finanzmärkte waren in den letzten Jahren zudem Emanzipationsversuche dahingehend zu beobachten, dass auch mittelständische Unternehmen – z. T. sogar unter Verzicht auf dafür üblicherweise herangezogenen Finanzintermediäre – die Kapitalmärkte über verbrieftete Finanzierungen adressieren. Hierbei haben sie sich zwar bislang auf die – rechtsformneutralere – Beschaffung verbrieften Fremdkapitals

³⁹ Vgl. Fahling, E. (2007), S. 290 f.

⁴⁰ Vgl. ausführlich etwa Serfling, K. et al. (1999), sowie einführend Rudolph, B. (2006), S. 262f.

⁴¹ Da auf große Unternehmen zugeschnitten, ist die AG eine in Deutschland generell und im Mittelstand speziell selten vorzufindende Rechtsform. Vgl. aktuell zur Bedeutung der Rechtsformen in Deutschland Gehrke, M. (2010), S. 33ff.; als statistischen Hintergrund Kornblum, U. (2009). Speziell zu mittelständischen Rechtsformen vgl. Gerke, W.; Bank, M. (1999).

⁴² Deutsche Mittelständler weisen eine vergleichsweise geringe Eigenkapitalquote von 7,5 % im Durchschnitt auf. Vgl. Plankensteiner, D.; Rehbock, T. (2005), S. 790.

⁴³ Vgl. einleitend Horsch, A. et al. (2007), S. 382.

konzentriert⁴⁴, zumindest in mezzaniner Ausgestaltung solcher Mikroanleihen erschiene aber auch die Beschaffung von zumindest eigenkapitalähnlichem Kapital realistisch.

Unabhängig von Rechtsform und Unternehmensgröße sehen sich Unternehmen besonders großen Schwierigkeiten der Eigenkapitalbeschaffung dann ausgesetzt, wenn sie sich in besonders frühen Phasen des unternehmerischen Lebenszyklus⁴⁵ befinden. Für die Lösung dieses Problems hat sich mit der Venture-Capital-Finanzierung eine ganz eigene Gruppe von spezialisierten Finanzintermediären bzw. –investoren herausgebildet⁴⁵.

Projektgesellschaften im Rahmen von PPP-Vorhaben sind als Zweckvehikel ex definitione junge Unternehmen. Durch ihren extremen Projektbezug (vgl. ausführlicher dazu Kapitel 2.1.3) wird es ihnen zudem oft an den ökonomischen Mindestvoraussetzungen der Börsenreife mangeln. In der Folge wird im Weiteren insbesondere zu prüfen sein, inwiefern solche Gesellschaften der analogen Gefahr einer Eigenkapitalücke ausgesetzt sind und wie diese sich gegebenenfalls bewältigen ließe. Dies ist von entscheidender Bedeutung auch in diesem Kontext, weil Eigenkapital verschiedene Funktionen erfüllt, die von anderen Kapitalgeberpositionen bestenfalls teilweise erfüllt werden können. Darüber hinaus ist die Ausstattung mit Eigenkapital in hohem Maße mitentscheidend für den Kreditspielraum eines Unternehmens, bestimmt also die Fremdfinanzierung mit. Diese Funktionen sind daher Gegenstand des folgenden Teilkapitels.

2.1.1.4. Funktionen des externen Eigenkapitals

Die Bereitstellung von Eigenkapital durch die Eigentümer einer Unternehmung erfüllt ebenso unverzichtbare wie unterschiedliche Funktionen⁴⁶:

- Funktion der **Errichtungsgrundlage**

Jede Unternehmung benötigt Eigen- als ursprünglichstes Startkapital. Genauer spezifiziert wird dessen nötige Quantität und Qualität durch die Rechtsform eines Unternehmens⁴⁷ sowie ggf. ihren Geschäftsgegenstand. Diejenigen, die dieses Kapital bereitstellen, müssen dabei nicht nur bereit sein, die eigenkapitaltypische Chance-Risiko-Position einzugehen, sondern auch Anlaufverluste bzw. -auszahlungen zu tragen, bevor mit Rückflüssen zu rechnen ist.⁴⁸

- Funktion der **Gewinnverteilungsbasis**

Die Vergütung von Eigenkapitalgebern erfolgt nach ihrem quotalen Anteil am eingebrachten Beteiligungskapital anhand gesetzlicher oder vertraglicher Bestimmungen,⁴⁹ das Eigenkapital dient insoweit als „Rechenhilfe“ oder „Verteilungsschlüssel“.

⁴⁴ Vgl. ausführlich zu Ausgestaltung und Perspektiven solcher Mikroanleihen Horsch, A.; Sturm, S. (2007).

⁴⁵ Für eine ausführliche Einführung vgl. Rudolph, B. (2006), S. 217ff.

⁴⁶ Vgl. grundlegend Süchting, J. (1995), S. 80ff.; sowie kompakter Horsch, A. et al. (2007), S. 380f.

⁴⁷ Für gewisse Gesellschafterformen sind dabei sogar gesetzlich quantifizierte Mindesteinlagen vorgeschrieben. Z.B. ist für eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) nach § 5 GmbHG ein Stammkapital von mindestens 25.000 Euro vorzuweisen. Vgl. ein- wie weiterführend im Finanzierungskontext Wöhe, G. et. al. (2009), S. 54ff.

⁴⁸ Vgl. Knabe, A.; Walther, U. (2005), S. 1.

⁴⁹ Vgl. Knabe, A.; Walther, U. (2005), S. 6.

- **Finanzierungsfunktion**

Soweit Eigenkapital nicht als Sach-, sondern in Form liquider Mittel eingebracht wird, bedeutet es einen Finanzierungsvorgang. Ebenso wie solcherart überlassenes Fremdkapital erfüllt Eigenkapital daher eine Finanzierungsfunktion durch die Bereitstellung liquider Mittel, welche für unternehmerische Investitionen oder andere Verwendungen (wie z. B. Schuldentilgungen) brauchbar sind.⁵⁰

- Verlustausgleichs- bzw. **Haftungsfunktion**

Die Haftungsfunktion knüpft unmittelbar an den Unterscheidungskriterien zwischen Eigen- und Fremdkapital an: Die Unternehmung haftet gegenüber den Gläubigern mit ihrem gesamten Vermögen, im Falle von Einzelkaufleuten und Personengesellschaften tritt auch noch das Privatvermögen vollhaftender Gesellschafter als Haftungssumme hinzu.⁵¹ Zum Schutz der Gläubiger vor Vermögensverlusten muss eine Unternehmung genügend Eigenkapital vorhalten, damit deren Forderungen auch im Falle von Verlusten erfüllt werden können.⁵² Je höher dabei die Eigenkapitalbasis, desto geringer ist c.p. die Gefahr, dass sie von Verlusten so weit aufgezehrt wird, dass diese auch auf die Fremdkapitalgeber durchschlagen.

- **Reputationsfunktion** (Repräsentationsfunktion)

Aus der Haftungs- folgt die Reputationsfunktion des Eigenkapitals: Als eine Art Buchvermerk repräsentiert es das Vermögen einer Unternehmung, dem keine Gläubigeransprüche gegenüberstehen. Je mehr Eigenkapital ein Unternehmen vorweisen kann, desto geringer ist die Gefahr verlustbedingt aufgezehrter Haftungsmasse und verlustbedingter Insolvenz, umso höher ist folglich seine Kreditwürdigkeit. Mit einer guten Eigenkapitalausstattung steigt die Kreditwürdigkeit, die (potentielle) Fremdkapitalgeber einer Unternehmung zubilligen und mithin ihr Kreditfinanzierungsspielraum.⁵³ Anders formuliert, erfüllt Eigenkapital neben der direkten insoweit auch eine indirekte Finanzierungsfunktion.

Diese zentralen und unverzichtbaren Funktionen erfüllt Eigenkapital auch bei Projektgesellschaften im Rahmen projektfinanzierter PPP-Vorhaben. Insoweit lässt sich der gewählte Betrachtungsschwerpunkt der vorliegenden Arbeit an dieser Stelle einmal mehr begründen.

Gerade weil eine condition sine qua non, ist Eigenkapital nicht einfach zu beschaffen. Denn bei aller Erfüllung von Mindestanforderungen und Chancen, die es aus Sicht des Kapitalnehmers bedeutet, ist es für den Kapitalgeber zuvorderst eine Chance-Risiko-Position, die er nur eingehen wird, wenn beide Komponenten aus seiner Sicht in einem attraktiven Verhältnis stehen. Diesem Zusammenhang ist daher das folgende Teilkapitel gewidmet. Denn je weiter eine Eigenkapital aufnehmende Unternehmung den Rendite-Risiko-Präferenzen entsprechender Kapitalgeber entgegenkommen kann, desto (kapitalkosten-)günstiger lässt sich die Kapitalbeschaffung für sie gestalten.⁵⁴

⁵⁰ Vgl. Niggemann, K. A. (2007), S. 260.

⁵¹ Vgl. Steiner, M. et al. (2006), S. 1351.

⁵² Vgl. Rüniger, P.; Walther, U. (2004) S.6.

⁵³ Vgl. Süchting, J. (1995), S. 81.

⁵⁴ Vgl. einleitend etwa Breuer, W. (1999), S. 145.

2.1.1.5. Primär- und Sekundärmarkt

Ein Markt lässt sich grundsätzlich verstehen als eine Gesamtheit von (Markt-)Prozessen, insbesondere Tauschvereinbarungen, die über einschlägige (Markt-)Regeln sowie (Markt-)Strukturen flankiert und geordnet werden⁵⁵. Das Zusammenwirken aller drei Bausteine entscheidet dann darüber, ob ein solcher Markt aus Sicht eines Akteurs „funktionsfähig“ in dem Sinne ist, dass er seine Kauf- und Verkaufsabsichten planmäßig in die Tat umsetzen kann. Im vorliegenden Kontext betrachtet werden Märkte für *Finanzierungstitel*, also Bündel an (Verfügungs-)Rechten (property rights), die ein Mittelgeber für die Zurverfügungstellung von liquiden Mitteln erhält. Je nach Ausgestaltung dieser Rechtebündel (z.B. hinsichtlich Erfolgsanspruch, Leitungsbefugnis, Haftungsanspruch bzw. -verpflichtung) wird der Mittelgeber zum Eigentümer oder Gläubiger der Unternehmung, bezeichnet die Tauschvereinbarung Beteiligungsfinanzierung (equity) oder Kreditfinanzierung (debt).

Als *Primärmarkt* wird dabei der Teil der Tauschprozesse genannten Inhalts (samt zugehöriger Marktstrukturen und -regeln) bezeichnet, bei denen die liquiden Mittel tatsächlich *der Unternehmung* im Austausch für die *erstmalige* Ausgabe von Finanzierungstiteln zufließen: „Primary markets [...] provide a direct flow of cash to the issuing entity“⁵⁶. In der engeren Auffassung finden also auf dem Primärmarkt Finanzierungsvorgänge statt, denn Unternehmensfinanzierung entsteht aus Tauschvereinbarungen, in deren Rahmen der Unternehmung liquide Mittel zufließen, wofür der Mittelgeber im Gegenzug ein Rechtebündel erhält. In einer weiteren Abgrenzung werden unter den Primärmarkt auch Prozesse gefasst, in deren Rahmen es nicht zur ersten Ausgabe von Finanzierungstiteln überhaupt, sondern um ihr erstes Angebot gegenüber der breiten Öffentlichkeit (public debt/equity) handelt⁵⁷. Im Rahmen dieser Arbeit wird der engen, nicht der weiteren Auffassung nicht gefolgt: Entscheidend ist, ob der Unternehmung Mittel zufließen, nicht, ob dieser Vorgang auf organisierten Märkten oder aber durch individuelle Vereinbarung stattfindet – insbesondere deswegen, weil das weitere Begriffsverständnis eine saubere Abgrenzung von Sekundärmärkten erschwert.

Die Mehrheit von Tauschvereinbarungen über Finanzierungstitel findet ohne Beteiligung der Unternehmung statt, führt also nicht zu einem Mittelzufluss und ist daher auch kein Finanzierungsvorgang: Akteure, die via Primärmarkt zum Mittelgeber einer Unternehmung geworden sind, können nach eigenem Ermessen im Rahmen der geltenden Regeln versuchen, sich von ihrem Rechtebündel wieder zu trennen, indem sie es einem anderen im Rahmen einer entsprechenden Tauschvereinbarung andienen. Ein ursprünglicher (Primärmarkt-)Mittelgeber kann also sein Rechtebündel an einen neuen Mittelgeber übertragen, und dieser wiederum analog an einen ihm nachfolgenden. Die Gesamtheit dieser Prozesse, in deren Rahmen Rechtebündel, die bereits von der Unternehmung auf dem Primärmarkt placiert worden waren, gegen liquide Mittel von Alt- an Neufinanciers getauscht werden, machen den *Sekundärmarkt* für diese Finanzierungstitel aus⁵⁸.

⁵⁵ Zu diesem *prozessorientierten* Verständnis des Marktes vgl. grundlegend Schneider (1997), S. 237ff.; mit Bezug dazu aktuell auch Horsch (2008), S. 39ff.

⁵⁶ Elton/Gruber/Brown/Goetzmann (2007), S. 37.

⁵⁷ Stellvertretend für diese weitere Auffassung vgl. Levy/Post (2005), S. 54.

⁵⁸ Vgl. prägnant etwa Spremann/Gantenbein (2005), S. 19f.; daneben u.a. Zantow (2007), S. 83, 96; Franke/Hax (2009), S. 56ff.

Im vorliegenden Kontext umfasst der Primärmarkt also die erstmalige Eigenkapitalzuführung an eine PPP-Projektgesellschaft, der Sekundärmarkt spätere Wechsel der Form, dass Alteigentümer ihre Rechtebündel an der Gesellschaft an Neueigentümer verkaufen.

Primär- und Sekundärmarkt für Finanzierungstitel sind alles andere als unabhängig voneinander. Unmittelbar einleuchtend ist, dass es ohne Primär- keinen Sekundärmarkt geben kann. Darüber setzen die Primärmarktprozesse wichtige (Vergleichs-)Maßstäbe für spätere Sekundärmarktoperationen, darunter einen ersten Preis für den getauschten Finanzierungstitel⁵⁹. Umgekehrt beeinflussen Existenz und Funktionsfähigkeit eines Sekundärmarktes die des Primärmarktes: „Die Entscheidung, einen mittel- oder langfristigen Titel bei der Emission zu erwerben, wird einem Kapitalgeber erheblich erleichtert, wenn er den Titel bei Bedarf mit geringen Kosten wieder veräußern kann. Die Existenz eines Sekundärmarktes erweitert daher den Kreis der am Primärmarkt auftretenden Käufer. Die Emittenten von Finanzierungstiteln haben deshalb ein Interesse am Aufbau eines funktionsfähigen Sekundärmarktes“⁶⁰. Dieser Zusammenhang gilt für Finanzierungstitel im Allgemeinen und für Eigenkapitalbereitstellungen an PPP-Projektgesellschaften im Besonderen: Die Akquisition von Erstinvestoren ist um so leichter, je mehr realistische Handlungsmöglichkeiten diese später in Bezug auf das erworbene Rechtebündel haben.

Es besteht daher auch Einigkeit zwischen den Initiatoren und Investoren einer PPP-Projektfinanzierung in Bezug auf die Notwendigkeit, einen funktionsfähigen Sekundärmarkt für Eigentumstitel an dieser Gesellschaft zu schaffen und zu erhalten.

Die Reibungslosigkeit von Sekundärmarktprozessen wird auch durch Entscheidungen der Unternehmung, vor allem aber durch Marktstruktur und –regeln beeinflusst:

- Bei der Unternehmung liegt zunächst die Frage, ob die Rechtebündel die Form eines fungiblen Wertpapiers haben (können). Da diese Verbriefung Tauschprozesse erleichtert, sollte die zugehörige Rechtsform einer aktienfinanzierten Gesellschaft⁶¹ gerade für solche Unternehmungen gewählt werden, die häufige und breite Eigentümeransprachen bzw. –wechsel von vornherein vorsehen.
- Der Gesetzgeber als Verantwortlicher für die Setzung und Durchsetzung von Marktregeln kann Sekundärmarktprozesse befördern durch eine Beschränkung auf das Notwendige, die den Akteuren möglichst große Wahlfreiheit lässt. Durch „Belohnungsregeln“ kann er darüber hinaus positive Anreize zur Teilnahme an Marktprozessen setzen.
- Unter die Marktstrukturen als Summe der faktischen Einflußgrößen auf Marktprozesse⁶² schließlich können im Fall von Märkten für Finanzierungstitel insbesondere gefasst werden 1) die Höhe der Transaktionskosten, 2) die Marktliquidität, 3) die Herstellbarkeit

⁵⁹ Dass der Primär- für den Sekundärmarkt nicht maßgeblich ist, zeigt sich insbesondere am Phänomen des sog. Underpricing, also daran, dass der erste Sekundärmarktpreis börsengehandelter Eigentumstitel (Aktien) im Durchschnitt über ihrem Primärmarktpreis liegt. Vgl. einführend und m.w.N. zur Primärliteratur etwa Rudolph (2006), S. 306ff.; Levy/Post (2005), S. 62ff.

⁶⁰ Franke/Hax (2009), S. 57.

⁶¹ Dies sind nach deutscher Rechtsordnung die Aktiengesellschaft (AG), die Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) sowie seit 2004 die Societas Europaea (SE), vgl. für einen einführenden Überblick zur Letztgenannten etwa Gehrke (2010), S. 38ff.; sowie generell Zantow (2007), S. 68ff.

⁶² Vgl. Schneider (1995), S. 83f.; Schneider (1997), S. 63ff.

von Anonymität, 4) die Art der Preisfeststellung, 5) die technische Funktionsfähigkeit sowie 6) die Transparenz⁶³.

Eine zielführende Gestaltung sämtlicher dieser Einflußgrößen ist daher mitentscheidend für die Funktionsfähigkeit eines Sekundärmarktes auch für Eigentumstitel an PPP-Projektgesellschaften. Sollte das freie Spiel der Marktkräfte diesbezüglich unbefriedigende Ergebnisse erwarten lassen, könnten staatliche Hilfestellungen folglich vor allem darin bestehen, Marktstrukturen und –regeln entsprechend zu beeinflussen.

2.1.2 Der Zusammenhang zwischen Risiko und Rendite

Die Zurverfügungstellung von Kapital beschert dem Kapitalgeber eine Chance-Risiko-Position: Seine Chance besteht in einer (mehr als) angemessenen Rendite auf das eingesetzte Kapital, sein Risiko darin, dass seine Renditeerwartung enttäuscht oder gar sein eingesetztes Kapital nicht zurückgeführt wird. Auf seine genauen Chancen und Risiken nimmt letztlich auch die konkrete Ausgestaltung des eingegangenen Kontrakts Einfluss. Ob und in welcher Form er diesen eingeht, hängt auf einer vorgelagerten Ebene davon ab, für wie erfolgsträchtig und überlebensfähig er eine Unternehmung hält.

Das größtmögliche Risiko einer Unternehmung ist ihre durch Illiquidität oder Überschuldung verursachte Insolvenz. Um dies zu verhindern, muss die Unternehmung die Liquiditätsnebenbedingung einhalten sowie ihr finanzielles Gleichgewicht insgesamt sichern. Der Vermeidung der Illiquidität dient ein entsprechendes Liquiditätsmanagement, welches nicht Gegenstand dieser Untersuchung ist. Entscheidend für die Vermeidung einer Überschuldung auf der anderen Seite ist weniger die Höhe des Kapitalbedarfs als die Kapitalstruktur auf der Passivseite sowie die Zusammensetzung des Vermögens auf der Aktivseite der Unternehmensbilanz.⁶⁴ Hierbei gilt, wie bereits gezeigt: Die Kapitalstruktur setzt sich aus Eigen- und Fremdkapital zusammen. Je höher der Eigenkapitalanteil einer Unternehmung, desto besser ist ihre Kreditwürdigkeit und die Verschuldungskapazität und desto geringer das (Ausfall-)Risiko für einen (Fremd-)Kapitalgeber.⁶⁵ Folgerichtig wird er sich für seine Risikopräferenz bei einer niedrigen Risikoexposition einer Unternehmung geringer entgelten lassen als bei einer hohen.

Dieser Abschnitt befasst sich ausgehend davon mit der Definition und Existenz von Risiken im Allgemeinen, und erörtert ausgehend davon Renditeerwartungen und Risikopräferenzen von Wirtschaftsakteuren im Allgemeinen und von Kapitalgebern im Besonderen.

2.1.2.1. Risikodefinition und -betrachtung

Der Begriff Risiko wird in der Literatur unterschiedlich definiert. In der betriebswirtschaftlichen Deutung beschreibt Unsicherheit zunächst das unvollständige Wissen darüber, welche Wirkungen (für die unternehmerische Zielerreichung) von bestimmten Handlungen ausgehen werden. *Risiko* ist wiederum eine idealisierende Unterform hiervon, bei der zumindest ein

⁶³ Vgl. ausführlich Levy/Post (2005), S. 74ff.

⁶⁴ Vgl. Wöhe, G. et. al. (2009), S. 271.

⁶⁵ Vgl. Süchting, J. (1995), S. 81f.

Erwartungswert für die Zielgröße sowie eine darum bestehende Schwankung formulierbar ist.⁶⁶ In der betriebswirtschaftlichen Praxis überwiegt demgegenüber eine wirkungsbezogene Auffassung, der nach Risiko die (negative) Abweichung einer Ist- von einer Soll-Zielgröße ist⁶⁷. Die Finanzierungstheorie unterscheidet anknüpfend hieran zwei Formen: Das operative Risiko und das finanzielle Risiko einer Unternehmung. Operative Risiken leiten sich aus der Unsicherheit über erzielbare Erträge aus der Geschäftstätigkeit ab, finanzielle Risiken folgen aus (Auszahlungsbelastungen infolge) der Kapitalstruktur. Je höher die operativen sowie die finanziellen Risiken in der Gesamtsicht, desto stärker werden (Eigen- und Fremd-)Kapitalgeber das finanzielle Risiko auf ihrer Seite beschränken wollen, weswegen sie entsprechend höhere Renditeerwartungen oder „Sicherheitsäquivalente“ wie einen geringen Verschuldungsgrad bzw. höhere Eigenkapitaleinlagen fordern werden.⁶⁸

2.1.2.2. Risikopräferenz

Generell ist Eigenkapital gegenüber Fremdkapital mit höheren Risiken belastet. Dies wird durch die gegebenen Eigenschaften von Eigenkapital bestimmt. Eine längerfristige Kapitalüberlassung, die nachrangige Berücksichtigung der Eigenkapitalgeber, eine erfolgsabhängige Vergütung sowie die Verlustteilnahme des Eigenkapitals erhöhen die Unsicherheit über die gewünschte Zielerreichung der erwarteten Rendite. Umgekehrt absorbiert eine robuste Ausstattung mit solchem Eigenkapital die Wahrscheinlichkeit einer finanziellen Schieflage eines Unternehmens, wovon insbesondere Fremdkapitalgeber profitieren.

Bevor Kapitalgeber einer Kapitalüberlassung zustimmen, unterziehen sie das Investitionsvorhaben – hier: die sich finanzierende Unternehmung – einer ausgiebigen Prüfung. Dabei wird vor allem die Rendite-Risiko-Position betrachtet. Bei Eigenkapitalbeteiligungen spricht man dabei von einer Due Diligence-Prüfung, in deren Rahmen das gesamte Vorhaben und insbesondere seine Cash-flow-Potentiale geprüft werden. Die Vergabe von Fremdkapital ist mit einer Kreditwürdigkeitsprüfung verbunden, die das eingegangene Risiko mit kontrakt-spezifisch verhandelbaren Risikoprämien sowie verfügbaren Sicherheiten (also Vermögensgegenständen, Zusagen Dritter etc.) sowie der *generellen* Haftungsbasis (Eigenkapital) vergleicht.

Grundsätzlich formulieren Eigen- wie Fremdkapitalgeber auf Basis ihrer Opportunitäten- und Risikoabschätzung eine Renditeforderung an die Unternehmung. Das Risiko, welches mit einer Kapitalüberlassung verbunden ist, kann zum einen durch eine angemessene Entschädigung d. h. eine angemessene Risikoprämie im Rahmen dieser Renditeforderung kompensiert werden. Da die Risikoprämie hier im Zins sichtbar wird, lässt sich aus Kapitalnehmersicht auch von *expliziten Kapitalkosten* sprechen. Zum anderen kommen Maßnahmen der Risikosteuerung in Frage, die in den Kosten der Kapitalüberlassung zwar nicht direkt und unmittelbar sichtbar werden, doch die kapitalnehmende Unternehmung an anderer Stelle

⁶⁶ Vgl. – anknüpfend an der fundamentalen Arbeit von *Frank Knight* – grundlegend zum Risikobegriff Schneider, D. (1995), S. 12. Vgl. ergänzend Diederichs, M. (2004), S. 8.

⁶⁷ Vgl. einleitend im Risikomanagementkontext Schulte, M.; Horsch, A. (2010), S. 14f.

⁶⁸ Vgl. Niggemann, K. A. (2007), S. 257. Grundlegend zur Bedeutung und Verzahnung von Operating und Financial Leverage vgl. auch Süchting, J. (1995), S. 456ff.

oder auf andere Weise belasten. In der Folge können sie als *implizite Kapitalkosten* bezeichnet werden.⁶⁹ Zu den hier möglichen Maßnahmen zählen

- die Einflussnahme auf die Unternehmenspolitik bzw. die Managementkontrolle,
- die Bindung des Kapitals an einen bestimmten Verwendungszweck, sowie
- die Risikoüberwälzung auf einen Dritten.

Während die beiden ersten Varianten unternehmerische Handlungsspielräume einschränken und dadurch nur sehr schwer in Kapitalkostengrößen transformierbar sind, ergibt sich diese Möglichkeit bei Formen des Risikotransfers schon eher, etwa dann, wenn er im Rahmen von – explizite Prämien verursachenden – Versicherungsverträgen erfolgt.⁷⁰

Wie noch zu zeigen ist, zeichnen sich Projektfinanzierungen nicht nur durch eine projekt-spezifische Mittelverwendung, sondern auch durch ein ausführliches risk sharing aus. Kapitalgeber einer Projektgesellschaft eines projektfinanzierten PPP-Vorhabens könnten ihre Risikoposition individuell daher vor allem durch die Einräumung von Leitungsfunktionen oder aber durch Verhandlung von Risikoprämien verbessern. Für (Eigen-)Kapitalgeber, die weniger projekt- als finanzmarktspezifisches Know-how einbringen, eignet sich dabei vorrangig die Verhandlung expliziter Risikoprämien. Es bleibt also zu klären, wie die hiervon beeinflusste Renditeerwartung insbesondere zur EK-Finanzierung gebotener Finanzintermediäre bzw. -investoren aussehen wird.

2.1.2.3. Renditeerwartung

Den Renditeforderungen eines Kapitalgebers, ob von Eigen- oder Fremdkapital, entsprechen auf Unternehmensseite die Kapitalkosten der jeweiligen Kapitalform.⁷¹ Ziel der Unternehmensfinanzierung ist es daher, die Finanzierungskosten einer Unternehmung durch die optimale Strukturierung der verschiedenen Kapitalarten und den Einsatz verschiedener Kapitalquellen sowie weiteren Maßnahmen so gering wie möglich zu halten.⁷²

Geht man davon aus, dass eine Renditeforderung zusammengesetzt ist (1) aus der Zeitprämie für eine (selbst risikolose) Kapitalüberlassung, also dem laufzeitspezifischen risikofreien Zins sowie (2) risikoorientierten Zuschlägen, lässt sich schreiben:

$$r_{\text{erwartet}} = r_f + RZ.$$

Während r_f als Marktdatum vorgegeben ist, obliegt die Festlegung von RZ den Partnern des Kapitalüberlassungsvertrages im Rahmen der sonstigen Marktgegebenheiten (z. B. Anlageopportunitäten), ihres Wissens und insbesondere ihrer Risikoeinschätzung. Eigenkapital ist dabei aufgrund seiner residualen und haftenden Eigenschaft höheren Risiken enttäuschter Renditeerwartungen ausgesetzt als Fremdkapital. In der Folge fordern rationale Eigenkapitalgeber eine höhere Rendite als Fremdkapitalgeber unter sonst gleichen Bedingungen. Damit ist die Bereitstellung von Eigenkapital aus Unternehmenssicht mit höheren Kosten

⁶⁹ Grundlegend zum Konzept impliziter Kapitalkosten vgl. Süchting, J. (1995), S. 510ff.

⁷⁰ Vgl. einleitend zur Überwälzung von Risiken auf Dritte im Risikomanagementkontext Schulte, M.; Horsch, A. (2010), S. 35ff.

⁷¹ Vgl. ausführlich zu „Renditeforderungen der Kapitalgeber als Grundlage der Kapitalkosten-Konzeption“ Süchting, J. (1995), S. 419ff.

⁷² Vgl. Knütel, C. et al. (2008), S. 540.

verbunden als die Aufnahme von Fremdkapital. Zu berücksichtigen ist allerdings das anhand seiner Funktionen dargelegte, inhärente Verhältnis von Eigenkapital zu Fremdkapital bzw. die darin liegende Verbundwirkung: In einer Art Mischkalkulation wird die Aufnahme von Eigenkapital relativ verbilligt, da Fremdkapital vorwiegend dann günstig beschaffbar ist, wenn eine Unternehmung über eine robuste Eigenkapitalausstattung und somit eine hohe Kreditwürdigkeit verfügt.⁷³ Umgekehrt ist die Renditeforderung von Fremd- wie Eigenkapitalgebern höher, wenn eine Unternehmung an der Grenze ihrer Verschuldungskapazitäten operiert.

Ein Eigenkapitalgeber hat abgesehen davon seinerseits ein Interesse an einer geringeren Eigenkapital- bzw. höheren Fremdkapitalquote, da sich hierdurch unter bestimmten Bedingungen seine Renditeaussichten auf das von ihm investierte Kapital erhöhen.⁷⁴ Dies beruht auf dem so genannten *Financial-Leverage*-Effekt, einer Hebelwirkung aufgrund geringerer Zinsen für Fremdkapital im Vergleich zur Eigenkapitalrendite.⁷⁵ Demgegenüber stehen die Forderungen von Fremdkapitalgebern die eine maximale Ausstattung mit Eigenkapital wünschen, da so das Ausfallrisiko für Fremdkapital begrenzt werden kann.⁷⁶ Indem sie ihre Renditeforderungen daher auch an der Kapitalstruktur der Unternehmung ausrichten, gerät der idealtypische Zusammenhang des Leverage-Effektes bereits ins Wanken.

Bereits aus diesen grundlegenden Überlegungen ergibt sich, wonach die Renditeforderungen von Eigenkapitalgebern auch von Projektgesellschaften für PPP-Vorhaben abhängen werden. Ihre exakte Quantifizierung ist indes nur anhand des konkreten Einzelfalls möglich, da sie nicht nur von den dann geltenden Rahmenbedingungen, sondern insbesondere auch den Chance- und Risikopotentialen des Projekts abhängen. Das folgende Kapitel soll daher insbesondere die besondere Bedeutung der projektspezifischen Strukturen im Falle von *Projektfinanzierungen* herauszustellen.

Am Anfang dieses Grundlagenkapitels zur Finanzierung stand die Abgrenzung des unternehmerischen Eigenkapitals. Dies geschah unter anderem mit Blick darauf, dass die vorliegende Forschungsarbeit im Hinblick auf PPP-Projekte auch eine finanzierungstechnische Fokussierung vornimmt, indem sie sich auf a) durch Finanzintermediäre mit Eigenkapital ausgestattete, b) projektfinanzierte Projekte konzentriert. Die Teilabschnitte 1.1.3 und 1.1.4 dienen daher dazu, diese beiden Facetten zunächst im Allgemeinen und dann für die Zwecke dieser Arbeit im Besonderen abzugrenzen.

2.1.3 Projektfinanzierung

Insbesondere deswegen, weil die ökonomische Fachliteratur zur Projektfinanzierung (PF) unverändert eher schmal und dabei angelsächsisch dominiert ist⁷⁷, existieren im deutschsprachigen Raum hartnäckige Missverständnisse über diese Finanzierungsvariante.

⁷³ Vgl. Süchting, J. (1995), 440f.

⁷⁴ Vgl. Niggemann, K. A. (2007), S. 256.

⁷⁵ Vgl. einleitend zum Leverage-Effekt aktuell Horsch, A. et al. (2007), S. 413ff.; Lauer, J. (2008), S. 25 f. Vgl. aber auch bereits die Ausführungen bei Gutenberg, E. (1980), S. 187ff.

⁷⁶ Vgl. Knütel, C. et al. (2008), S. 541.

⁷⁷ Vgl. zuletzt allerdings Böttcher, J.; Blattner, P. (2006); sowie insbesondere, da – wenngleich mit starkem juristischen Schwerpunkt – ausführlich Siebel, Ulf R. et al. (Hrsg., 2008). Zum Aufholbedarf der ökonomischen Forschung vgl. kritisch Esty, B. (2004b), S. 215f., 221f.

Solche sind hier insbesondere deswegen zu vermeiden, da aufzuzeigen ist, dass und wie Projektfinanzierungstechniken für PPP-Projekte effektiv und effizient nutzbar gemacht werden können. Zunächst ist daher festzuhalten, dass PF die in Kap. 2.1.1 dargelegte Systematik von Eigen-, Fremd- und Mezzaninkapital nicht um eine vierte Finanzierungsart erweitert. Es handelt sich vielmehr um eine Finanzierungsstruktur bzw. -technik für bestimmte Anlässe, für die mit dem Ziel einer interessenkonformen Vertrags- und Risikogestaltung eine projektspezifisch optimale Auswahl und Verknüpfung aus dem Möglichkeitsbereich der Instrumente Eigen-, Fremd- und Mezzaninkapitalformen zu treffen ist.⁷⁸

Darüber hinaus ist scharf abzugrenzen vom Sprachgebrauch des „Investitionsprojektes“: Unternehmungen beschaffen sich regelmäßig liquide Mittel, die sie anschließend für investive Gelegenheiten verwenden, sei es die Erweiterungsinvestition für eine bestehende Produktionsstätte oder eine Finanzinvestition in für günstig erachtete Wertpapiere. Diese und andere Verwendungen (Investitionen) von Mitteln, die zuvor beschafft worden sind (Finanzierung) werden regelmäßig als (Investitions-)Projekte bezeichnet, sie sind indes mitnichten *projektfinanziert*.

Projektfinanzierung stellt nämlich zwangsläufig nicht darauf ab, dass Finanzierungsmaßnahmen regelmäßig Investitionsvorhaben einer Unternehmung („Projekte“ i. w. S.) alimentieren. Es handelt sich vielmehr um Finanzierungen von Projekten i.e.S.⁷⁹,

- die als ökonomisch und juristisch *selbständige* (Wirtschafts-)Einheiten strukturiert sind,
- die nach ihrer Realisierung *isolierbare Einzahlungsüberschüsse* erwirtschaften, welche fortan die einzige *Quelle* für die an die Kapitalgeber zu entrichtenden Cashflows darstellen und
- deren organisches *Besicherungspotenzial* auf die Vermögenspositionen dieser Einheiten beschränkt ist.

Solche Projektfinanzierungen i.e.S. sind insbesondere (1) bei der Erschließung von Rohstoffvorkommen, (2) in der petrochemischen Industrie, (3) im Großanlagenbau, (4) im Telekommunikationsbereich sowie, last but not least, bei der Realisierung von (5) Infrastruktur- sowie (6) Immobilienvorhaben geeignet und auch gebräuchlich.⁸⁰

2.1.3.1. Zentrale Charakteristika

Das vorgenannte Begriffsverständnis deutet bereits auf die zentralen Charakteristika der Projektfinanzierung hin. Eine erste knüpft an der Rendite-Risiko-Kalkulation potentieller Kapitalgeber an, wie sie in Kap. 2.1.2 zunächst in allgemeiner Form behandelt worden ist: Bedingt durch die Begrenztheit auf die Projektaktiva bzw. die daraus fließenden Cashflows

⁷⁸ Vgl. entsprechend zu Finanzierungsstrukturen, die aus den Charakteristika der Projektfinanzierung abgeleitet sind, einführend Finnerty, J. D. (2007), S. 195ff.; Gendron, M. et al. (2007), S. 97f.

⁷⁹ Einführend zum (nach wie vor nicht abschließend bestimmten) Begriff der Projektfinanzierung vgl. stellvertretend und m.w.N. Akbiyikli, R. et al. (2006), S. 67ff., Esty, B. (2004b), S. 213; Backhaus, K.; Werthschulte, H. (2003), S. 4 ff., 103; Nevitt, P.K.; Fabozzi, F. (2000), S. 1f. Zustimmend vgl. Blanc-Brude, F.; Strange, R. (2007), S. 94, die als ein „subset of the PF market“ PPP einstufen.

⁸⁰ Für eine ausführliche Darstellung anhand für die Sektoren charakteristischer Fallstudien vgl. Esty, B. (2004a); einführend auch Ders. (2004b), S. 213f.

müssen sowohl Eigen- als auch Fremdkapitalgeber ihre Kapitalüberlassung von der erwarteten Funktionalität des Projekts bezüglich der Generierung von Cashflows (Quelle der Anspruchsbefriedigung im Going Concern) sowie von der Qualität der allein durch das Projekt verkörperten Sicherheiten (Quelle der Anspruchsbefriedigung im Liquidationsfall) abhängig machen. Aufgrund dieser dominierenden Rolle der aus dem Projekt fließenden Cashflows steht PF für eine Ausprägung des *Cashflow Related Lending*.

Für eine liquiditätsbezogene Stromgrößenbetrachtung ist deshalb eine klare Isolierung der (Projekt-)Cashflows von denen aus anderen Aktivitäten der Beteiligten notwendig. Diese Forderung ergibt sich auch bei einer das Besicherungspotenzial des (Projekt-)Vermögens fokussierenden Bestandsgrößenbetrachtung. Charakteristisch für die PF ist daher ferner die als *Off-balance Sheet Financing* bezeichnete Absonderung. Diese Verselbständigung erfolgt mittels einer das Projekt verkörpernden Einheit, die durch eine – infolge alleiniger Ausrichtung auf das jeweilige Projekt – eindimensionale und insoweit spezielle Ausrichtung gekennzeichnet ist: die eigens gegründete Projektgesellschaft (*Special Purpose Company*, SPC). Durch die Nutzbarmachung einer solchen Zweckgesellschaft erfüllt die PF das zentrale Definitionskriterium strukturierter Finanzierungen, denen sie daher als Unterform zuzurechnen ist.⁸¹

Die einleitend angeführte Problemstellung der Finanzierung führt zu einem weiteren zentralen Charakteristikum: Am Anfang steht die originäre unternehmerische „Entdeckung“ einer Gelegenheit zur Generierung von (Arbitrage-)Gewinnen mit Hilfe eines eigenständigen Projekts⁸². Die Wahrnehmung dieser Gelegenheit und mithin die Hebung der Gewinnpotentiale übersteigt indes die unternehmerischen Ressourcen. Neben der *quantitativen* Dimension, also dem reinen Finanzierungsvolumen, ist hierfür regelmäßig auch die *qualitative* Dimension, also die Komplexität des Projekts, verantwortlich. Auf Betreiben des Entdeckers der ursprünglichen Gelegenheit und insoweit „originären Unternehmers“ (Originators) kommt es daher zur Bildung einer Interessengemeinschaft, die das kongruente Interesse an einer Realisierung des Projekts verbindet. Diese auch als „Geist“ der Projektfinanzierung bezeichnete *Community of Interest* wird darüber hinaus durch die gezielte Begründung von Institutionen geformt, in deren Zentrum die SPC steht.

Die SPC agiert als selbständige Einheit und insbesondere gegenüber den Kapitalgebern als Kapitaldienstverantwortliche. Aus Sicht des Originators besteht eine ihrer Hauptfunktionen darin, sein Unternehmensvermögen vor dem Zugriff anspruchsberechtigter Projektpartner abzuschirmen (im Idealfall vollständig ausgeschlossenen Rückgriffs: „non recourse“⁸³). Eigens für die Projektrealisierung gegründet, kann eine SPC zunächst kaum eine eigenständige Bonität aufweisen – was den Zugang zu Fremdkapital anfangs erschwert. Ihre Bonität erhält sie daher dadurch, dass sie von Seiten des Originators oder separater Sponsoren mit Eigenkapital ausgestattet wird.⁸⁴ Da daraufhin ebenfalls gegebene Fremd-

⁸¹ Vgl. Akbiyikli, R. et al. (2006), S. 68.

⁸² Die grundlegende Bedeutung der dafür notwendigen, den Unternehmer als solchen kenn- und auszeichnenden Findigkeit („Alertness“) geht zurück auf Israel Kirzner, vgl. stellvertretend Kirzner, I.M. (1983), passim, bes. S. 141f., 148ff.; einführend auch Paul, S.; Horsch, A. (2005), S. 149f.

⁸³ Je nach Projekt kann es sinnvoll sein, von diesem Idealtypus zugunsten einer limited recourse-Variante abzuweichen, um mittels der Risikoübernahme ein positives Signal an umworbene Kontraktpartner auszusenden. Vgl. einführend Gendron, M. et al. (2007), S. 98, 102f.

⁸⁴ Vgl. aktuell Akbiyikli, R. et al. (2007), S. 70, 73f.

mittel über die Projekteigenheiten zudem einer komplexen Risikoumgebung ausgesetzt sein werden, liegt die „Kunst“ der PF insbesondere darin, die SPC einzubetten in ein projekt-spezifisches Kontraktgeflecht zwischen den Beteiligten, dessen Hauptaufgabe in einer optimalen Allokation der Risiken unter den Akteuren besteht. Gelingt dieses *Risk Sharing*, ist das typische Ex-ante-Dilemma der PF – hohe Risiken bei geringer Risikotragfähigkeit – aufgelöst.⁸⁵

2.1.3.2. Akteure und Kontrakte

Die vorgenannten vier zentralen Charakteristika, also

- Cashflow Related Lending,
- Off-balance Sheet Financing,
- Community of Interest sowie
- Risk Sharing

führen zu einer idealtypischen Struktur der PF. Bestehend aus zentralen Akteuren sowie den zwischen ihnen bestehenden Kontrakten ist sie Gegenstand der folgenden Abbildung:⁸⁶

⁸⁵ Vgl. einführend auch Wöhe, G. et. al. (2009), S. 267f.

⁸⁶ Die Sinnhaftigkeit einer Konzentration auf Akteure und Kontrakte wird auch betont von Blanc-Brude, F.; Strange, R. (2007), S. 97: "Indeed, the view of the corporation as a 'nexus of contracts' that is popular in financial economics is especially useful in thinking about project finance."

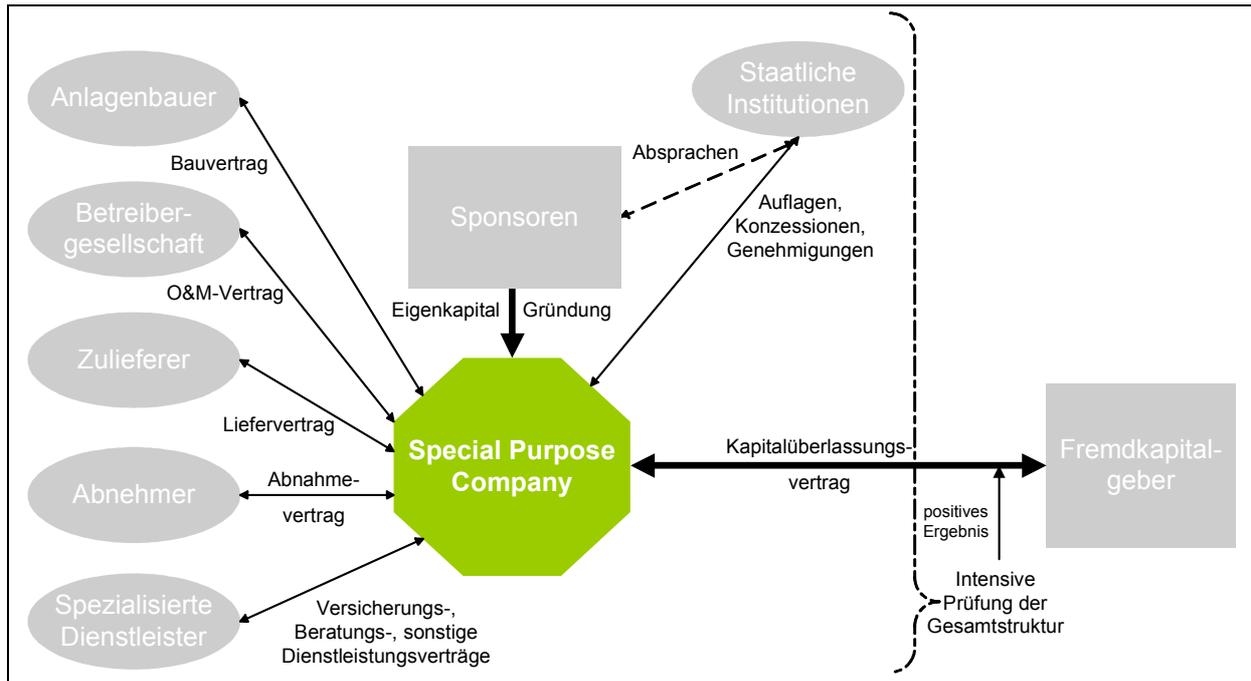


Abbildung 2: Akteure und Kontrakte einer idealtypischen Projektfinanzierung⁸⁷

Die Abbildung betont die umfassende Kontrollperspektive der Gläubiger: Im Gegenzug für einen hohen Fremdkapitalanteil (Financial Leverage), dringen sie nicht nur auf angemessene Risikoprämien (explizite Kapitalkosten bzw. Renditeforderung), sondern auch auf eine überdurchschnittliche Mitbestimmung (implizite Kapitalkosten bzw. Renditeforderung).⁸⁸ Diese bezieht sich auf sämtliche Komponenten der Projektstruktur: Dann und nur dann, wenn aus Gläubigersicht die Qualität der Akteure sowie der sie verbindenden Kontrakte – und damit das Risk Sharing – geprüft und für gut befunden worden sind, werden sie ihre Finanzierungszusage erteilen und damit die Realisierung des Projekts erst möglich machen. Von hierher ergibt sich unmittelbar die zentrale Bedeutung der projektbezogenen *Reputation* der Akteure, aber auch der verwendeten Vertragsgestaltungen und -inhalte: Projektfinanzierung erweist sich als eine Finanzierungstechnik insbesondere für *etablierte* Technologien und Produkte, für die neue Opportunitäten im Sinne eines innovativen Gesamtvorhabens „entdeckt“ worden sind (z. B. der *konventionelle* Bau des *ersten* Eisenbahntunnels zur Unterführung einer bisher nur auf dem Seeweg überwindbaren Meerenge). Darüber hinaus ist für die Durchführung eine gute Reputation zentraler Beteiligter wie des Anlagenbauers unerlässlich, hiermit werden entsprechende Defizite anderer Parteien ausgeglichen. Die Finanzierung von *Innovationen* in einer der genannten Hinsichten ist hingegen anderen Finanzierungstechniken wie dem *Venture Capital* vorbehalten.⁸⁹

⁸⁷ Quelle: Horsch, A.; Weber, N. (2004), S. 514.

⁸⁸ Zur Unterscheidung in explizite und implizite Kapitalkosten vgl. grundlegend Süchting, J. (1995), S. 510ff. Vgl. auch ebd., S. 446f., sowie aktuell Horsch, A. et al. (2007), S. 413ff., zum Financial Leverage.

⁸⁹ Für eine Abgrenzung der Projektfinanzierung zum Venture Capital und anderen Finanzierungstechniken vgl. Tytko, D. (1999), S. 16 ff. Ausführlich für eine Einordnung des VC in „Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt“ vgl. das gleichnamige Buch von Rudolph, B. (2006), S. 217ff.

2.1.3.3. Institutionenökonomische Analyse

Die Partizipation einer Vielzahl von Akteuren, die ihr Standing nicht zuletzt in entsprechende Margenanforderungen übersetzen dürften, leitet über zur Frage, aus welchen Gründen eine so komplexe Strukturierung möglichen Alternativen überlegen sein kann. Eine diesbezügliche Erklärung lässt sich anknüpfend an den zentralen Institutionen der Projektfinanzierung auf agencytheoretischer Basis entwickeln⁹⁰:

- (1) Die *Vorteile einer SPC* gegenüber einer direkten Projektrealisierung – und insbesondere Finanzmittelaufnahme – durch den Originator basieren darauf, dass mittels dieser Institution das Projekt aus dem Originatorunternehmen herausgelöst wird. Diese Separierung nutzt aber nicht nur ihm, sondern aufgrund folgender Erwägungen auch den Gläubigern durch die
 - Möglichkeit einer projektspezifischen *Rechnungslegung*, die den Informations-/Transparenzinteressen der Akteure entgegenkommt;
 - Chance zur Wahl eines Domizils, das unter steuerlichen/anderen *regulatorischen* Aspekten vorteilhaft ist;
 - Möglichkeit der nachprüfbaren Festschreibung eines projektspezifischen, gemeinsamen und damit anreizwirksamen Ziels der unterschiedlichen Akteure.
- (2) Das komplexe – und daher entsprechend (transaktions-)kostenintensive – *Kontraktgeflecht* kann zum einen als notwendig für eine Projektfinanzierung dem Grunde nach, zum anderen als sinnvoll für ihre Gestaltung der Effizienz nach angesehen werden:
 - Aus Volumen und Risiken von Projektfinanzierungen folgen Anreize für die Akteure, ihr Engagement bereits dem Grunde nach davon abhängig zu machen, dass Unvollständigkeitsrisiken der Kontrakte und damit Unsicherheiten über die Risikoverteilung möglichst ex ante ausgeräumt werden.
 - Idee der optimalen Allokation: Wird jedem Akteur das Risiko zugewiesen, das er am besten managen kann, werden optimale Anreize für ein besonders sorgfältiges Risikomanagement gesetzt.
 - Unter den vorgenannten Prämissen werden die für das Risikomanagement anfallenden Kosten in der Gesamtsicht minimiert, es erfolgt also *effizient*.
- (3) Das hohe und für die Projektfinanzierung unabdingbare Engagement der Gläubiger lässt sich trotz erheblicher Risiken und begrenzter Rückgriffsmöglichkeiten aus ihrer unternehmerischen Sicht wie folgt rechtfertigen:
 - Durch Einschaltung einer SPC lassen sich die relevanten Risiken bei gleichzeitig verbesserter Transparenz und Evaluierbarkeit reduzieren, was eine Senkung entsprechender Informationskosten zur Folge hat.
 - Insbesondere Fremdkapitalgeber (mit typischerweise internationalem Standing) können für sämtliche andere Akteure Anreize setzen, damit diese weniger egoistische Interessen als die der Community of Interest verfolgen.

⁹⁰ Vgl. hierzu kompakt Horsch, A.; Weber, N. (2004), S. 514f., sowie ausführlich insbesondere Brealey, R.A. et al. (2001); Laux, C. (1997). Einführend zur Anwendung des institutionenökonomischen Ansatzes der Agency-Theorie auf die Unternehmensfinanzierung insgesamt vgl. Rudolph, B. (2006), S. 163ff.

- Bei angemessener Risikoabgeltung durch Zinsen und Einflussrechte verkörpert die Mitwirkung an einer Projektfinanzierung aus der unternehmerischen Sicht eines Gläubigers auf Basis einer streng ergebnisbezogenen Argumentation eine attraktive Chance-Risiko-Position, bietet also eine unternehmerische Arbitragegelegenheit.

Aus heutiger Sicht lässt sich auch für die Zukunft eine wachsende Zahl von „Großvorhaben“ prognostizieren, die eine Strukturierung im Sinne der Projektfinanzierung erfordern. Diese resultieren zum einen aus der international fortschreitenden Erschließung von Schwellen- und Entwicklungsländern, zum anderen aus der national feststellbaren Verlagerung traditionell staatlicher Aufgaben auf private Investoren. Hierunter fallen dann insbesondere Kooperationen in Form von Public Private Partnerships: Aus der Sache heraus handelt es sich hierbei in puncto laufender Cashflows zumeist um in puncto (besicherndes) Vermögen isolierte oder zumindest isolierbare Vorhaben zur Erfüllung konventioneller Aufgaben mit Hilfe von konventionellen Einrichtungen. Die Reputation der beteiligten öffentlichen Hand (am Kapitalmarkt) bildet das Fundament, auf dem sich potentielle Projektbeteiligte zum Abschluss von (Finanz-)Kontrakten bereit erklären⁹¹. Eine Eigenheit gegenüber der dargestellten idealtypischen PF ist indes, dass der impulsgebende „Originator“ für ein PPP-Projekt auf Seiten der öffentlichen Hand zu finden ist, die diese Realisierungsvariante gerade deswegen betreibt, weil sie eine klassische stand-alone-Durchführung *nicht* realisieren kann oder will. Dies erstreckt sich auch auf ihre Möglichkeiten bzw. Bereitschaft, sich wie ein klassischer Originator mit Eigenkapital an der Projektgesellschaft zu beteiligen. Deren Gründung und laufende Ausstattung mit EK muss also durch andere Eigenkapitalgeber erfolgen. In Frage für die Rolle des – von der initiierenden öffentlichen Hand getrennten – Sponsors (vgl. Abbildung 3) kämen verschiedene Institutionen, insbesondere diejenigen, die im Rahmen der gezeigten Projektstruktur in das Projekt involviert wären. Ihre Übernahme von Eigentümersrisiken durch EK-Investitionen in die Projektgesellschaften wäre dann nichts anderes als eine für PPP-Projektfinanzierungen spezifische Ausprägung des risk sharing. Indes mag es ökonomische, juristische oder andere Probleme geben, die eine unmittelbare finanzielle Beteiligung bestimmter Beteiligter (mit Eigenkapital) erschweren oder gar verhindern.

⁹¹ Die herausgehobene, eine Bewertung der Gesamtstruktur des Projekts umfassende Rolle der Fremdkapitalgeber bleibt hierbei erhalten, vgl. prägnant Blanc-Brude, F.; Strange, R. (2007), S. 97, 105.

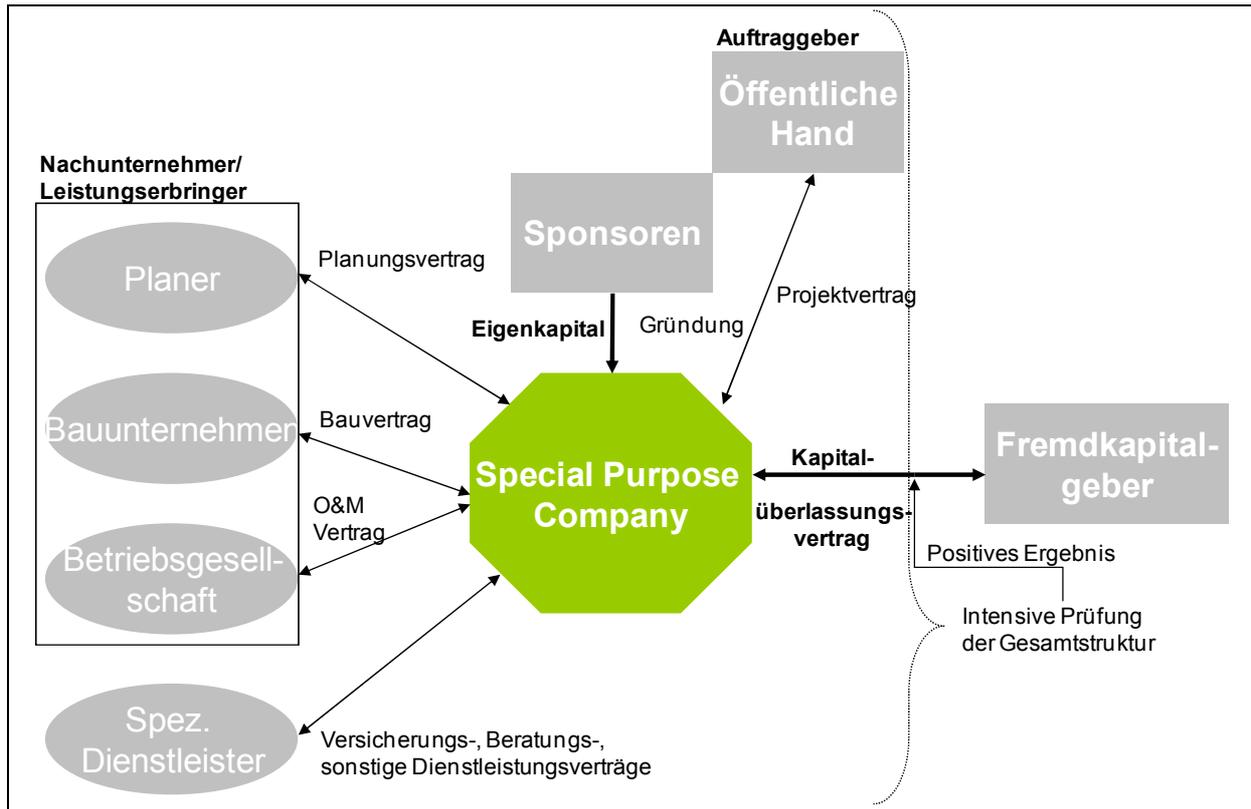


Abbildung 3: Akteure und Kontrakte im Rahmen einer PPP-Projektfinanzierung

Eine Lösungsstrategie⁹², die von – anderen findigen – Finanzmarktteilnehmern für das Grundproblem gewollter, jedoch nicht unmittelbar realisierbarer Finanzkontrakte entwickelt wurde, ist die Gründung von Institutionen, die sich zwischen eigentliche Mittelgeber und Mittelempfänger – hier also die Projektgesellschaft – schalten und durch ihre Mittlerfunktion eine Transaktion – hier also die PPP-Projektfinanzierung – entscheidend erleichtern oder gar erst ermöglichen. Bevor ihr Potential in diesem Kontext genauer geprüft werden kann, erfolgt zunächst eine grundlegende Darstellung dieser *Finanzintermediäre* im anschließenden Kapitel.

2.1.4 Finanzintermediäre

2.1.4.1. Objektorientierte Systematisierung

Vom lateinischen „intermediär“ (= in der Mitte liegend, ein Zwischenglied bildend, vermittelnd) her kommend, werden in der ökonomischen Theorie unter *Intermediären* grundsätzlich solche Personen und Institutionen verstanden, die in Austauschbeziehungen auf

⁹² Die nachfolgend besprochene ist nicht die einzig denkbare Möglichkeit, eine befürchtete oder festgestellte Eigenkapitallücke zu schließen. Denkbar erscheint – unabhängig von der zuweilen unterschiedslosen Diskreditierung der Securitization durch die Finanzkrise seit 2007 – ein Anzapfen der Wertpapiermärkte etwas durch Project Shares oder mezzanin gestaltete Project Bonds. Zu dieser Verbindung von Wertpapier- und Projektfinanzierung vgl. einführend Tytko, D. (1999), S. 101 ff.; im besonderen Kontext von PPP-Projekten aktuell Archer, A.; Guadagnuolo, L. (2005).

Märkten zwischen die Kontraktpartner treten, um Angebot und Nachfrage aufeinander abzustimmen.⁹³ Als *Intermediation* wären demnach die von Intermediären ausgeübte Funktion bzw. die von ihnen erbrachten Intermediationsleistungen im Rahmen einer konkreten Austauschbeziehung zwischen Marktteilnehmern zu bezeichnen.

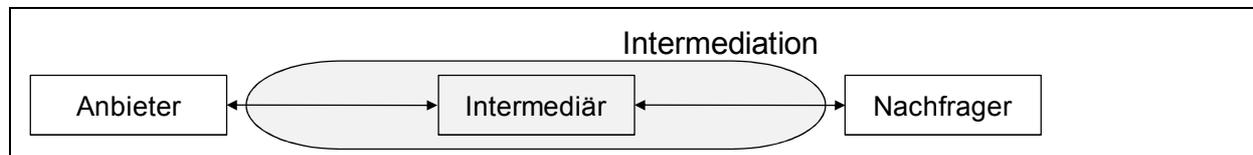


Abbildung 4: Intermediation

Infolge dieses grundlegenden Begriffsverständnisses ist es erforderlich, die entsprechend umfangreiche und vielgestaltige Gesamtheit der Intermediäre sinnvoll zu systematisieren.⁹⁴ Hierfür bietet sich zunächst eine Dreiteilung an, die an ökonomische Ströme anknüpft: In der traditionellen Sichtweise sind Wirtschaftssubjekte vor allem eingebunden in ein Netz von (Güter- und) *Zahlungsmittelströmen*. Dieses umgibt Individuen und Institutionen in weiten Teilen, umfasst also Tauschvereinbarungen mit anderen Individuen auf Märkten, aber auch innerhalb von Unternehmungen oder Behörden.⁹⁵ In einer moderneren Sichtweise sind fernerhin die *Informationsströme* zu berücksichtigen, in die jeder Marktteilnehmer eingebettet ist. Mit einer dreigeteilten Unterscheidung in Güter-, Geld- sowie Informationsströme werden Intermediäre anknüpfend an den *Objekten* der Tauschvereinbarungen bzw. Märkte systematisiert, in deren Rahmen sie agieren.

Güterintermediäre sind demnach alle Marktteilnehmer, die sich zwischen Partner einer güterbezogenen Beziehung „des Gutes wegen“ einschalten. Beispiele dafür wären ein Stückgutspediteur, der als gütertransportierender Intermediär zwischen Verkäufer und Käufer einer Wohnungs- oder Büroeinrichtung tritt, oder Groß- und Einzelhändler, die zwischen Hersteller und Wiederverkäufer bzw. Großhandel und Endverbraucher geschaltet sind.⁹⁶ Beim betreffenden Gut muss es sich dabei nicht zwingend um Mobilien, sondern kann es sich analog auch um Immobilien handeln, etwa wenn ein Wohnungsmakler Kontrakte zwischen Vermieter und Mieter als den eigentlichen Kontraktpartnern vermittelt.

Als *Finanzintermediäre* i.w.S. sind nach Maßgabe der bisherigen Abgrenzung Individuen oder Institutionen zu verstehen, die in *Finanzströme* eintreten, also im Rahmen von Austauschbeziehungen in liquiden Mitteln tätig werden.⁹⁷ Dieses heute vorherrschende Begriffsverständnis hat sich im Zeitablauf evolutorisch und nicht störungsfrei herausgebildet. Ursache dafür war u.a., dass der Ausgangspunkt der Beschäftigung mit der Finanzintermediation, nämlich die durch *Banken* dargestellte Finanzintermediation (die zur Abgrenzung daher treffender als *Bankintermediation* bezeichnet werden sollte), oft weniger als

⁹³ Vgl. Spulber, D.F. (1999), S. 3, 26; vgl. eingangs einer Analyse von *Finanzintermediären* auch Breuer, W. (1993), S. 5; ferner Breuer, W. (1994), bes. S. 291.

⁹⁴ Für alternative Systematisierungsmöglichkeiten neben den im Folgenden ausgeführten vgl. Rubinstein, A.; Wolinsky, A. (1987); einfürend und mit Bezug darauf auch Rose, F. (1999), S. 47f.

⁹⁵ Vgl. allgemein Süchting, J. (1995), S. 9ff.; mit Hinführung auf Intermediäre bes. Spulber, D.F. (1999), S. 7ff.

⁹⁶ Vgl. für eine entsprechende Charakterisierung des (Güter-)Handels im Rahmen der ökonomischen Theorie ausführlich Gümbel, R. (1985), bes. S. 77ff. Vgl. mit besonderer Betonung dieser Intermediäre auch Spulber, D.F. (1996), S. 137ff.

⁹⁷ Vgl. grundlegend Diamond, D.W. (1984), bes. S. 398; aktuell Mishkin, F.S. (2006), S. 24ff.

Prototyp denn als *Synonym* für Finanzintermediation dargestellt wurde.⁹⁸ Auch wenn inzwischen neben Bank- vor allem Versicherungsunternehmungen als Finanzintermediäre behandelt werden⁹⁹, bilden sie nur eine Teilmenge dieser Gesamtheit: Der Eingangsdefinition des Finanzintermediärs entsprechen darüber hinaus weitere Unternehmungen unterschiedlicher Ausrichtungen, darunter insbesondere Investmentgesellschaften i.w.S.¹⁰⁰. Eine Teilmenge hiervon bilden dann auch Zweckgesellschaften, die eigens für den Zweck gegründet und erhalten werden, zunächst mit liquiden Mitteln dotiert zu werden, die sie daraufhin im Rahmen bestimmter Finanzierungsanlässe investieren. Soweit sie es im Rahmen von (PPP-)Projektfinanzierungen tun, stehen sie als Spezialform des Finanzintermediärs im Mittelpunkt dieser Arbeit. Ihre Intermediationsleistung lässt sich hierbei noch genauer spezifizieren, indem Finanzintermediäre anhand der *Funktion* unterschieden werden, die sie ausüben. Hierauf lässt sich anhand des bislang noch nicht besprochenen Informationsintermediärs überleiten.

Als *Informationsintermediäre* sind Mittler zu klassifizieren, die in *Informationsströme* eingeschaltet sind. Informationsintermediation ist demgemäß etwa das Markthandeln von Wirtschaftsprüfern, die die (Rechnungslegungs-)Informationen des Rechnung Legendens an die Rechnungslegungsadressaten verifizieren und standardisieren helfen, oder das von Rating-Unternehmungen, die Wahrscheinlichkeitsaussagen über die Kapitaldienstfähigkeit von Fremdkapitalnehmern erstellen.¹⁰¹ Beide sind wiederum Beispiele für Informationsintermediäre, die sich in *Ströme finanzieller Informationen* einschalten. In der Folge können sie auch als Finanzinformationsintermediäre oder kürzer als Finanzintermediäre i. w. S. aufgefasst werden. Die primäre Anknüpfung am Gegenstand der Vermittlung bzw. zugrunde liegenden Austauschbeziehung führt daraufhin zur folgenden Gliederung in Güter-, Finanz- und Informationsintermediäre samt der zuletzt aufgezeigten Schnittstellenposition bestimmter Intermediärsformen.

⁹⁸ Zur schwierigen Herausbildung des Begriffsverständnisses vgl. ausführlich und m.w.N. Horsch, A. (2008), S. 85ff.

⁹⁹ Zum Problemkreis der Finanz- als „insurance intermediation“ vgl. einführend und m.w.N. Horsch, A. (2005), bes. S. 82f.; ferner Kaiser, D. (2006), S. 119f. In der Versicherungswissenschaft werden allerdings weniger die Versicherungsunternehmungen selbst als die noch zwischen sie und die Versicherungsnehmer geschalteten Mittler als „insurance intermediaries“ untersucht, vgl. stellvertretend Cummins, J.D.; Doherty, N.A. (2006).

¹⁰⁰ Vgl. ausführlich zu „investment intermediaries“ Mishkin, F.S. (2006), S. 34ff.

¹⁰¹ Vgl. zur Einstufung als „information gathering agencies“, die von „funding financial intermediaries“ abgegrenzt werden, grundlegend Millon, M.H.; Thakor, A.V. (1985), hier einführend S. 1403; sowie durchaus auch Breuer, W. (1993), S. 22. Vgl. aktuell und m.w.N. zudem Horsch, A. (2008), S. 89ff. Vgl. entsprechend zu Finanzanalysten sowie zu Reisebüros als Beispiel aus dem nicht-finanziellen Sektor Hax, G. (1998), S. 44ff.

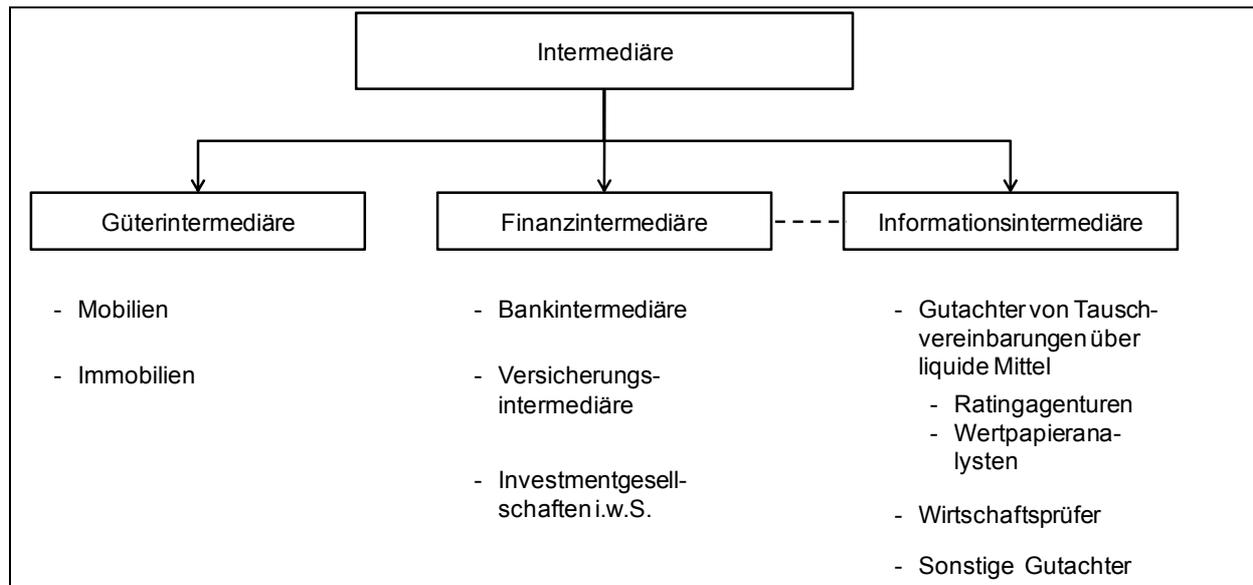


Abbildung 5: Intermediärsformen¹⁰²

Es wird so die Schwierigkeit einer (ein-)eindeutigen Identifizierung einer Unternehmung als Finanz- oder Informationsintermediär deutlich: Je nachdem, welche (Unternehmer-)Funktionen von ihr ausgeübt werden, kann sie eine Ideal- oder Mischform repräsentieren.

2.1.4.2. Funktionsorientierter Finanzintermediär

Durch die Einordnung bestimmter Informations- als Finanzintermediäre i. w. S. ist der Übergang zu der Sicht- und Strukturierungsweise erreicht, die als Finanzintermediär jede Institution begreift, die sich vermittelnd in Finanzströme einschaltet und diese Gesamtheit entsprechend der dabei konkret ausgeübten *Funktion* unterscheidet¹⁰³:

1. *Finanz-Gutachter* als Finanzintermediäre, die reine Informationsproduktion betreiben, wie z.B. die bereits erwähnten Rating-Unternehmungen, Wertpapieranalysten, oder auch Wirtschaftsprüfer.
2. *Finanz-Auktionatoren*, deren Tätigkeit sich auf die Preisermittlung richtet. Entsprechende Funktionen übernehmen etwa Finanzmakler oder Anbieter von Börsenclearingsystemen¹⁰⁴.
3. *Finanz-Händler*, die in den Austauschprozess eingebunden werden, wobei sie – entsprechend dem ursprünglichen Verständnis des Intermediärs als reiner Händler – die (hier: finanziellen) Tauschobjekte lediglich durchleiten, ohne sie zu modifizieren¹⁰⁵, wie etwa eine Investmentbank in ihrer Rolle als Broker/Dealer oder Platzierungsbank einer Wertpapieremission.

¹⁰² Quelle: Horsch, A. (2008), S. 91.

¹⁰³ Vgl. insbes. Breuer, W. (1993), bes. S. 8ff., mit Bezug dazu Hartmann-Wendels, T. et. al., S. 110f.; Dietrich, D.; Vollmer, U. (2005), S. 1ff. Zumindest die Typen 2-4 finden sich auch bereits in der Grundlagenarbeit zur Finanzintermediation von Benston, G.J.; Smith, C.W. (1976), hier S. 216. Vgl. frühzeitig zudem Bitz, M. (1989). Die gleichen vier Grundtypen lassen sich auch für Güter- sowie Informationsintermediäre unterscheiden, vgl. ausführlich Rose, F. (1999), S. 46ff.; 163ff.

¹⁰⁴ Vgl. ausführlich dazu Bernet, B. (2003), S. 191ff.

¹⁰⁵ Vgl. grundlegend etwa Rubinstein A.; Wolinsky, A. (1987), hier S. 581.

4. *Finanz-Produzenten*, die die unter 3. beschriebene Funktion ausüben, hierbei aber eine Modifikation der Tauschobjekte vornehmen. Hierunter fallen insbesondere (commercial banking betreibende) Kreditinstitute, Versicherungsunternehmungen oder Investmentgesellschaften i. w. S., da sie die im Passivgeschäft hereingenommenen Mittel durch Ausübung von *Transformationsleistungen*¹⁰⁶ modifizieren, bevor sie sie im Aktivgeschäft wieder investieren.

Analog wären auch spezielle Formen von Investitionsvehikeln, die erhaltene Eigen- und Fremdmittel in projektspezifisch modifiziertem Zuschnitt in (PPP-)Projektfinanzierungen investieren, als produzierende Finanzintermediäre (Typ 4) zu klassifizieren.

Bis hierher ist damit erklärt, worin die Tätigkeit von Finanzintermediären im Allgemeinen besteht. Die Abgrenzungen haben zum einen die Vielfalt der Erscheinungsformen und zum anderen aufgezeigt, welche Funktionen sie gerichtet auf welche Intermediationsobjekte im Marktgeschehen ausüben. Noch nicht erklärbar ist bis hierher indes, *warum* das ausge-rechnet durch diese Institutionen geschieht, warum diese Funktionsausübung also

- überhaupt (dem Grunde nach) nachgefragt wird;
- durch solche Intermediärsformen und nicht durch Begründung und Erhaltung anders-artiger Institutionen dargestellt wird.

Die Diskussion dieses „raison d'être“¹⁰⁷ von Finanzintermediären ist nicht Gegenstand dieser Arbeit. Gleichwohl können die entsprechenden Forschungsergebnisse¹⁰⁸ im weiteren Verlauf möglicherweise genutzt werden, um die Sinnhaftigkeit der definierten Typ-4-Variante des Finanzintermediärs dem Grunde sowie der Ausgestaltung nach zu begründen.

¹⁰⁶ Vgl. ausführlich dazu etwa Bernet, B. (2003), S. 8ff.; aktuell einführend auch Baxmann, U.G. (2009), S. 4ff.

¹⁰⁷ Benston, G.J.; Smith, C.W. (1976), S. 215 (im Original kursiv).

¹⁰⁸ Zu nennen sind neben Benston, G.J.; Smith, C.W. (1976) insbesondere die stärker informationstheoretisch basierten Arbeiten von Leland, H.E.; Pyle, D.H. (1977), Campbell, T.S.; Kracaw, W.A. (1980) sowie Diamond, D.W. (1984). Vgl. zusammenführend auch Süchting, J.; Paul, S. (1998), S. 12ff.; Bernet, B. (2003), S. 90ff; Mester, L.A. (2007), S. 73ff.; Horsch, A. (2008), S. 100ff.

2.2 Public Private Partnership im öffentlichen Hochbau

Im Folgenden werden die zentralen Charakteristika und Effizienztreiber von Public Private Partnership Projekten erläutert. Anknüpfend an die Ausführungen in Kapitel 2.1.3 wird aufgezeigt, dass die Wesensmerkmale der Projektfinanzierung bei PPP-Projekten und die verbundenen Interessen der Kapitalgeber dazu beitragen, das Ziel der wirtschaftlichen Realisierung öffentlicher Bauvorhaben in besonderem Maße zu fördern. Abschließend wird auf die Integration mittelständischer Unternehmen bei der Umsetzung projektfinanzierter PPP-Projekte eingegangen.

Eine grundlegende, gesetzlich kodifizierte Definition von Public Private Partnership existiert in Deutschland nicht. Das konstitutive Begriffsverständnis wurde mit dem Gutachten „PPP im öffentlichen Hochbau“ im Jahr 2003 etabliert, in dem PPP oder ÖPP „als langfristige, vertraglich geregelte Zusammenarbeit zwischen öffentlicher Hand und Privatwirtschaft, zur wirtschaftlichen Erfüllung öffentlicher Aufgaben“¹⁰⁹ definiert wird.

Als „echte“ PPP oder PPP der zweiten Generation werden solche Projekte bezeichnet, bei denen neben den Leistungen der Planung, des Baus, des Betriebs und gegebenenfalls der Verwertung auch die Finanzierung an einen privaten Auftragnehmer übertragen wird.

Für die vorliegende Arbeit werden PPP-Projekte der zweiten Generation in den in Tabelle 2 dargestellten Hochbausegmenten untersucht.

Tabelle 2: Übersicht der Hochbausegmente

Hochbausegmente	Beispiele
Verwaltung	Rathäuser, Finanzämter, Ministerien
Bildung	Schulen, Hochschulen, Kindergärten
Gesundheit	Krankenhäuser, Pflegeheime
Freizeit und Kultur	Sportstätten, Schwimmbäder, Museen, Theater
Sicherheit	Polizeigebäude, Gefängnisse, Grenzschutz
Sonstiges	Messegelände, Parkhäuser, Feuerwehrgebäude

Der überwiegende Teil der PPP-Projekte in Deutschland wird im Rahmen des PPP-Inhabermodells realisiert.¹¹⁰ Hier bleibt der öffentliche Auftraggeber über die gesamte Vertragslaufzeit zivilrechtlicher und wirtschaftlicher Eigentümer des Objektes und überlässt dem privaten Auftragnehmer das Grundstück lediglich schuldrechtlich, im Wege einer Pacht, zu den vereinbarten Bau- und Betreiberleistungen.¹¹¹

¹⁰⁹ Vgl. BMVBW (2003, Hrsg.), S. 2.

¹¹⁰ Von den 116 vergebenen Projekten (Stand 07/2009) wurden im 82 Inhaber-Modell, 11 im Konzessionsmodell, 13 im Mietmodell und 3 Projekte im Gesellschaftsmodell realisiert. Bei acht Projekten wurde das gewählte Organisations- und Vertragsmodell nicht veröffentlicht.

¹¹¹ Vgl. Berger, M. (2008), S. 844.

Als weitere Vertragsmodelle werden im Bundesgutachten das PPP-Erwerbermodell, das PPP-FMLeasingmodell, das PPP-Vermietungsmodell, das PPP-Contractingmodell, das PPP-Konzessionsmodell und das PPP-Gesellschaftsmodell genannt.¹¹²

Die verschiedenen PPP-Vertragsmodelle unterscheiden sich im Wesentlichen hinsichtlich der Eigentumszuordnung, des vertraglichen Leistungsumfangs, der Risikoverteilung und der Entgeltstruktur.¹¹³

2.2.1 Effizienztreiber Lebenszyklusansatz und optimale Risikoallokation

Zu den zwei zentralen Effizienztreibern von PPP gehören der Lebenszyklusansatz und der optimale Risikotransfer, auf die im Folgenden näher eingegangen wird.

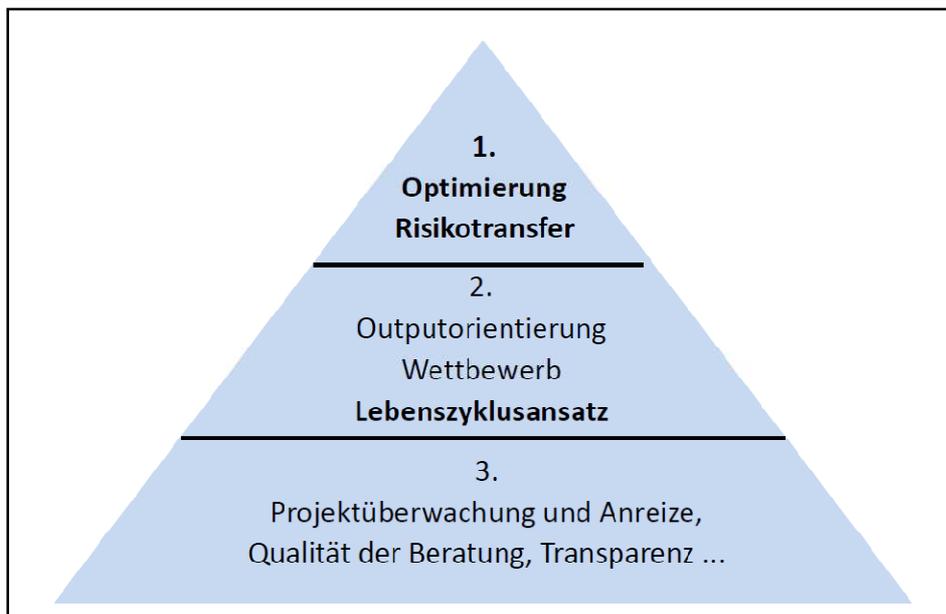


Abbildung 6: PPP-Effizienzpyramide¹¹⁴

Der *Lebenszyklus* eines PPP-Projektes umfasst die Phasen der Planung, der Finanzierung, des Baus und des Betriebs bzw. der Bauunterhaltung sowie ggf. der Verwertung. Die Betrachtung des gesamten Lebenszyklus verstärkt das Kostenbewusstsein bereits während der Angebotsphase für alle folgenden Projektphasen. Weiterhin können durch die Optimierung der Gebäudefunktion und -gestaltung unter der Berücksichtigung und der ausführlichen Analyse der Unterhaltung des Gebäudes in der Betriebsphase, Effizienzvorteile bzw. Anreize zu Kosteneinsparungen geschaffen werden. Zusätzlich kann frühzeitig ein umfangreiches, phasenübergreifendes Kapazitäts- und Leerstandsmanagement zur Generierung sicherer bzw. weiterer Einnahmequellen aufgebaut werden.¹¹⁵

Die *Risiken* eines Projektes bestehen in der Unsicherheit zukünftiger Ereignisse, die in einer positiven oder negativen Abweichung von einem festgelegten Ziel resultieren können.

¹¹² Vgl. BMVBW (2003, Hrsg.), S. 90ff.

¹¹³ Vgl. BMVBW (2003, Hrsg.), S. 90.

¹¹⁴ Eigene Darstellung in Anlehnung an Jacob, D.; Kochendörfer, B. (2002), S.19.

¹¹⁵ Vgl. BMVBW (2003, Hrsg.), S. 5.

Ökonomisch bedeutet Risiko in einem PPP-Projekt die Unsicherheit bezüglich finanzieller Zuwachsmöglichkeiten und Verluste über den gesamten Lebenszyklus.

Die während der Projektlaufzeit eines PPP bestehenden Risiken sollten – der im Vorkapitel aufgezeigten Idee des risk sharing entsprechend – grundsätzlich von dem Vertragspartner getragen werden, der sie am besten beherrschen oder beeinflussen, das heißt am besten managen kann. So liegt das Risiko einer sachgerechten Bereitstellung der Gebäude in der Regel beim Bau- und Betreiberkonsortium, während mit dem Baugrundstück verbundene Risiken üblicherweise beim öffentlichen Auftraggeber verbleiben.¹¹⁶

Im Rahmen des Risikomanagements ist die Identifizierung, Bewertung, Analyse, Allokation und Nachverfolgung von Risiken durchzuführen. Vor allem die Risikoallokation zwischen öffentlicher Hand und der Projektgesellschaft spielt für den Effizienzgewinn eine wichtige Rolle. Dafür werden die einzelnen identifizierten Projektrisiken nach möglicher Schadenshöhe und Eintrittswahrscheinlichkeit kategorisiert und mit dem entsprechenden Risikowert¹¹⁷ ermittelt.¹¹⁸

Risiken sind grundsätzlich transferierbar, wenn die rechtlichen und tatsächlichen Rahmenbedingungen eine Übertragung der Risiken von der öffentlichen Hand auf den privaten Partner zulassen und der Private diese entscheidend und ohne erheblichen Ressourcenaufwand beeinflussen kann. Werden durch den Privaten beeinflussbare Risiken nicht auf selbigen übertragen, bestehen keine Anreizstrukturen, diese Parameter zu beeinflussen und über den gesamten Lebenszyklus zu optimieren.¹¹⁹ Die Prämisse der optimalen Risikoallokation bedeutet nicht den Transfer aller Risiken auf den privaten Partner, sondern eine kosten- und nutzenoptimale Allokation der Risiken zwischen öffentlicher und privater Seite. Der Zusammenhang zwischen optimalem Risikotransfer und derart bestimmter Effizienz wird in Abbildung 7 deutlich.

¹¹⁶ Vgl. Berger, M. (2008), S. 847.

¹¹⁷ Risikowert = Schadenshöhe x Eintrittswahrscheinlichkeit.

¹¹⁸ Vgl. Hoppenberg, M. et al. (2008), S. 69f.

¹¹⁹ Vgl. Henschel-Bätz (2008), S. 320.

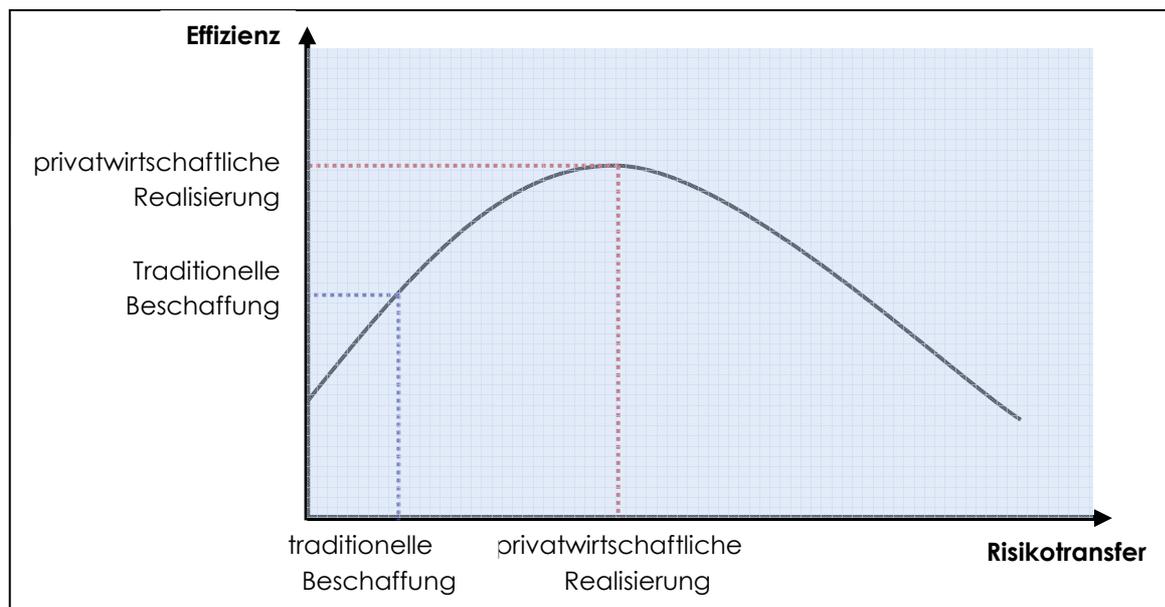


Abbildung 7: Optimaler Risikotransfer und Effizienz¹²⁰

2.2.2 Finanzierung von PPP-Hochbau-Projekten

Die Wahl der Finanzierungsform hat einen entscheidenden Einfluss auf mögliche Effizienzpotenziale von PPP, da sich die Projektkosten durch eine dem Projekt angepasste Finanzierungsstruktur senken lassen. Während in der deutschen PPP-Praxis zwei Finanzierungsmodelle, die Forfaitierung mit Einredeverzicht seitens der öffentlichen Hand und die Projektfinanzierung, Anwendung finden, werden im internationalen Vergleich die meisten PPP-Vorhaben im Rahmen der Projektfinanzierung oder der Anleihefinanzierung umgesetzt.¹²¹

Das Modell der Forfaitierung mit Verzicht der Einrede und Einwendungen der öffentlichen Hand gegenüber der die Forderungen ankaufenden Bank ermöglicht die Erzielung kommunalkreditähnlicher Finanzierungsbedingungen.¹²² Gleichzeitig wird durch den Einredeverzicht allerdings die Risikoverteilung zwischen öffentlicher Hand und privatem Auftraggeber unterminiert und so die Anreize zur Optimierung der Lebenszykluskosten eingeschränkt.

Dagegen werden, wie in Kapitel 2.1.3.1 dargestellt, bei einer Projektfinanzierung die Risiken des Projektes durch die komplexen Vertragsstrukturen auf die Prozessbeteiligten verteilt, so dass jeder Projektbeteiligte die Risiken trägt, die er am besten steuern und kontrollieren kann, was ein kostenoptimales Risikomanagement für den gesamten Projektlebenszyklus bedeutet.¹²³

¹²⁰ Quelle: Jacob, D.; Schweisfurth T. (2005), S. 83.

¹²¹ Vgl. Knütel, C. (2008), S. 383.

¹²² Mit dem Verzicht der Einrede und Einwendungen erklärt sich der Auftraggeber bereit, seinen Zahlungsverpflichtungen auch dann nachzukommen, wenn Projektumstände eintreten, die ihn ansonsten zur Minderung von Zahlungen legitimieren würden. Vgl. Braune, G. (2006), S. 301.

¹²³ Vgl. Siebel, U. (2001), S. 157ff.

Bei Projektfinanzierungen ist die Unterlegung der Fremdfinanzierung durch den Einsatz von haftendem Eigenkapital zur Besicherung der Ansprüche der Darlehensgeber unabdingbar. (vgl. Kapitel 2.1.1 zu Funktionen des externen Eigenkapitals). Gleichzeitig erfüllt das von den Fremdkapitalgebern geforderte Eigenkapital eine zusätzliche Signalwirkung für die öffentliche Hand, da es das originäre Projektinteresse der Sponsoren über den gesamten Lebenszyklus unterstreicht.

2.2.3 Gesellschafterstruktur

Die Gesellschafterstruktur einer PPP-Projektfinanzierung besteht aus den Eigenkapitalgebern der Projektgesellschaft.¹²⁴ Wichtig ist dies vor allem für die Anfangsphase eines PPP-Projektes, bei der es gilt, den zumindest teilweise divergierenden Motivationen und Interessenslagen der einzelnen Akteure eine Zielrichtung vorzugeben, also die „community of interest“ zu stärken.¹²⁵ Dies kann unter anderem durch die Bindung von Kapital befördert werden.

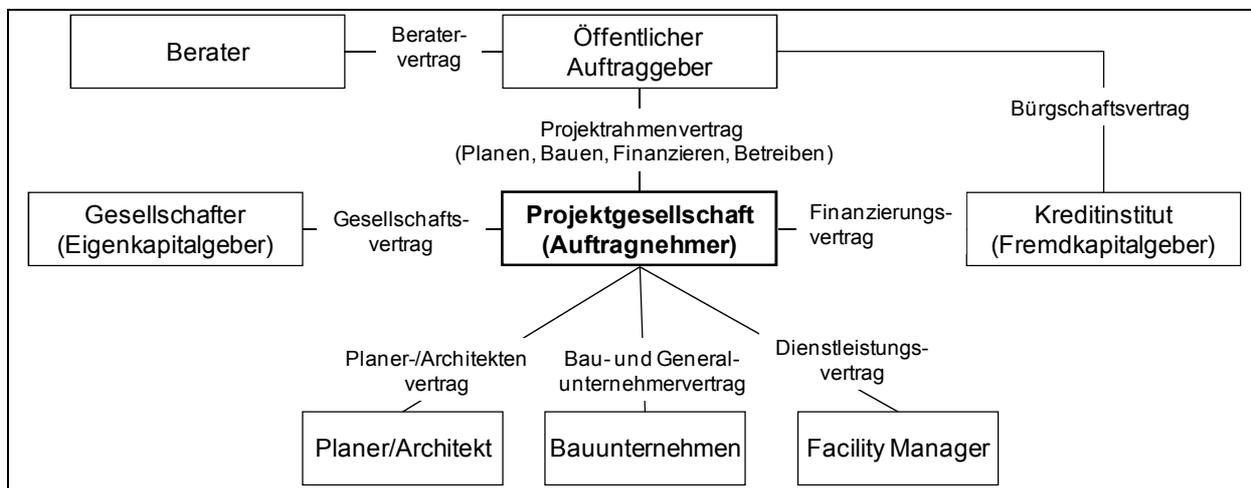


Abbildung 8: Organisation und Vertragsstrukturen beim Betreibermodell¹²⁶

Aus der langen Vertragslaufzeit und dem relativ stabilen Lebenszyklus eines PPP-Projektes ergeben sich allerdings für die einzelnen Akteure Anreize für eine Veränderung der Gesellschafterstruktur. Mit dem Übergang eines PPP-Projektes in die Betriebsphase beispielsweise sinkt das Risikoprofil des Projektes.¹²⁷ Das bedeutet auch, dass mit zunehmendem Voranschreiten die laufenden Wertzuwächse des Projektes abnehmen.¹²⁸ An Projektgesellschaften beteiligte Bauunternehmungen sind daher nach der erfolgreichen Erstellung des PPP-Projektes regelmäßig daran interessiert, ihre Anteile an der Projektgesellschaft zu veräußern, weil ihre Kernaufgaben und -kompetenzen in der wirtschaftlichen und technischen

¹²⁴ Vgl. Viering, M. G. et al. (Hrsg.) (2007), S. 30 f.

¹²⁵ Vgl. Cordes, S. (2009), S. 165.

¹²⁶ Vgl. Cordes, S. (2009), S. 51.

¹²⁷ Vgl. Cordes, S. (2009), S. 141.

¹²⁸ Vgl. Cordes, S. (2009), S. 142.

Planung, Erstellung und Inbetriebnahme eines Projektes liegen und weniger in einem langfristigen Betrieb.¹²⁹

Die rechtliche Trennung der Vermögen von Projektspensoren und Projektgesellschaft durch die Gründung einer SPC in Form einer Kapitalgesellschaft sind Voraussetzung für das Vornehmen eines Gesellschafterwechsels.¹³⁰ Bei Verkauf von Gesellschafteranteilen gilt es dabei, eine unabhängige Bewertung der Gesellschaft durchzuführen, um einen angemessenen Veräußerungspreis zu ermitteln. Für die Bewertung von PPP-Objekten könnte auf das Wertermittlungsverfahren von Immobilienfonds zurückgegriffen werden.¹³¹

Widerstand gegen eine Veränderung der Gesellschafterstruktur könnte unter anderem von anderen Projektbeteiligten ausgehen, deren Chance-Risiko-Position positiv davon abhängt, dass sich ein möglichst langfristiges Engagement möglichst vieler anderer Akteure herstellen lässt. Hierzu gehören insbesondere die Fremdkapitalgeber. Ihr Interesse richtet sich primär auf die Beibehaltung der Haftungsmasse in ihrer ursprünglichen Höhe. Sekundär können sie aber auch daran interessiert sein, dass der Gesellschafterkreis unverändert bleibt und insbesondere kein Wechsel von community-of-interest-verlässlichen Projektbeteiligten zu anderen, ggf. rein renditeorientierten Gesellschaftern erfolgt. Der Verkauf von Anteilen wird daher oftmals im Interesse der Fremdkapitalgeber zeitlich und/oder volumenmäßig beschränkt. Hierbei kommt es zu entsprechenden Formulierungen in den Finanzierungsverträgen. Die Beteiligung bestimmter Projektspensoren soll dadurch solange garantiert werden, bis gewisse Meilensteine, wie die Inbetriebnahme bzw. ramp-up-Phase im Projekt erreicht wurden.¹³²

Neben reinen Fremdkapitalgebern hat insbesondere die öffentliche Hand ein verstärktes Interesse an einer langfristigen Zusammenarbeit mit einem stabilen Kreis von Beteiligten am Projekt wie an der Projektgesellschaft, da sie hieraus stabile Aussichten für die Projektrealisierung ebenso wie für das Ausüben politischen Einflusses ableitet.¹³³ Dies ist vor allem bei Projekten wichtig, die in einen sensiblen Bereich der öffentlichen Auftragserfüllung eingreifen, also zum Beispiel im Sektor Sicherheit bzw. der Zusammenarbeit mit dem Militär.

Demgegenüber möchten Sponsoren, vor allem diejenigen, die keinen besonderen Nutzen aus einer Beteiligung während der Betriebsphase ziehen, ihre Anteile nach eigenen Präferenzen veräußern können, um die freigewordenen Mittel für andere Investitionen nutzen zu können. Die Verfügungsmöglichkeiten über eigene Anteile an einer Projektgesellschaft sollten aus ihrer Sicht daher möglichst uneingeschränkt sein.

PPP-Projektverträge verkörpern daher stets auch einen Kompromiss zwischen den Akteuren im Hinblick auf ihre Präferenzen in punkto Gesellschafterwechsel. Dabei sollten die unterschiedlichen Risikostrukturen während der Bau- und Betriebsphase Berücksichtigung finden.¹³⁴ Die Projektverträge enthalten in der Folge Klauseln, welche eine Veränderung der Gesellschafterstruktur bzw. eine Veräußerung von Anteilen an einer Projektgesellschaft genau regeln, darunter typischerweise Regelungen zu Verfügungen über Geschäftsanteile,

¹²⁹ Vgl. Blecken, U.; Meinen, H. (2008), S. 44.

¹³⁰ Vgl. Siebel, U. R. et al. (2008), S. 75.

¹³¹ Vgl. dazu Kapitel 5.1.

¹³² Vgl. Siebel, U. R. et al. (2008), S. 82.

¹³³ Vgl. Siebel, U. R. et al. (2008), S. 395.

¹³⁴ Vgl. Siebel, U. R. et al. (2008), S. 395.

Zustimmungsvorbehalte der Gesellschafterversammlung oder des Beirates zu Verkäufen, Andienungsverpflichtungen, Vorkaufsrechte sowie Mitverkaufsrechte und -pflichten.¹³⁵ Zur spezifischen Frage des Gesellschafterwechsels enthalten PPP-Projektverträge im Sinne einer best-practice-Regel häufig eine Sperrfrist zur Veräußerung von Anteilen von zwei Jahren nach Baufertigstellung.¹³⁶ Hinzu können Vorschriften zur Abhängigkeit eines Gesellschafterwechsels von der Position maßgeblicher Projektbeteiligter kommen. Diese beginnt mit einer bloßen Kenntnisnahme von einem Gesellschafterwechsel und kann bis zur obligatorischen schriftlichen Zustimmung von Seiten der öffentlichen Hand reichen.¹³⁷

Als Ergebnis der Expertenbefragung von Finanzintermediären kann vermerkt werden, dass eine Regulierung der Gesellschafterstruktur im PPP-Vertrag so liberal wie möglich erfolgen sollte. Fast einstimmig wählten die Befragten das einfache Informationsrecht der öffentlichen Hand bei einem Gesellschafterwechsel als bestmögliche Lösung in den Vertragsbestimmungen. Ein Vetorecht der öffentlichen Hand gegenüber dem Wechsel bzw. Austausch eines Gesellschafters in der Projektgesellschaft wurde als schlechtester Lösungsansatz gesehen.¹³⁸

Entsprechend ist auch im Kontext dieser Arbeit auf die geschilderten Interessenlagen Rücksicht zu nehmen: Es wäre zu prüfen, ob und inwieweit die Bereitschaft bestimmter Zielgruppen, seien es „große“ Finanzinvestoren oder mittelständische Bauunternehmungen, zur Bereitstellung von Eigenkapital an projektfinanzierte PPP-Vorhaben dadurch verbessert werden kann, dass ihnen ein umgekehrter Exit durch Gesellschafterwechsel leichter als bisher gemacht wird. Hierzu notwendig ist zum einen die Bereitschaft der anderen Projektbeteiligten, entsprechend nachgiebige Kontrakte zu akzeptieren. Zum anderen muss der Gesellschafterwechsel auch faktisch möglich sein, denn ein statthafter Ausstieg kann sich immer noch dadurch als unmöglich erweisen, dass kein entsprechender Tauschpartner gefunden wird. Notwendig ist also die Existenz eines funktionsfähigen Sekundärmarktes für Eigenkapitalanteile an PPP-Projektgesellschaften, wie er deswegen nachfolgend behandelt wird.

2.2.4 Primär- und Sekundärmarkt für PPP-Beteiligungen

Im Falle projektfinanzierter PPP-Vorhaben besteht der Primärmarkt in der Veräußerung von Projektanteilen in der Bauphase (siehe Abbildung 9). Charakteristisch für dieses Projektstadium ist ein höheres Risikoprofil im Vergleich zur Betriebsphase und eine dementsprechend vergleichsweise hohe Renditeerwartung dieser Investoren. PPP-Projekte auf dem Sekundärmarkt hingegen befinden sich typischerweise bereits im Betrieb und verfügen somit über überschaubare Risiken, weswegen sie aber auch nur moderate Renditeaussichten bieten.¹³⁹ Abhängig vom jeweiligen Projektvertrag stehen den Investoren dabei vertraglich vereinbarte fixe Cashflows in Aussicht, welche in diesem Fall von einem Projektpartner zumeist unzweifelhafter Bonität, der öffentlichen Hand, erbracht werden.¹⁴⁰ Ein wesentlicher

¹³⁵ Vgl. Littwin, F. (2006), S. 102.

¹³⁶ Vgl. Riebeling, K.-H. (2009), S. 76 f.

¹³⁷ Vgl. Harth, C. (2005), S. 89.

¹³⁸ Vgl. Empirische Erhebung (Deutschland).

¹³⁹ Vgl. Grimsey, D.; Lewis, M. (2002), S. 256; Allchorne, T. (2004), S. 2.

¹⁴⁰ Vgl. Allchorne, T. (2004), S. 3.

Unterschied zwischen PPP-Projekten, die es auf dem Primär- oder aber auf dem Sekundärmarkt zu veräußern gilt, sind ihre Eigentumsverhältnisse. Projekte in der Bauphase werden meist von einem Konsortium von mehreren Projektbeteiligten vorangetrieben. Dies ist auf die komplexe Aufgabenverteilung sowie das erhöhte Risikoprofil zurückzuführen.¹⁴¹ Generell ist davon auszugehen, dass erst nach Abschluss der Bauphase und einer gewissen Anlaufphase des Betriebes und unter der Voraussetzung der Zustimmung aller Anteilseigner eine 100%ige Veräußerung gewährleistet werden kann. Je nach Zielsetzung eines strategischen Investors ist eine Mehrheitsbeteiligung an einem Investment dringende Voraussetzung für sein Engagement, um sich gewisse Mitspracherechte sichern zu können.¹⁴²

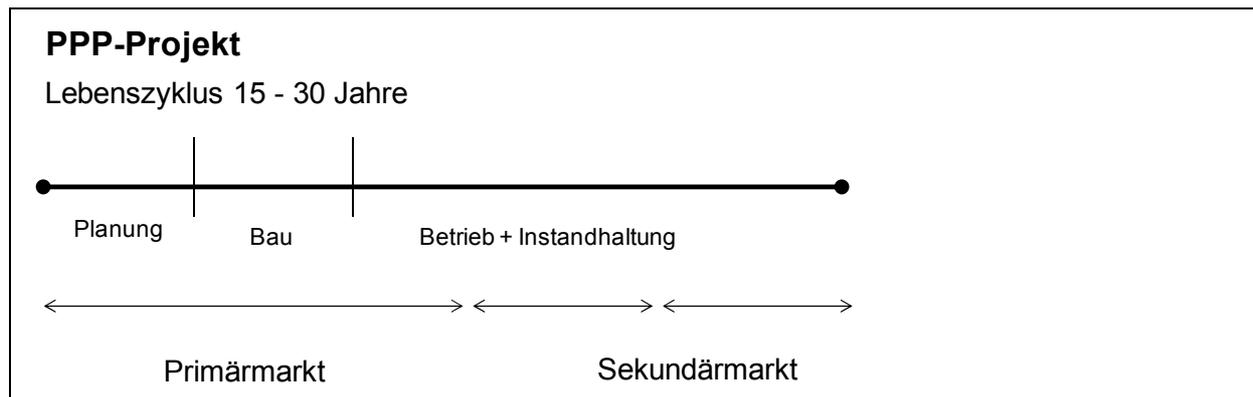


Abbildung 9: Primär- und Sekundärmarkt für PPP¹⁴³

Eine wichtige Form der Eigenkapitalbeteiligung an PPP-Projekten mit Hilfe von Beteiligungsinstrumenten und Investoren, die eine spezielle Unterscheidung nach Primär- und Sekundärmarkt nach sich zieht, ist das Dachfonds-Konzept (siehe Abbildung 10). Idealtypisch beteiligt sich hier ein Fonds mit einer Direktinvestition am Primärmarkt an einem oder mehreren Projekten. Dieser Erstinvestor-Fonds wiederum veräußert seine Anteile in großen Tranchen an institutionelle Kunden. Ein Dachfonds als Vehikel auf einer übergeordneten Ebene erwirbt dabei Fondsanteile mehrerer Fonds mit unterschiedlichen Anlagekonzepten und Ausrichtungen, was implizit einer Sekundärmarkttransaktion entspricht. Analog werden die (Verfügungsrechte an den) Cashflows aus einem ursprünglichen PPP-Projekte in einem weiteren („Sekundärmarkt-“)Schritt an die Investoren des Dachfonds übergeleitet. Durch dieses Fund-of-Funds-Konzept wird dem Anleger eines Dachfonds ermöglicht ein diversifiziertes, allerdings kleinanteiligeres Portfolio zu erwerben. Vorteilhaft ist hierbei, dass auch kleinere Anleger Zugang zu möglichen Fondsprodukten erhalten, die üblicherweise nur Anlegern mit einer hohen Mindestbeteiligung vorbehalten wären.

¹⁴¹ Vgl. Sorge, M. (2004), S. 107.

¹⁴² Vgl. dazu Becher, G. (2008), S. 37.

¹⁴³ Eigene Darstellung; Ein Verkauf auf dem Sekundärmarkt während der Bauphase des Projektes ist zwar möglich, für ein PPP-Projekt allerdings äußerst schwierig und aufwendig einzuschätzen, da hierfür auch eine entsprechende Bewertungsmethodik angewendet werden muss, welche dem Käufer Transparenz über eingegangene Chancen und Risiken und den Verkehrswert des noch nicht fertig gestellten Objektes verschafft. Es ist also davon auszugehen, dass nur in Ausnahmefällen (Notverkauf) die Anteile an einer Projektgesellschaft vor Beendigung der Bauphase auf dem Sekundärmarkt als veräußerbar sein werden.

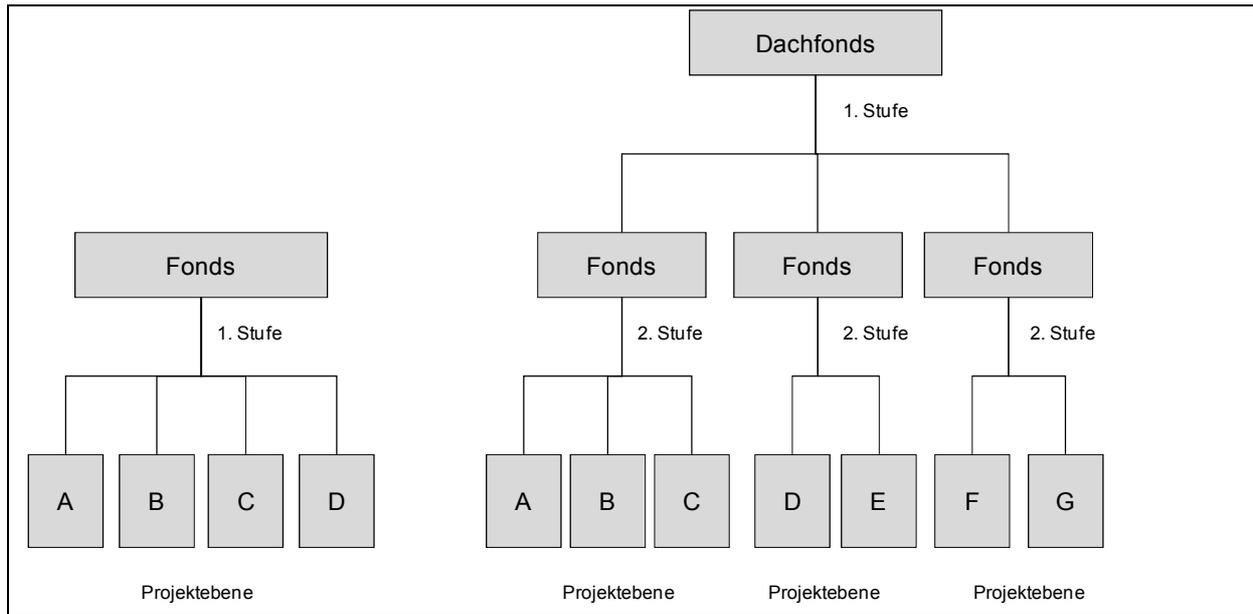


Abbildung 10: Fondskonzepte im Sinne von Primär- und Sekundärmärkten¹⁴⁴

¹⁴⁴ Eigene Darstellung.

3 Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten im Hochbau

Aufbauend auf Kapitel 2.1.3 Projektfinanzierung werden in diesem Kapitel zunächst kurz die zentralen Merkmale von Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten erläutert. In Kapitel 3.1 werden die bisher im deutschen Hochbau umgesetzten PPP-Projektfinanzierungen hinsichtlich Projekt- und Finanzierungsstruktur untersucht. Basierend auf den Ergebnissen der Expertenbefragung werden in Kapitel 3.2 die Finanzierungs- und Risikostruktur projektfinanzierter PPP-Projekte erörtert. In Kapitel 3.3 werden Ansätze zur Verbesserung der Rahmenbedingungen für PPP-Projektfinanzierungen aufgezeigt.

3.1 PPP-Projektfinanzierungen in Deutschland

Bei der Realisierung von PPP-Projekten im Hochbau ist die Forfaitierung mit Einredeverzicht des öffentlichen Auftraggebers die bislang in Deutschland dominierende Finanzierungsvariante. Bis Dezember 2009 wurden 73 Prozent aller bezuschlagten PPP-Projekte mittels dieser kommunalkreditähnlichen Finanzierung umgesetzt.¹⁴⁵ Das durchschnittliche Investitionsvolumen der Projekte lag bei ca. 21,8 Mio. Euro. Abbildung 11 verdeutlicht den im internationalen Vergleich geringen Anteil an Projektfinanzierungen im deutschen PPP-Hochbau.¹⁴⁶

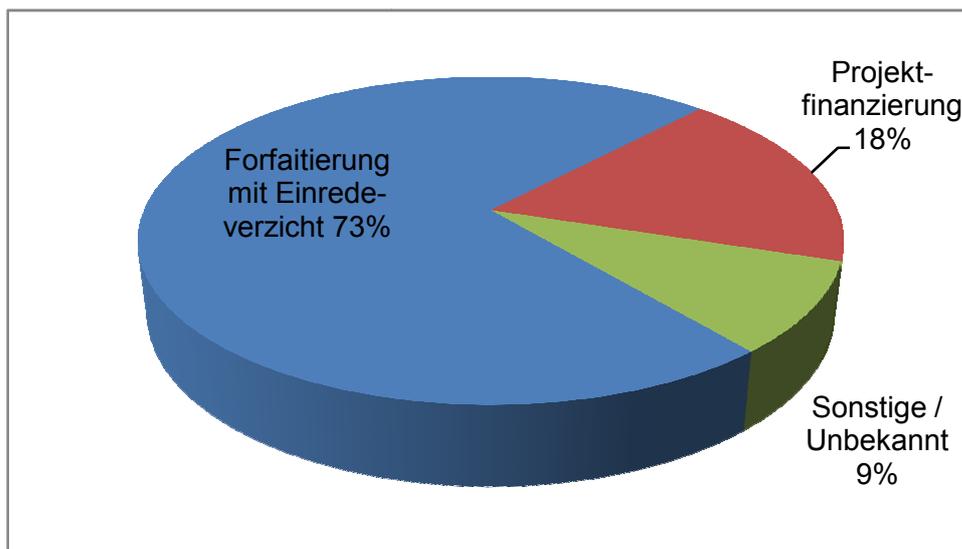


Abbildung 11: Die Finanzierung von PPP-Hochbauprojekten in Deutschland¹⁴⁷

Nur 18 % der bisher 134 in Deutschland vergebenen PPP-Projekte wurden mittels Projektfinanzierung umgesetzt. Das durchschnittliche Investitionsvolumen lag dabei mit ca. 58,3 Mio. Euro deutlich höher als bei Forfaitierungen mit Einredeverzicht der öffentlichen Hand. PPP-Verträge, die eine Forfaitierung mit Einredeverzicht enthalten, wurden im Schnitt auf

¹⁴⁵ Das entspricht 110 von 134 bezuschlagten PPP-Projekten im deutschen Hochbau, die im Wege einer Forfaitierung mit Einredeverzicht umgesetzt wurden. Das gesamte Investitionsvolumen belief sich dabei auf ca. 3.850 Mio. Euro. Quelle: Daten des Hauptverbandes der Deutschen Bauindustrie (Stand Dezember 2009).

¹⁴⁶ In Großbritannien wird die Mehrzahl der Projekte als Projektfinanzierung umgesetzt, ebenso in Italien. Vgl. hierzu Kapitel 4.2.2.4 bzw. Kapitel 4.3.2.4.

¹⁴⁷ Eigene Erhebung und Daten des Hauptverbandes der Deutschen Bauindustrie (Stand Dezember 2009).

24,1 Jahre geschlossen, bei projektfinanzierten PPP-Projekten ist die Laufzeit mit 25,9 Jahren geringfügig länger.

Im Rahmen des Forschungsprojektes wurden die 24¹⁴⁸ bislang im Wege der Projektfinanzierung realisierten Projekte hinsichtlich Finanzierungsstruktur, Eigenkapitalanteil und -bereitstellung genauer untersucht.

3.1.1 Projektübersicht und Auswertung

Abbildung 12 zeigt die Verteilung der PPP-Projektfinanzierungen über die Hochbausegmente Verwaltung (Rathäuser, Ämter, Verwaltungsgebäude), Bildung (Schulen, Hochschulen, Bildungszentren), Gesundheit (Protonen- und Partikeltherapiezentren, Krankenhaus), Freizeit/Kultur, Sicherheit (Justizvollzugsanstalten, Kasernen) und Sonstige (Parkhäuser etc.).

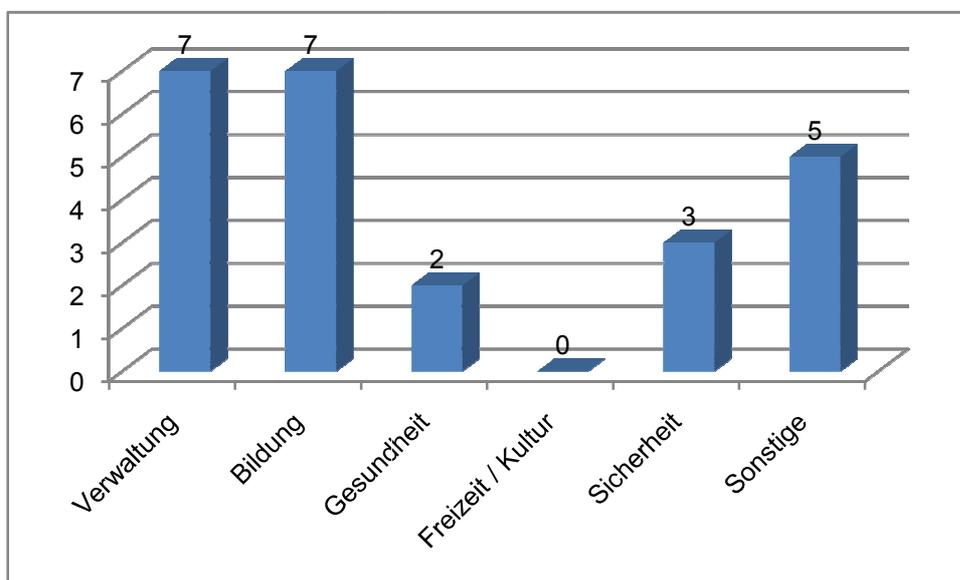


Abbildung 12: PPP-Projektfinanzierungen im Hochbau¹⁴⁹

Die Mehrzahl der Projekte wurde demnach in den Bereichen Verwaltung und Bildung realisiert. Verwaltungs- und Bildungsimmobilien zeichnen sich in der Regel durch eine vergleichsweise geringe bauliche und technische Komplexität aus. Diese PPP-spezifische Gegebenheit entspricht der vorab allgemein herausgearbeiteten Erkenntnis, dass sich Projektfinanzierungen vor allem für *konventionelle* Vorhaben eignen. Insbesondere Verwaltungsimmobilien verfügen über eine hohe Drittverwendungsfähigkeit, da es sich in der Regel um klassische Büroimmobilien in innenstadtnaher Lage handelt. Weiterhin muss der private Betreiber im Rahmen von Bildungs- oder Verwaltungs-PPP üblicherweise keine spezifischen Betriebsdienstleistungen wie etwa bei Krankenhaus- oder Sicherheitsprojekten erbringen. Parkhäuser (Sonstige) und Protonen- bzw. Partikeltherapiezentren (Gesundheit) unterscheiden sich sowohl hinsichtlich der baulichen Konzeption und Umsetzung als auch im Hinblick auf die vom privaten Auftragnehmer zu erbringenden Betriebsdienstleistungen wesent-

¹⁴⁸ Inkl. Parkhäuser, Protonen- und Partikeltherapiezentren, Hubschraubertrainingssimulatoren.

¹⁴⁹ Eigene Erhebung und Daten des Hauptverbandes der Deutschen Bauindustrie (Stand Dezember 2009).

lich von den klassischen PPP-Hochbaukategorien und werden im Folgenden nicht weiter betrachtet.

Im Rahmen der Expertenbefragung wurde das Mindestinvestitionsvolumen von Fremdkapitalgebern auf ca. 57,5 Mio. Euro und von Eigenkapitalgebern auf ca. 45,6 Mio. Euro beziffert.¹⁵⁰ Das tatsächlich realisierte, durchschnittliche Investitionsvolumen der bis Dezember 2009 in den klassischen Hochbaukategorien umgesetzten PPP-Projektfinanzierungen lag dagegen bei ca. 42,5 Mio. Euro. Die Differenz zwischen den benannten Mindest- und den in der Vergangenheit realisierten Volumina kann teilweise durch die anhaltende Krise an den internationalen Finanzmärkten erklärt werden.

Wie in Abbildung 13 dargestellt, beläuft sich das Investitionsvolumen bei projektfinanzierten Verwaltungs-PPP auf durchschnittlich ca. 19,9 Mio. Euro (Projektvolumen ca. 64 Mio. Euro), bei Bildungs-PPP auf ca. 42,3 Mio. Euro (Projektvolumen ca. 110 Mio. Euro) und bei PPP-Projektfinanzierungen im Sicherheitsbereich auf ca. 96,0 Mio. Euro (Projektvolumen ca. 225 Mio. Euro).

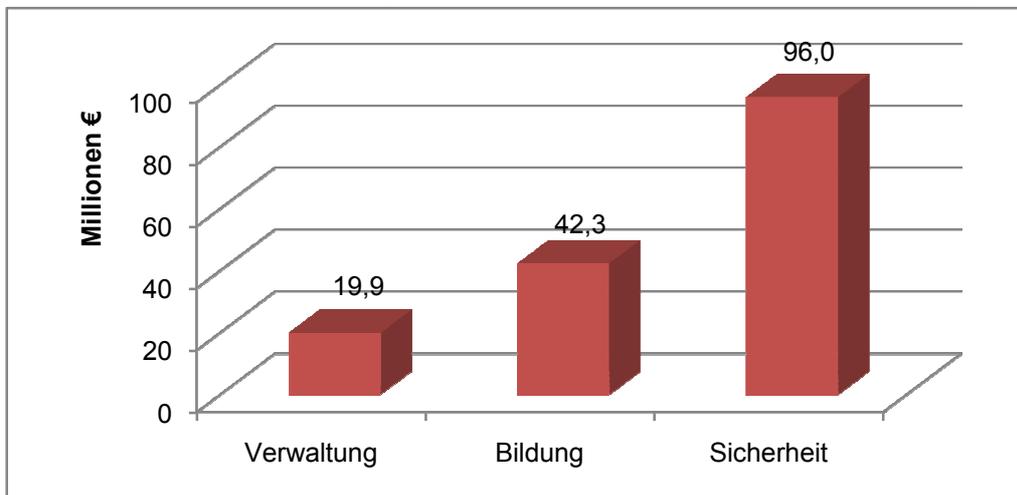


Abbildung 13: Investitionsvolumina projektfinanzierter PPP-Projekte im Hochbau¹⁵¹

PPP-Projektfinanzierungen werden bislang im Inhaber- oder im Mietmodell umgesetzt. Beim Inhabermodell ist der öffentliche Auftraggeber über die gesamte Vertragslaufzeit zivilrechtlicher Eigentümer des Objektes. Er überlässt das Grundstück dem privaten Auftragnehmer lediglich schuldrechtlich im Wege einer Pacht zur Erbringung der vereinbarten Bau-, Sanierungs- und Betreiberleistungen. Mit der Fertigstellung und Abnahme der Bauleistung wird der öffentliche Auftraggeber automatisch Eigentümer des Gebäudes, und das geschuldete Entgelt für die Bauleistungen wird durch ein Darlehen abgelöst, das der Auftragnehmer dem öffentlichen Auftraggeber gewährt und das in der Regel über die Betriebszeit getilgt wird.¹⁵²

Im Mietmodell dahingegen bleibt der private Partner über die gesamte Laufzeit des PPP-Vertrages hinaus zivilrechtlicher und wirtschaftlicher Eigentümer des Grundstücks, auf dem

¹⁵⁰ Vgl. Empirische Erhebung (Deutschland).

¹⁵¹ Eigene Erhebung und Daten des Hauptverbandes der Deutschen Bauindustrie (Stand Dezember 2009).

¹⁵² Vgl. Berger (2008), Rn. 9ff., S. 844, Hoppenberg, M. et. al. (2008), S. 63.

die geschuldeten Bau- und Betriebsleistungen erbracht werden.¹⁵³ Der Auftragnehmer kann im Gegensatz zum Inhabermodell von Wertentwicklungen der Immobilie profitieren, trägt aber gleichzeitig auch das Verwertungsrisiko.

Die Mehrzahl der Projekte im Bereich Bildung wurde über das Inhabermodell realisiert, während für Verwaltungs-PPP überwiegend das Mietmodell gewählt wurde.¹⁵⁴ Insgesamt wurden 58 Prozent der projektfinanzierten PPP-Projekte im Inhabermodell und 42 Prozent im Mietmodell realisiert.¹⁵⁵

3.1.2 Finanzierungsstruktur projektfinanzierter PPP-Projekte in Deutschland

Auch bei der Konzeption einer Projektfinanzierung fordern die Fremdkapitalgeber regelmäßig die Bereitstellung von ihnen gegenüber nachrangigem Eigenkapital als Haftungsmasse, um über die gesamte Projektlaufzeit einen ausreichend wahrscheinlichen Schuldendienst und im worst case der Verwertung eine auskömmliche Besicherung erwarten zu können. Das Eigenkapital kann bei entsprechender Strukturierung des Projektes durch Garantien, Patronats-erklärungen und / oder Bürgschaften oder durch Mezzanine-Kapital reduziert bzw. ersetzt werden.¹⁵⁶

Die von den Fremdkapitalgebern geforderten Eigenkapitalquoten lagen bei den klassischen PPP-Hochbauprojekten zwischen null und 13 Prozent, gemessen am Investitionsvolumen. Durchschnittlich wurden sieben Prozent Eigenkapital eingebracht.¹⁵⁷ Bei projektfinanzierten PPP-Projekten im Bereich Sicherheit lag der Eigenkapitalanteil durchschnittlich bei ca. neun Prozent, während bei Projekten im Bildungs- und Verwaltungsbereich nur knapp fünf Prozent Eigenkapital eingebracht wurden. Im Hinblick auf die vertragliche Projektgrundlage konnten hinsichtlich der geforderten Kapitalstruktur keine Unterschiede zwischen dem Inhaber- und dem Mietmodell festgestellt werden, obwohl im Falle eines Eigentumsübergangs auf den Privaten die Möglichkeit zur Eintragung dinglicher Sicherheiten an Gebäude und Grundstück besteht.¹⁵⁸

Bei der Mehrzahl der Projekte erfolgte die Eigenkapitaleinlage durch die Sponsoren der Projektgesellschaft. Bei vier Projekten wurde eine Patronatsklärung durch einen Finanzintermediär gegenüber der finanzierenden Bank abgegeben, es wurde kein echtes Eigenkapital eingebracht. Bei zwei Projekten erfolgte die Eigenkapitalbereitstellung durch Finanzintermediäre. Das bereitgestellte Eigenkapital belief sich auf ca. zehn Prozent des Investitionsvolumens und wurde nach Baufertigstellung über zu diesem Zweck gegründete geschlossene Immobilienfonds an weitere Anleger ausplatziert.¹⁵⁹

¹⁵³ Vgl. Berger (2008), Rn. 15, S. 845.

¹⁵⁴ Sechs von sieben projektfinanzierten PPP im Bildungsbereich wurden im Rahmen des Inhabermodells umgesetzt. Ebenso wurden sechs von sieben projektfinanzierten Verwaltungs-PPP im Mietmodell umgesetzt.

¹⁵⁵ Eigene Erhebung und Daten des Hauptverbandes der Deutschen Bauindustrie (Stand Dezember 2009).

¹⁵⁶ Vgl. Kapitel 3.1.2 Finanzierungs- und Risikostruktur projektfinanzierter PPP-Projekte im Hochbau.

¹⁵⁷ Im Rahmen der empirischen Erhebung wurden Eigenkapitalspannen zwischen eins und 20 Prozent für Projekte ohne Auslastungsrisiken und von 15 bis 50 Prozent für Projekte mit Auslastungsrisiken benannt.

¹⁵⁸ Eigene Erhebung (Stand Dezember 2009).

¹⁵⁹ Vgl. weiterführend Kapitel 5.3.3 zu Geschlossenen Fonds, insbesondere geschlossenen Immobilienfonds.

3.1.3 PPP-Projektfinanzierungen in der Finanzkrise

Aufgrund der Krise an den Finanzmärkten, die seit Ausbruch unmittelbar Einfluss auf die Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken genommen hat, stellt die Kreditmarge inzwischen den zentralen Kostenfaktor einer Projektfinanzierung dar. Die bestehenden Unsicherheiten führen zu einer zunehmenden Risikoaversion der Banken, die sich in höheren Anforderungen an die Finanzierungskennzahlen bzw. höheren Risikoprämien niederschlägt. Zudem ist die Funktionsfähigkeit der Syndizierungs- und Pfandbriefmärkte gestört, sodass Projekte mit einem Investitionsvolumen über 25 Mio. Euro momentan nur eingeschränkt bzw. über Club Deals¹⁶⁰ realisiert werden.

In der Konsequenz ist der Anteil der Forfaitierungen mit Einredeverzicht bei PPP-Projekten im Jahr 2009 sogar noch weiter gestiegen.¹⁶¹ Bei einigen Projekten wurde die langfristige Endfinanzierung aus dem Leistungsumfang ausgeschlossen. Da langfristige Finanzierungslaufzeiten aufgrund der Volatilität des Marktes in der Finanzkrise schwer bzw. nur zu hohen Kosten abzubilden waren, wurde beispielsweise der Einsatz von mini-perm-Darlehen¹⁶² erörtert. Der Nachteil dieser kurzfristig angelegten Finanzierungsvariante ist, dass die Kredite während der Laufzeit nicht vollständig aus den Entgeltzahlungen des öffentlichen Auftraggebers getilgt werden können, das heißt, es besteht ein Refinanzierungsrisiko für den bis zum Ende der Darlehenslaufzeit nicht durch den Schuldendienst gedeckten Restbetrag, welches durch einen der Partner oder beide getragen werden muss.

Zum Ende des Jahres 2009 hat die Zahl projektfinanzierender Banken wieder zugenommen, und langfristige Projektlaufzeiten sind wieder besser umsetzbar. Die Finanzierungsmargen bleiben allerdings auf einem hohen Niveau. Nach dem Auslaufen der Mittel aus dem Konjunkturpaket II wird langfristig ein Anstieg des Deal Flows sowohl im Bereich größerer, projektfinanzierungsgerechter als auch kleinerer PPP-Projekte erwartet.¹⁶³

3.2 Finanzierungs- und Risikostruktur projektfinanzierter PPP-Projekte im Hochbau

Ziel der Strukturierung der Finanzierung ist es, die Finanzierungskosten durch den optimalen Einsatz der verschiedenen Kapitalarten, die Nutzung verschiedener Kapitalquellen und die Anwendung innovativer Finanzierungsinstrumente so gering wie möglich zu halten und gleichzeitig einen höchstmöglichen Sicherheitsgrad für das Fremdkapital zu erreichen.¹⁶⁴ Zentrale Einflussfaktoren auf Volumen und Struktur der Finanzierung sind die Höhe und die Belastbarkeit der verfügbaren Cashflows, die Leistungsfähigkeit und Bonität der Sponsoren sowie die Vorgaben der einzelnen Projektbeteiligten. Der Investitionsbedarf des öffentlichen

¹⁶⁰ Bei sog. Club Deals schließen sich bereits in der Phase der Strukturierung mehrere Banken zusammen und zeichnen als Arranger bzw. Co-Arranger den ursprünglichen Kreditbetrag.

¹⁶¹ Von insgesamt 26 bezuschlagten Projekten wurde im Jahr 2009 lediglich ein Projekt im Wege einer Projektfinanzierung realisiert, eigene Erhebung und Daten des Hauptverbandes der Deutschen Bauindustrie (Stand Dezember 2009).

¹⁶² Bei mini-perm-Darlehen handelt es sich um eine kurzfristige Bauzeitfinanzierung mit der Verpflichtung, das Projekt innerhalb eines bestimmten Zeitrahmens nach Fertigstellung zu refinanzieren, vgl. Knütel, C. (2008), S. 543, Rn. 1733.

¹⁶³ Vgl. Empirische Erhebung Fremdkapitalgeber.

¹⁶⁴ Vgl. Knütel, C. (2008), S. 540, Rn. 1722.

Auftraggebers definiert den Projektumfang.¹⁶⁵ Aus den Anforderungen der finanzierenden Banken (z.B. Schuldendienst-¹⁶⁶ und Kreditlaufzeitdeckungsgraden¹⁶⁷) ergibt sich das maximale Kreditvolumen. Neben der Sicherheit der Kapitalanlage ist die Erwirtschaftung eines angemessenen Zinsertrags für die Fremdkapitalgeber oberstes Ziel.¹⁶⁸ Aus dem maximalen Kreditvolumen errechnet sich der durch Sponsoren oder Finanzintermediäre bereitzustellende Eigenkapitalanteil. Analog den Gläubigern fordern auch die Eigenkapitalgeber eine dem (höheren) Risiko angemessene (höhere) Rendite auf das eingesetzte Kapital. Ein hoher Fremdkapitalanteil erhöht dabei für die Eigenkapitalinvestoren die Hebelwirkung (Leverage).¹⁶⁹

3.2.1 Finanzierungsinstrumente

Das Fremdkapital stellt bei PPP-Projekten in Deutschland die Hauptfinanzierungsquelle dar, wobei der Anteil des Fremdkapitals in einer PPP-Projektfinanzierung von der Risikoteilung und der Ausgestaltung der Sicherheitenstruktur abhängt.¹⁷⁰ Die Besicherung der Fremdfinanzierung erfolgt durch von den Sponsoren und weiteren Eigenkapitalgebern zur Verfügung gestellte Sicherheiten bzw. durch spezifische Ausgestaltungen und Mechanismen in der Projekt- und Finanzierungsstruktur. Die Auszahlung des bereitgestellten Kapitals erfolgt in einzelnen Tranchen, entsprechend des sich aus dem Baufortschritt ergebenden tatsächlichen Bedarfs, sodass nur auf den jeweils ausgezahlten Betrag Zinsen in Rechnung gestellt werden. Für den nicht ausgezahlten Teil des Darlehens ist eine Bereitstellungsprovision zu zahlen.¹⁷¹ Der Fremdkapitalzins setzt sich aus dem Referenzzins (z. B. Euribor für Bauzwischenfinanzierung) und einer projektspezifischen Marge zusammen, die von der Risikostruktur und der Laufzeit des Projektes, den spezifischen Einstands- und den sonstigen kreditbedingten Kosten sowie den Renditeerwartungen der Bank abhängt.¹⁷² Darlehen in einer Höhe von bis zu ca. 25 Mio. Euro werden häufig durch ein einziges Kreditinstitut zur Verfügung gestellt. Größere Finanzierungsvolumina werden zur Risikostreuung im Rahmen von syndizierten Krediten¹⁷³ oder Club Deals vergeben.¹⁷⁴

¹⁶⁵ Die Gesamtinvestitionskosten setzen sich aus den Investitionskosten einschließlich der Kosten für Bauzwischenfinanzierung, den Finanzierungsnebenkosten und der Umsatzsteuer zusammen.

¹⁶⁶ Der Schuldendienstdeckungsgrad (Debt Service Cover Ratio) ist der jährliche Überdeckungsgrad des Schuldendienstes durch den zur Verfügung stehenden Cashflow vor Schuldendienst.

¹⁶⁷ Der Kreditlaufzeitdeckungsgrad (Life Loan Cover Ratio) entspricht dem Quotienten aus dem Barwert der über die noch jeweils zum Betrachtungszeitpunkt verbleibende Kreditlaufzeit zur Verfügung stehenden Cashflows und der Höhe des noch ausstehenden Kredits.

¹⁶⁸ Vgl. Eppinger, F. et al. (2008), S. 348.

¹⁶⁹ Vgl. Braune, G. (2006), S. 270.

¹⁷⁰ Vgl. Kapitel 3.2.3 zur Risikostruktur projektfinanzierter PPP-Projekte in Deutschland.

¹⁷¹ Vgl. Weber, M. et al. (2006), S. 601ff.

¹⁷² Vgl. Weber, M. et al. (2004), S. 30; Rudolph, B. (2006), S. 412f.

¹⁷³ Der syndizierte Kredit (Konsortialkredit) wird unter der Führung eines Lead Arrangers, der die Finanzierung strukturiert und arrangiert, von einem Bankenkonsortium zur Verfügung gestellt und im Bankenmarkt platziert. Beim Underwriting, der ersten Phase der Syndizierung, verpflichten sich die einzelnen Banken des Konsortiums, entsprechend hohe Beträge des Gesamtkredits zu bereitstellen.

¹⁷⁴ Alternativ zur Darlehensfinanzierung kann die Fremdmittelbeschaffung auch durch die Emission von Anleihen erfolgen. Da die Emission von Anleihen mit hohen Transaktionskosten verbunden ist, wird ein gewisses Mindestinvestitionsvolumen benötigt (ca. 100 Mio. Euro), das bei deutschen PPP-Projektfinanzierungen bisher nicht bzw. nur selten erreicht wurde. Durch die einmalige Anleiheausgabe werden die Möglichkeiten zur Senkung der Finanzierungskosten durch eine Refinanzierung über die Projektlaufzeit erheblich eingeschränkt.

Als Eigenkapitalgeber stehen bei PPP-Projekten grundsätzlich neben Sponsoren auch Finanzintermediäre zur Verfügung. Sponsoren unterstützen die Projektrealisierung in der Regel durch die Erbringung operativer Leistungsbeiträge. Ihr Ziel ist es, bei Erwirtschaftung einer angemessenen Rendite an der Wertschöpfung des Projektes teilzuhaben und ihre Haftung durch die Gründung der Projektgesellschaft als Kapitalgesellschaft möglichst weitgehend zu begrenzen.¹⁷⁵ Für Finanzintermediäre stehen je nach Risiko-Rendite-Profil die Realisierung einer entsprechenden Rendite auf das eingesetzte Kapital in Form langfristig stabiler Ausschüttungen oder die Maximierung der Rendite mit einer Möglichkeit zum Exit im Mittelpunkt der Investitionsentscheidung.¹⁷⁶

Die Bereitstellung des Eigenkapitals kann upfront, pro rata zum Fremdkapital oder durch Einlageverpflichtung zum Abschluss der Bauarbeiten erfolgen. Die Absicherung des Kreditrisikos muss dann über Bürgschaften durch die Projektgesellschaft erfolgen. Eigenkapitalzwischenfinanzierungen sind bei PPP-Projekten üblich, das Eigenkapital wird dann erst nach Baufertigstellung eingebracht.¹⁷⁷

Als Eigenkapitalsubstitut kann bei PPP-Projektfinanzierungen Mezzanine-Kapital in Form von nachrangigen Darlehen (Subordinated Debt) der Gesellschafter der Projektgesellschaft eingesetzt werden. Es übernimmt gewisse Haftungsfunktionen und kann, da es niedriger verzinslich ist als Eigenkapital, zu einer Reduktion der Gesamtfinanzierungskosten beitragen.¹⁷⁸ Zinsen von Nachrangdarlehen sind darüber hinaus grundsätzlich abzugsfähiger Betriebsaufwand (§ 8a KStG)¹⁷⁹, Eigenkapitaldividenden nicht.

3.2.2 Besicherungsinstrumente

Aufgrund der Cashflow-Orientierung und der weitgehenden Haftungsbegrenzung der Gesellschafter sehen sich die Fremdkapitalgeber im Rahmen einer Projektfinanzierung einer vergleichsweise hohen Risikoposition, insbesondere in Bezug auf das Kontrahenten- und das Kreditrisiko ausgesetzt. Das Risiko des Zahlungsverzuges oder des Kreditausfalls wird vor Finanzierungszusage durch eine umfangreiche technische, wirtschaftliche und rechtliche Due Diligence des gesamten Projektes, insbesondere des Cashflow-Modells und seiner Annahmen einschließlich Sensitivitätstest, analysiert und, soweit möglich, reduziert. Zur Entschärfung der Risiken der Entgeltminderung aufgrund von Schlecht- oder Minderleistungen der operativen Partner fordern die Fremdkapitalgeber neben einer entsprechenden Eigenkapitalausstattung der Projektgesellschaft die Einräumung bestimmter Rechte und Sicherheiten, die Bestandteil des Darlehensvertrages werden.

Der Kreditnehmer, das heißt die Projektgesellschaft, wird zur Einhaltung der Finanzierungskennziffern und sogenannter Covenants verpflichtet. Für den Fall der Nichteinhaltung oder anderer Leistungsstörungen (Events of Default) werden Auszahlungs- und Ausschüttungssperren vereinbart.

Vgl. grundsätzlich zur Abwägung zwischen „Bankkredit oder Anleihefinanzierung“ Rudolph, B. (2006), S. 399ff.

¹⁷⁵ Vgl. Weber, M. et al. (2004), S. 25.

¹⁷⁶ Vgl. Empirische Erhebung (Deutschland).

¹⁷⁷ Vgl. Knütel, C. (2008), S. 536, Rn. 1717.

¹⁷⁸ Vgl. Weber, M. et al. (2004), S. 29.

¹⁷⁹ An dieser Stelle müssen die Auswirkungen der Zinsschranke in die Betrachtung mit einbezogen werden.

Des Weiteren wird der Kreditnehmer zur Einrichtung von Reserve- und Liquiditätskonten für den Schuldendienst und die Instandhaltungsrücklagen verpflichtet. Beim Schuldendienstreservekonto handelt es sich um ein Treuhandkonto, auf das ein Reservebetrag für Zins- und Tilgungszahlungen eingezahlt wird.

Bei den Kreditsicherheiten wird zwischen Personensicherheiten und Realsicherheiten differenziert. Zu den bei PPP-Projektfinanzierungen am häufigsten eingesetzten Personensicherheiten zählen die Garantie, die Bürgschaft und die Patronatserklärung. Zu den Realsicherheiten werden die Bestellung von Grundschulden an unbeweglichen Sachen, die Abtretung von Forderungen, die Verpfändung von Konten (Projektkonto, Schuldendienstkonto und Schuldendienstreservekonto) sowie Sicherheiten an sonstigen Rechten (Grunddienstbarkeiten, Nießbrauchrechten, Konzessionen) zusammengefasst.¹⁸⁰ Die Gesellschaftsanteile der Sponsoren an der Projektgesellschaft werden den Kreditgebern ebenfalls verpfändet, um die Zahlungen der Projektgesellschaft an die Sponsoren zu kontrollieren und sich im Falle der Insolvenz der Sponsoren gegen Verwertungsmaßnahmen schützen zu können. Durch die Abtretung der Zahlungsansprüche der Projektgesellschaft gegenüber dem öffentlichen Auftraggeber an die Bank wird das Bonitätsrisiko vom Auftragnehmer auf den Auftraggeber verlagert.

Die Gewährung von Eintrittsrechten in die im Zuge der PPP-Realisierung geschlossenen Verträge zu Gunsten der finanzierenden Bank kann im Rahmen des Darlehensvertrages oder im Wege von Direktvereinbarungen erfolgen.

Aus Sicht der fremdkapitalgebenden Banken sind insbesondere die Einrichtungen von Reservekonten sowie Bürgschaften, Garantien und Patronatserklärungen wirksame Instrumente zur Besicherung von Finanzierungen. Der Einsatz von Mezzanine-Kapital in Form von Nachrangdarlehen und Eigenkapitalbrückenfinanzierungen wird ebenfalls positiv bewertet.¹⁸¹

Das Sicherungsbedürfnis des öffentlichen Maßnahmenträgers wird zu einem Großteil bereits durch die einer Projektfinanzierung inhärenten Sicherungsinstrumente und -mechanismen gedeckt. Schon die positive Kreditentscheidung der finanzierenden Banken belegt die finanzwirtschaftliche und technische Leistungsfähigkeit der Projektgesellschaft und die wirtschaftliche Stabilität des Projektes.¹⁸² Die vertragliche Leistungserbringung durch den Auftragnehmer wird im PPP-Projektvertrag geregelt, der auch die Mechanismen zur Leistungsbewertung (Service Level Agreements) und Bonus-Malus-Regelungen enthält. Neben diesen schuldrechtlichen Instrumenten kann der öffentliche Auftraggeber zur Absicherung der Leistungsbeziehungen mit dem privaten Auftragnehmer zusätzlich die Bereitstellung von Konzern- oder Bankbürgschaften im Sinne von Vertragserfüllungsbürgschaften, Kapitalerhaltungs- und Betriebsgarantien der Sponsoren sowie die Versicherung bestimmter Risiken verlangen.¹⁸³

Bei der Formulierung der Anforderungen ist zu berücksichtigen, dass überzogene Anforderungen des öffentlichen Auftraggebers zu einer Übersicherung des Projektes führen und die Wirtschaftlichkeit des Vorhabens reduzieren können.

¹⁸⁰ Vgl. Röver, J.-H. (2008), S. 773ff., Rn. 2379ff.

¹⁸¹ Vgl. Empirische Erhebung (Fremdkapitalgeber).

¹⁸² Vgl. Weber, M. et al. (2004), S. 42.

¹⁸³ Vgl. Weber, M. et al. (2004), S. 43.

3.2.3 Risikostruktur projektfinanzierter PPP-Projekte

Ein PPP-Projekt wird unter Projektfinanzierungsaspekten als *bankable* eingestuft, wenn die technische, wirtschaftliche und rechtliche Machbarkeit des Projektes nachgewiesen sind und die Projektgesellschaft kein unbegrenztes oder wertmäßig nicht einschätzbare Risiko trägt. Die übernommenen Risiken müssen sachgerecht an weitere Beteiligte durchgestellt und bewert- und beherrschbar sein.¹⁸⁴

Fasst man die bei PPP-Projekten auftretenden Einzelrisiken zu Risikogruppen zusammen, lassen sich die in Tabelle 3 dargestellten Risikogruppen identifizieren.¹⁸⁵ Die Übersicht zeigt die bei PPP-Hochbauprojekten marktübliche Verteilung der Risiken zwischen öffentlicher Hand, privatem Partner und Finanzintermediären (Eigenkapital und Fremdkapital).¹⁸⁶

Tabelle 3: Risikoallokation bei projektfinanzierten PPP-Hochbauprojekten

Risikokategorie	Öffentliche Hand	Privater Partner	Finanzintermediäre	Versicherung
Grundstücks- und Bestandsrisiken	X	X		
Planungsrisiken		X		
Genehmigungsrisiken	X	X		
Baurisiko		X		
Betriebsrisiko		X		
Finanzierungsrisiko		X	X	
Stuerrisiko	X	X	X	
Rechtsprechungsrisiko	X			
Force Majeure	X	X		X
Restwertrisiko	X	X	X	
Auslastungsrisiko	X			

Grundstücks- und Bestandsrisiken umfassen Risiken der Verzögerung oder Verteuerung der Realisierung aufgrund unvorhergesehener Baugrundbedingungen (archäologische Funde, Kampfmittel, Kontamination etc.) oder versteckter Mängel vorhandener Bauten (Asbest etc.). Dieses Risiko kann der Projektgesellschaft nur übertragen werden, wenn im Vorfeld entsprechende Studien und Gutachten zum Umfang der Baugrund- und Bestandsrisiken durchgeführt werden.

¹⁸⁴ Vgl. Knütel, C. (2008), Rn. 1649, S. 502f.

¹⁸⁵ Politische Risiken werden an dieser Stelle nicht berücksichtigt, da sie weder in der Risikosphäre der ausschreibenden Stellen noch der privaten Auftragnehmer oder finanzierenden Banken liegen und nicht durch klassische Risikoinstrumente gesteuert werden können.

¹⁸⁶ Vgl. Empirische Erhebung (Deutschland).

Das Risiko, dass die in der Outputspezifikation definierten funktionalen Leistungsanforderungen in der Ausführungsplanung unzureichend umgesetzt werden, sodass Planungsänderungen erforderlich werden, wird an den verantwortlichen Nachunternehmer übertragen. Der private Partner übernimmt allerdings keine Kosten, die auf eine Planungsänderung durch den Auftraggeber nach Vertragsabschluss zurückzuführen sind.

Das Genehmigungsrisiko wird zwischen öffentlichem Auftraggeber und privatem Auftragnehmer dahingehend geteilt, dass die Vorlage einer grundsätzlich genehmigungsfähigen Planung in den Verantwortungsbereich des Auftragnehmers fällt. Darüber hinausgehende, den Genehmigungsakt verzögernde Ereignisse (Bearbeitungszeit, politisch motivierte Verzögerungen etc.) liegen in der Regel nicht in seinem Einflussbereich.

Die mit der Bauausführung verbundenen Risiken werden im Rahmen eines Generalunternehmer-Vertrages (GU-Vertrag) back-to-back an den für die Bauleistung verantwortlichen Nachunternehmer übertragen. Auch das Fertigstellungsrisiko (verspätete oder mangelhafte Fertigstellung) wird innerhalb der Projektgesellschaft mittels GU-Vertrag auf den Nachunternehmer Bau transferiert, der strafbewehrte Vertragsfristen einhalten und eine Fertigstellungsbürgschaft abgeben muss.

Die Risiken im Betrieb bestehen in der Überschreitung der veranschlagten Betriebs- und Instandhaltungskosten oder der Nichteinhaltung der vereinbarten Service Level. Das Betriebsrisiko wird auf den zuständigen Nachunternehmer übertragen, der durch das vertraglich implementierte Bonus-Malus-System diszipliniert wird. Im Falle andauernder Schlecht- oder Nichtleistungen besteht über Eintrittsrechte der finanzierenden Bank die Möglichkeit zum Austausch des Betreibers.

Verändern sich die allgemein anerkannten Regeln der Technik und / oder gesetzliche Bestimmungen, muss der Betreiber die Anpassungsmaßnahmen häufig auf eigene Kosten durchführen, es erfolgt keine Anpassung der Vergütung. Wird dagegen der Leistungsumfang infolge der Verpflichtung zur Einhaltung aller nationalen und europaweit geltenden Gesetze, Verordnungen, Satzungen, Richtlinien und Normen angepasst, wird auch die Vergütung für die Betriebsleistungen angepasst.

Das Finanzierungsrisiko umfasst sowohl Kreditrisiken als auch Inflations-, Zinsänderungs-, Syndizierungs- und Platzierungsrisiken. Kreditrisiken werden im Vorfeld durch die Due Diligence der Fremdkapitalgeber bewertet und in der Folge durch Vereinbarung entsprechender covenants im Kreditvertrag minimiert. Nach Financial Close können Risiken der Zinsänderung teilweise oder vollständig durch Swaps abgesichert werden. Die beschriebenen Finanzierungsrisiken, mit Ausnahme des Zinsänderungsrisikos vor Financial Close, werden im Wesentlichen durch die Fremdkapitalgeber getragen.

Das Risiko von Mehrwertsteueränderungen trägt der öffentliche Auftraggeber. Die gesellschaftsrechtliche Strukturierung und Bewertung steuerlicher Aspekte auf Seiten der Projektgesellschaft erfolgt durch Finanzintermediäre.

Das Rechtsprechungs- bzw. das Gesetzesänderungsrisiko verbleibt beim öffentlichen Auftraggeber, da nur dieser in der Lage ist, diese Risiken frühzeitig zu antizipieren und ggf. zu beeinflussen.

Das Force Majeure Risiko oder das Risiko höherer Gewalt wird, soweit möglich, durch Versicherungen abgedeckt. Die Projektgesellschaft wird vertraglich verpflichtet, die entsprechen-

den Versicherungen abzuschließen. Die Wiederaufbau- und Entschädigungsverpflichtungen werden ebenfalls im PPP-Projektvertrag geregelt.

Das Restwertrisiko trägt im Inhaber- und im Erwerbmodell der öffentliche Auftraggeber. Im Miet- und Leasingmodell liegt aufgrund der Eigentumszuordnung zum Privaten das Risiko der Wertentwicklung über die Laufzeit beim privaten Auftragnehmer. Wesentlich beeinflusst wird die Höhe des Restwertrisikos durch die Drittverwendungsfähigkeit des Objektes.

Die Übernahme von Auslastungsrisiken im Rahmen von PPP-Projekten wird von allen Beteiligten auf privater Seite, insbesondere den Fremdkapitalgebern, als kritisch betrachtet, da das Nachfrageverhalten der Nutzer im Hochbaubereich nicht hinreichend genau prognostiziert werden kann.¹⁸⁷

Das von den Finanzintermediären bereitgestellte Eigenkapital fungiert aufgrund seiner Haftungsfunktion als letzter Risikopuffer für alle letztlich bei der Projektgesellschaft verbleibenden Risiken.¹⁸⁸ Finanzintermediäre übernehmen in der Projektgesellschaft die Risiken der steuerlich optimalen Angebotskonzeption, die sich aus ihrer Tätigkeit als Financial Advisor ergebenden Risiken sowie das Restwertrisiko.

Aus Sicht der Fremdkapitalgeber ist der Einfluss des Finanzierungsrisikos, der Force Majeure Risiken, des Restwertrisikos sowie der Grundstücks- und der Bestandsrisiken auf die bankability am größten.¹⁸⁹ Bei den Risiken höherer Gewalt, dem Restwertrisiko und den Grundstücks- bzw. Bestandsrisiken handelt es sich um Risiken, auf die die finanzierende Bank keinen Einfluss nehmen kann und die nicht back-to-back an Nachunternehmer durchgestellt werden können.

3.2.4 Risikoentwicklung bei PPP-Projekten im Lebenszyklus

Die in Kapitel 3.2.3 identifizierten Risikogruppen sind im Lebenszyklus einer dynamischen Entwicklung unterworfen. Abbildung 14 zeigt exemplarisch das Risiko- und Cashflow-Profil eines PPP-Projektes über den Lebenszyklus. Projektspezifische Abweichungen, wie z. B. ein Ansteigen des Risikoprofils zum Ende der Projektlaufzeit in Abhängigkeit von der Endschaffungsregelung im Vertrag oder eine andere Entwicklung der Cashflws, sind möglich.

¹⁸⁷ Vgl. Empirische Erhebung (Deutschland).

¹⁸⁸ Vgl. Kapitel 2.1.1.

¹⁸⁹ Vgl. Empirische Erhebung (Deutschland).

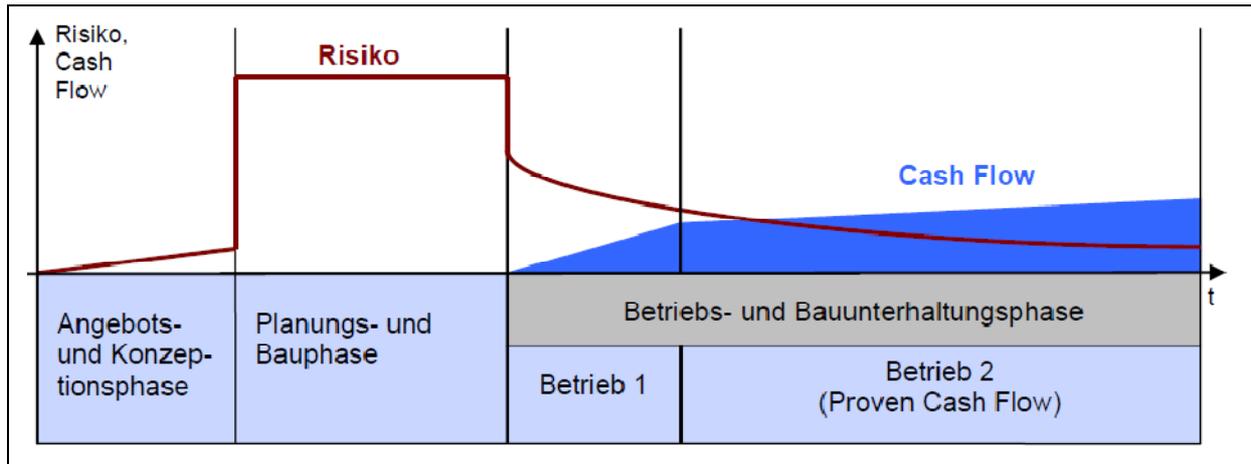


Abbildung 14: Risiko und Cashflow - Entwicklung im Lebenszyklus von PPP-Projekten¹⁹⁰

In der Angebots- und Konzeptionsphase entstehen auf Seiten des Bieterkonsortiums Kosten im Zusammenhang mit der Teilnahme am Vergabeverfahren und der Angebotslegung.

Nach der Zuschlagserteilung und dem Financial Close beginnt für die neu gegründete Projektgesellschaft die besonders risikobehaftete Planungs- und Bauphase. In dieser Projektphase können Grundstücks- und Bestands-, Planungs-, Genehmigungs- und Baurisiken zu Verzögerungen und Mehrkosten führen. In der Regel ist die Finanzierungsmarge für die Zwischenfinanzierung aufgrund des hohen Risikoniveaus im Vergleich zur Langfristfinanzierung höher.

Bei der Betrachtung der Risikoentwicklung vor der Abnahme des Gebäudes durch den öffentlichen Auftraggeber kann auch hier zwischen dem Inhaber- und dem Mietmodell differenziert werden. Da der Auftragnehmer im Inhabermodell ein Gebäude auf Grund und Boden des öffentlichen Auftraggebers errichtet, werden die Risikokosten durch Vertragskündigung hier höher bewertet als bei Mietmodellen, bei denen ggf. eine Drittverwendungsmöglichkeit des Gebäudes besteht.

Mit der Abnahme bzw. der Inbetriebnahme des Gebäudes beginnen die Entgelt- bzw. Mietzahlungen des öffentlichen Auftraggebers für Bauinvestition, Instandhaltung und Betrieb. Mit dem einsetzenden Cashflow wird die Bauzwischenfinanzierung in die langfristige Endfinanzierung überführt.

In der Inbetriebnahme- oder der frühen Betriebsphase (Betrieb 1) werden die Betriebsrisiken relativ hoch bewertet, da sich zunächst ein ordnungsgemäßer Betrieb einstellen und die Funktionalität des Gebäudes entsprechend der Anforderungen des Auftraggebers nachgewiesen werden muss.

Nach der Inbetriebnahmephase flacht das Risikoprofil in der fortgeschrittenen Betriebsphase (Betrieb 2), vorbehaltlich einer vertragskonformen Leistungserbringung, stark ab bei konstanten und stabilen Cashflows.

Die Übernahme von Auslastungsrisiken durch den privaten Auftragnehmer hätte einen starken Anstieg des Risikoprofils zu Beginn der Betriebsphase zur Folge.

¹⁹⁰ Quelle: Vgl. Walter, U. (2007), S. 10.

In Abhängigkeit von der mit dem öffentlichen Auftraggeber vereinbarten Instandhaltungsstrategie und Endschaftsregelung kann das Risikoprofil zum Projektende nochmals ansteigen.

3.2.5 Entwicklung der Finanzierungs- und Besicherungsstruktur in Abhängigkeit von der Risikoentwicklung

Nachfolgend wird exemplarisch eine mögliche Finanzierungs- und Besicherungsstruktur unter Berücksichtigung der in Kapitel 3.2.3 identifizierten Risiken und deren Entwicklung über den Lebenszyklus entwickelt. Es wird unterstellt, dass die Eigenkapitalbereitstellung ab der Inbetriebnahme des Gebäudes mehrheitlich durch Finanzintermediäre erfolgt. Bei der Einbindung externen Eigenkapitals, das heißt von Eigenkapital, das nicht von den Projektspensoren eingebracht wird, besteht das Risiko, dass Anreize zur vertragskonformen Leistungserbringung im Betrieb ausgehebelt werden, da das Risikokapital nicht durch den Betreiber in die Finanzierung eingebracht wird. Nachfolgend wird die Absicherung der Leistungserbringung durch die Nachunternehmer gegenüber der finanzierenden Bank über den Lebenszyklus beschrieben. Instrumente und Mechanismen zur Absicherung der vertragsgemäßen Leistungserbringung des privaten Auftragnehmers gegenüber dem Auftraggeber wie Service-Level-Agreements und Bonus-Malus-Systeme werden an dieser Stelle nicht gesondert erörtert, da diesbezüglich eine Interessenkongruenz zwischen öffentlichem Auftraggeber und finanzierender Bank unterstellt wird.

Die ordnungsgemäße Erbringung der anfänglichen Bauleistung wird durch eine selbstschuldnerische Vertragserfüllungsbürgschaft des Nachunternehmers Bau gegenüber der Projektgesellschaft abgesichert. Darüber hinaus hat der Nachunternehmer für Mängelansprüche eine Bankbürgschaft über die Gesamtdauer der Mängelgewährhaftung zu stellen. Die Ansprüche der Projektgesellschaft aus diesen Bürgschaften werden als Sicherung an die finanzierende Bank abgetreten. Dadurch werden die im Zusammenhang mit der Bauleistung stehenden Risiken in der Bauphase und über die Baufertigstellung hinaus abgedeckt.

Werden Finanzintermediäre in PPP-Projektfinanzierungen eingebunden, kann die Bauphase mittels einer Eigenkapitalzwischenfinanzierung in Verbindung mit einer Platzierungsgarantie überbrückt werden. Die Sicherung dieses Darlehens kann durch die Abtretung der Ansprüche aus der Platzierungsgarantie und durch Verpfändung des Kontoguthabens des bei der finanzierenden Bank eröffneten Kontos für die Eigenkapitaleinzahlungen der Anleger erfolgen.

Im Zuge der Baufertigstellung und der Übergabe des Gebäudes an den Auftraggeber wird die Bauzwischenfinanzierung in die langfristige Endfinanzierung überführt. Die Endfinanzierung wird grundsätzlich durch eine Abtretung der Ansprüche der Projektgesellschaft nebst Sicherheiten aus den Projektverträgen sowie sämtlicher Versicherungsansprüche abgesichert. Liegt das Eigentum an Grundstück und Gebäude beim privaten Auftragnehmer, kann zusätzlich die Eintragung einer Grundschuld erfolgen. Mit dem Übergang in die Betriebsphase und dem Beginn der Entgeltzahlungen durch den öffentlichen Auftraggeber werden die Reservekonten für Schuldendienst und Instandhaltung eingerichtet und sicherungsweise an die finanzierende Bank verpfändet.

Die Kosten für Instandhaltung und Betrieb werden vom Betreiber kalkuliert und die Einnahmen im Rahmen von Betriebsleistungsgarantien gegenüber der Projektgesellschaft garan-

tiert. Die im Falle der Entgeltminderung infolge von Schlechtleistung entstehenden Nachteile werden entsprechend back-to-back vom verantwortlichen Betreiber ausgeglichen.

Vor Inbetriebnahme des Gebäudes gibt der Betreiber eine Vertragserfüllungsbürgschaft ab, die in ihrer Höhe bspw. nach Ablauf einiger Jahre reduziert werden kann, sofern kein Sicherungsfall eintritt.

Infolge besserer Rahmenbedingungen und damit höherer Cashflows als im Basisfall erwartet, kann in den ersten Jahren der Betriebsphase eine Restrukturierung der Finanzierung erfolgen, um auf Basis der nach Abschluss der Bauphase gesunkenen Cashflow-Risiken eine Verbesserung der Finanzierungsbedingungen zu erreichen. Ziel ist es, die Finanzierungsstruktur an die veränderten Rahmenbedingungen anzupassen und dadurch mit den Fremdkapitalgebern niedrigere Zinsmargen, längere Kreditlaufzeiten und ggf. eine Reduktion des eingebrachten Eigen- oder Mezzanine-Kapitals zu vereinbaren.

Zur Absicherung des Endzustandsrisikos, insbesondere bei Inhabermodellen, fordert der öffentliche Auftraggeber vom Betreiber für die letzten fünf Betriebsjahre vor Vertragsende üblicherweise ein Sicherheitseinbehalt des Entgeltes für Instandhaltung. Dieser kann in der Regel durch eine Bankbürgschaft in ausreichender Höhe abgelöst werden.

Die Projektgesellschaft bzw. die zuständigen Nachunternehmer verpflichten sich, Bauleistungs- und Bauherrenhaftpflichtversicherungen sowie für die Betriebsphase eine Betriebshaftpflichtversicherung abzuschließen. Weiterhin ist das Gebäude mittels Gebäudeversicherung u.a. gegen Feuer-, Sturm- und Leitungswasserschäden zu versichern.

Aufgrund der Vielzahl der eine PPP-Finanzierung beeinflussenden Variablen (Auftraggeber, Auftragnehmer, PPP-Modell, Hochbaukategorie, Risiken) kann die vorgestellte Struktur nicht als abschließend verstanden werden. Im Einzelfall muss eine Anpassung an projektspezifische Gegebenheiten erfolgen.

3.3 Ansätze zur Verbesserung der Rahmenbedingungen für PPP-Projektfinanzierungen

Infolge der durch die Fremdkapitalgeber erbrachten, umfassenden Due Diligence und Monitoring-Leistungen sind Projektfinanzierungen durch vergleichsweise hohe Transaktionskosten gekennzeichnet. Es findet bisher kein ausreichender Wissenstransfer auf Seiten der öffentlichen Hand statt.¹⁹¹ Die Standardisierung des PPP-Vergabeverfahrens und der PPP-Verträge sowie die Bündelung von Projekten auf Ebene der ausschreibenden Stellen werden sowohl von Fremdkapital- als auch von Eigenkapitalgebern als die effizientesten Maßnahmen zur Senkung der Transaktionskosten und zur Verstärkung der Umsetzung von PPP-Projektfinanzierungen bezeichnet.¹⁹²

Dem politischen Willen zur Umsetzung der Förderung von PPP wird ebenfalls eine besondere Bedeutung zugemessen.¹⁹³ Die Unsicherheiten über die Auswirkungen des zweiten

¹⁹¹ Vgl. Empirische Erhebung (Deutschland).

¹⁹² Auch der Anpassung der gesetzlichen Rahmenbedingungen im Hinblick auf steuerliche Aspekte (USt-Refund) wird eine hohe Bedeutung zugemessen. Weiterführend vgl. Berger, C.; Jacob, D. (2007). Vgl. Empirische Erhebung (Deutschland).

¹⁹³ Vgl. Experteninterview (Deutschland).

Konjunkturpaketes wie bspw. die dort festgeschriebenen Fristen zur Mittelverwendung haben die Entwicklung von PPP-Projekten indes zuletzt weiter gebremst.

Nachfolgend werden die drei als effizientesten Maßnahmen identifizierten Lösungsansätze zur Senkung der Transaktionskosten und Steigerung der wirtschaftlichen Effizienz bei PPP-Projektfinanzierungen vorgestellt.

3.3.1 Standardisierung des PPP-Vergabeverfahrens

Das PPP Vergabeverfahren lässt sich vereinfacht wie folgt darstellen:¹⁹⁴

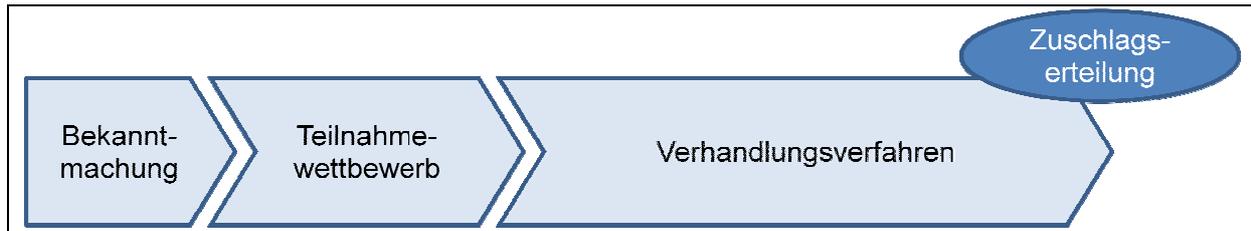


Abbildung 15: PPP-Vergabeverfahren¹⁹⁵

Das Vergabeverfahren setzt sich demnach aus den Bestandteilen Bekanntmachung, Teilnahmewettbewerb und Verhandlungsverfahren zusammen. Es endet im Idealfall mit der Zuschlagserteilung. Alternativ kann ein Abbruch der Ausschreibung am Ende oder während des Vergabeverfahrens erfolgen. Die Bekanntmachung anstehender Teilnahmewettbewerbe für Verhandlungsverfahren erfolgt i.d.R. im Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaft. Eine weitere Standardisierung erscheint an dieser Stelle nicht notwendig: Die veröffentlichten Informationen werden von der bekanntgebenden Stelle schon jetzt in standardisierter Form von den ausschreibenden Stellen abgefragt. Zwingende Bestandteile sind neben Angaben zum Auftraggeber und Auftragsgegenstand, wie beispielsweise Gebäude und Flächen, bereits bestimmbare Fristen.

An die Bekanntmachung schließt sich der Teilnahmewettbewerb an. Er dient der Identifikation und Zulassung geeigneter Bieter für das Verhandlungsverfahren. Die Auswahl berücksichtigt die Leistungsfähigkeit, die Fachkunde und die Zuverlässigkeit der einzelnen Unternehmen der Bieterkonsortien im Zusammenhang mit der Erbringung der Leistungsbestandteile. Im Rahmen der praktischen Umsetzung unterscheiden sich die Teilnahmewettbewerbe grundlegend. Es werden zwar inhaltlich schwerpunktmäßig bereits umgesetzte Referenzen zur Bewertung der genannten Kriterien herangezogen, durch die ausschreibenden Stellen werden aber unterschiedliche Formblätter vorgegeben. Diese Unterschiede in der Abfrage führen bei den sich bewerbenden Unternehmen zu erheblichen Kosten, da die Formblätter in jedem Verfahren manuell überarbeitet und angepasst werden müssen. Eine Standardisierung der Formblätter für Teilnahmewettbewerbe könnte daher die

¹⁹⁴ Im Nachfolgenden wird ausschließlich das Verhandlungsverfahren betrachtet. Die Betrachtung des wettbewerblichen Dialoges an Stelle des Verhandlungsverfahrens erfolgt nicht. Aufgrund der Beschaffenheit des wettbewerblichen Dialoges ist davon auszugehen, dass eine Standardisierung des Verfahrens und der Inhalte im Vergleich zum Verhandlungsverfahren wesentlich problembehafteter ausfallen würde.

¹⁹⁵ In Anlehnung an Riebeling (2009), S. 122.

Kosten der Angebotserstellung von Bietern verringern und somit zur Steigerung der Attraktivität und der Wirtschaftlichkeit von PPP-Realisierungen führen.

Das Verhandlungsverfahren beginnt im Anschluss an den Teilnahmewettbewerb. Es besteht aus verschiedenen Angebots- und Verhandlungsrunden. Im Rahmen der Angebotsrunden erstellen die Bieter Ihre Angebote basierend auf den Verdingungsunterlagen. Die wesentlichen Bestandteile der Verdingungsunterlagen sind Vertragsmuster des Projektvertrages zwischen der öffentlichen Hand und der Projektgesellschaft, technische Ausschreibungsunterlagen, die Bewertungskriterien der Angebote und die Anforderungen an die Finanzierung. Das Vertragsmuster des Projektvertrages bildet die Grundlage für die Leistungserbringung. Im Rahmen der Ausschreibung erfolgen i. d. R. eine Vielzahl von Anpassungen der Vertragstexte. Vor dem Hintergrund der projektspezifischen Anforderungen der Vertragstexte bestehen hier indes nur eingeschränkte Standardisierungspotentiale (siehe dazu weiterführend Kapitel 3.3.2). Die Ausschreibung der technischen Leistungen erfolgt outputorientiert mit definierten Service Levels. Die Standardisierung der technischen Bestandteile der Verdingungsunterlagen, im Wesentlichen bestehend aus den Leistungsbeschreibungen für Bau und Betrieb sowie der Bestandsdokumentation, erscheint vor dem Hintergrund der stark divergierenden projektspezifischen Anforderungen und Gegebenheiten als auch der ständigen Anpassung der bestehenden Rahmenbedingungen, wie z. B. durch die Energieeinsparverordnung (EnEV), nicht effizient umsetzbar. Die Bewertungskriterien der Angebote berücksichtigen in der Regel qualitative und quantitative Kriterien, wie die Qualität der Architektur und den Preis. Die Gewichtung, die Verknüpfung und die Bewertung der verschiedenen Kriterien erfolgt im Rahmen der praktischen Umsetzung nach den Anforderungen der ausschreibenden Stelle stark variierend. An dieser Stelle erscheint eine Standardisierung grundsätzlich möglich und wünschenswert. Die Anforderungen an die Finanzierung bilden den letzten betrachteten Bestandteil der Verdingungsunterlagen. Vor dem Hintergrund der aktuellen Entwicklung auf dem Kapitalmarkt erscheint eine grundsätzliche Standardisierung nicht möglich. Grundsätzlich sollte angestrebt werden, gewisse Mindestanforderungen zu definieren, um die Vergleichbarkeit der Angebote und die Finanzierbarkeit der Projekte sicherzustellen. Gegenstand dieser Mindestanforderungen sollten u. a. die Aspekte Einreichung und Bindefristen für verbindliche Finanzierungsangebote, Detaillierung der Konditionenabfrage sowie Anpassungsmöglichkeiten und der Nachweis für Anpassungsnotwendigkeiten der Konditionen sein.

Die Verhandlungsrunden schließen sich an die Einreichung der Angebote an. Es werden die Angebote der Bieter vorgestellt und ausstehende Detailfragen diskutiert und ggf. angepasst. Eine Standardisierung der Verhandlungsrunden erscheint nicht sinnvoll und umsetzbar.

Zudem nicht standardisierbar erscheint die Anzahl der Angebots- und Verhandlungsrunden, weil diese häufig wesentlich durch die Komplexität des Vorhabens sowie die bereits vorhandenen Bestandsunterlagen aber auch die Qualität der von den Bietern eingereichten Angebote beeinflusst werden.

3.3.2 Standardisierung der PPP-Verträge

Das Ziel einer Standardisierung ist die Vereinfachung eines Vorgangs durch den Einsatz identischer, praxiserprobter und -bewährter Regelungen für gleiche Sachverhalte. Insbesondere bei projektfinanzierten PPP-Projekten, die durch komplexe vertragliche Strukturen und

Mechanismen zur Risikoallokation gekennzeichnet sind, kann die Standardisierung eine Erhöhung der Rechtssicherheit und der Genehmigungsfähigkeit sowie eine Senkung der Transaktionskosten sowohl auf Seiten des öffentlichen Auftraggebers (Kosten für Beratung) als auch auf Seiten des privaten Auftragnehmers (Kosten der Due Diligence) bewirken und damit zu einer Vereinfachung der Durchführung von PPP-Projekten führen. Dies bedeutet gleichzeitig eine Erhöhung der Wirtschaftlichkeit dieser Beschaffungsvariante.

In der deutschen Fachliteratur hat seit Veröffentlichung des Bundesgutachtens „PPP im öffentlichen Hochbau“ im Jahr 2004 eine vertiefte Auseinandersetzung mit der Standardisierung von PPP-Verträgen und des Vergabeverfahrens stattgefunden.¹⁹⁶ Die Entwicklung und Anwendung konkreter Musterverträge hat sich jedoch bisher, mit Ausnahme des Bereichs Schulen in Nordrhein-Westfalen, nicht durchgesetzt.

PPP-Projekte zeichnen sich durch eine komplexe, projektspezifisch gestaltete vertragliche Struktur aus. Es existiert eine Vielzahl verschiedener PPP-Modelle, die sich im Hinblick auf die Eigentumsverhältnisse, die Risikoallokation und die Finanzierungsstruktur grundlegend unterscheiden. Auch wenn innerhalb eines PPP-Modells eine Standardisierung erreicht werden kann, besteht das Problem der mangelnden Vergleichbarkeit der einzelnen Projekte und Hochbaubereiche weiterhin.¹⁹⁷ Vor diesem Hintergrund erscheint die Standardisierung ausgewählter Vertragsklauseln in Deutschland sinnvoller als die Entwicklung umfassender Musterverträge.

Das PPP-Vertragswerk muss die für die PPP-Leistung wesentlichen Leistungsinhalte, das heißt Planungs-, Bau-, Betriebs- und Instandhaltungsleistungen beinhalten. Die langfristigen Finanzierungsdienstleistungen und die Bauleistungen werden auf Grund steuerlicher Risiken vertragsrechtlich deutlich getrennt. Im PPP-Projektvertrag wird ein gesonderter Finanzierungsvertrag als eingefügtes und geschlossenes Regelwerk vereinbart, der mit der Fälligkeit des Entgelts für die Planungs-, Bau- und Baufinanzierungskosten (Gesamtinvestitionskosten) beginnt und zur Tilgung des Entgeltes dient. Durch die gesonderte Ausweisung wird der Nachweis erbracht, dass die umsatzsteuerfreie Finanzierungsdienstleistung gegenüber den übrigen Leistungen steuerrechtlich selbstständig ist.¹⁹⁸

Neben dem Gegenstand des Projektes, den Leistungsinhalten, den Zielsetzungen und den Grundpflichten der Vertragsparteien müssen im PPP-Vertrag insbesondere die nachfolgend aufgezählten Punkte geregelt sein:

- Risikoverteilung, differenziert nach Bau- und Betriebsphase
- Sicherheiten, differenziert nach Bau- und Betriebsphase
- Leistungsbewertungsregelungen (Service Level Agreements)
- Vergütungsmechanismen
- Vertragsanpassungsverfahren
- Endschaftsregelungen

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die Vertragsgestaltung bei PPP-Projekten zum Einen von projektspezifischen Kriterien (PPP-Modell, Hochbausegment, projektspe-

¹⁹⁶ Zum Beispiel PPP-Task-Force NRW (2007), Musterverträge Schulen.

¹⁹⁷ Vgl. Schäfer, M.; Strenge, N. (2006), S. 79.

¹⁹⁸ Vgl. Berger, M. (2008), Rn. 6, S. 842f.

zifische Besonderheiten) abhängt. Zum Anderen spielen aber auch die Vorstellungen des Auftraggebers und der beratenden Stellen eine Rolle. Die Standardisierung einzelner Vertragsmodule der Kooperations- und Leistungsebene erscheint vor diesem Hintergrund sinnvoll. Musterverträge können einen Überblick über die regelungsbedürftigen Bestandteile geben, ersetzen aber nicht die Anpassung an das einzelne PPP-Projekt.

3.3.3 Projektbündelung

Unter Projektbündelung wird nachfolgend die gemeinsame Ausschreibung und Vergabe mehrerer PPP-Vorhaben verstanden. Durch eine Bündelung von Projekten auf Ebene der ausschreibenden Stellen können Schnittstellen abgebaut, Beratungskosten gesenkt, das Investitionsvolumen bei annähernd gleich bleibenden Fixkosten erhöht und so zusätzliche Effizienzgewinne erzielt werden.

Voraussetzung für die Bündelung von Projekten ist, dass die zusammengefassten Projekte sich in ihrer Risikostruktur, den baulichen, technischen und betrieblichen Anforderungen sowie der Laufzeit entsprechen. Dies ist nur bei Projekten gleicher oder verwandter Hochbaukategorien der Fall. Projekte, die einen hohen Grad an Komplexität im Hinblick auf die baulichen, technischen und betrieblichen Leistungen aufweisen wie beispielsweise Gesundheitsimmobilien, sind nicht für eine Bündelung geeignet.

Durch eine Bündelung von Projekten können auch auf Seiten des privaten Auftragnehmers Synergien erzeugt werden, da insbesondere in der Betriebsphase Personal und Betriebsmittel unter Umständen nicht mehrfach vorgehalten werden müssen.

Um ein Bündel von PPP-Projekten für Projektfinanzierungen praktikabel zu machen und die Kosten der Due Diligence zu minimieren, sollte sich die Gestaltung der vertraglichen Strukturen und insbesondere die Verteilung der Risiken bei allen zu vergebenden Projekten entsprechen, es sollte ein gemeinsamer Standard angestrebt werden.

Die Bündelung einer Vielzahl gleichartiger Projekte hat aus Fremd- und Eigenkapitalgeberseite den Vorteil, dass die Risiken sich über ein Portfolio an Projekten verteilen und entstehende Risikokosten nicht planmäßig verlaufender Projekte kurzfristig durch Cashflow-Überschüsse aus anderen Projekten ausgeglichen werden können.

4 Vergleichende Länderstudien: Eigenkapitalbeteiligungen bei projektfinanzierten PPP-Projekten

4.1 Methodik

Für die Anfertigung der Länderstudien wird, wie bereits in Kapitel 1.3 erläutert, eine einheitliche Struktur verwendet, um eine bessere Vergleichbarkeit der Erkenntnisse und Erfahrungen zu ermöglichen. Die jeweilige Länderanalyse wird in die Bereiche Rahmenbedingungen, Marktentwicklung und Eigenkapitalbeteiligungen gegliedert. Im Hinblick auf die Rahmenbedingungen werden die Definition von Public Private Partnership, die Anwendung von PPP in verschiedenen Sektoren und PPP-Vertragsmodelle sowie die rechtlichen Voraussetzungen für PPPs untersucht. Weiterhin wird dargestellt, welche öffentlich-privatwirtschaftlichen Einrichtungen zur Unterstützung der PPP-Aktivitäten auf den ausländischen Märkten aktiv sind, welche Form der Vergabeverfahren Anwendung finden und wie hoch der Grad an Standardisierung einzuschätzen ist. Der Abschnitt zur Marktentwicklung betrachtet zunächst die Anzahl umgesetzter PPP-Projekte im Hochbau, um anschließend die umgesetzten Projekte bzw. Ausschreibungen auf ihre Vertragsmodelle, die Beteiligten und die Finanzierungsstrukturen hin zu untersuchen. Der letzte Abschnitt befasst sich mit den Eigenkapitalbeteiligungen bei PPP-Projekten in den untersuchten Ländern. Dazu werden zunächst aktive Eigenkapitalgeber und verwendete Beteiligungsformen erörtert, um dann die Struktur des bereitgestellten Eigenkapitals näher zu betrachten.

Für die Länderstudien wurde zunächst auf die Fachliteratur zurückgegriffen, die in Form von Fachbüchern, Veröffentlichungen, Internet o. ä. Ressourcen verfügbar sind. Diese Quellen wurden mit dem Ziel einer Bewertung der jeweiligen Beteiligungsmärkte untersucht. Die derart gewonnenen Erkenntnisse wurden auf Basis von Expertenbefragungen empirisch geprüft und vertieft.

4.2 Großbritannien

4.2.1 Länderspezifische Rahmenbedingungen

4.2.1.1 Definition und Abgrenzung PPP/PFI

In Großbritannien gibt es keine allgemeingültige oder gesetzliche Definition von PPP. Unter dem Begriff PPP wird eine Vielzahl verschiedener Partnerschaftsmodelle (z. B. Asset Sales, Partnership Companies oder Private Finance Initiatives) zusammengefasst. HM Treasury (Finanzministerium in Großbritannien) definiert PPP als *“eine langfristige Beziehung zwischen der öffentlichen Hand und der Privatwirtschaft, die dem gegenseitigen Nutzen*

*beider Projektparteien dient und eine Vielzahl von verschiedenen Partnerschaftsmodellen umfasst.*¹⁹⁹

Die Private Finance Initiative (PFI) wird demnach als ein Partnerschaftsmodell von PPP angesehen und von HM Treasury als „*Verträge der öffentlichen Hand zum Erwerb von langfristigen, outputspezifizierten Leistungen von der Privatwirtschaft, welche die Instandhaltung und den Bau von benötigten Infrastruktureinrichtungen beinhalten*“, definiert. Diese Definition umfasst auch „*selbstfinanzierende Projekte, bei denen der private Partner den Vermögensgegenstand plant, baut, finanziert und unterhält, die Nutzer die Kosten tragen und die öffentliche Hand nur beschränkt unterstützend bei der Planung, der Lizenzierung und anderen gesetzlichen Verfahren tätig wird.*“²⁰⁰

80 Prozent aller durchgeführten Partnerschafts-Projekte in Großbritannien werden als PFI-Projekte umgesetzt.²⁰¹ Aufgrund des hohen Anteils von PFI-Projekten gemessen an den gesamten PPP-Projekten werden in den folgenden Abschnitten vorrangig PFI-Projekte näher betrachtet. Insgesamt beträgt der Anteil öffentlicher Ausgaben für die Bereitstellung von öffentlicher Infrastruktur mittels PFI seit 1997 zwischen zehn und 15 Prozent.²⁰²

4.2.1.2. Segmentierung PPP und Vertragsmodelle

PFI-Projekte in Großbritannien können in die folgenden Kategorien segmentiert werden:

- Transport (z. B. Straßen, Brücken),
- Gesundheit (z. B. Krankenhäuser, Kliniken),
- Bildung (z. B. Schulen, Universitäten),
- Verwaltungsgebäude (z. B. Büros für öffentliche Behörden),
- Gefängnisse,
- Verteidigung (z. B. Kasernen),
- Telekommunikation & IT (z. B. Telekommunikationsanlagen),
- Abfall und Abwasser (z. B. Recyclinganlagen),
- Kommunalverwaltung,
- Andere Projekte (Freizeitzentren, kulturelle Einrichtungen).

Bei der Betrachtung der Segmentierung wird deutlich, dass in Großbritannien in nahezu allen Bereichen der öffentlichen Versorgung PFI-Projekte umgesetzt werden. Es ist davon auszu-

¹⁹⁹ Englische Definition PPP: are „a form of long-term relationship between the public and private sector for the benefit of both parties and cover a wide range of business partnerships“. Vgl. HM Treasury (2000), S. 10.

²⁰⁰ Englische Definition PFI: „The public sector contracts to purchase quality services, with defined outputs, on a longterm basis from the private sector, and including maintaining or constructing the necessary infrastructure; the term also covers financially free-standing projects where the private sector supplier designs, builds, finances and then operates an asset and covers the costs entirely through direct charges on the private users of the asset, with public sector involvement limited to enabling the project to go ahead through assistance with planning, licensing and other statutory procedures“. Vgl. HM Treasury (2000), S. 47.

²⁰¹ Vgl. Cartlidge, D. (2006), S. 23.

²⁰² Vgl. HM Treasury (2006a), S. 15.

gehen, dass die Segmente Gesundheit, Bildung, Verwaltungsgebäude, Gefängnisse, Verteidigung sowie Kommunalverwaltung im Wesentlichen Hochbauprojekte umfassen.²⁰³

4.2.1.3. Rechtliche Rahmenbedingungen und Voraussetzungen für PPP

In Großbritannien gibt es keine spezielle PPP-Gesetzgebung für die Vergabe von PPP-Verträgen.²⁰⁴ Es wurden jedoch eine Reihe von Verordnungen (sog. Regulations) geschaffen, die für die Umsetzung von PFI-Projekten zur Anwendung kommen.

Die zwei wichtigsten allgemeinen Steuerarten, die bei der Umsetzung von PFI-Projekten zu beachten sind, sind die Körperschaftsteuer und die Umsatzsteuer.²⁰⁵

Die Körperschaftsteuer findet hauptsächlich bei Kapitalgesellschaften Anwendung und wird als Prozentsatz auf deren Gewinn erhoben. Der derzeitige Steuersatz beträgt 28 Prozent.²⁰⁶ Öffentliche Behörden, die PFI-Projekte abwickeln, zählen nicht zu den gewinnorientierten Kapitalgesellschaften, so dass für sie keine Körperschaftsteuer anfällt. Körperschaftsteuer ist jedoch von der Projektgesellschaft und den privaten Partnern zu zahlen.²⁰⁷

Die Umsatzsteuer ist eine Steuer, die auf Lieferungen und Leistungen erhoben wird. Wie in Deutschland ist die Umsatzsteuer in Großbritannien eine Mehrwertsteuer, so dass der umsatzsteuerliche Unternehmer seine Vorsteuer in Abzug bringen kann. Die Lieferungen und Leistungen an öffentliche Ministerien und Behörden unterliegen ebenfalls der Umsatzsteuer. Das Umsatzsteuergesetz definiert jedoch eine Menge von Lieferungen und Leistungen, für die die Ministerien und öffentlichen Behörden sich die an Private gezahlte Umsatzsteuer zurückerstatten lassen können. Dies gilt für die allermeisten PFI-Transaktionen. Die Geschäftstätigkeiten von Kommunalverwaltungen werden in der Regel als nicht-unternehmerisch (non-business activities) eingestuft, so dass sie generell in der Lage sind, ihre an Private gezahlte Umsatzsteuer zurückzufordern.²⁰⁸ Der allgemeine Steuersatz für die Umsatzsteuer beträgt 17,5 Prozent.²⁰⁹

Als Grundlage zur Durchführung von PFI-Projekten ist durch den öffentlichen Partner ein „Value for Money“ Nachweis, der einer Nutzwertanalyse entspricht, durchzuführen. Value for Money wird als optimale Kombination der gesamten Lebenszykluskosten und der zu erbringenden Qualität der Leistung definiert.²¹⁰ Die qualitative und quantitative Beurteilung, ob Value for Money gegeben ist, erfolgt in einem dreistufigen Verfahren.²¹¹

- Stufe 1 – Programme Level Assessment
- Stufe 2 – Project Level Assessment
- Stufe 3 – Procurement Level Assessment

²⁰³ Vgl. Interview Male, S. (2008).

²⁰⁴ Vgl. Dyton, R.; Bavishi, R. (2008), S. 533.

²⁰⁵ Vgl. Interview Bain, R. (2009).

²⁰⁶ Vgl. HM Revenue & Customs (2009), Abrufadresse: http://www.hmrc.gov.uk/ctsa/ct_rate_band.htm (Stand 05.03.2009).

²⁰⁷ Vgl. Badcoe, P.; Rutledge, N. (2002), Rn. 18.074.

²⁰⁸ Vgl. Lyon, (2008), S. 87 sowie Badcoe, P.; Rutledge, N. (2002), Rn. 18.077 f.

²⁰⁹ Vgl. HM Revenue & Customs (2009), http://www.hmrc.gov.uk/ctsa/ct_rate_band.htm (Stand 05.03.2009).

²¹⁰ Vgl. HM Treasury (2006b), S. 7.

²¹¹ Vgl. HM Treasury (2006b), S. 5.

Stufe eins erfolgt bei der jährlichen Zuweisung der öffentlichen Haushaltsmittel. Sie dient als frühzeitige Beurteilung, ob Value for Money für ein PFI-Projekt gegeben ist. Stufe zwei baut auf Stufe eins auf und endet gegebenenfalls mit der Ausschreibung des PFI-Projektes im Official Journal of the European Communities. Innerhalb der Stufe zwei ist ein Outline Business Case zu erstellen. HM Treasury stellt hierfür ein umfassendes Excel-Tool zur Verfügung. Durch die Erstellung des Outline Business Case entfällt der zuvor anzufertigende PSC. Stufe drei erfolgt im unmittelbaren Anschluss an Stufe zwei und dauert bis zum Financial Close an. Hier soll z. B. sichergestellt werden, dass während des Vergabeprozesses ein effizienter Wettbewerb stattfindet.²¹²

4.2.1.4. *Bestehende öffentlich-privatwirtschaftliche Einrichtungen*

In Großbritannien wurden eine Vielzahl öffentlich-privatwirtschaftlicher Einrichtungen in Bezug auf PFI geschaffen. Die wichtigsten sind z. B. HM Treasury, PartnershipsUK, Departmental Private Finance Units und National Audit Office.

HM Treasury ist für die Aufstellung und Veröffentlichung der politischen Grundsätze in Bezug auf PFI verantwortlich (aktuellste Version: Infrastructure procurement: delivering long-term value, March 2008). Daneben genehmigt es Projekte der öffentlichen Hand und unterstützt diese z. B. durch die Erstellung von standardisierten Verträgen.²¹³

PartnershipsUK ist hauptsächlich für die Unterstützung der öffentlichen Hand bei der Abwicklung von PFI-Projekten oder der Implementierung von politischen Grundsätzen zuständig.²¹⁴

Departmental Private Finance Units sind in den einzelnen Ministerien angesiedelt und dort für die Implementierung der politischen Grundsätze zuständig. Zudem unterstützen sie beispielsweise die ausführenden Ministerien und Behörden bei der Durchführung ihrer PFI-Projekte.²¹⁵

Das National Audit Office ist, wie der Rechnungshof in Deutschland, für die Überwachung und Überprüfung der Ministerien und Behörden zuständig.²¹⁶

4.2.1.5. *PPP-Vergabeverfahren*

Die Vergabe von Lieferungen und Leistungen durch öffentliche Behörden wird in Großbritannien durch die European Union Directives bestimmt, die durch die Public Contract Regulations 2006 in nationales Gesetz übertragen wurden.²¹⁷

Die Public Contract Regulations 2006 unterscheiden vier Vergabeverfahren:

- Offene Vergabeverfahren,
- Beschränkte Vergabeverfahren,

²¹² Vgl. HM Treasury (2006b), S. 15.

²¹³ Vgl. HM Treasury (2006a), S. 106.

²¹⁴ Vgl. HM Treasury (2006a), S. 106.

²¹⁵ Vgl. Dyton, R.; Bavishi, R. (2008), S. 532.

²¹⁶ Vgl. Dyton, R.; Bavishi, R. (2008), S. 532.

²¹⁷ Vgl. National Audit Office (2007), S. 10.

- Wettbewerblicher Dialog,
- Verhandlungsverfahren.

Die öffentliche Hand hat die freie Wahl zwischen dem offenen und dem beschränkten Vergabeverfahren. Der wettbewerbliche Dialog ist zu verwenden, wenn das offene oder beschränkte Verhandlungsverfahren nicht angewendet werden kann. Dies kann beispielsweise bei sehr komplexen Projekten der Fall sein, bei denen die Behörde im Vorfeld nicht in der Lage ist, technische Spezifikationen genau zu benennen. Das Verhandlungsverfahren darf nur noch in Ausnahmefällen angewandt werden.²¹⁸

Im Durchschnitt dauert der Vergabeprozess für PFI-Verträge im Bereich Schulen, Gefängnisse und Verteidigung 21 bis 23 Monate und 40 Monate im Bereich Gesundheit.²¹⁹

4.2.1.6. Standardisierung

In Großbritannien gibt es einen hohen Standardisierungsgrad für PFI-Projekte. Im März 2007 wurde die vierte Version des PPP-Standardisierungsvertrages (SoPC 4, 348 Seiten Umfang) von HM Treasury veröffentlicht. SoPC 4 ist verpflichtend als Vorlage für alle PFI-Verträge in allen Segmenten anzuwenden.

SoPC 4 beinhaltet eine standardisierte Risikoverteilung für den Abschluss von PPP-Projektverträgen zwischen öffentlicher Hand und Projektgesellschaft. Er enthält hierzu Entwürfe für wichtige Vertragsklauseln. Durch die standardisierte Risikoverteilung werden die Bankfähigkeit von PFI-Projekten erhöht und die Vergabe von Krediten erleichtert.²²⁰

Auf Basis des SoPC 4 wurden in vielen Segmenten (z. B. Gesundheit, Bildung und Sicherheit) eigene, umfassende Standardisierungsverträge erarbeitet, die mit geringen Abweichungen den Bedürfnissen der einzelnen Segmente angepasst sind.

SoPC 4 beinhaltet keine verpflichtenden Klauseln für eine standardisierte Finanzierungsstruktur für PFI-Projekte.²²¹ SoPC 4 enthält jedoch ein Kapitel zum Thema Wechsel der Anteilseigner (Kapitel 18, Change of Ownership). Für den Wechsel von Anteilseignern der Projektgesellschaft wird durch SoPC 4 als allgemeine Regel empfohlen, als einzige wesentliche Vorschrift verpflichtend festzusetzen, dass eine Benachrichtigung an die jeweilige öffentliche Hand bei einem Wechsel der Anteilseigner zu erfolgen hat. Ansonsten wird empfohlen, dass eine Anteilsübertragung frei erfolgen kann, da so die Verfügbarkeit von Eigenkapital für PFI-Projekte erhöht wird. Falls die öffentliche Hand dennoch eine Beschränkung für den Wechsel der Anteilseigner vorsieht, wird hierfür ausgeführt, dass dies sowohl die Übertragung von Aktien als auch die Kontrolle von deren Stimmrecht und Recht auf Dividendenausschüttung beinhaltet. Zusätzlich sollte dann auch ein Verbot der Übertragung von nachrangigem Fremdkapital gelten, sofern dieses z. B. mit Stimmrechten in der Projektgesellschaft verbunden ist oder in Eigenkapital umgewandelt werden kann. Bedenken der öffentlichen Hand, dass z. B. Anteilseigner, die nicht die vertraglich vereinbarten Leistungen des PPP-Projektvertrages erfüllen können, Anteile der Projektgesellschaft erhalten,

²¹⁸ Vgl. Office of Government Commerce (2008), S. 7.

²¹⁹ Vgl. Dyton, R.; Bavishi, R. (2008), S. 540.

²²⁰ Vgl. Interview Bain, R. (2009).

²²¹ Vgl. PartnershipsUK (2007), S. 19.

sollte vorrangig durch entsprechende Vorgaben zur Anpassung des Leistungsentgeltes und zu den Kündigungsrechten im PPP-Projektvertrag begegnet werden. Zusätzlich ist in SoPC 4 dargelegt, dass ein Verbot der Wechsel der Anteilseigner für Bauunternehmen bis zum Ende der Bau- und Gewährleistungsphase und für Facility Management-Unternehmen bis zur fortgeschrittenen Betriebsphase sinnvoll sein kann (sog. lock-in-period).²²²

Darüber hinaus enthält SoPC 4 ein Kapitel zum Thema Refinanzierung (Kapitel 34, Refinancing). Hier wird der Begriff Refinanzierung definiert und festgelegt, dass der öffentlichen Hand Genehmigungsrechte für Refinanzierungen zustehen sollten. Zudem wird dargelegt, wie die Refinanzierungsgewinne zu ermitteln sind. Nach der im April 2009 neu in den SoPC 4 eingefügten Regelung sind Refinanzierungsgewinne bis zu einer Million Pfund hälftig zwischen öffentlicher Hand und privatem Auftragnehmer zu teilen. Refinanzierungsgewinne bis drei Millionen Pfund sind zu 60 Prozent, darüber hinaus zu 70 Prozent an die öffentliche Hand abzuführen.²²³

4.2.2 Länderspezifische Marktentwicklung

4.2.2.1 Projekte im Hochbau

Die ersten PFI-Projekte wurden in den späten 1980er und frühen 1990er Jahren durchgeführt. Bis zum Ende des Jahres 2008 wurden insgesamt 935 PFI-Projekte mit einem Projektvolumen von ca. 66 Milliarden Pfund in Großbritannien realisiert.²²⁴

Die folgende Abbildung zeigt die abgeschlossenen PFI-Verträge im Zehnjahreszeitraum von 1998 bis 2008, in dem insgesamt 826 Projekte mit einem Projektvolumen von 57,6 Milliarden Pfund vertraglich abgeschlossen wurden.²²⁵

²²² Vgl. HM Treasury (2009a), S. 4.

²²³ Vgl. HM Treasury (2007), S. 124ff.

²²⁴ Vgl. IFSL (2008), S. 1.

²²⁵ Vgl. IFSL (2008), S. 1.

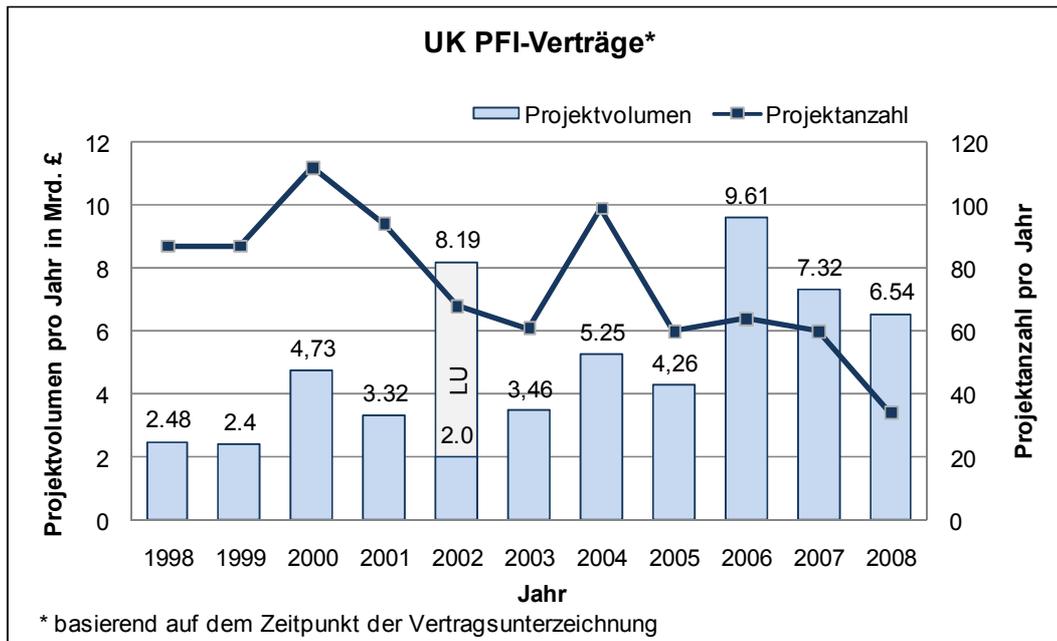


Abbildung 16: PFI Verträge in Großbritannien zwischen 1998 und 2008²²⁶

Im Jahr 2008 wurden insgesamt 34 PFI-Projekte mit einem Projektvolumen von insgesamt 6,5 Milliarden Pfund (= 8,2 Milliarden Euro²²⁷) abgeschlossen. Das durchschnittliche Projektvolumen betrug 182 Millionen Pfund (= 228,6 Millionen Euro²²⁸).²²⁹

Die folgende Tabelle zeigt die vertraglich gezeichneten Projekte im Hochbau zwischen 2003 und 2008. Dabei wird deutlich, dass auf die Segmente Gesundheit, Bildung und Verteidigung in Bezug auf die umgesetzten Projektvolumina der größte Anteil der PFI-Projekte entfällt.

²²⁶ Quelle: In Anlehnung an IFSL (2008), S. 1.

²²⁷ Umgerechnet mit durchschnittlichem Jahreswechsellkurs 2008 (siehe Deutsche Bundesbank).

²²⁸ Umgerechnet mit durchschnittlichem Jahreswechsellkurs 2008 (siehe Deutsche Bundesbank).

²²⁹ Vgl. IFSL (2008), S. 1.

Tabelle 4: Projektvolumina vertraglich gezeichneter PFI-Verträge in Großbritannien zwischen 2003 und 2008²³⁰

Segment	Projektvolumina vertraglich gezeichneter PFI-Projekte in Millionen £ und €						1987-2008 kumulativ	% - Anteil
	2003	2004	2005	2006	2007	2008		
Gesundheit	707	2.681	992	3.020	1.911	587	14.435	34,0
in Euro*)	1.022	3.951	1.451	4.430	2.792	737		
Bildung	373	575	1.146	2.434	2.415	2.076	11.344	26,7
in Euro*)	539	847	1.676	3.570	3.529	2.607		
Verwaltungsgebäude	332	718	443	1.455	616	14	6.430	15,2
in Euro*)	479	1.058	647	2.134	900	18		
Verteidigung	775	121	600	1.800	1.000	3.291	9.321	22,0
in Euro*)	1.120	178	877	2.640	1.461	4.133		
Kommunalverwaltung	361	295	98	---	---	---	910	2,1
in Euro*)	522	435	143					
Summe	2.548	4.390	3.279	8.709	5.942	5.968	42.440	100,0
in Euro*)	3.682	6.468	4.795	12.774	8.683	7.495		

*) umgerechnet mit den jeweiligen durchschnittlichen Jahreswechsellkursen (siehe Deutsche Bundesbank)

4.2.2.2. Vertragsmodelle

Die am häufigsten angewandten Vertragsmodelle für PFI-Hochbau-Projekte sind das Erwerbmodell (sog. FBOOT - finance, build, own, operate, transfer) und das Inhabermodell (sog. DBFO - design, build, finance, operate). Bei diesen Vertragsmodellen ist der private Partner verantwortlich für Finanzierung, Bau, Betrieb und Instandhaltung der öffentlichen Gebäude. Beim Vertragsmodell FBOOT wird am Ende der Vertragslaufzeit zudem das Eigentum vom privaten Partner auf die öffentliche Hand übertragen. Beim Modell DBFO ist nicht festgelegt, ob am Ende der Vertragslaufzeit das Eigentum an die öffentliche Hand übertragen wird. FBOOT und DBFO werden im Hochbau insbesondere für Schulen, Gefängnisse und Krankenhäuser angewandt.²³¹

4.2.2.3. Projektbeteiligte

Die Projektgesellschaft besteht in der Regel aus drei bis fünf Unternehmen, die häufig eine Bauunternehmen, ein Facility Management-Unternehmen und ein Finanzinstitut umfassen. Sie firmiert in der Regel in der Rechtsform einer Public Limited Company (entspricht der deutschen Aktiengesellschaft) und ist somit eine eigenständige juristische Person.²³²

Tabelle 5 zeigt, gemessen am Volumen der durchgeführten Projekte, die zehn größten Bauunternehmen zwischen 2004 und 2007 im Bereich PFI. Diese deckten 65 Prozent des gesamten Marktvolumens ab. Demnach werden über ein Drittel der Bauprojekte im Bereich

²³⁰ In Anlehnung an: IFSL (2008), S. 2. Die zugrundeliegende Quelle enthält keine Angaben zum Segment Gefängnisse. Laut Projektdatenbank der PartnershipsUK wurden jedoch bereits insgesamt 16 Gefängnisprojekte in Großbritannien bis zum Jahre 2009 durchgeführt.

²³¹ Vgl. Interview Male, S (2008).

²³² Vgl. Interview Bain, R. (2008).

PFI von weiteren Bauunternehmen ausgeführt. Dies lässt die Schlussfolgerung zu, dass innerhalb dieses Marktsegmentes ein hohes Maß an Diversifikation vorherrscht.²³³

Tabelle 5: An PFI beteiligte Bauunternehmen in Großbritannien zwischen 2004 und 2007²³⁴

Bauunternehmen, zwischen 2004 - 2007			
Nr.	Name	Anzahl der Projekte	Projektvolumen in Millionen £
1	Carillion	12	1650
2	Balfour Beatty	11	1500
3	Skanska	4	1450
4	AMEC	6	750
5	Bovis	3	700
6	KBR	1	625
7	Laing O'Rourke	4	550
8	Taylor Woodrow	1	375
9	Costain	5	350
10	Interserve	5	325

Tabelle 6 veranschaulicht, gemessen am Volumen der durchgeführten Projekte, die zehn größten Hard Facility Management-Unternehmen zwischen 2004 und 2007 im Bereich PFI. Diese decken 55 Prozent des gesamten Marktsegmentes ab. Daher kann auch hier davon ausgegangen werden, dass es eine Vielzahl von Marktteilnehmern in diesem Marktsegment gibt.²³⁵

Tabelle 6: An PFI beteiligte Hard Facility Management-Unternehmen in Großbritannien zwischen 2004 und 2007²³⁶

Hard FM Unternehmen, zwischen 2004 - 2007			
Nr.	Name	Anzahl der Projekte	Projektvolumen in Millionen £
1	Skanska	3	1400
2	Balfour Beatty	7	1325
3	Mitie	10	750
4	AMEC	2	650
5	Interserve	6	500
6	Carillion	4	425
7	Amey	3	425
8	Thames Water	2	375
9	Sodexo	3	375
10	Taylor Woodrow	1	350

Tabelle 7 zeigt, gemessen an der Anzahl der durchgeführten Projekte, die zehn größten Soft Facility Management-Unternehmen zwischen 2004 und 2007 im Bereich PFI. Der zehnte Platz wird gleichzeitig von 15 verschiedenen Unternehmen belegt, die alle jeweils zwei

²³³ Vgl. PartnershipsUK (2007), S. 26.

²³⁴ In Anlehnung an: PartnershipsUK (2007), S. 26.

²³⁵ Vgl. PartnershipsUK (2007), S. 27.

²³⁶ In Anlehnung an: PartnershipsUK (2007), S. 27.

Projekte durchgeführt haben. Dies verdeutlicht, dass auch der Markt für Soft Facility Management durch ein hohes Maß an Diversifikation gekennzeichnet ist.²³⁷

Tabelle 7: An PFI beteiligte Soft Facility Management-Unternehmen in Großbritannien zwischen 2004 und 2007²³⁸

Soft FM Unternehmen, zwischen 2004 - 2007			
Nr.	Name	Anzahl der Projekte	Projektvolumen in Millionen £
1	Mitie	11	keine Angabe
2	Balfour Beatty	6	
3	Carillion	5	
4	Amey	5	
5	Interserve	5	
6	Kier	4	
7	Sodexo	3	
8	Robertson	3	
9	Intergral	3	
10	15 verschiedene Untern.	jeweils 2	

Basierend auf den obigen Informationen kann zusammenfassend festgehalten werden, dass sowohl der Markt für Bau- als auch Facility Management-Unternehmen im Bereich PFI durch ein hohes Maß an Diversifikation und somit Wettbewerb geprägt ist.

Kleine und mittelständische Unternehmen sind nur relativ selten direkt an der Projektgesellschaft beteiligt oder von dieser als Nachunternehmer auf erster Ebene beauftragt. Sie sind häufig nur bei sehr spezialisierten Aufgaben als Subunternehmer auf nachgeordneten Ebenen zu finden.²³⁹

Tabelle 8 zeigt die zehn größten Fremdkapitalgeber für von Banken finanzierte PFI-Projekte zwischen 2004 und 2007. Die Bemessung erfolgte am Volumen des insgesamt zur Verfügung gestellten Fremdkapitals.²⁴⁰

²³⁷ Vgl. PartnershipsUK (2007), S. 27.

²³⁸ In Anlehnung an: PartnershipsUK (2007), S. 27.

²³⁹ Vgl. Interview Male, S. (2008); Heinecke, B. (2002), S. 57.

²⁴⁰ Vgl. PartnershipsUK (2007), S. 25.

Tabelle 8: Fremdkapitalgeber in Großbritannien zwischen 2004 und 2007²⁴¹

Fremdkapitalgeber, 2004 - 2007			
Nr.	Name	Anzahl der Projekte	Projektvolumen in Millionen £
1	Bank of Scotland	17	1300
2	HSBC	13	700
3	RBS	9	700
4	Dexia	16	650
5	NIB Capital	13	550
6	DEPFA	6	400
7	EIB	5	350
8	Bank of Ireland	7	300
9	Barclays	13	300
10	Llyods TSB	3	300

Die wesentlichen Eigenkapitalgeber sind im Kapitel 4.2.3.1 aufgeführt.

4.2.2.4. Finanzierungsstrukturen von PPP-Projekten

Die Mehrzahl der PFI-Projekte in Großbritannien wird mittels Projektfinanzierung finanziert. Lediglich ein kleinerer Anteil wird über eine Unternehmensfinanzierung (sog. Corporate Finance) abgedeckt.²⁴²

Bei projektfinanzierten PFI-Projekten wird eine eigenständige Projektgesellschaft gegründet. Die Finanzierungsstruktur ist eine Mischung aus vorrangigem Fremdkapital und Eigenkapital. Vorrangiges Fremdkapital (sog. Senior Debt) wird häufig von Banken oder vom Kapitalmarkt in Form von Anleihen zur Verfügung gestellt. Als Sicherheiten für die Zins- und Tilgungszahlungen dienen dabei der aus dem Projekt generierte Cashflow sowie die Aktiva des Projektes. Eigenkapital wird meist in Form von Aktien oder nachrangigem Fremdkapital (Subordinated Debt) bereitgestellt.²⁴³

Bei der Unternehmensfinanzierung wird für die Kreditvergabe der Banken an den privaten Auftragnehmer auf dessen Bonität abgestellt. Die folgende Abbildung veranschaulicht die Finanzierung von PFI-Projekten in Abhängigkeit von der Projektgröße. Dabei ist ersichtlich, dass von den Banken bereitgestelltes, vorrangiges Fremdkapital am häufigsten zur überwiegenden Finanzierung der PFI-Projekte verwendet wird. Die Finanzierung mittels Anleihen wird meist bei PFI-Projekten mit einem Projektvolumen größer als 250 Millionen Pfund gewählt. Unternehmensfinanzierung wird nur relativ selten zur Finanzierung von kleineren PFI-Projekten eingesetzt.²⁴⁴

²⁴¹ In Anlehnung an: PartnershipsUK (2007), S. 25.

²⁴² Vgl. Interview Bain, R. (2008).

²⁴³ Vgl. PartnershipsUK (2007), S. 19.

²⁴⁴ Vgl. PartnershipsUK (2007), S. 19.

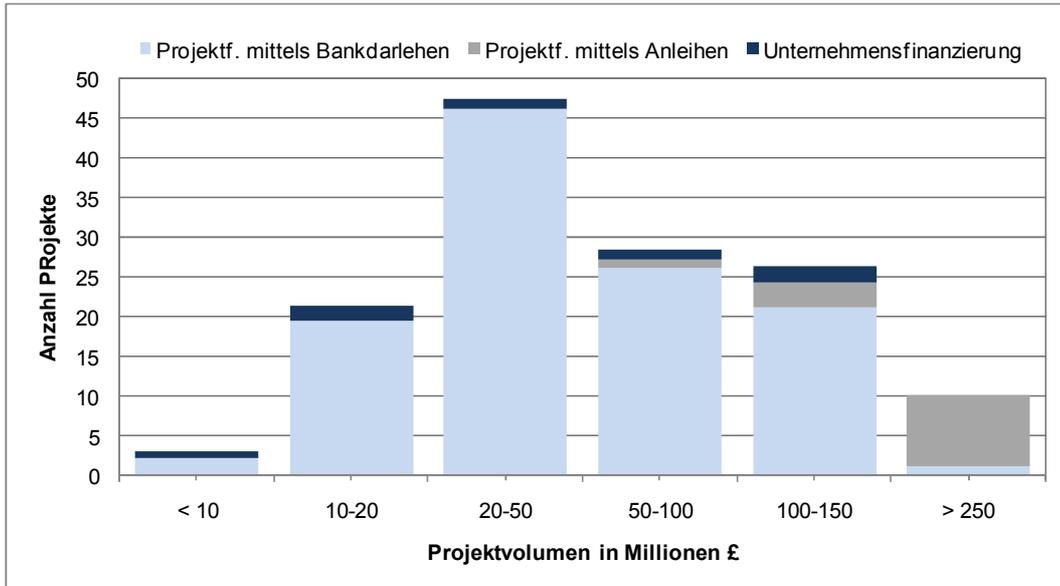


Abbildung 17: Finanzierungsquellen für PFI-Projekte in Großbritannien zwischen 2004 und 2007²⁴⁵

Die folgende Abbildung zeigt die Verhältnisse von Fremdkapital zu Eigenkapital in Abhängigkeit von der Projektgröße. Das am häufigsten angewandte Verhältnis ist 90 (Fremdkapital) zu zehn (Eigenkapital). Das Eigenkapital setzt sich hierbei sowohl aus Anteilen an der Projektgesellschaft als auch nachrangigem Fremdkapital zusammen.²⁴⁶

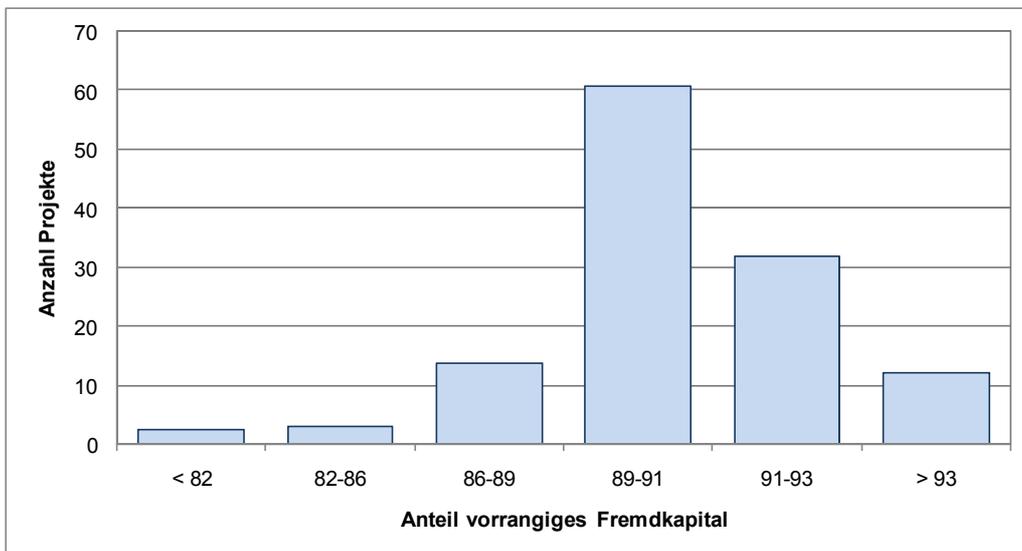


Abbildung 18: Verhältnis FK/EK für PFI-Projekte in Großbritannien zwischen 2004 und 2007²⁴⁷

²⁴⁵ In Anlehnung an: PartnershipsUK (2007), S. 19.

²⁴⁶ Vgl. PartnershipsUK (2007), S. 19.

²⁴⁷ In Anlehnung an: PartnershipsUK (2007), S. 19.

Die am häufigsten angewandte Finanzierungsstruktur kann wie folgt veranschaulicht werden:

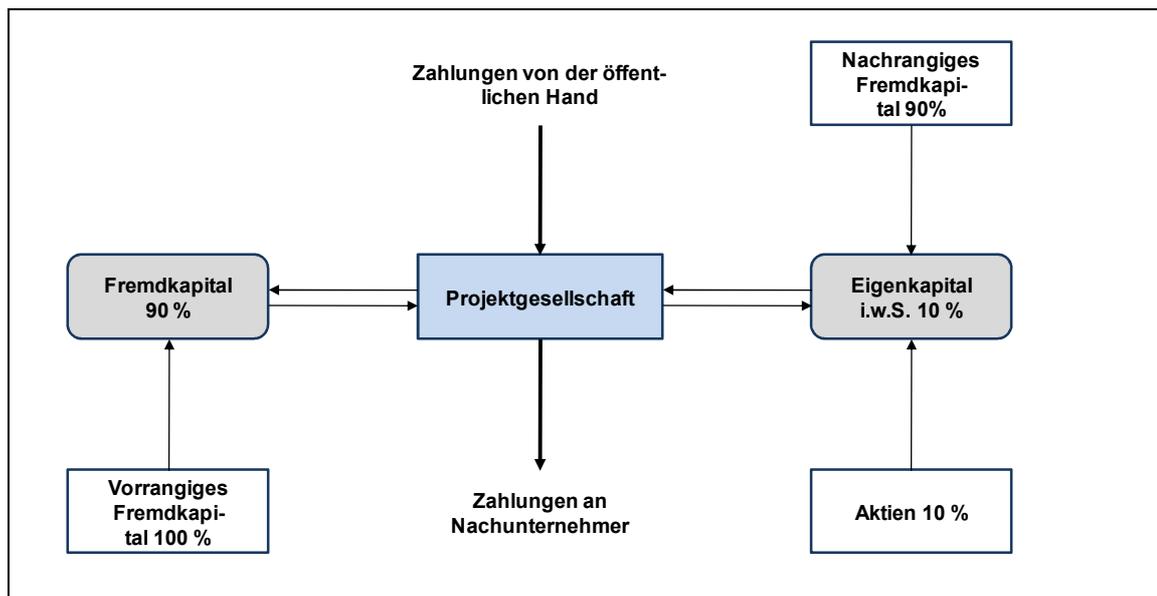


Abbildung 19: Finanzierungsstruktur für PFI-Projekte Großbritannien²⁴⁸

Der Hauptgrund, warum vorrangiges Fremdkapital deutlich gegenüber Eigenkapital bevorzugt wird, ist, dass es wesentlich günstiger ist als Eigenkapital.²⁴⁹

Die Gründe, warum nachrangiges Fremdkapital gegenüber reinem Eigenkapital in Form von Aktien deutlich bevorzugt wird, sind z. B.:²⁵⁰

- Nachrangiges Fremdkapital ist steuergünstiger, da die Zinszahlungen der Projektgesellschaft steuerabzugsfähig sind,
- Beseitigung des sog. „Dividend Trap“ Problems (d. h. Dividenden auf Aktien können im Gegensatz zu Zinszahlungen für nachrangiges Fremdkapital nur im Falle von erwirtschafteten Gewinnen der Projektgesellschaft gezahlt werden),
- Nachrangiges Fremdkapital kann an die Eigenkapitalgeber leichter zurückgezahlt werden.

Aufgrund der geringen Eigenkapitalquote und der damit verbundenen geringen Verlustausgleichsmöglichkeiten (sog. Loss-Absorption-Capability) sind für die Abwicklung von PFI-Projekten in Großbritannien oftmals umfangreiche Sicherheitenpakete notwendig.²⁵¹ Bankübliche Sicherheiten sind z. B. die Kontrolle der Fremdkapitalgeber über den Cashflow durch die Festlegung von Schuldendeckungsgraden oder die Einräumung von Reserve- und Liquiditätskonten.²⁵²

In Großbritannien ist es üblich, mehrere Schulen, Feuerwehrestationen, Polizeistationen, Krankenhäuser oder Gerichte in Form eines PFI-Projektes zu bündeln. Oftmals sind kleinere

²⁴⁸ In Anlehnung an: Holmes, C. (2002), Rn. 19.005.

²⁴⁹ Vgl. Interview Bain, R. (2008).

²⁵⁰ Vgl. Yescombe, E. R. (2007), S. 105.

²⁵¹ Vgl. Interview Bain, R. (2008).

²⁵² Vgl. Yescombe, E. R. (2007), S. 220.

PFI-Projekte erst durch die Bündelung von mehreren Infrastruktureinrichtungen finanzierbar.²⁵³

4.2.2.5. PPP in der Finanzmarktkrise

Großbritannien war eines der ersten europäischen Länder, welches Ende 2007 von der Finanzmarktkrise stark betroffen war. Die Krise bewirkte für PFI-Projekte u. a. eine Reduzierung der Zahl von projektfinanzierenden Banken sowie kürzere Bindungsfristen für Finanzierungsangebote.²⁵⁴ Im März 2009 hat daraufhin HM Treasury die Treasury Infrastructure Finance Unit (TIFU) gegründet. TIFU stellt temporär für die Dauer der Finanzmarktkrise Fremdkapital für PFI-Projekte bereit, die aufgrund der derzeitigen Marktgegebenheiten kein Fremdkapital zu akzeptablen Konditionen vom Finanzmarkt erhalten. TIFU kann sowohl als Kreditgeber neben weiteren projektfinanzierenden Banken oder auch der EIB auftreten als auch das Fremdkapital zu 100 Prozent alleine an die privaten Projektpartner vergeben. Die Kredite werden langfristig entweder zu einem festen oder variablen Zinssatz bereitgestellt. Durch die Einführung von TIFU soll sichergestellt werden, dass die für die Zukunft geplanten PFI-Projekte ungeachtet der derzeitigen Marktgegebenheiten durchgeführt werden können.²⁵⁵

4.2.3 Eigenkapitalbeteiligungen

4.2.3.1. Eigenkapitalgeber und Beteiligungsformen

Die folgende Tabelle zeigt die zehn größten Eigenkapitalgeber für PFI-Projekte auf dem Primärmarkt zwischen 2004 und 2007. Die Bemessung der Größe erfolgte durch Multiplikation der prozentualen Eigenkapitalquoten mit den jeweiligen Projektvolumina, an denen die Eigenkapitalgeber beteiligt waren. Diese Auflistung berücksichtigt keine Veränderungen der Eigenkapitalbeteiligungen nach dem Financial Close.

²⁵³ Vgl. Interview Male, S. (2008).

²⁵⁴ Vgl. DLA Piper (2009), S. 116.

²⁵⁵ Vgl. HM Treasury (2009b), S. 1.

Tabelle 9: Eigenkapitalgeber in Großbritannien zwischen 2004 und 2007.²⁵⁶

Eigenkapitalgeber (Primärmarkt), zwischen 2004-2007			
Nr.	Name	Anzahl der Projekte	Projektvolumen in Millionen £ x Eigenkapitalquoten
1	Innisfree	12	1200
2	Equion/ John Laing	8	625
3	RBS	7	600
4	Skanska	3	575
5	Balfour Beatty	5	575
6	Bank of Scotland	12	400
7	HSBC	3	350
8	Bilfinger Berger	5	250
9	AMEC	2	200
10	Barclays	10	200

Generell können die Eigenkapitalgeber bei projektfinanzierten PPP-Projekten in Großbritannien in folgende Kategorien eingeteilt werden:

- Nachunternehmer der Projektgesellschaft,
- PPP Investment Fonds,
- Banken,
- Versicherungen und Pensionskassen.

Nachunternehmer der Projektgesellschaft als Eigenkapitalgeber (z. B. Skanska, Balfour Beatty, Bilfinger Berger) können entweder Bauunternehmen oder FM-Unternehmen sein. Diese investieren vorrangig, um sicherzustellen, dass sie innerhalb des PFI-Projektes Bau- oder FM-Leistungen ausführen können. Ihre Eigenkapitalrendite erzielen diese dann zusätzlich zum Gewinn aus den Bau- und FM-Leistungen. Nachunternehmer der Projektgesellschaft als Eigenkapitalgeber sind häufig bestrebt, ihre Investments frühzeitig wieder zu verkaufen, um ausreichende finanzielle Mittel für weitere Investments und damit für die Sicherung weiterer Bau- und FM-Leistungen zur Verfügung zu haben.

PPP Investment Fonds werden entweder von Banken (z. B. Barclays) oder von weiteren Finanzinstitutionen (z. B. Innisfree, Babcock & Brown) aufgelegt. Neben den bankennahen PPP Investment Fonds gibt es auch Banken (z. B. Bank of Scotland), die direkt ihr eigenes Kapital in PFI-Projekte investieren. PPP Investment Fonds und Banken sind ausschließlich daran interessiert, ihre Eigenkapitalrendite zu maximieren und ihre Anteile flexibel veräußern zu können.²⁵⁷

Versicherungen (z. B. Prudential) und Pensionskassen investieren sowohl direkt (z. B. Allianz, AXA) als auch indirekt über PPP Investment Fonds (z. B. Prudential, Hermes, Greater Manchester Pension Fund) in PFI-Projekte. Investitionsmotive sind längerfristige Investments mit einer zuverlässigen Rendite.²⁵⁸

²⁵⁶ In Anlehnung an: PartnershipsUK (2007), S. 24.

²⁵⁷ Vgl. Experteninterview (Großbritannien).

²⁵⁸ Vgl. Experteninterview (Großbritannien).

Aufgrund des fortgeschrittenen Marktvolumens (siehe Kapitel 4.2.2.1) und der freien Regelung für den Wechsel von Anteilseignern (siehe Kapitel 4.2.1.6) besteht in Großbritannien ein ausgeprägter Sekundärmarkt für Anteile an PFI-Projektgesellschaften. Als Veräußerer der Anteile treten sowohl Nachunternehmer der Projektgesellschaft als auch Finanzintermediäre auf. Vorrangig investieren Eigenkapitalgeber auf dem Sekundärmarkt in PFI-Projekte nach Beendigung der Bauphase.²⁵⁹

Aufgrund dessen, dass PPP Investment Fonds in Großbritannien die bedeutendste Rolle für Eigenkapitalinvestitionen in PFI-Projekte bei den Finanzintermediären spielen, werden im Folgenden zwei von Innisfree aufgelegte PPP Investment Fonds genauer dargestellt. Der *Primary Fund 2004* hat ein Volumen von 360 Millionen Pfund. Er investiert in PFI-Projekte in der Planungs- und Bauphase. Daneben hat Innisfree derzeit noch den *Secondary Fund 2008* aufgelegt, welcher ein Volumen von ca. 600 Millionen Pfund aufweist und vorrangig in PFI-Projekte in der fortgeschrittenen Betriebsphase investiert. Bei beiden Fonds handelt es sich um Spezialfonds. Die Anleger bestehen zu 75 Prozent aus Versicherungen und Pensionskassen. Beide Fonds investieren vorrangig in Großbritannien und Europa in PFI-Projekte überwiegend aus den Bereichen Gesundheit, Transport, Bildung und Verteidigung.²⁶⁰

Als Eigenkapitalgeber einer Projektgesellschaft fungieren in der Regel nicht mehr als zwei bis drei verschiedene Unternehmen, da dies die Koordination für die Entwicklung und das Controlling des PFI-Projektes vereinfacht bzw. Transaktionskosten senkt.²⁶¹

Oftmals können die Eigenkapitalgeber ihre Anteile nicht direkt an der Projektgesellschaft halten, so dass eine Holding-Gesellschaft zwischen die Projektgesellschaft und die Eigenkapitalgeber eingefügt wird. Der Grund hierfür können sowohl Haftungsrisiken als auch die Existenz von Negativklauseln sein.²⁶² Negativklauseln beinhalten das Verbot der Eigenkapitalgeber, Sicherheiten über ihre Vermögensgegenstände zu gewähren. In der Regel verlangen die Fremdkapitalgeber jedoch Sicherheiten über die Aktien der Projektgesellschaft als Teil ihres Sicherheitspaketes. Daher halten die Eigenkapitalgeber ihre Anteile an der Holding-Gesellschaft und diese gewährt die notwendigen Sicherheiten für die Fremdkapitalgeber.²⁶³

4.2.3.2. Struktur des bereitgestellten Eigenkapitals

In den meisten PFI-Projekten wird Eigenkapital in Form von direkten Anteilen an der Projektgesellschaft durch nachrangiges Fremdkapital (sog. subordinated debt) ersetzt. Das nachrangige Fremdkapital ist ein Darlehen, welches von den Anteilseignern der Projektgesellschaft gestellt wird und gegenüber sonstigem Fremdkapital soweit untergeordnet ist, dass es in Großbritannien zusammen mit den Anteilen an der Projektgesellschaft zum Eigenkapital i.w.S. gezählt wird.²⁶⁴ Unter Mezzanine-Kapital wird bei PFI-Projekten in Großbritannien

²⁵⁹ Ryan, M. et. al (2006), S. 1ff.

²⁶⁰ Vgl. Innisfree (2009), Abruf: 19.12.2009.

²⁶¹ Vgl. Yescombe, E. R. (2007), S. 96f.

²⁶² Vgl. Barrie, H. (2006), S. 70.

²⁶³ Vgl. Lindrup, G; Godfrey, E. (2009), Rn. 4005.

²⁶⁴ Vgl. Holmes, C. (2002), Rn. 19.028.

nachrangiges Fremdkapital verstanden, das nicht von den eigentlichen Anteilshabern der Projektgesellschaft, sondern von Dritten gestellt wird.²⁶⁵

Sofern das nachrangige Fremdkapital erst zu Beginn der Betriebsphase bereitgestellt wird, wird oftmals eine Eigenkapitalbrückenfinanzierung eingesetzt. Dabei handelt es sich um ein Darlehen der Fremdkapitalgeber, dessen Rückzahlung am Ende der Bauphase erfolgt und durch die Eigenkapitalgeber in Form von Garantien abgesichert ist.²⁶⁶ Zusätzlich werden bei PFI-Projekten häufig Eigenkapitalreserven (sog. contingent equity) eingesetzt. Hierbei handelt es sich um eine Vereinbarung der Eigenkapitalgeber, weiteres Eigenkapital oder nachrangiges Fremdkapital bei Eintreten gewisser Ereignisse bereitzustellen. Dies kann beispielsweise bei der Übernahme des Grundstücksrisikos der Fall sein. Übernimmt die Projektgesellschaft dieses Risiko und die ausführende Bauunternehmung trifft auf unerwartete Bodenverhältnisse, so kann von den Eigenkapitalgebern die Bereitstellung weiteren Eigenkapitals verlangt werden.²⁶⁷

Die von den Eigenkapitalgebern bei PFI-Hochbauprojekten geforderte Rendite (vor Steuern, ohne Auslastungsrisiko) liegt in der Bauphase zwischen elf und 15 Prozent, in der frühen und fortgeschrittenen Betriebsphase zwischen sechs und zehn Prozent.²⁶⁸

Die Übernahme der Risiken innerhalb der Projektgesellschaft durch die Finanzintermediäre ist projektabhängig. Finanzintermediäre sind generell bereit, das Finanzierungs-, Steuer- und Rechtsprechungsrisiko sowie Force Majeur- und Restwerttrisiken zu übernehmen. Risiken wie das Betriebs- und Baurisiko werden an die Nachunternehmer durch entsprechende Regelungen in den Verträgen zwischen den Nachunternehmen und der Projektgesellschaft weitergegeben. Die Finanzintermediäre erbringen Leistungen des Financial Advisory (CF-Modellierung und -Optimierung, Optimierung Finanzierung und Steuerkonzept etc.), der Angebotssteuerung, der Verhandlungen mit Nachunternehmern und Banken, der wirtschaftlichen Leistungen und rechtlichen Prüfung der Ausschreibung und Umsetzungskonzepte sowie der Finanzierungsdokumentation. Nicht übernommen werden i. d. R. die technische Angebotsoptimierung sowie die technische Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte.²⁶⁹

Obwohl mittelständische Unternehmen bisher nur als nachgeordnete Subunternehmer bei PFI-Projekten aufgetreten sind, besteht prinzipiell von Seiten der Finanzintermediäre die Möglichkeit der Eigenkapitalbereitstellung mittels strategischer oder projektbezogener Partnerschaften. Strategische Partnerschaften über die gesamte Projektlaufzeit werden dabei bevorzugt.²⁷⁰

²⁶⁵ Vgl. Experteninterview (Großbritannien).

²⁶⁶ Vgl. Holmes, C. (2002), Rn. 19.029.

²⁶⁷ Vgl. Lindrup, G; Godfrey, E. (2009), Rn. 4048f.

²⁶⁸ Vgl. Empirische Erhebung (Großbritannien).

²⁶⁹ Vgl. Empirische Erhebung (Großbritannien).

²⁷⁰ Vgl. Empirische Erhebung (Großbritannien).

4.2.4 Praxisbeispiel Großbritannien

Das folgende Praxisbeispiel²⁷¹ repräsentiert ein typisches projektfinanziertes PFI-Projekt in Großbritannien. Es umfasst die Planung, den Bau, die Finanzierung und den Betrieb von 19 Oberschulen in Schottland. Das Investitionsvolumen beträgt 394 Millionen Pfund. Der Projektvertrag läuft über 30 Jahre. Financial Close war am 29.06.2006.²⁷²

Öffentlicher Auftraggeber ist der South Lanarkshire Council. Der private Auftragnehmer ist die Projektgesellschaft InspirED Education PLC. Gesellschafter der Projektgesellschaft sind zu jeweils 1/3 die Amec Investments Ltd., Equion Ltd. (100prozentige Tochtergesellschaft von John Laing PLC) und Innisfree. Alle drei Gesellschafter haben die gleichen Stimmrechte und Rechte auf Dividendenausschüttungen. Zur Minimierung der Haftungsrisiken ist zwischen die Projektgesellschaft und die Gesellschafter eine Holdinggesellschaft ebenfalls in der Rechtsform einer PLC eingefügt worden. Bau- und FM-Tätigkeiten werden von der Amec Group ausgeführt.²⁷³ Das Verhältnis Fremdkapital zu Eigenkapital beträgt 92 zu acht. Das Fremdkapital wird in Form einer Indexanleihe bereitgestellt. Das Eigenkapital i.w.S. setzt sich aus 25,3 Millionen Pfund nachrangigen Darlehen und 51.000 Pfund Aktien zusammen.²⁷⁴

²⁷¹ Das Praxisbeispiel beinhaltet keine Beteiligung von mittelständischen Unternehmen, da diese wie in Kapitel 4.2.2.3 beschrieben, bisher in Großbritannien nicht als unmittelbare Nachunternehmer der Projektgesellschaft bei PFI-Projekten tätig geworden sind.

²⁷² Vgl. Standard & Poor's (2006), S. 4.

²⁷³ Vgl. Standard & Poor's (2006), S. 7.

²⁷⁴ Vgl. Standard & Poor's (2006), S. 17.

4.3 Länderstudie Italien

4.3.1 Länderspezifische Rahmenbedingungen

4.3.1.1. Definition und Abgrenzung PPP

Public Private Partnerships werden in Italien rechtlich gemäß Art. 3, Nr. 15-ter, 152/2008 D. Lgs. wie folgt definiert:

„PPP-Verträge, sind Verträge über die Ausführung einer oder mehrerer der folgenden Leistungen: Planung, Bau, Betrieb und/oder Erhaltung öffentlicher oder gemeinnütziger Bauwerke, sowie die Bereitstellung von Dienstleistungen, welche in jedem Fall auch die gesamte oder teilweise Finanzierung durch den privaten Partner umfasst sowie eine Risikoallokation, gemäß der bekannten Vorschriften und nach bestehendem EU-Recht mit einschließt.“²⁷⁵

Zu den genannten PPP-Verträgen zählen nach dieser Generalnorm folgende gesetzlich verankerten Ausgestaltungsformen: die Baukonzession, die Dienstleistungskonzession, das Leasing sowie gemischtwirtschaftliche Unternehmen. Weiterhin können ggf. auch Generalunternehmerverträge als PPP-Projekte definiert werden, wenn die Vergütung generell oder teilweise von der Verfügbarkeit des Objektes für den Auftraggeber bzw. für Drittnutzer abhängt.

4.3.1.2 Segmentierung PPP und Vertragsmodelle

Die italienischen Public Private Partnerships-Modelle wurden im Jahr 2006 rechtlich im Gesetz als öffentliche Bau-, Dienstleistungs- und Lieferverträge (*Codice dei Contratti pubblici di lavori, servizi e forniture, d.lgs. 163/2006*) definiert.²⁷⁶ Dabei werden zwei wesentliche Kooperationsformen zwischen öffentlicher Hand und Privatwirtschaft, in Anlehnung an das EU-Grünbuch, unterschieden. Zum einen Partnerschaften auf Vertragsbasis (*partenariato contrattuale*), die sich ausschließlich auf vertragliche Beziehungen zwischen den Akteuren stützen.²⁷⁷ Zum anderen institutionelle Partnerschaften (*partenariato istituzionalizzato*), die die Einrichtung eines vom öffentlichen wie privaten Partner gemeinsam unterhaltenen Wirtschaftsgebildes voraussetzen.²⁷⁸

Institutionelle Partnerschaften treten in Italien häufig in Form von **gemischtwirtschaftlichen Unternehmen** in den Sektoren Versorgungsinfrastruktur, Häfen und Abfallentsorgung auf.²⁷⁹ Die Höhe der Beteiligung von Seiten der öffentlichen Hand sowie der Privatwirtschaft beruht auf individuell ausgehandelten Verhandlungsergebnissen. Dementsprechende rechtliche Rahmenbedingungen wurden in Form der Verordnung für öffentliche Körperschaften im Jahr 2000 festgelegt (D. lgs. 267/2000). Darin wird zwischen gemischtwirtschaftlichen Unterneh-

²⁷⁵ Art. 3, Nr. 15-ter, D. Lgs. 152/2008.

²⁷⁶ Vgl. Paradisi, I. (2006a), S. 40.

²⁷⁷ Vgl. Europäische Kommission (2004), S. 9 ff.

²⁷⁸ Vgl. Europäische Kommission (2004), S. 19ff.

²⁷⁹ Vgl. Roland Berger (2005), S. 12.

men mit einer öffentlichen Mehrheits- bzw. Minderheitsbeteiligung unterschieden.²⁸⁰ Da sich dieses Forschungsvorhaben mit PPP-Projekten aus dem Bereich des öffentlichen Hochbaus befasst, für die demzufolge gemischtwirtschaftliche Unternehmen nicht in Frage kommen, wird im Weiteren der Fokus auf die vertraglichen PPP-Projekte gelegt.

Ausgehend von der seit September 2008 geltenden Rechtsbasis können folgende Vertragsmodelle im Sinne von vertraglichen PPP-Projekten (*partenariati contrattuali*) in Italien identifiziert werden.

- **Bau- und Betriebskonzessionen** (Art. 3, Nr. 11, D. Lgs. 163/2006) unterscheiden sich vor allem durch den Transfer des wirtschaftlichen Risikos auf den privaten Partner von anderen PPP-Verträgen. Der Konzessionsnehmer hat im Rahmen seiner vertraglich festgelegten Pflichten den Bau sowie dazugehörige Betriebsleistungen eines öffentlichen Infrastrukturprojektes zu erbringen und erhält im Sinne einer Vergütung das Recht der Erhebung einer Maut bzw. eines Nutzungsentgeltes direkt bei den Nutzern.²⁸¹ Eigentümer des Konzessionsobjektes bleibt in der Regel der Konzessionsgeber.²⁸² Die generelle Laufzeit einer Konzession zum Betrieb eines Bauwerks, welches der Erfüllung öffentlicher Aufgaben dient, darf den Zeitraum von 30 Jahren nicht überschreiten.²⁸³ Um ein wirtschaftliches Gleichgewicht für Auftragnehmer und Auftraggeber zu wahren, kann der öffentliche Auftraggeber im Ausnahmefall indes eine Konzessionslaufzeit von mehr als 30 Jahren bestimmen.²⁸⁴ Dies verlängert die Ertragszeit eines Projektes und verringert insoweit das Projektrisiko im Falle von hohen Anfangsinvestitionen.

Rechtlich werden zwei Arten von Bau- und Betriebskonzessionen danach unterschieden, welcher Projektbeteiligte die Initiative zur Entwicklung einer ersten Projektidee (Projektentwicklung) ergreift. Diese kann entweder durch Projektausschreibung von Seiten der öffentlichen Hand erfolgen (Art. 143, D. Lgs. 163/2006) oder auf Grundlage des Dreijahresplans zur Planung öffentlicher Infrastrukturinvestitionen (*programma triennale*) von einem privaten Partner („*promotore*“, Art. 153, D. Lgs. 152/2008) forciert werden.

- Die **Generalunternehmerverträge** (Art. 176 D. Lgs. 163/2006) unterscheiden sich von Konzessionsverträgen dadurch, dass der Auftragnehmer zwar mit den Leistungen Planung, Bau und Finanzierung betraut wird, den Betrieb aber die ausschreibende Stelle selbst übernimmt. Der Generalunternehmer geht, anders als bei Konzessionsverträgen, bei denen oftmals eine Vergütung nach Baufortschritt erfolgt bzw. bereits Cashflows während der Bauphase erzielt werden können, in volle Vorleistung der Investitionskosten. Er erhält erst mit erfolgreichem Abschluss der Bauarbeiten eine fest vereinbarte Leistungsvergütung, in konkreten Fällen in Form von monatlichen Zahlungen des Auftraggebers.²⁸⁵

²⁸⁰ Vgl. Paradisi, I. (2006b), S.42.

²⁸¹ Vgl. Paradisi, I. (2006a), S. 41.

²⁸² Vgl. Sferruzza, A.; Negrini, E. (2008), S. 262.

²⁸³ Art. 143, Nr. 6, 163/2006.

²⁸⁴ Art. 143, Nr. 7, 163/2006.

²⁸⁵ Vgl. Sferruzza, A.; Negrini, E. (2008), S. 267.

- Eine **Dienstleistungskonzession** (Art. 3, Nr. 12, D. Lgs. 163/2006) gleicht dem Vergütungssystem nach einer Bau- und Betriebskonzession, beinhaltet nach ihrem Leistungsspektrum aber hauptsächlich Serviceleistungen im Sinne von Betriebs- und Instandsetzungsmaßnahmen.²⁸⁶ Meist sind entsprechende Projekte verbunden mit einer Dienstleistungskonzession für bereits bestehende Infrastrukturobjekte, bei denen die öffentliche Auftragsvergabe auf eine effektive und effiziente Modernisierung sowie Unterhaltung zielt.²⁸⁷ Auch hier verbleibt der Konzessionsgegenstand im Eigentum der öffentlichen Hand. Die Vergabe von Dienstleistungskonzessionen ist in Italien auf folgende Sektoren beschränkt: Energie, Wasser, Transport und Telekommunikation.²⁸⁸
- Für die Erstellung, den Kauf oder die Fertigstellung eines öffentlichen oder gemeinnützigen Bauwerks kann, nach öffentlicher Ausschreibung und unter der Voraussetzung, dass das Projekt nur von nebensächlicher Bedeutung ist, ein öffentlicher Auftraggeber auch einen **Leasing**-Vertrag (Art. 160-bis, D. Lgs. 152/2008) abschließen. Hierbei verpflichtet sich der Auftragnehmer zu Finanzierung, Bau und Instandhaltung einer Immobilie im Auftrag der öffentlichen Hand für einen festen Zeitraum und gegen ein vertraglich fest vereinbartes Entgelt.²⁸⁹ Bevorzugt wird dieses PPP-Vertragsmodell angewendet für Projekte, bei denen der private Partner nur einen geringen Beitrag zu Management und Betrieb der Immobilie leisten kann und sich die Vertragsleistungen auf Instandhaltungsmaßnahmen beschränken.²⁹⁰ Der Vertragsgegenstand umfasst meistens Neubaumaßnahmen (Greenfield-Projekte) für die der private Eigentümer mit Ende des Leasingvertrages das Verwertungsrisiko trägt.²⁹¹

4.3.1.3 Rechtliche Rahmenbedingungen und Voraussetzungen für PPP

Die rechtliche Grundlage für eine Ausschreibung öffentlicher Infrastrukturprojekte bildet das „Gesetz für öffentliche Bau-, Dienstleistungs- und Lieferverträge“ (*Codice dei contratti pubblici di lavori, servizi, forniture*) aus dem Jahr 2006.²⁹² Darin wurden die europäischen Richtlinien von 2004 zur Vergabe öffentlicher Aufträge²⁹³ und Koordinierung der Zuschlagserteilung²⁹⁴ im Bereich öffentlicher Infrastruktur in nationales Recht integriert.

Das Gesetz differenziert verschiedene Vertragsarten, beschreibt unterschiedliche Vergabe- und Ausschreibungsverfahren und erläutert die Stellung und Rechte verschiedener Akteure sowie mögliche Finanzierungsformen. Am 11. September 2008 wurde mit dem D.Lgs. 152/2008 die Dritte Änderung des Gesetzes beschlossen. Diese enthält die oben genannte

²⁸⁶ Vgl. Paradisi, I. (2006a), S. 41.

²⁸⁷ Vgl. Roland Berger (2005), S. 12.

²⁸⁸ Vgl. Germani, A. (2007), S. 88.

²⁸⁹ Vgl. Paradisi, I. (2006a), S. 42.

²⁹⁰ Vgl. Sferruzza, A.; Negrini, E. (2008), S. 270.

²⁹¹ Vgl. Sferruzza, A.; Negrini, E. (2008), S. 267.

²⁹² D. Lgs. 163/2006.

²⁹³ RL 2004/18/EG.

²⁹⁴ RL 2004/17/EG.

offizielle Definition des Begriffs Public Private Partnership und einen veränderten Ablauf des Vergabeverfahrens unter Einbezug der Privatwirtschaft.²⁹⁵

Es bestehen keine einheitlichen Regelungen für die Besteuerung von PPP-Projekten in Italien. Wird eine Projektgesellschaft gegründet, finden die allgemeinen Regelungen für die Besteuerung von Kapitalgesellschaften Anwendung.²⁹⁶ Dazu zählen das Anfallen von Kapitalertragssteuern (*imposte sui redditi*), Mehrwertsteuer (*imposta sul valore aggiunto*) und regional erhobene Gewerbesteuern (*imposta regionale sulle attività produttive*). Bisher herrschte aufgrund der seit 1972 Steuergesetzgebung²⁹⁷ über die Rückerstattung der Mehrwertsteuer für Bau- und Betriebskonzessionen Unsicherheit. Eine Bau- und Betriebskonzession überträgt an den Konzessionsnehmer nicht das Eigentum an einer Liegenschaft, sondern lediglich das Nutzungs- und Fruchtziehungsrecht. Damit war ein wichtiges Kriterium für die Rückerstattung der Mehrwertsteuer in Bezug auf in diesem Zusammenhang anfallende Ausgaben nicht erfüllt. Dies wurde mit der Entscheidung 372/E vom 06. Oktober 2008 durch ein italienisches Gericht noch einmal bestätigt.²⁹⁸ Die Vorschrift 254/2009 der Europäischen Kommission gibt mit ihrem Kommentar zu IAS 12 Aufschluss über die in diesem Zusammenhang offenen Punkte. Hierin wird klargestellt, dass eine Bau- und Betriebskonzession ein amortisierbares Gut ist, wenn auch mit immateriellen Eigenschaften (Vermögenswert), dennoch sind Ausgaben, die in diesem Zusammenhang anfallen, von der Mehrwertsteuer befreit. Ausgenommen sind Zusatzleistungen, die nicht vertraglich in der Bau- und Betriebskonzession Berücksichtigung finden.²⁹⁹ Damit besteht für italienische PPP-Verträge die prinzipielle Regelung eines Umsatzsteuer-Refunds.

4.3.1.4 Bestehende öffentlich-privatwirtschaftliche Einrichtungen

Die italienische PPP Task Force, **Unità tecnica finanza di progetto (UTFP)**, wurde bereits im Jahr 1999 mit Art. 7 des Gesetzes D. Lgs. 144/99, nach dem Vorbild der britischen PartnershipsUK, gesetzlich implementiert. Unter Beteiligung privater wie öffentlicher Institutionen aus den Bereichen Recht, Finanzen und Ingenieurwesen nahm sie im Juli 2000 mit einem Stab von 15 Fachleuten ihre Arbeit auf. Als gesetzlich kodifiziertes Organ ist die UTFP direkt dem Interministeriellen Komitee für Wirtschaftsplanung (*Comitato Interministeriale per la Programmazione Economica, CIPE*) unterstellt und nimmt folgende Aufgaben wahr: Die UTFP unterstützt öffentliche Verwaltungen bei der Identifikation von PPP-geeigneten Projekten, sowie Behörden bei allgemeinen Fragestellungen im Zusammenhang mit der privaten Finanzierung öffentlicher Infrastruktur.³⁰⁰ Sie betreut öffentliche Verwaltungen bei der Entwicklung von wirtschaftlich-technischen Bewertungsmodalitäten für Angebote so

²⁹⁵ Vgl. dazu Art. 153, D. Lgs. 163/2006 und Art. 153, D. Lgs. 152/2008.

²⁹⁶ Vgl. Bo, G. (2009), S. 12.

²⁹⁷ Art. 30 c 3, DPR 633/1972.

²⁹⁸ Auf rechtliche Anfrage eines privaten Auftragnehmers einer Bau- und Betriebskonzession für ein öffentliches Sportprojekt, der seine Mehrwertsteuerlast für einen in diesem Zusammenhang aufgenommenen Kredit steuerlich geltend machen wollte, bestätigte ein italienisches Gericht, dass Eigentümer einer Liegenschaft, welche auch in seiner Bilanz auszuweisen ist, der Konzessionsgeber ist. Damit wird eine Mehrwertsteuererstattung für den Konzessionsnehmer ausgeschlossen. Vgl. dazu Bo, G. (2009), S. 12.

²⁹⁹ Salvadori, F.; Giommoni, F. (2009).

³⁰⁰ Vgl. UTFP (2009a).

genannter „*promotor*“³⁰¹, sowie bei der Bereitstellung einer angemessenen Dokumentation der Aktivitäten im Bereich Privatfinanzierung und der Erstellung der Ausschreibungsunterlagen. Weiterhin begleitet die UTFP öffentliche Auftraggeber bei ihren Vergabeverfahren.

Bei Erfüllung bestimmter Voraussetzungen ist es der Öffentlichen Hand als PPP-Auftraggeber vorgeschrieben, die Beratungsleistungen des UTFP in den Vergabeprozess mit einzubeziehen: Belaufen sich die Investitionskosten auf mehr als 10 Mio. Euro, sind die erforderliche Machbarkeitsstudie vom UTFP zu begleiten und ihre Ergebnisse vom UTFP zu beurteilen.

Folgende Aspekte sind bei Projekten mit einem Investitionsvolumen über 50 Mio. Euro vom UTFP zu evaluieren:

- Bewertung von Projektangeboten gem. Art. 153, die durch einen privaten Projektinitiator (*promotore*) vorgelegt werden;
- Dokumentation des Ausschreibungsverfahrens bei Vergabe von Bau- oder Dienstleistungskonzessionen bzw. sonstigen PPP-Vertragsarten;
- Bewertung von Angeboten konkurrierender Unternehmen während eines Vergabeverfahrens.³⁰²

Die **Cassa Depositi e Prestiti (CDP)** wurde bereits im Jahr 1850 als öffentliches Finanzinstitut gegründet, analog der deutschen KfW orientiert am Ziel der Förderung der Entwicklung des Landes, wurde sie im Jahr 1999 in ein privatwirtschaftliches Unternehmen umfirmiert, behielt allerdings ihre originären Funktionen und eine Mehrheitsbeteiligung des italienischen Staats von 70 Prozent.³⁰³ Die Leistungen der CDP umfassen neben kostenpflichtigen Beratungstätigkeiten hinsichtlich wirtschaftlich-finanziellen und rechtlich-administrativen Fragen zu Projektaufträgen (wie z. B. Risikoanalysen, Bewertung von Kosten-Nutzen-Kennzahlen oder Vertragskonzeptionen und Genehmigungsprozessen, projektspezifischen Finanzierungsleistungen regionaler und lokaler öffentlicher Verwaltungen oder privater Unternehmen) auch die Vergabe zinsbegünstigter Kredite für Investitionen privater Unternehmen in die Regionen Südtaliens.³⁰⁴

Ihre Handlungskompetenzen wurden im Jahr 2008 vom Gesetzgeber noch einmal erweitert.³⁰⁵ Seither beschränken sich ihre Aufgaben nicht länger nur auf die traditionelle Finanzierung von nationalen und lokalen Behörden, sondern erstrecken sich auch auf die Möglichkeit einer direkten Eigenkapitalbeteiligung an Vorhaben mit einem öffentlichen Interesse. Die Förderbank verstärkt damit die Bereitstellung von Eigenkapital für PPP-Projekte durch ihren direkten Eintritt als Gesellschafter in einer Projektgesellschaft. Hierfür müssen die Projekte allerdings zwei wichtige Voraussetzungen erfüllen: Die Projekte müssen

³⁰¹ Der „*promotore*“ gilt als Originator bzw. Projektentwickler eines Projektes in einem bestimmten PPP-Ausschreibungsverfahren. Dabei bewirbt sich ein privates Unternehmen mit einem eigenen Projektentwurf um die Umsetzung eines öffentlichen Bauprojektes, welches in der Dreijahresplanung für öffentliche Infrastrukturinvestitionen berücksichtigt wurde. Mehr dazu vgl. Art. 153, D.Lgs. 163/2006.

³⁰² Vgl. Sferuzza, A.; Negrini, E. (2008), S. 247.

³⁰³ Vgl. Sferuzza, A.; Negrini, E. (2008), S. 248.

³⁰⁴ Vgl. Sferuzza, A.; Negrini, E. (2008), S. 248 f.

³⁰⁵ Vgl. ausführlich hierzu Edilizia e Territorio (2008).

von einer öffentlichen regionalen oder nationalen Institution gefördert werden sowie den Grundsatz der wirtschaftlichen-finanziellen Nachhaltigkeit erfüllen.

Eine der Auswirkungen der weltweiten Finanzmarktkrise ist auch in Italien ein geringeres Angebot an langfristigen Krediten³⁰⁶, welches durch die Inanspruchnahme eines Garantiefonds im Zusammenhang mit der Durchführung von öffentlichen Infrastrukturprojekten verbessert werden soll. Dieser Fonds wurde bereits im Jahr 2007 durch D. Lgs. 244/2007 im Auftrag des Wirtschaftsministeriums rechtlich implementiert. Der **Fondo di Garanzia per le Opere Pubbliche (FGOP)** (Garantiefonds für öffentliche Aufträge) sichert einen Teil des Liquiditätsausfalls eines Auftragnehmers im Zusammenhang mit aufgenommenen Krediten ab, ausgeschlossen sind Marktrisiken oder andere mit der Auftragserfüllung in Zusammenhang stehende Risiken (operative Risiken, Auslastungsrisiken etc.). Begünstigte können nur Auftragnehmer einer öffentlichen Bau- und Betriebskonzession bzw. Dienstleistungskonzession werden.³⁰⁷ Aufgabe der CDP ist die unabhängige Prüfung der Bonität des Auftragnehmers hinsichtlich wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit und Vermögen sowie die Konditionierung der Garantiesumme und Kosten. Die Beantragung der Garantieleistungen kann vor Unterzeichnung oder nach Unterzeichnung des Konzessionsvertrags erfolgen. Die Leistungen des Fonds haben das Ziel, den negativen Entwicklungen auf dem Kreditmarkt, ausgelöst durch die Finanzmarktkrise, entgegenzuwirken und eine Reduzierung der Fremdkapitalkosten zu bewirken. Die Formalien für eine Antragstellung und genaue Ausgestaltung wurden bisher vom italienischen Wirtschaftsministerium noch nicht bekannt gegeben.³⁰⁸ Der Fonds verfügt über ein Garantievolumen von zwei Milliarden Euro, welches er für Vorhaben mit einem gesamten Investitionsvolumen von 20 Mrd. Euro und dabei nur für solche Vorhaben, die ein Investitionsvolumen von mehr als 200 Mio. Euro aufweisen bzw. bei Implementierung des Fonds bereits begonnen wurden, verwenden kann. Damit zielt der Fonds vor allem auf Vorhaben mit einem sehr großen Investitions- und Projektvolumen ab, wie große Straßenbau- oder Krankenhausprojekte.³⁰⁹

Gegründet im Jahr 2003 unter Mitwirkung des italienischen Finanz- und Wirtschaftsministeriums (*Ministerio dell'Economia e Finanza*), des *UTFP*, der nationalen Handelskammer (*Unioncamere*) und der Industrie- und Handelskammer für Handwerk und Landwirtschaft (*Camera di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura*), bildet das **Osservatorio Nazionale del Partenariato Pubblico Privato** eine Informationsplattform für interessierte öffentliche Verwaltungen und Behörden, Unternehmen sowie die gesamte Öffentlichkeit zu privatfinanzierten Infrastrukturprojekten und der Praxis der Projektfinanzierung in Italien. Das *Osservatorio Nazionale del Partenariato Pubblico Privato* begleitet und beobachtet seither den gesamten italienischen Markt für privatfinanzierte Infrastrukturprojekte. Es veröffentlicht auf seiner Internetseite die Bekanntmachungen zu aktuellen Ausschreibungen sowie Vergabeentscheidungen und stellt eine Projektdatenbank mit allen bisher ausgeschriebenen und durchgeführten PPP-Projekten bereit. Die Projektdatenbank dient zusätzlich als

³⁰⁶ Vgl. dazu u. a. Edilizia e Territorio (2009a).

³⁰⁷ Vgl. Regione die Veneto (2008), S. 17.

³⁰⁸ Vgl. Bo, G. et. al. (2009), S. 10.

³⁰⁹ Vgl. Arona, A. (2009).

Grundlage für alle statistischen Auswertungen und Analysen zum Thema und unterteilt die Projekte nach Projektträger, Region, Investitionssumme und Sektor.³¹⁰

Die Mehrheit der italienischen Regionen unterhält seit Ende der 1960er und Anfang der 1970er eigene **regionale Beteiligungsgesellschaften** mit dem Ziel der regionalen Förderung und Weiterentwicklung von Unternehmen und Infrastruktur.³¹¹ Mehrheitseigner ist immer die Region selbst unter weiterer Beteiligung regionaler und auch nationaler Kreditinstitute. Die übertragenen Aufgaben unterscheiden sich je nach Region, haben aber meist neben der sozialen und wirtschaftlichen Entwicklung auch die Unterstützung mittelständischer Unternehmen in der Region zum Ziel. Neben weiteren Aufgaben, wie der Vergabe von Garantien und direkter finanzieller Mittel, beraten die Beteiligungsgesellschaften auch öffentliche Verwaltungen und Unternehmen, betreiben ein eigenständiges Fondsmanagement für regionalfokussierte Fonds und unterstützen die Europäische Kommission bei der Umsetzung ihrer Förderprogramme. Ein Tätigkeitsfeld ist dabei zunehmend auch die Beratung und Unterstützung von Public Private Partnerships und Projektfinanzierungen. Die *Finlombarda S.p.A.* als Finanzorgan der Region Lombardei mit Sitz in Mailand bspw. veröffentlicht regelmäßige Studien zur Beschaffung öffentlicher Infrastruktur mittels Projektfinanzierung in der Region und hält auf ihrer Internetseite einen umfassenden Leitfaden für Akteure von Projektfinanzierungen bereit.³¹²

4.3.1.5 PPP-Vergabeverfahren

Für die öffentliche Auftragsvergabe sind in Italien das offene und das beschränkte³¹³ Vergabeverfahren, das Verhandlungsverfahren³¹⁴ und der wettbewerbliche Dialog³¹⁵ rechtlich zulässig. Je nach Vertragsgegenstand und Projektgegebenheiten ist eines dieser vier Vergabeverfahren zu wählen. Für komplexe Bauaufträge etwa wird oftmals auf den wettbewerblichen Dialog zurückgegriffen³¹⁶ während bei Aufträgen, die neben Bau und Betrieb auch die Projektentwicklung mit einbeziehen, das beschränkte Vergabeverfahren bevorzugt wird, um dementsprechend qualifizierte Bieter für die Angebotsabgabe auszuwählen.³¹⁷

Nur für die Vergabe von Bau- und Betriebskonzessionen können drei rechtlich verankerte VergabeprozEDUREN für PPP-Projekte in Italien illustriert werden: Zum einen die reguläre Auftragsvergabe durch die öffentliche Hand, zum anderen die einstufige Auftragsvergabe nach Entwicklung einer Projektidee durch einen privaten Partner und darauf aufbauend ein zweistufige Ausschreibungsverfahren wiederum unter Einbezug eines privaten Projektentwurfs.

³¹⁰ Vgl. Martini, A. (2004), S. 4 f.

³¹¹ Eine Übersicht zu einer Vielzahl der regionalen Beteiligungsgesellschaften (*finanziarie regionali*) wird unter http://www.fiditoscana.it/strumenti/links/fin_reg.asp bereitgehalten.

³¹² Der vierteljährliche Bericht zu Projektfinanzierungen in der Region Lombardei (*Osservatorio Regionale sulla Finanza di Progetto*), sowie sowie der Leitfaden für Beteiligte an Projektfinanzierungen (*Guida agli operatori di project finance*) ist online abrufbar unter www.finlombarda.it.

³¹³ "Procedura aperta", "procedura ristretta" Vgl. Art. 144, D. Lgs. 152/2008.

³¹⁴ "Procedura negoziata" Vgl. Art 3, Nr. 40, D. Lgs. 163/2006.

³¹⁵ "Dialogo competitivo" Vgl. Art. 58, D. Lgs. 152/2008.

³¹⁶ Vgl. Art. 58, Nr. 1, D. Lgs. 163/2006.

³¹⁷ Vgl. Art. 55, Nr. 2, D. Lgs. 163/2006.

Die öffentliche Auftragsvergabe auf Initiative der öffentlichen Hand enthält die gleiche Vorgehensweise, wie die öffentliche Projektvergabe in Deutschland und ist rechtlich gemäß Art. 144, D. Lgs. 152/2008 definiert. Der öffentliche Auftraggeber kann zwischen einem offenen oder beschränkten Vergabeverfahren wählen. Voraussetzung ist, dass die Auswahl nach den Kriterien des wirtschaftlich vorteilhaftesten Angebotes erfolgt.³¹⁸ Dabei bestimmt die ausschreibende Stelle zunächst die grundlegende Zielsetzung des von ihr geplanten Projektes, definiert bestimmte Projektbedingungen und erstellt einen ersten Vorentwurf des Projektes. Zur Vermeidung von Transaktionskosten sollte diese Ausschreibungsform vor allem dann Anwendung finden, wenn der öffentliche Auftraggeber noch keine oder wenig Erfahrung in der Vergabe von PPP-Projektaufträgen sammeln konnte. Vorauszusetzen ist, dass die genauen Vorstellungen für das Projekt bekannt sind und die Anforderungen an den Auftragnehmer klar formuliert werden. Vor allem Projekte mit einem kleinen bis mittleren Auftragsvolumen sollten nach diesem Verfahren zur Ausschreibung gelangen, da so die Transaktionskosten auf öffentlicher wie privater Seite gesenkt werden können. Zu den geeigneten Projektsektoren zählen Parkplätze, Sportstätten, Friedhöfe sowie öffentliche Verwaltungsbauten.³¹⁹

Für die Vergabe von Bau- und Betriebskonzessionen auf Initiative der Privatwirtschaft werden zwei Ausschreibungsverfahren nach Art. 153, D. Lgs. 152/2008 unter Einbezug des den Prozess auslösenden privatwirtschaftlichen Initiators (*promotore*) definiert; das Einstufige und das Zweistufige Vergabeverfahren nach einem Projektentwurf des privaten Bieters. Im Allgemeinen erstellt die ausschreibende Stelle, je nach Zuständigkeitsbereich eine Provinz, eine Region oder der Staat, jedes Jahr einen Dreijahresplan (*programma triennale*) über die von ihr in Betracht gezogenen öffentlichen Infrastrukturprojekte, in dem auch grundlegende Projektanforderungen definiert werden. Veröffentlicht wird dieser Dreijahresplan nach den Ausschreibungsvorschriften der Europäischen Kommission.³²⁰ Für jedes angestrebte Projekt wird von der öffentlichen Hand eine Machbarkeitsstudie durchgeführt.³²¹ Interessierte Privatunternehmen können sich daraufhin als „*promotore*“ durch Einreichung ihrer Projektidee um die Ausführung des Projektes bewerben.

Das einstufige Vergabeverfahren nach Art. 153, Nr. 1-14 D. Lgs. 152/2008 enthält folgende Umsetzungsschritte: Interessierte Bieter reichen einen ersten Projektentwurf ausgestattet mit Planungsunterlagen, einem Vertragsvorentwurf, einem Wirtschafts- und Finanzplan (bestätigt durch eine Bank), die Beschreibung der Betriebs- und Erhaltungsleistungen sowie weitere Erläuterungen und Hinweisen zur Projektgestaltung ein.³²² Ein Bieter hat weiterhin für sein entsprechendes Angebot eine Bietergarantie zu liefern, die seine garantierten Auftragsleistungen umfasst, sowie eine Aufstellung seiner entstandenen Planungs- und Bieterkosten anzufertigen.³²³ Bei mehr als einem Bieter für ein Projekt erstellt der öffentliche Auftraggeber eine Rangordnung der eingereichten Projektentwürfe und bestimmt den Bieter

³¹⁸ Kriterien für die Bewertung des wirtschaftlich vorteilhaftesten Angebots sind unter anderem der Preis, die Qualität, Ästhetik wie Funktionalität, Nachhaltigkeit, Kosten für Betrieb und Instandhaltung, sowie ein Fertigstellungstermin für das Projekt. Vgl. dazu Art. 83, Nr. 1, D. Lgs. 163/2006 sowie Bo, G. et al. (2009), S. 30.

³¹⁹ Vgl. Ricchi, M. (2009a), S39 f.

³²⁰ Vgl. Art. 153, Nr. 2 D. Lgs. 152/2008 i. V. m. Art. 66, D. Lgs. 163/2006.

³²¹ Vgl. Art. 153, Nr. 2, D. Lgs. 152/2008.

³²² Vgl. Art. 153, Nr. 9 D. Lgs. 152/2008.

³²³ Vgl. Sferruzza, A.; Negrini, E. (2008), S. 256.

mit dem besten Angebot als „*promotore*“. Mit diesem Vergabeverfahren möchte die öffentliche Hand den Wettbewerb sowie die Innovation während der Ausschreibungsphase eines PPP-Projektes anregen, deswegen sollten formale Vorgänge wie terminliche Einschränkungen weitestgehend vermieden werden.³²⁴ Die Projektentwürfe der Bieter sind innerhalb einer Frist von 180 Tagen nach Bekanntmachung des Dreijahresplans einzureichen.³²⁵

Vor Beginn des Genehmigungsprozesses des Projektes sollte die öffentliche Hand dem bevorzugten Bieter ihre gegebenenfalls vorhandenen nachträglichen Änderungswünsche bei der Entwurfsplanung und den Betriebsleistungen mitteilen.³²⁶ Kommt dieser ihren Änderungswünschen nicht nach, ist die öffentliche Hand dazu befugt, den zweitbesten Bieter der Rangfolge um eine Änderung zu bitten. Jedem bevorzugtem Bieter, dessen Projektentwurf für die weitere Projektplanung verwendet wird, ist eine Entschädigungszahlung in Höhe von 2,5 Prozent der Investitionskosten garantiert.³²⁷ Sind keine Änderungen des Projektes erforderlich, kann das Projekt durch eine notarielle Bestätigung an den ausgewählten „*promotore*“ vergeben werden.³²⁸

Dieses Vergabeverfahren ist vor allem von öffentlichen Auftraggebern anzuwenden, die über weit reichende Kompetenzen in der Vergabe von großen Aufträgen an die Privatwirtschaft verfügen. Es sollte weiterhin ein Budget für die Beauftragung von Experten, bspw. in beratender Position oder zur Auswahl des bevorzugten Bieters, vorhanden sein. Aufgrund des größeren Organisationsaufwands, welcher auch höhere Transaktionskosten mit sich bringt, sollte das einstufige sowie das im Folgenden erläuterte zweistufige Vergabeverfahren nur für mittelgroße bis große PPP-Projekte Anwendung finden. Vorteilhaft ist es vor allem dann, wenn keine Standardisierung des Projektes möglich ist und ein innovativer Lösungsansatz bereits in der Projektplanung erwartet wird.

Das zweistufige Ausschreibungsverfahren auf Initiative eines privaten Projektplaners (*promotore*) nach Art. 153, Nr. 15 D. Lgs. 152/2008 ähnelt dem einstufigen Vergabeverfahren. Auch hier können Projektideen auf Grundlage des veröffentlichten Dreijahresplans von privaten Planern eingereicht werden. Die öffentliche Hand wählt dann den besten Projektentwurf aus.³²⁹ Die eigentliche Projektvergabe erfolgt nach erneuter Ausschreibung auf Grundlage der am besten bewerteten Planungsunterlagen und ggf. nach Modifikationen der ausschreibenden Stelle.³³⁰ Jeder interessierte Bieter i. S. eines offenen Vergabeverfahrens kann hierfür ein Angebot einreichen. Die öffentliche Hand erstellt hiernach eine Rangordnung der wirtschaftlich vorteilhaftesten Angebote. Dabei steht dem in der ersten Runde gewählten „*promotore*“ ein besonderes „Vorzugsrecht“ zu: Er hat die Möglichkeit, sein Angebot für die Umsetzung der Bau- und Betriebsleistungen innerhalb von 45 Tagen nach Ablauf der Ausschreibungsfrist an das Angebot des besten Bieters anzupassen.³³¹ Dem besten Bieter der zweiten Runde steht im Falle der Auftragsvergabe an den „*promotore*“ eine Entschädigungszahlung in Höhe von 2,5 % der Investitionskosten des Projektes zu. Diese

³²⁴ Vgl. UTFP (2009c), S. 22.

³²⁵ Vgl. UTFP (2009c), S. 22 f.

³²⁶ Vgl. Art. 153, Nr. 3 a) und 4, D. Lgs. 152/2008.

³²⁷ Vgl. Art. 153, Nr. 12 D. Lgs. 152/2008.

³²⁸ Vgl. Bo, G. et al. (2009), S. 31f.

³²⁹ Vgl. Ricchi, M. (2009a), S. 41.

³³⁰ Vgl. Bo, G. et al. (2009), S. 32.

³³¹ Vgl. Art. 153, Nr. 15, e) D. Lgs. 152/2008.

Zahlung wird den durch die Teilnahme an der zweiten Stufe des Ausschreibungsverfahrens entstandenen Aufwand regelmäßig überkompensieren. Hierdurch soll erreicht werden, dass trotz der herausgehobenen Bieterposition des „*promotore*“ eine größere Anzahl von Wettbewerbern an der zweiten Stufe des Vergabeverfahrens teilnimmt.³³² Gibt der in erster Instanz gewählte „*promotore*“ kein erneutes Angebot innerhalb der genannten Frist ab, erhält das beste Angebot nach Ausschreibung auf Grundlage der Genehmigungsplanung den Zuschlag. Wird in der zweiten Ausschreibungsphase kein wirtschaftlich vorteilhaftes Angebot abgegeben, erhält der private Initiator (*promotore*) mit seiner ersten Projektidee den Projektauftrag.³³³

Das zweistufige Vergabeverfahren sollte für Projekte mit einer komplexen Planungsphase, aber standardisierten Bau- und Betriebsleistungen gewählt werden. Zu beachten ist, dass vor allem in der zweiten Ausschreibungsphase ein Wettbewerb zwischen den Bietern erzeugt wird. Im Vergleich ist das zweistufige Vergabeverfahren insofern als umfassender zu beurteilen als das einstufige Verfahren auf Initiative der Privatwirtschaft. Im zweistufigen Verfahren wird durch das zweimalige Ausschreiben der Projektleistungen ein strengerer Wettbewerb zwischen den Bietern erzeugt, welcher die Wahl des wirtschaftlich günstigsten Bieters erleichtert.³³⁴ Die beiden beschriebenen Verfahren sind in Abbildung 20 noch einmal veranschaulicht.

³³² Vgl. Ricchi, M. (2009b), S. 10.

³³³ Vgl. Bo, G. et al. (2009), S. 32.

³³⁴ Vgl. Ricchi, M. (2009a), S. 41.

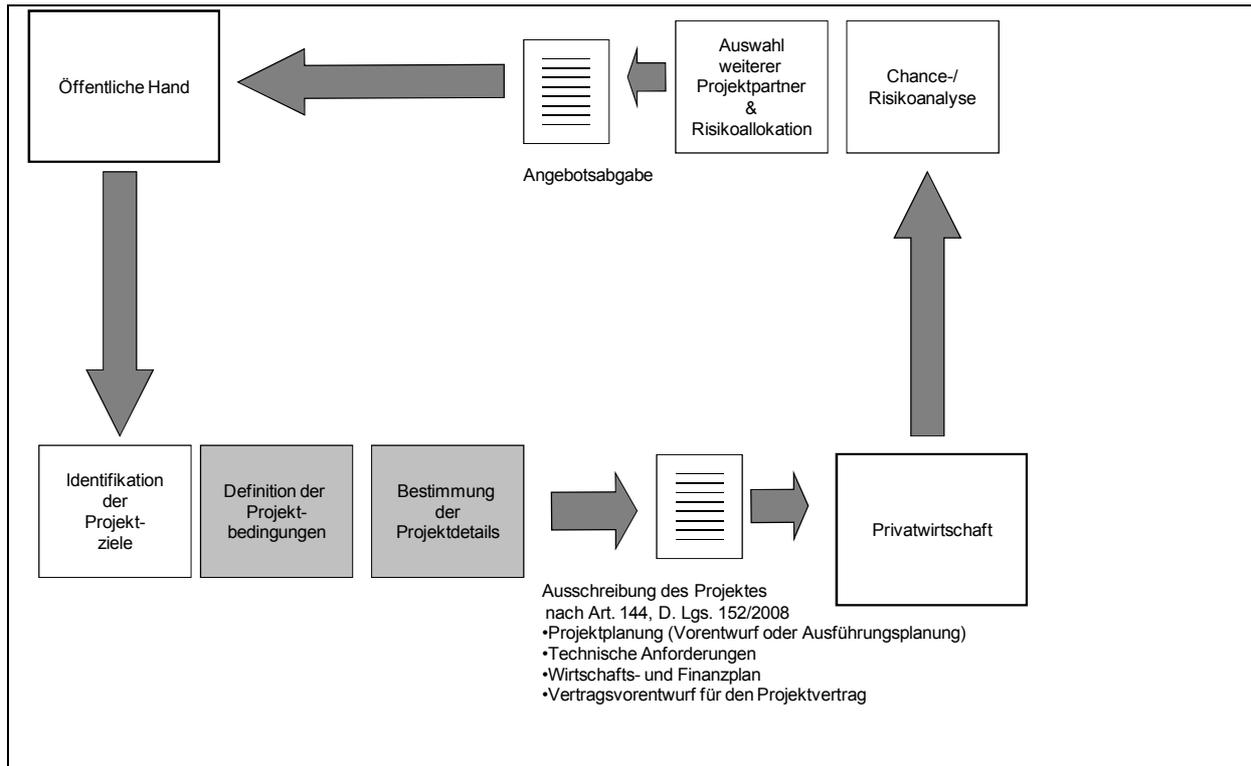


Abbildung 20: Vergabeverfahren von PPP-Projekten auf Initiative der Privatwirtschaft³³⁵

Für die Vergabedauer zwischen den unterschiedlichen Ausschreibungsverfahren kann für den Zeitraum von der Bekanntmachung bis zur Vergabeentscheidung eine durchschnittliche Dauer von 7,9 Monaten für Verfahren auf Initiative der öffentlichen Hand und für Verfahren auf Initiative eines öffentlichen Partners von 9,9 Monaten festgestellt werden. Für das gesamte Verfahren bis Vertragsunterzeichnung wird bei Ausschreibungen der öffentlichen Hand eine Durchschnittszeit von 13,1 Monaten und für Ausschreibungen unter Einbezug eines „promotore“ von 23,4 Monaten benötigt.³³⁶

4.3.1.6 Standardisierung

Italien blickt auf einen viel geringeren Standardisierungsgrad hinsichtlich Vertragsgestaltung und Bewertung von PPP-Vorhaben als bspw. Großbritannien. Es existieren keine allgemeinen Bestimmungen für eine ex ante-Bewertung von Vorhaben, keine Kriterien für das Monitoring während der Projektlaufzeit und auch keine Modelle für eine ex post-Beurteilung von PPP-Projekten hinsichtlich Effizienz, Effektivität und Wirtschaftlichkeit.³³⁷ In Bezug auf die Ausschreibung und Vergabe eines PPP-Projektes kann als wichtigstes Dokument die rechtlich vorgeschriebene Machbarkeitsstudie (*studio di fattibilità*) angesehen werden, welche bei einer Projektfinanzierung vor Projektausschreibung vom Auftraggeber selbst

³³⁵ Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an: Baccolini, R.; Baldini, R. (2006), S. 68.

³³⁶ Vgl. Nicolai, M. et al. (2008), S. 8.

³³⁷ Vgl. Cori, R.; Paradisi, I.; Samoggia, M. (2008), S. 3.

durchgeführt werden muss.³³⁸ Dabei ist das Urteil der Machbarkeitsstudie Entscheidungsgrundlage für die Bestimmung des Projektumfangs, der notwendigen Leistungen, Vertragsform, Budgetbewertung und weiteren Projektkonditionen, sowie vor allem Maßstab für eine spätere Bewertung der Angebote.³³⁹ Ziel einer Machbarkeitsstudie ist für die Beschaffungsvariante PPP einen Nachweis für die wirtschaftliche und finanzielle Machbarkeit, die zusätzlich Schaffung von Werten sowie die mittel- bis langfristige Leistungsfähigkeit eines Projektes zu erhalten.³⁴⁰

Ein Standardvertrag wurde bisher nur für den Bereich Gesundheit angefertigt. Der im Jahr 2008 vom UTFP vorgelegte Mustervertrag auf Grundlage einer Bau- und Betriebskonzession besitzt allerdings nur informativen Charakter und muss auf das individuelle Projekt hin noch abgestimmt werden.³⁴¹ Dabei enthält er die Mindestbestandteile für eine korrekte Risikoübertragung von öffentlicher Hand auf Privatwirtschaft, mit dem Ziel nicht nur ein Projekt als finanzierbar auszugestalten, sondern auch die wichtigen Interessen der öffentlichen Hand und vor allem der Endnutzer (Patienten) hinreichend zu berücksichtigen.³⁴²

4.3.2 Länderspezifische Marktentwicklung

Öffentlich-private Partnerschaften finden in Italien seit dem Jahr 2000 auf verschiedenen Sektoren öffentlicher Investitionsausgaben Anwendung. Neben den typischen Projekten, wie Versorgungsinfrastruktur (Strom, Gas, Wasser), Transport, Abfallentsorgung oder Stadtentwicklung, werden in Italien auch PPP-Projekte für die öffentliche Auftragserfüllung eingesetzt, die sich im übrigen Europa eher geringer Verbreitung erfreuen. Dazu zählen Friedhöfe, Parkanlagen und Grünflächen, Tourismuszentren und Kulturgüter, wie die Restaurierung von Exponaten oder die Sanierung denkmalgeschützte Gebäude. Aber auch in den konventionellen Bereichen des PPP-Hochbaus wie Gesundheit, Bildung, Sportstätten, Freizeit, Mehrzweckhallen oder Parkflächen sind in Italien Projekterfahrungen vorhanden.

Die nachfolgende Tabelle 10 stellt die Entwicklung von PPP-Ausschreibungen der letzten vollendeten fünf Jahre sowie des laufenden Jahres 2009 dar. Diese sind unterteilt nach der Anzahl der ausgeschriebenen Projekte und ihren Investitionsvolumen, sowie dem durchschnittlichen Investitionsvolumina des jeweiligen Jahres.

Tabelle 10: PPP-Ausschreibungen in Italien (2004-2009)³⁴³

Marktentwicklung PPP-Ausschreibungen (2004-2009) Stand: Nov. 2009	2004	2005	2006	2007	2008	Jan - Nov 2009
Anzahl PPP-Projekte	447	644	559	659	1.002	1.811
Investitionsvolumen (in Mio. €)	4.562	9.511	8.366	5.711	6.816	9.967
Durchschnittl. Investitionsvolumen (in Mio. €)	10,21	14,77	14,97	8,67	6,80	5,50

³³⁸ Diese rechtliche Verankerung wurde erst kürzlich mit den aktuellen Gesetzesänderungen eingeführt. Vgl. dazu Art. 153, Nr. 2, D.Lgs. 152/2008 und UTFP (2009c), S. 5.

³³⁹ Vgl. Ricci, M. (2009b), S. 7.

³⁴⁰ Vgl. UTFP (2009c), S. 5.

³⁴¹ Vgl. UTFP (2008).

³⁴² Vgl. Cori, R.; Paradisi, I.; Samoggia, M. (2008), S. 4.

³⁴³ Quelle: Osservatorio Nazionale del Partenariato Pubblico Privato, Stand November 2009.

Tabelle 11 ist zu entnehmen, dass insgesamt ein Anstieg der PPP-Ausschreibungen zu verzeichnen ist, welcher sich gerade im Jahr 2008 noch einmal verstärkt hat. Generell ist anhand der Tabelle 11 allerdings festzuhalten, dass sich die Anzahl ausgeschriebener PPP-Projekte deutlich von der Anzahl der PPP-Vertragsvergaben in Italien unterscheidet. In Tabelle 11 findet man eine Gegenüberstellung der PPP-Ausschreibungen und der PPP-Vergaben aus dem Jahr 2008. Diese zeigt, dass weniger als die Hälfte der ausgeschriebenen PPP-Projekte, genauer 40 %, tatsächlich zu einer Auftragsvergabe führen. Weiterhin nimmt der Anteil von vergebenen PPP-Projekten 19,5 % der öffentlichen Ausgaben ein.

Tabelle 11: Gegenüberstellung PPP-Ausschreibung und PPP-Vertragsvergaben (2008)³⁴⁴

Public Private Partnerships 2008	Ausschreibungen			Vertragsvergaben			Verhältnis Vertragsvergaben/ Ausschreibungen	
	Anzahl	Inv.vol. (in Mio. €)	Durchschn. Inv.vol (in Mio €)	Anzahl	Inv.vol. (in Mio. €)	Durchschn. Inv.vol (in Mio €)	Anzahl	Inv.vol
Bau- und Betriebskonzessionen auf Initiative eines "promotore"	155	4.443	28,7	122	3.209	26,3	79%	72%
Bau- und Betriebskonzessionen auf Initiative der öffentlichen Hand	174	1.378	7,9	99	720	7,3	57%	52%
Generalunternehmerverträge	250	2.023	8,1	-	-	-	-	-
Dienstleistungskonzessionen	622	482	0,8	161	323	2,0	26%	67%
Andere PPP-Vertragsmodelle	452	452	1,0	10	165	16,5	2%	37%
PPP TOTAL	980	6.754	6,9	392	4.417	11,3	40%	65%
Öffentliche Aufträge TOTAL	23.085	32.861	1,4	13.114	22.691	1,7	57%	69%
Anteil PPP an Öffentlichen Aufträgen	4,2%	20,6%		3,0%	19,5%			

4.3.2.1 Projekte im Hochbau

In Tabelle 12 sind die ausgeschriebenen italienischen PPP-Projekte aus dem Jahr 2009 (Stand Nov. 2009) nach ihren Sektoren differenziert und nach Anzahl und Investitionsvolumen aufgeführt.³⁴⁵ Erkennbar findet sich die größte Anzahl an Projekten im Bereich Sportstätten. Gemessen am Investitionsvolumen insgesamt (6,4 Mrd. Euro) sowie je Projekt (280 Mio. Euro) ist der Bereich für Transport (Schiene- und Straßenverkehr) eindeutig der bedeutendste. Mit Abstand folgen die Bereiche Müllentsorgung mit einem durchschnittlichen Investitionsvolumen von 25,4 Mio. Euro und nur 14 ausgeschriebenen Projekten sowie Stadterneuerung mit durchschnittlichen Ausgaben in Höhe von 18,2 Mio. Euro und insgesamt 44 ausgeschriebenen Projektausschreibungen. Wichtigster Sektor im Hochbau ist neben dem Sportstättenbau mit der höchsten Anzahl an Projekten der Bereich Gesundheit mit den höchsten Ausgaben in Höhe von 485,3 Mio. Euro und durchschnittlich 9,7 Mio. Euro je Projekt.

Als Forschungsschwerpunkt dieser Arbeit wurde der öffentliche Hochbau gewählt. Unter diesem Fokus sind für Italien bislang folgende Sektoren zu erfassen: Mehrzweckhallen,

³⁴⁴ Quelle: Osservatorio Nazionale (2008), S. 5.

³⁴⁵ Die Marktanalysen des Osservatorio Nazionale del Partenariato Pubblico Privato stützen sich hauptsächlich auf ausgeschriebene PPP-Verfahren und nicht auf die tatsächlichen Vertragsunterzeichnungen. Deswegen ist weiterhin in diesem Abschnitt eine empirische Darstellung lediglich anhand der Angaben zu ausgeschriebenen PPP-Verfahren möglich.

Friedhöfe, Verwaltungsgebäude, Sportstätten, Parkplätze, -tiefgaragen, und -häuser, Gesundheit (Krankenhäuser und Pflegeeinrichtungen), Bildungsstätten und soziale Einrichtungen, sowie Freizeitstätten. In Tabelle 12 sind die hier genannten Projekte aus dem öffentlichen Hochbau grau unterlegt.

Tabelle 12: Ausgeschriebene PPP-Projekte nach Sektoren im Jahr 2009³⁴⁶

Ausgeschriebene PPP-Projekte nach Sektoren 2009 (Stand November 2009)	Gesamt	Anzahl	Investitionsvolumen (in Mio. €)	Durchschn. Investitionsvolumen (in Mio. €)
Wasser, Gas, Energie & Telekommunikation	290	176	957,5	5,4
Häfen	37	15	143,2	9,5
Parkanlagen und Grünflächen	314	195	84,8	0,4
Kulturgüter	6	3	3,1	1,0
Mehrzweckhallen	5	3	0,8	0,3
Friedhöfe	52	48	89,4	1,9
Gewerbe & Handwerk	188	142	242,8	1,7
Verwaltungsgebäude	1	1	2,9	2,9
Müllentsorgung	14	11	279,4	25,4
Sportstätten	386	271	247,9	0,9
Parkplätze, -tiefgaragen, -häuser	119	103	173,7	1,7
Stadterneuerung/Stadtentwicklung	44	24	437,6	18,2
Gesundheit	59	50	485,3	9,7
Bildung	60	47	116,2	2,5
Freizeit	69	49	87,2	1,8
Transport	29	23	6.448,1	280,4
Fremdenverkehr	103	79	45,5	0,6
Sonstige	35	25	122,1	4,9
GESAMT	1.811	1.265	9.967,5	7,9

Im Folgenden werden die bedeutesten Hochbausektoren in Bezug auf die Anzahl und das Investitionsvolumen für PPP-Projekte in Italien vorgestellt.

Gesundheit: Zu den Projekten aus dem Sektor Gesundheit zählen Krankenhäuser und weitere Pflegeeinrichtungen mit stationärem Aufenthalt. Insgesamt wurden von 1999 bis zum Jahr 2002 20 Krankenhausprojekte mit einem gesamten Investitionsvolumen von 1,3 Mrd. Euro umgesetzt. Da diese Projekte keinen ausreichenden Cashflow generieren, um sich selbst zu tragen, sind sie auf Subventionen der öffentlichen Hand angewiesen. Im Jahr 2008 kam es bei insgesamt 36 PPP-Projekten aus dem Gesundheitssektor zu einer Vertragsunterzeichnung, welche mit einem durchschnittlichen Investitionsvolumen von ca. 10 Mio. Euro vergeben wurden.³⁴⁷

Parkplätze, -tiefgaragen und -häuser bilden einen Sektor, der sich erst dank der Möglichkeit einer Umsetzung von öffentlich-privaten Partnerschaften entwickelt hat. Der Bedarf an

³⁴⁶Quelle: Osservatorio Nazionale (2009), S. 7. Die unterschiedlichen Angaben der Anzahl der ausgeschriebenen Projekte lässt sich dadurch erklären, dass nicht unbedingt alle Projekte mit einem voraussichtlichen Investitionsvolumen ausgeschrieben werden. Unter Gesamt finden sich alle ausgeschriebenen Projekte im angegebenen Zeitraum, unter Anzahl finden sich alle Projekte, die mit einem voraussichtlichen Investitionsvolumen ausgeschrieben wurde. Auf diese Zahl beschränkt sich auch das durchschnittliche Investitionsvolumen.

³⁴⁷Vgl. Osservatorio Nazionale (2008), S. 5.

öffentlichen Parkplätzen ist im Norden Italiens, bzw. in größeren Städten und in vom Tourismus frequentierten Orten am größten.³⁴⁸ Die durchschnittlichen Investitionskosten für PPP-finanzierte Parkplätze in Italien belaufen sich auf 1,7 Mio. Euro.

Sportstätten: Der anzahlstärkste Sektor Sportstätten findet mit 386 ausgeschriebenen Projekten eine immer höhere Zustimmung in Italien. Im Jahr 2008 wurden bereits 161 Projekte ausgeschrieben. Damit hat sich die Anzahl von PPP-Sportstättenprojekten mehr als verdoppelt. Die hohen Standardisierungsmöglichkeiten bei Planung, Bau und Betriebsleistungen ermöglichen eine effektive Umsetzung auch bei einem geringen Investitionsvolumen von durchschnittlich 900.000 Euro und die Beteiligung regionaler, mittelständischer Unternehmen.

Bildung: Zum Sektor Bildung zählen neben Schulen auch Kindertagesstätten. Sie gehören, wie auch Krankenhäuser, Verwaltungsgebäude und Justizvollzugsanstalten, zu den „kalten“ Projekten (opere fredde), deren Bereitstellung und Nutzung keinen direkten bzw. ausreichenden Cashflow erwirtschaftet, sondern die ausschreibende Stelle feste Nutzungsgebühren (Mieten) zahlt und die Betriebsleistungen meist selbst übernimmt.

4.3.2.2 Vertragsmodelle

PPP-Projekte in Italien finden auf dem Markt für öffentliche Ausgaben eine zunehmende Verbreitung. Im Jahr 2002 nahmen öffentlich-private Partnerschaften einen Anteil von 6 % an den Gesamtausgaben für öffentliche Infrastruktur ein, 2006 waren es bereits 28 %. Das bedeutet, dass vom Investitionsvolumen von 30,27 Mrd. Euro für öffentliche Infrastrukturprojekte ca. 8,4 Mrd. Euro auf PPP-Projekte entfielen.³⁴⁹ Für das Jahr 2008 nahmen privatfinanzierte Infrastrukturprojekte noch 19,5 % der öffentlichen Gesamtausgaben ein, dabei wurden PPP-Gesamtinvestitionen in Höhe von 4,4 Mrd. Euro getätigt.³⁵⁰

Tabelle 13 unterteilt die im Jahr 2009 ausgeschriebenen PPP-Projekte nach ihren Vertragsarten. Darin erkennt man, dass die Anzahl ausgeschriebener Dienstleistungskonzessionen am höchsten ist, diese aber nur einen geringen Teil des Investitionsvolumens einnehmen. Die Ausschreibung von Bau- und Betriebskonzessionen auf Initiative der öffentlichen Hand nimmt zwar gemessen an ihrer Anzahl einen höheren Stellenwert ein als die Ausschreibung von Bau- und Betriebskonzessionen aus Initiative eines privaten Partners, ist aber nach Investitionsausgaben erheblich kleiner. Daraus lässt sich schließen, dass vor allem Projekte mit einem hohen Projektvolumen eher als Bau- und Betriebskonzession mit größerem Einfluss der Privatwirtschaft ausgeschrieben werden. Generalunternehmerverträge ohne die Übertragung von Betriebsleistungen bei öffentlichen Infrastrukturvorhaben nehmen nur einen sehr geringen Anteil ein und können aus diesem Grund eher als Ausnahme betrachtet werden. Die Veränderung zum Vergleichszeitraum des Vorjahres 2008 zeigt, dass es zu einem generellen Anstieg der Ausschreibung von PPP-Projekten gekommen ist. Bei Anzahl und Investitionsvolumen der registrierten Projekte ergab sich ein Anstieg um beinahe 50 %. Die zu Beginn getroffene Feststellung, dass generell öffentliche Investitionsausgaben um

³⁴⁸ Vgl. Etro, F. (2005), S. 29.

³⁴⁹ Vgl. Osservatorio Nazionale (2008), S. 4.

³⁵⁰ Vgl. Tabelle 11.

beinahe 40 % im ersten Halbjahr des Jahres 2009 einbrachen, lässt darauf schließen, dass getätigte Investitionsprojekte in zunehmenden Maße unter Beteiligung der Privatwirtschaft ausgeschrieben werden. Das einstufige Vergabeverfahren unter Einbezug privater Partner, welches erst nach rechtlichen Anpassungen Ende des Jahres 2008 implementiert wurde, hat großen Zuspruch gefunden und einen Rückgang der Auftragsvergabe auf Initiative privater Partner im zweistufigen Ausschreibungsverfahren überkompensiert.³⁵¹

Tabelle 13: PPP-Projekte 2009 nach Vertragsarten³⁵²

PPP-Ausschreibungen Januar - November 2009 nach Vertragsarten	Anzahl	Investitions- volumen (in Mio. €)	Veränderung zum Vergleichszeitraum des Vorjahres (in %)	
			Anzahl	Investitions- volumen
Bau- und Betriebskonzessionen auf Initiative eines "promotore"	118	6.211,2	-15,1	43,2
Zweistufiges Vergabeverfahren	52	3.749,1	-62,3	-13,3
Einstufiges Vergabeverfahren	66	2.462,1	6.500,0	21.882,9
Bau- und Betriebskonzessionen auf Initiative der öffentlichen Hand	344	1.779,9	61,5	133,3
Generalunternehmerverträge	38	897,5	-4,7	-54,7
Dienstleistungskonzessionen	1.162	494,2	56,4	-8,6
Andere PPP-Vertragsmodelle	149	584,4	58,5	35,2
GESAMT	1.773	9.069,7	49,1	49,5

4.3.2.3 Projektbeteiligte

Für die Umsetzung von PPP-Projekten in Italien können die bekannten Projektbeteiligten an öffentlich-privaten Partnerschaften anderer Länder identifiziert werden.³⁵³ Die industriellen Akteure sind meist Bauunternehmen oder Facility Manager, die die Leistungselemente Planung, Bau und Betrieb erbringen. Dabei ist zu beachten, dass der italienische Bausektor lokal geprägt ist und bei ausländischen Firmen aufgrund großer regionaler Unterschiede, bedeutendem politischen Einfluss und hoher bürokratischer Hürden als schwierig gilt.³⁵⁴ Nur wenige internationale Firmen sind demzufolge in der italienischen Bauwirtschaft aktiv. Dies spiegelt sich auch in der Vergabe von PPP-Projekten wider, die nur in begrenzter Zahl an ausländische Konsortien vergeben werden. Kleine Projekte mit einem Investitionsumfang von weniger als fünf bis 20 Mio. Euro werden ausschließlich von einheimischen Unternehmen umgesetzt.³⁵⁵

Dies kommt vor allem mittelständischen Unternehmen zugute, die sich als operative Partner und ggf. Gesellschafter an einer PPP-Projektgesellschaft beteiligen.³⁵⁶ Mittelständische Unternehmen finden Unterstützung für strategische Partnerschaften mit anderen Unternehm-

³⁵¹ Vgl. Lerbini, A. (2009).

³⁵² Vgl. Osservatorio Nazionale (2009), S. 5.

³⁵³ Vgl. dazu Baccolini, R.; Baldini, D. (2006), S. 32.

³⁵⁴ Vgl. BFAI (2008), S. 2.

³⁵⁵ Vgl. Sferruzza, A.; Negrini, E. (2008), S. 281.

³⁵⁶ Vgl. auch das Projektbeispiel in Kapitel 4.3.4.

men zur Gründung eines Konsortiums vom UTFP, welche kostenlose Beratungsleistungen anbietet. Zudem werden mittelständische Unternehmen durch einen Garantiefonds, den Fondo di garanzia per le PMI, durch die Bestellung von zusätzlichen Sicherheiten für die Aufnahme von Fremdkapital unterstützt.³⁵⁷

Kreditinstitute erbringen bereits in der Ausschreibungsphase eines Projektes in der Rolle als Fremdkapitalgeber besondere Leistungen. Neben den bekannten Aufgabengebieten als Advisor (Berater), Arranger („Führungsbank“) oder Agent ist bei italienischen PPP-Projekten die offizielle Bestätigung des Wirtschafts- und Finanzplans durch eine finanzierende Bank gesetzlich vorgeschrieben.³⁵⁸ Folgende Banken sind führend in der Finanzierung von PPP-Projektfinanzierungen in Italien: Dexia Crediop, Banca Infrastrutture Innovazione e Sviluppo u. a.³⁵⁹

Als ausschreibende Stelle der öffentlichen Hand fallen ca. 80 % der PPP-Projekte in den Aufgabenbereich von Kommunen³⁶⁰. Im Jahr 2008 schrieben die Regionen, welche mit den Bundesländern in Deutschland gleichzusetzen sind, nur 12 Projekte mit einem Investitionsvolumen von ca. 1,2 Mrd. Euro aus. Die Provinzen initiierten 44 PPP-Projektausschreibungen im Wert von lediglich 98 Mio. Euro. Ein weiterer Motor für PPP-Projekte waren spezialisierte öffentliche Einrichtungen wie bspw. für Gesundheitsleistungen, die mit 190 Ausschreibungen in Höhe von ca. 2,7 Mrd. Euro von allen ausschreibenden Stellen, die mit dem höchsten Investitionsvolumen auswiesen.³⁶¹ Vergleichend schrieben die italienischen Kommunen insgesamt 1.069 Projekte mit einem Investitionsvolumen von insgesamt ca. 2 Mrd. Euro aus.³⁶²

4.3.2.4 Finanzierungsstrukturen von PPP-Projekten

Bei der Durchführung eines PPP-Projektes, insbesondere einer Konzession, ist es dem Auftragnehmer freigestellt, eine rechtlich unabhängige und eigenständige Projektgesellschaft zu gründen.³⁶³ Die für eine Projektfinanzierung zu gründende Projektgesellschaft sollte gemäß gesetzlichen Vorschriften in der Gesellschaftsform einer Aktiengesellschaft (*Società per Azioni*, S.p.A.), oder einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*Società a responsabilità limitata*, S.r.l.), auch im Sinne eines Konsortiums geführt werden.³⁶⁴ Die Ausschreibungsunterlagen geben dabei die Mindesthöhe des Stammkapitals der Gesellschaft an.³⁶⁵

In Italien ist neben der Projektfinanzierung kein weiteres eigenständiges Finanzierungsinstrument für PPP-Projekte zu identifizieren. Im Falle, dass ein Auftragnehmer sich gegen

³⁵⁷ D. Lgs. 662/1996 und D.Lgs. 266/1997. Vgl. Experteninterview.

³⁵⁸ Vgl. Atella, P. (2007), S. 19; Art. 153, Nr. 9 D. Lgs. 152/2008.

³⁵⁹ Vgl. Morino, M. (2009).

³⁶⁰ Die Kommune (il comune) ist die kleinste, autonomste politische Verwaltungseinheit Italiens und hat die Befugnis, Steuern zu erheben und öffentliche Arbeiten zu bewilligen. Gleichzusetzen ist sie also mit den deutschen Städten bzw. Gemeinden. Vgl. Osservatorio Nazionale (2008), S. 11.

³⁶¹ Vgl. Osservatorio Nazionale (2008).

³⁶² Vgl. Osservatorio Nazionale (2008), S. 12.

³⁶³ Vgl. dazu Art. 156, Nr. 1, D. Lgs. 152/2008.

³⁶⁴ Art. 156, Nr. 1 D. Lgs. 152/2008.

³⁶⁵ Art. 156, Nr. D. Lgs 152/2008.

die Gründung einer Projektgesellschaft entscheidet, muss dieser die Kosten für die Realisierung eines Projektes über die Mittel seiner Unternehmensfinanzierung tragen.

4.3.2.5 PPP in der Finanzmarktkrise

Als Mittel gegen die Auswirkungen des weltweit vorherrschenden Konjunkturerinbruchs, ausgelöst durch die Finanzmarktkrise im Jahr 2008, wurden auch in Italien mehrere öffentliche Initiativen in die Wege geleitet. Dabei wird vor allem auf eine Konjunkturstärkung durch Erhöhung der öffentlichen Ausgaben gesetzt. Wichtig ist dafür gleichfalls die Bereithaltung von Liquidität am Kapitalmarkt. Es wurden von der italienischen Regierung zwei Konjunkturpakete verabschiedet, welche öffentliche Infrastrukturinvestitionen in Höhe von 40 Mrd. Euro vorsehen. Der Großteil der seit diesem Zeitpunkt in Planung oder Ausschreibung gegangenen PPP-Projekte fällt in den Handlungsbereich der Konjunkturprogramme.³⁶⁶ Dabei hat die Regierung die Absicht, vor allem auch kleinere PPP-Vorhaben mit einem Investitionsvolumen unter 50 Mio. Euro zu fördern. Weiterhin wird auf folgende Grundsätze geachtet: Förderungswürdig ist der Einbezug der örtlichen Verwaltung in den Ausschreibungsprozess, eine flächendeckende Wirkung für ganz Italien (Vorhaben sollten einheitlich im gesamten Staatsgebiet geplant werden); Vorhaben, die eine Aufwertung bzw. die Erhaltung von Ballungsgebieten umfassen, sollten sofort umgesetzt werden. Kleine Projekte sind daher als vorteilhaft zu beurteilen, da ihre Realisation in kürzerer Zeit vorangetrieben werden kann (durchschnittliche Umsetzungszeit vier bis fünf Monate) und somit ihre Wirkung auf die Konjunktur schnellstmöglich eintritt.³⁶⁷

Um die Bereitstellung einer ausreichenden Liquidität auf dem Kreditmarkt und einer ausreichenden Rentabilität der PPP-Projekte für die Auftragnehmer zu gewährleisten, sind unterschiedliche Instrumente von der öffentlichen Hand initialisiert worden bzw. bereits vorhanden gewesen.³⁶⁸

- Förderung von alternativen Finanzierungsformen zu Bankkrediten z. B. Anleihenfinanzierung zu Festzins mit mittelfristigen Laufzeiten (5, 10 oder 15 Jahre);
- Bereitstellung von Kreditgarantien z. B. in Form von Fondslösungen wie dem Fondo di Garanzia per le Opere Pubbliche (FGOP);
- Steuererleichterungen wie eine Rückerstattung des gesamten Mehrwertsteueraufkommens im Zusammenhang mit PPP-Investitionen;
- Bereitstellung von Bankkrediten mittels des Fondo Rotativo per le Infrastrutture strategiche (FRIS).³⁶⁹

³⁶⁶ Vgl. Lerbini, A. (2009).

³⁶⁷ Vgl. Bo, G.; Ferrante, G.; Marasco, P. (2009), S. 9.

³⁶⁸ Vgl. Bo, G.; Ferrante, G.; Marasco, P. (2009), S. 10 f.

³⁶⁹ Der Fondo Rotativo per le Infrastrutture (FRIS) wird gleichermaßen wie der FGOP durch die staatliche Förderbank CDP betreut. Er hat das Ziel, 50 % des Fremdkapitalbedarfs für strategisch wichtige Infrastrukturprojekte bereitzustellen und dies zu kostengünstigen Konditionen. Implementiert zur Bekämpfung der Konjunkturkrise am 28. Januar 2009 (D. Lgs. 02/2009, Art.22) wird er refinanziert durch Spareinlagen

4.3.3 Eigenkapitalbeteiligungen

Die Begriffe Public Private Partnership und Projektfinanzierung werden in Italien häufig synonym verwendet,³⁷⁰ was angesichts des Fehlens anderer Finanzierungsvarianten nicht verwunderlich ist. Generell steht das Wort Public Private Partnership für jegliche Form der Kooperation zwischen öffentlicher Hand und Privatwirtschaft zur Beschaffung öffentlicher Infrastruktur und diesbezüglicher Dienstleistungen unter Einbezug der Leistungsmerkmale Planung, Bau, Betrieb, Erhaltung und Finanzierung. Projektfinanzierung hingegen ist ein spezielles Finanzinstrument, das ebenfalls häufig zur Finanzierung von Infrastrukturprojekten auch bei ausschließlich privater Beteiligung eingesetzt wird.³⁷¹ Wichtigstes Merkmal einer Projektfinanzierung ist dabei die Gründung einer wirtschaftlich und rechtlich unabhängigen Projektgesellschaft (SPC).³⁷² Der Einsatz von projektfinanzierten PPP-Projekten bietet sich hauptsächlich bei den Konzessionsmodellen an, bei denen eine vollständige oder teilweise Übertragung des wirtschaftlichen Risikos auf den privaten Partner stattfindet.

4.3.3.1 Eigenkapitalgeber und Beteiligungsformen

Für die Aufbringung des für eine Projektfinanzierung notwendigen Eigenkapitals bieten sich verschiedene Finanzierungsquellen an. Zum einen besteht die Möglichkeit des Erwerbs von Anteilen an der Projektgesellschaft wie z. B. in Form von Aktienanteilen bei einer Aktiengesellschaft. Dabei werden dem Anteilseigner, gemessen an seinem Beteiligungsvolumen, gewisse Rechte, wie das Mitbestimmungs- und Entscheidungsrecht zugesprochen.³⁷³ Er wird zu einem der Gesellschafter der Projektgesellschaft. Weiterhin können auch Vorzugsaktien an einer Projektgesellschaft mit eingeschränkten Beteiligungsrechten ausgegeben werden.³⁷⁴ Üblicher ist jedoch die Vergabe von eigenkapitalersetzenden Gesellschafterdarlehen (Nachrangdarlehen) an die Projektgesellschaft.³⁷⁵

Im Jahr 2007 operierten 18 Infrastrukturfonds mit einer Gesamtkapitalisierung von 16,5 Mrd. Euro in Italien, davon sechs Private Equity Fonds mit italienischem Ursprung und einer Marktkapitalisierung von ca. 3,4 Mrd. Euro.³⁷⁶ Für diese wird eine Nettozielrendite von 10 bis 12 % unterstellt, wobei sie über Investitionsvolumen von 50 bis 2.500 Mio. Euro verfügen und bis auf eine Ausnahme sämtlich in den Jahren 2006 und 2007 gegründet wurden.³⁷⁷

Der *Fondo PPP Italia* als erster geschlossener Investmentfonds mit einem Fokus auf italienische PPP-Projekte wurde zu Beginn des Jahres 2007 geschlossen. Er verfügt über ein Finanzvolumen von 120 Mio. Euro und unterliegt der italienischen Gesetzgebung. Acht

privater Anleger der CDP und verfügt über ein Finanzierungsvolumen von 350 Mio. Euro. Vgl. dazu Arona, A. (2009), Bo, G.; Ferrante, G.; Marasco, P. (2009), S. 11.

³⁷⁰ Vgl. Merola, F. (2004a), S. 2.

³⁷¹ Vgl. UTFP (2009b), S. 25.

³⁷² Vgl. Bentivogli, C. et al. (2008), S. 13.

³⁷³ Vgl. UTFP (2009b), S. 59.

³⁷⁴ Vgl. UTFP (2009b), S. 59.

³⁷⁵ Vgl. UTFP (2009b), S. 59.

³⁷⁶ Die italienischen Infrastrukturfonds heißen: Clessidra Capital Partner, F2i, Fondo PPP Italia, Neip 2, Fondo Nuove Infrastrutture, Fondo Sistema Infrastrutture. Vgl. dazu Edilizia e Territorio (2007). Vgl. Zudem Atella, P. (2007), S. 30.

³⁷⁷ Vgl. Edilizia e Territorio (2007).

institutionelle Investoren aus dem In- und Ausland sind an dem Fonds mit jeweils einer Minderheitsbeteiligung zwischen 20 und 40 % des Fondsvermögens beteiligt; darunter unter anderem die Europäische Investitionsbank (EIB), die italienische öffentliche Förderbank Cassa Depositi e Prestiti (CDP) und die deutsche Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW).³⁷⁸ Der Fonds wird für einen Zeitraum von zwölf Jahren bestehen, welcher einen Investitionszeitraum von sechs Jahren mit einschließt.³⁷⁹ Sein operatives Ziel ist die Eigenkapitalbeteiligung an italienischen PPP-Bau- und Betriebskonzessionen aus den Sektoren öffentlicher Hochbau (Krankenhäuser, Schulen, Kindergärten etc.), Stadtentwicklung, Tourismus (Häfen etc.), Transport (Parkplätze, öffentlicher Nahverkehr etc.), Versorgung (Strom, Gas und Wasser) sowie Umwelt (Erneuerbare Energien, Wasseraufbereitung).³⁸⁰ Investitionen sollen sich auf Eigenkapitalbeteiligungen zwischen mindestens 1 Mio. Euro und maximal 24 Mio. Euro belaufen.³⁸¹ Dabei konzentriert man sich auf PPP-Projekte mit einem gesamten Investitionsvolumen von 10 Mio. bis 350 Mio. Euro. Der Investitionszeitpunkt, in welcher Lebensphase eines Projektes der Fonds sich beteiligen sollte, ist nicht festgeschrieben. Das heißt, dass der *Fondo PPP Italia* sowohl in Form eines Projektinitiators zu Beginn eines Projektes tätig werden als auch sich erst während der fortgeschrittenen Betriebsphase einschalten kann.³⁸²

Die italienischen Infrastrukturfonds unterliegen den Regelungen des italienischen Investmentrechts (D. Lgs. 58/1998). Dabei dürfen sie nur in der Rechtsform einer *Società di gestione di risparmio* (Sgr), übersetzbar als Kapitalanlagegesellschaft, operieren und müssen eine Genehmigung der italienischen Staatsbank vorweisen. Durch diese und die italienische Börsenaufsicht CONSOB (Commissione Nazionale per la Società e la Borsa) wird ihr Vorgehen überwacht.³⁸³

Eine weitere Neugründung im Bereich Eigenkapitalgeber ist die Allianz zwischen einem italienischen Bauunternehmen (Techint), der französischen Versicherungsgruppe Axa und der italienischen Bank Capitalia, die gemeinsam die Gesellschaft HISI Srl (Holding di Investimenti in Sanità e Infrastrutture) gegründet haben und als strategische Partner mit dem speziellen Fokus auf den Sektor Gesundheit im PPP-Markt auftreten möchten. Dabei wollen sie einerseits als Projektinitiatoren als Bietergemeinschaft antreten oder Projektanteile von bereits bestehenden Projekten in der Betriebsphase auslösen.³⁸⁴ Sie verfolgen einen langfristigen Investitionszeitraum von 20 bis 25 Jahren. Es handelt sich hierbei um eine Mischform insoweit, als ein klassischer Sponsor nach bisherigem Verständnis eine institutionalisierte Partnerschaft mit Finanzintermediären eingegangen ist.

³⁷⁸ Vgl. Fondaco (2006).

³⁷⁹ Vgl. Equiter (2008), S. 10.

³⁸⁰ Vgl. Fondaco (2006), Equiter (2008), S. 10.

³⁸¹ Vgl. Fondaco (2006).

³⁸² Vgl. Fondaco (2006).

³⁸³ Vgl. Sferruzza, A.; Negrini, E. (2008), S. 285.

³⁸⁴ Vgl. dazu Sferruzza, A.; Negrini, E. (2008), S. 285 und Axa Private Equity Annual Report 2008.

4.3.3.2 Struktur des bereitgestellten Eigenkapitals

Nach Auswertung der Expertenbefragungen kann mit einer Mindestbeteiligung von 15 bis 25 % Eigenkapital im Verhältnis zum Investitionsvolumen während der Bauphase kalkuliert werden. Mit dem Übergang in die Betriebsphase kann dann die Kapitalstruktur auf minimal 15 % und maximal 20 % Eigenkapitalanteil reduziert werden.³⁸⁵

Die finanzierenden Banken haben seit Beginn der Finanzmarktkrise im Oktober 2008 ihre Forderungen für die Finanzierung von Projektfinanzierungen erheblich angehoben. Sie setzen eine höhere Eigenkapitalquote sowie kürzere Kreditlaufzeiten bei der Verhandlung ihrer Finanzierungsbedingungen voraus. Für kleinere Projekte mit einem Investitionsvolumen von weniger als 1 Mio. Euro verlangen Kreditinstitute mitunter eine Bereitstellung von bis zu 50 % Eigenkapital von den Gesellschaftern. Zusätzlich besteht die Schwierigkeit, dass momentan kein Angebot für langfristige Kredite über die gesamte Laufzeit eines Projektes besteht. Maximal können Kreditlaufzeiten von 10 bis 15 Jahren bei erheblichen Aufschlägen auf die Risikoprämie bzw. die Fremdkapitalzinsen insgesamt erreicht werden. Hinzu kommt, dass das bisher in Italien genutzte Angebot von Monoline-Insurern im Zuge der Finanzmarktkrise ebenfalls versiegt ist und diese Form der zusätzlichen Absicherung von Krediten keine Möglichkeit mehr darstellt.³⁸⁶

4.3.4 Praxisbeispiel Italien

Das Novara Sporting Village ist ein vielseitig nutzbares Sportzentrum mit Schwimmbad, Multifunktionssporthalle und Außensportanlagen, gedacht zur offiziellen Nutzung von Profi- und Freizeitsportlern aus Novara und der Region Piemont. Das privatfinanzierte Projekt mit ca. 140.000 qm Nutzfläche und 2.900 qm Wasseroberfläche wurde am 15. Juli 2007 in Betrieb genommen. Das Projektvolumen beträgt ca. 350 Mio. Euro. Die Investitionskosten belaufen sich auf 38,7 Mio. Euro. Davon wurden 8,667 Mio. Euro von der Kommune Novara, 11,091 Mio. Euro von der Region Piemont und 610.000 Euro aus weiteren öffentlichen Mitteln bereitgestellt. Ein Konsortium aus unterschiedlich spezialisierten Bauunternehmen und einer Betriebsgesellschaft finanzierte 18,332 Mio. Euro. Die eigens dafür gegründete Projektgesellschaft trägt die Rechtsform einer Aktiengesellschaft ohne Börsennotierung. Die Bau- und Betriebskonzession zwischen öffentlicher Hand und privatem Partner wurde über eine Vertragslaufzeit von 43 Jahren geschlossen.³⁸⁷ Eine Kapitalerhöhung Ende des Jahres 2008 in Höhe von 3,35 Mio Euro ermöglichte die Erweiterung des sportlichen Angebots und brachte den Einstieg des *Fondo PPP Italia* als zusätzlichen Gesellschafter mit sich. Dieser hält nun 49 % des Gesellschaftskapitals an der Sporting Village Novara S.p.A. und hat sich durch zusätzliche vertragliche Regelungen gesonderte Mitbestimmungsrechte innerhalb der Projektgesellschaft gesichert. Demnach beträgt das gesamte eingebrachte Eigenkapital für das Projekt momentan ca. 6,8 Mio. Euro. Die Veränderung der Gesellschafterstruktur erfolgte nach vorheriger Genehmigung durch den Auftraggeber, die Kommune Novara.³⁸⁸ Zu den weiteren Gesellschaftern des Projektes zählen Eurosporting (14,9 %) als Betreiber-

³⁸⁵ Vgl. Empirische Erhebung (Italien).

³⁸⁶ Vgl. Experteninterview (Italien).

³⁸⁷ Vgl. Fontana, M. (2009).

³⁸⁸ Vgl. Pressemitteilung Fondo PPP Italia (2008).

gesellschaft sowie verschiedene industrielle Partner, darunter die regional ansässigen Bauunternehmen Montipò (12,7 %) und Impresa Cardani Francesco (0,8 %), das Ingenieurbüro Ing. Porzio & Isidori (12,1 %) als Spezialist für Gebäude- und Anlagentechnik, die auf Sportfußböden spezialisierte Biffi Sport S.p.A. (7,2 %) und Hedar Edilizia Metallica (3,3 %), zuständig für die Dachkonstruktion der Schwimmhalle. Alle industriellen Partner werden planmäßig bis zum Ende der Vertragslaufzeit dem Projekt als Gesellschafter erhalten bleiben und ihrer Pflicht der Instandhaltung von Anlagen und Bauwerken nachkommen.

Der Fondo PPP Italia wurde bei diesem Investment durch die Investmentgesellschaft Equiter beraten, welche eine ausführliche Due Diligence des Projektes durchführte. Der Fondo PPP Italia wird sich über einen Zeitraum von sechs Jahren, mit einer Option auf Verlängerung um weitere 12 Monate mit Eigenkapital an der Projektgesellschaft beteiligen und rechnet mit einer möglichen Rendite von 12 %.³⁸⁹

³⁸⁹ Vgl. Fontana, M. (2009).

4.4 Frankreich

4.4.1 Länderspezifische Rahmenbedingungen

4.4.1.1. Definition und Abgrenzung PPP

Analog zu Deutschland gibt es in Frankreich keine gesetzlich kodifizierte Definition von Public Private Partnership. Eine allgemeine Definition von PPP ist in der Verordnung Nr. 2004-559 vom 17. Juni 2004 zu den Partnerschaftsverträgen (*Contrat de Partenariat*) festgehalten. Diese entspricht im Wesentlichen auch der in Deutschland gültigen Definition von PPP bzw. ÖPP:

Mit dem Abschluss eines Partnerschafts-Vertrages wird ein privater Auftragnehmer mit der Planung, Finanzierung, Errichtung, Instandhaltung sowie dem Unterhalt und Betrieb von Liegenschaften und Einrichtungen des öffentlichen Dienstes für eine zeitlich befristete Laufzeit beauftragt. Der private Vertragspartner nimmt dabei die Bauherrenfunktion wahr, seine Entlohnung erfolgt ergebnisorientiert durch die öffentliche Hand als Auftraggeber.³⁹⁰

Der französische Präsident hat seinen Premierminister am 01. Oktober 2007 mit einem öffentlichen Schreiben dazu aufgefordert, die Gesetzgebung in Bezug auf PPP weiterzuentwickeln, die vermehrte Umsetzung von PPP-Projekten zu fördern und so zeitnah große Investitionen in die öffentliche Infrastruktur zu ermöglichen. Mit der Verabschiedung des neuen Ergänzungsgesetzes vom 28. Juli 2008 wurde dieser Aufforderung Rechnung getragen und u.a. der Anwendungsbereich von PPP auf Staatsbetriebe, private Tochtergesellschaften öffentlicher Einrichtungen und den sozialen Wohnungsbau ausgedehnt.

4.4.1.2. Segmentierung PPP und Vertragsmodelle

Die Realisierung öffentlicher Vorhaben mittels PPP erfolgt in Frankreich vorwiegend in den Bereichen der Verkehrs- und Versorgungsinfrastruktur und im Hochbau. Die Hochbauprojekte können dabei den Segmenten Gesundheit, Justiz und Innere Sicherheit, Verteidigung, Bildung, Kultur und Sport zugeordnet werden.

Der PPP-Begriff kann in Frankreich sowohl institutionelle als auch vertragliche PPP umfassen. Im Zuge der Forschungsarbeit sind ausschließlich vertragliche PPP Gegenstand der Untersuchung, hier haben sich in Frankreich verschiedene Vertragsformen und Modelle entwickelt.

Die Übertragung eines öffentlichen Dienstes (*Délégation de Service Public*) an einen privaten Auftragnehmer ermöglicht längerfristige Kooperationsbeziehungen, beispielsweise im Rahmen einer Konzession oder Verpachtung, bei der die Einnahmen unmittelbar durch den Betrieb erwirtschaftet werden. Aufgrund des begrenzten Anwendungsbereichs und der

³⁹⁰ Vgl. Ordonnance n° 2004-559 du 17 juin 2004 sur les contrats de partenariat.

bestehenden Auslastungsrisiken eignet sich diese Vertragsform hauptsächlich für den Bereich Verkehrsinfrastruktur sowie den Ver- und Entsorgungssektor.³⁹¹

Beim *Bail Emphytéotique Administratif (BEA)* handelt es sich um einen Erbpachtvertrag für die Beschaffung der Bereiche Innere Sicherheit, Justiz und Verteidigung. Für die Ressorts der Justiz wurde PPP damit bereits am 29. August 2002 mit dem Gesetz 2002-1094 (*Loi d'orientation et de programmation pour la Justice*) und für die des Inneren am 9. September 2002 mit dem Gesetz 2002-1138 (*Loi d'orientation et de programmation pour la Sécurité Intérieure*) ermöglicht.³⁹²

Der geschlossene BEA-Vertrag besteht aus einer Nutzungsüberlassung (*Volet Foncier*) und einer Leistungsvereinbarung (*Convention Non-Déteachable*) zwischen dem privaten Partner und dem öffentlichen Auftraggeber. Der private Auftragnehmer bekommt gegen ein, meist symbolisches, jährlich zu entrichtendes Entgelt das Nutzungsrecht (*Droit d'Occupation*) für ein im Eigentum der öffentlichen Hand stehendes Grundstück und verpflichtet sich im Gegenzug, auf diesem Grundstück eine vertraglich definierte Leistung zu erbringen, welche die Errichtung und den Betrieb eines Gebäudes umfasst. In der Leistungsvereinbarung sind die Elemente des Funktionsprogramms, die Risikoteilung sowie alle juristischen und finanztechnischen Klauseln, die die Vertragserfüllung und –abwicklung regeln, fixiert.³⁹³ Durch das Auseinanderfallen von Boden- und Leistungsvereinbarungen ergeben sich unter Umständen unterschiedliche Laufzeiten der Finanzierung. Der BEA wie auch der nachfolgend erläuterte Krankenhauserbpachtvertrag können für eine Dauer zwischen 18 und 99 Jahren abgeschlossen werden.

Mit dem speziell für den Gesundheitsbereich geschaffenen Erbpachtvertrag *Bail Emphytéotique Hospitalier (BEH)* werden Projekte im Krankenhausbereich, aber auch im Bereich der Altenversorgung realisiert. Die rechtliche Grundlage für die Realisierung von BEH-Projekten wurde bereits 2003 mit dem Gesetz Nr. 2003-591 vom 2. Juli 2003 und der Verordnung Nr. 2003-850 vom 4. September 2003 geschaffen. Vertragspartner ist in der Regel eine öffentliche Gesundheitseinrichtung (*Etablissement Public de la Santé*), aber auch *Structures de Coopération Sanitaire Publiques* oder die Gebietskörperschaften (*Collectivité Territoriale*), also Kommunen, Départements und Regionen können PPP-Verträge abschließen.³⁹⁴

Mit dem Recht zur temporären Inbesitznahme (*Autorisation d'Occupation Temporaire*), verbunden mit Vermietung mit Kaufoption (*Location avec Option d'Achat*) beauftragt der öffentliche Auftraggeber den privaten Auftragnehmer im Rahmen eines Erbpachtvertrages mit Kaufoption mit der Errichtung eines Gebäudes im Bereich Justiz, Polizei und Verteidigung.³⁹⁵

Während die Gesetze, die eine Projektrealisierung im Rahmen eines BEA bzw. eines BEH ermöglichen, bereits im Jahr 2002 bzw. 2003 in Kraft traten, wurde der Partnerschaftsvertrag (*Contrat de Partenariat*) erst Mitte des Jahres 2004 mit der Verordnung n°2004-559 vom 17. Juni 2004 etabliert. Durch die Einrichtung eines neuen Vertragstyps sollte keine umfassende

³⁹¹ Vgl. Lagrandeur-Bouressy (2005), S. 44. Gesetz Nr. 93-122 vom 29. Januar 1993, Gesetz Nr. 2001-1168 vom 11. Dezember 2001, Gesetz Nr. 95-127 vom 8. Februar 1995 und Gesetz Nr. 95-101 vom 2. Februar 1995.

³⁹² Vgl. Lagrandeur-Bouressy (2005), S. 44.

³⁹³ Vgl. Mission Nationale d'Appui à l'Investissement Hospitalier (2005), S. 80.

³⁹⁴ Vgl. Mission Nationale d'Appui à l'Investissement Hospitalier (2005), S. 74 f.

³⁹⁵ Gesetz Nr. 2002-1094 vom 29. August 2002, Gesetz Nr. 2003-73 vom 27. Januar 2003 und Gesetz Nr. 94-631 vom 25. Juli 1994.

Änderung der bestehenden Rechtsgrundlage erfolgen, sondern das bestehende Ensemble der PPP-Verträge in den verschiedenen Bereichen durch einen auf alle Bereiche anwendbaren Partnerschaftsvertrag mit verschiedenen Sonderrechten erweitert werden. Unter anderem berechtigt die Anwendung eines *Contrat de Partenariat* zur Nutzung des Mehrwertsteuer-Ausgleichsfonds (*Fonds de Compensation pour la TVA, FCTVA*) und zur Befreiung von der Grundsteuer auf bauliches Eigentum.³⁹⁶

4.4.1.3. Rechtliche Rahmenbedingungen und Voraussetzungen für PPP

Das französische Verfassungsgericht (*Conseil Constitutionnel*) hat in seinen Entscheidungen vom 26. Juni und vom 02. Dezember 2004 die Anwendung eines PPP bzw. eines *Contrat de Partenariat* insbesondere von Motiven des allgemeinen Interesses abhängig gemacht, von denen eines das Kriterium der besonderen und objektiven Komplexität (*Complexité*) ist, was bedeutet, dass die öffentliche Hand nicht in der Lage ist, allein und im Voraus die technischen, wirtschaftlichen oder rechtlichen Mittel zur Erfüllung ihrer Bedürfnisse zu definieren³⁹⁷. Auch im Falle eines dringenden Bedarfs (*Cas d'Urgence*) kann die öffentliche Hand auf die PPP-Projektrealisierung zurückgreifen.

Mit der Verabschiedung des Gesetzes zur Ergänzung des *Contrat de Partenariat* am 28. Juli 2008 wurde das Kriterium der Vorteilhaftigkeit gegenüber der konventionellen Realisierung (*bilan favorable*) ergänzt und als Voraussetzung neben der Komplexität und der Dringlichkeit angesiedelt. Gleichzeitig wurde die Auslegung des Tatbestandes der Dringlichkeit dahingehend erweitert, dass PPP sowohl zur Lösung eines für das Allgemeinwohl schädlichen Missstandes, als auch bei Eintreten unvorhersehbarer Situationen, gegebenenfalls auch nach Durchführung einer reduzierten Wirtschaftlichkeitsuntersuchung, als Beschaffungsmaßnahme angewendet werden darf.

Für als *Contrat de Partenariat* geschlossene Verträge ist seit dem 17. November 2006 die Durchführung einer Wirtschaftlichkeitsuntersuchung (*Évaluation Préalable*) verpflichtend. Im Rahmen dieser vergleichenden Analyse müssen sowohl die Gesamtkosten, die Risikoallokation, die Leistungsanforderungen als auch Aspekte der nachhaltigen Entwicklung berücksichtigt werden.³⁹⁸ Mit der Verabschiedung des Erweiterungsgesetzes vom Juli 2008 ist auch für andere PPP-Vertragsmodelle eine Wirtschaftlichkeitsstudie als Voraussetzung der Durchführung eines PPP vorgeschrieben. Im gleichen Schritt wurde die Möglichkeit zum Mehrwertsteuer-Refund unter bestimmten Voraussetzungen auch auf Erbpachtverträge ausgedehnt. Langfristig wird vom Gesetzgeber eine Harmonisierung der Rahmenbedingungen der PPP-Realisierung angestrebt.

³⁹⁶ Vgl. Lagrandeur-Bouressy (2005), S. 46.

³⁹⁷ „La personne publique n'est pas objectivement en mesure de définir seule et à l'avance les moyens techniques pouvant répondre à ses besoins ou d'établir le montage financier ou juridique du projet.“, Artikel 2.a der Verordnung über die *Contrat de Partenariat* vom 17. Juni 2004.

³⁹⁸ Vgl. Martor, B. (2008).

4.4.1.4. *Bestehende öffentlich-privatwirtschaftliche Einrichtungen*

Auf Grund der lange Zeit unterschiedlichen Entwicklung von PPP in den verschiedenen Bereichen existieren in Frankreich diverse, in den verschiedenen Ministerien angesiedelte Institutionen zur Förderung und Betreuung von PPP-Projekten.

Bei der für die *Contrat de Partenariat*-Verträge zuständigen *Mission d'Appui à la réalisation des Contrats de Partenariat* handelt es sich um die im *Ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi* angesiedelte PPP-Task Force. Ihr obliegt die Betreuung und Evaluierung der CP-Projekte, die Unterstützung der Gebietskörperschaften bei der Wirtschaftlichkeitsuntersuchung durch die Bereitstellung von Tools zur Berechnung sowie die Erstellung von Praxisleitfäden und Handbüchern.³⁹⁹

Die im Rahmen eines BEH realisierten PPP-Projekte im Krankenhausbereich fallen in die Zuständigkeit der Behörde für Investitionen im Krankenhausbereich (*Mission Nationale d'Appui à l'Investissement Hospitalier*, MAINH), die die Kliniken sowohl bei der Prüfung der PPP-Eignung als auch der Wirtschaftlichkeitsuntersuchung (*évaluation préalable*) und dem Wettbewerblichen Dialog unterstützt. Neben der Erstellung von Praxisleitfäden untersucht und bewertet die MAINH die ersten Projekterfahrungen⁴⁰⁰ und gewährleistet so den Know-How-Transfer zwischen den Kliniken. Für die Umsetzung von PPP-Krankenhausprojekten empfiehlt die MAINH einen Schwellenwert zur Ausschreibung in Höhe von 10 Mio. Euro.⁴⁰¹

Auch im Justizbereich wurde eine Abteilung für in Bauherrenschaft des Justizministeriums ausgeführte Arbeiten (*Agence de Maîtrise d'ouvrage des Travaux du Ministère de la Justice*) separat mit der Betreuung und Förderung von im Rahmen eines BEA geschlossenen PPP beauftragt.

Das *Centre d'Expertise Français pour l'Observation des Partenariats Public-Privés* schließlich ist für die übergreifende Dokumentation der PPP-Erfahrungen, die Aufbereitung und Bereitstellung der gesammelten Daten und die Auswertung der juristischen und ökonomischen Analysen zuständig.

4.4.1.5. *PPP-Vergabeverfahren*

Bis zum Juli des vergangenen Jahres erfolgte die Vergabe von CP-Projekten in Frankreich ausschließlich im Wettbewerblichen Dialog (*Dialogue compétitif*). Mit Inkrafttreten des Erweiterungsgesetzes vom 28. Juli 2008 ist die Vergabe von PPP-Projekten auch im Rahmen eines Verhandlungsverfahrens möglich (*Procédure négociée*).

Ein Grund für die Einführung des Verhandlungsverfahrens lag in der Dauer der Umsetzung des Wettbewerblichen Dialogs, die auf Grund der Komplexität des Verfahrens den Einsatz umfassender personeller als auch materieller Ressourcen erfordert. Dennoch konstatiert die Auswertung erster Erfahrungen im Krankenhausbereich einen deutlichen zeitlichen Vorteil

³⁹⁹ „Les Contrats de Partenariat: Principes et méthodes“ (abrufbar unter: http://www.ppp.bercy.gouv.fr/guide_contrat_partenariat.pdf).

⁴⁰⁰ „Le Partenariat Public-Privé Hospitalier, Une Première évaluation“ und „Le Guide du Bail Emphytéotique Hospitalier, un outil global et innovant au service de l'investissement hospitalier.“ (beide abrufbar unter: <http://www.mainh.sante.gouv.fr/page.asp?page=31>).

⁴⁰¹ Vgl. Lagrandeur-Bouressy, E. (2005), S. 46.

der PPP-Vergabe gegenüber der konventionellen Vergabe. Wie in Abbildung 21 dargestellt, werden im Krankenhausbereich, in Abhängigkeit von der Projektgröße, PPP-Vergabedauern zwischen 18 und 34 Monaten realisiert.

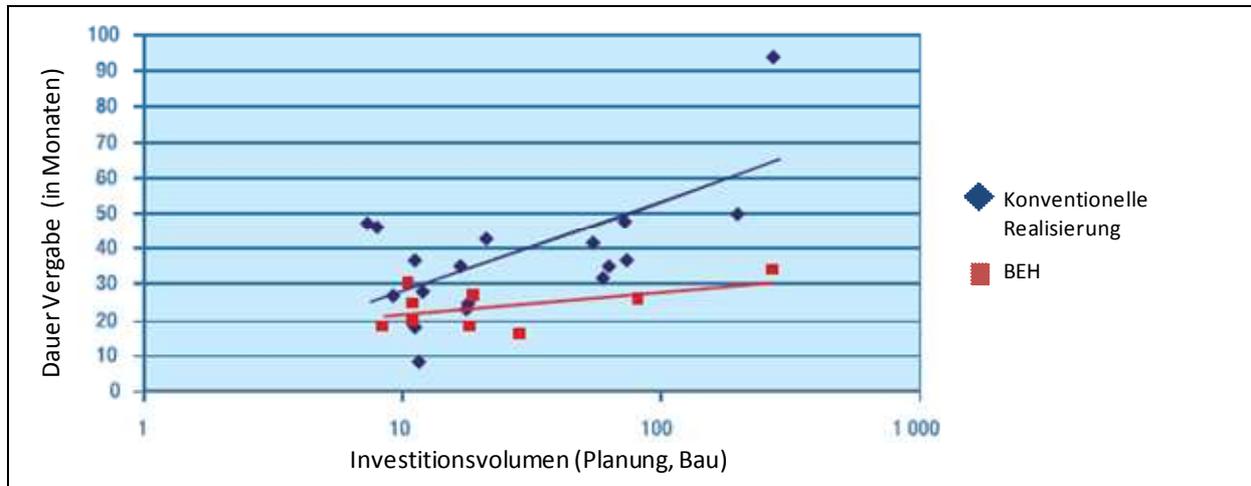


Abbildung 21: Dauer PPP-Vergabeverfahren im Vergleich zur konventionellen Realisierung in Frankreich⁴⁰²

Bei den bisher bezuschlagten Partnerschaftsvertrag-Projekten lag die Vergabedauer, das heißt der Zeitraum zwischen der Bekanntmachung bis zur Unterzeichnung, in der Regel zwischen 6 Monaten und 2 Jahren.⁴⁰³

4.4.1.6. Standardisierung

Die Untersuchung der Wirtschaftlichkeit französischer PPP-Vorhaben ist in hohem Maße standardisiert. Um ein PPP-Projekt realisieren zu können, muss zunächst der Nachweis der Dringlichkeit oder der Komplexität im Rahmen eines Berichtes erfolgen. Wird die Notwendigkeit der Maßnahme bestätigt, folgt eine an den britischen *Public Sector Comparator* angelehnte Vergleichsrechnung der Barwerte der konventionellen und der PPP-Realisierung. Der Standardisierungsgrad der französischen PPP-Verträge kann als gering bis mittel eingestuft werden, da nicht zu jedem Vertragstyp Musterverträge bzw. Gliederungen für Verträge existieren. Für eine Vielzahl der Vertragstypen steht aber eine ausgearbeitete Risikomatrix zur Verfügung.

Das in Frankreich am häufigsten eingesetzte Vergabeverfahren, der *Wettbewerbliche Dialog*, lässt allerdings konstruktionsbedingt nur eine beschränkte Standardisierung zu.

⁴⁰² Quelle: Mission Nationale d'Appui à l'Investissement Hospitalier (2007), S. 13.

⁴⁰³ Vgl. Centre d'Expertise pour l'Observation des Partenariats Public-Privé (2009), S. 18.

4.4.2 Länderspezifische Marktentwicklung

4.4.2.1. Projekte im Hochbau

Durch die verhältnismäßig späte Einführung des Contrat de Partenariat gestaltet sich die empirische Erfassung der bis 2004 realisierten PPP-Projekte schwierig. So liegen aussagefähige, vergleichbare Zahlen erst für einen Betrachtungszeitraum ab Januar 2004 vor. Zu Verteidigungsangelegenheiten werden allerdings nur wenige Informationen zum Stand der PPP-Aktivitäten in diesem Bereich bekannt gegeben.⁴⁰⁴

Tabelle 14: Übersicht PPP-Projekte in Frankreich nach Hochbausegmenten (Zeitraum 01.01.2004 bis 30.09.2009)⁴⁰⁵

Bereich	Ausgeschriebene Projekte	Vergebene Projekte	Projektvolumen (soweit bekannt)	Investitionsvolumen (soweit bekannt)
Gesundheit	75	47	3.210.931.528 €	1.259.273.543 €
Justiz, Innere Sicherheit	123	29	1.499.924.712 €	709.771.778 €
Verteidigung	7	2	784.000.000 €	140.000.000 €
Bildung	19	6	566.818.931 €	43.100.000 €
Kultur und Tourismus	11	4	183.610.584 €	39.500.000 €
Sport und Freizeit	18	6	1.080.858.870 €	400.000.000 €
Gesamt	253	94	7.326.144.625 €	2.591.645.321 €

Wie in der nachfolgenden Abbildung dargestellt, wurde die Hälfte der seit Beginn 2004 bezuschlagten Projekte im Gesundheitsbereich realisiert. Mit der Umsetzung des Krankenhaus-Investitionsplans „Hôpital 2007“ wurde die Investitionen im Gesundheitsbereich in den Jahren 2004 bis 2007 stark erhöht. 15 Prozent der Ausgaben des Förderplans wurden in PPP-Krankenhaus-Projekte investiert. Auch im Bildungsbereich hat die Regierung einen Investitionsplan verabschiedet, mit dem in den kommenden Jahren insgesamt 5 Mrd. Euro in die französischen Hochschulen fließen sollen.⁴⁰⁶

⁴⁰⁴ Vgl. Lagrandeur-Bouressy, E. (2005), S. 46.

⁴⁰⁵ Vgl. Centre d'Expertise pour l'Observation des Partenariats Public-Privé (2009), S. 14ff.

⁴⁰⁶ Vgl. DLA Piper (2009), S. 46.

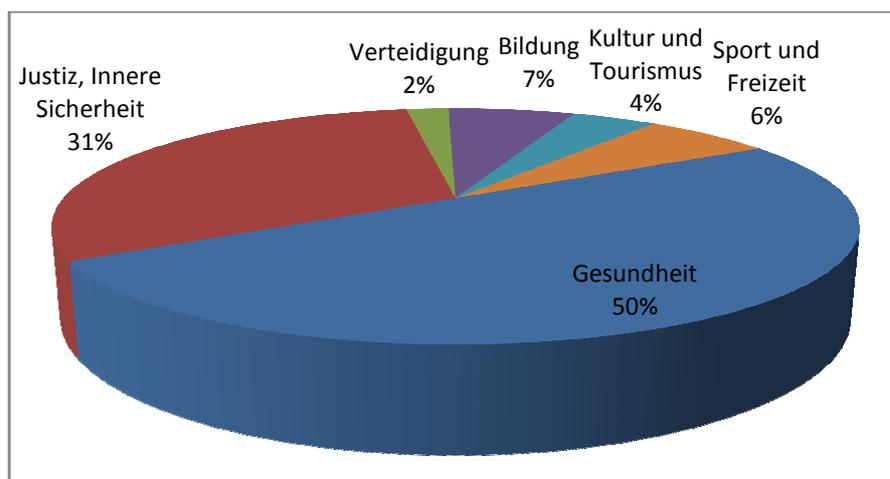


Abbildung 22: Vergebene PPP-Projekte in Frankreich nach Hochbausegmenten⁴⁰⁷

4.4.2.2. Vertragsmodelle

Die Verteilung der begonnenen und vergebenen PPP-Projekte (Hochbau und Infrastruktur) im Hinblick auf die verschiedenen Vertragsmodelle gestaltet sich wie folgt (Zeitraum 01.01.2004 bis 30.09.2009):

Tabelle 15: Verteilung Vertragsmodelle begonnene und vergebene Projekte⁴⁰⁸

	Begonnene Projekte	Vergebene Projekte
PPP-Partnerschaftsvertrag (Contrat de Partenariat)	133	49
Krankenhauserbpachtvertrag (Bail Emphytéotique Hospitalier)	48	36
Verwaltungserbpachtvertrag (Bail Emphytéotique Administratif)	156	38
Erbpachtvertrag mit Kaufoption (Autorisation d'Occupation Temporaire – Location avec Option d'Achat)	24	10
Gesamt	361	133

Wie Tabelle 15 verdeutlicht, werden die meisten PPP-Projekte bisher im Rahmen eines PPP-Partnerschaftsvertrages oder eines Erbpachtvertrages umgesetzt.

⁴⁰⁷ Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung Centre d'Expertise pour l'Observation des Partenariats Public-Privé (2009), S. 13ff.

⁴⁰⁸ Vgl. Centre d'Expertise pour l'Observation des Partenariats Public-Privé (2009), S. 9.

Da PPP-Partnerschaftsverträge auch für Projekte im Bereich der Energieversorgung und der Netzinfrastruktur (Breitband) eingesetzt werden, sind die Laufzeiten der Verträge mit zwischen 10 und 20 Jahren im Vergleich zu anderen PPP-Vertragsformen kürzer. Krankenhaus- bzw. Verwaltungserbpachtverträge werden über eine längere Laufzeit von zwischen 20 und 30 Jahren bzw. von über 30 Jahren abgeschlossen.⁴⁰⁹

Zwei Drittel der Partnerschaftsverträge wurden über Projektvolumina von weniger als 50 Mio. Euro abgeschlossen. Insbesondere die Gebietskörperschaften und die Kommunen realisieren ihre PPP-Projekte vorzugsweise mittels Partnerschaftsvertrag (ca. 43 Prozent der bezuschlagten Projekte). Die Krankenhauserbpachtverträge wurden zu 98 Prozent von öffentlichen Gesundheitseinrichtungen als öffentlichem Auftraggeber abgeschlossen. Insgesamt umfassen die 48 begonnenen Projekte ein Projektvolumen von 2,9 Mrd. Euro, davon 1,9 Mrd. für die Investition. Die Verwaltungserbpachtverträge schließlich wurden überwiegend bei der PPP-Realisierung von Polizeistationen eingesetzt.⁴¹⁰

4.4.2.3. Projektbeteiligte

Die vom Bieterkonsortium gegründete Projektgesellschaft kann in Frankreich die Rechtsform einer sogenannten *Société Civile Immobilière*, einer *Société Commerciale* oder einer *Société d'Economie Mixte Locale (SEML)* annehmen. Eine *Société Civile* entspricht der deutschen Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR), bei einer *Société Civile Immobilière* handelt es sich um eine mit dem Ziel des Immobilienerwerbs gegründete GbR. Die *Société Commerciale* entspricht der deutschen Handelsgesellschaft, während *SEML* eine zum Zweck der Errichtung eines Gebäudes gegründete gemischtwirtschaftliche Gesellschaft bezeichnet.⁴¹¹

Eine Beteiligung klein- und mittelständischer Unternehmen als Auftragnehmer bzw. als Nachunternehmer der Projektgesellschaft auf erster Ebene findet in Frankreich selten statt. Der PPP-Markt wird von wenigen großen Baukonzernen dominiert. Der Gesetzgeber hat den ausschreibenden Stellen eingeräumt, den Anteil der an KMU vergebenen Leistungen zum Bewertungskriterium bei der Vergabe von PPP-Projekten zu machen, um so die Einbindung des Mittelstandes zu fördern.⁴¹²

4.4.2.4. Finanzierungsstrukturen von PPP-Projekten

Zur Finanzierung von PPP-Projekten ist in Frankreich eine Kombination aus einer Forfaitierung mit Einredeverzicht (*Cession Dailly*⁴¹³) der öffentlichen Hand und Projektfinanzierung möglich und üblich. Die Finanzierungsstruktur eines Krankenhausprojektes

⁴⁰⁹ Vgl. Centre d'Expertise pour l'Observation des Partenariats Public-Privé (2009), S. 17.

⁴¹⁰ Vgl. Centre d'Expertise pour l'Observation des Partenariats Public-Privé (2009), S. 8.

⁴¹¹ Vgl. Mission Nationale d'Appui à l'Investissement Hospitalier (2005), S. 74ff.

⁴¹² Vgl. Le Moniteur (2007, Abruf: 25.12.2008), unter: http://moniblogs.lemoniteur-expert.com/btp_ppp

⁴¹³ Die Forderungsabtretung bei PPP-Projekten ist in Frankreich sowohl im Rahmen der Forderungsabtretung *Dailly* (Artikel L.313-23ff. Code Monétaire et Financier) als auch einer speziell für *Contrat de Partenariat* vorgesehenen Abtretung (Artikel L.313-29-1 Code Monétaire et Financier) möglich. Aus Vereinfachungsgründen wird im Folgenden die deutsche Begrifflichkeit „Forfaitierung mit Einredeverzicht“ synonym für die französische *Cession Dailly* verwendet.

etwa setzt sich in der Regel aus 80 Prozent Forfaitierung mit Einredeverzicht, 10 bis 15 Prozent Projektfinanzierung und 5 bis 10 Prozent Eigenkapital zusammen. Im Rahmen des PPP-Erweiterungsgesetzes vom 28. Juli 2008 wurde der Anteil der Forfaitierung mit Einredeverzicht der öffentlichen Hand auf maximal 80 Prozent der Investition limitiert.

Der bei einem PPP-Projekt üblicherweise geforderte Eigenkapitalanteil steigt mit dem Ausmaß der auf die Projektgesellschaft übertragenen (technischen) Risiken sowie mit zunehmender Komplexität des Projektes.⁴¹⁴ Bei einem reinen Gebäudevertrag beläuft sich der Eigenkapitalanteil auf ca. 1 Prozent der Investitionssumme, während er bei einem PPP-Projekt, in dessen Rahmen auch umfassende Betriebs- und Instandhaltungsleistungen übertragen werden, zwischen 5 Prozent und 10 Prozent angesetzt wird. Werden im Rahmen eines PPP auch kommerzielle Dienstleistungen der Vermarktung, wie beispielsweise der Betrieb eines Restaurants oder eines Kiosk, und damit auch Auslastungsrisiken auf den privaten Auftragnehmer übertragen, ist der geforderte Eigenkapitalanteil entsprechend höher.⁴¹⁵ Im Zuge der Finanzkrise haben sich die von den Fremdkapitalgebern geforderten Eigenkapitalquoten erhöht. Es werden bis zu 15 Prozent Eigenkapital für klassische PPP-Hochbauprojekte und bis zu 30 Prozent bei PPP-Projekten mit Auslastungsrisiken gefordert.⁴¹⁶

4.4.2.5. PPP in der Finanzmarktkrise

Im Februar 2009 reagierte die französische Regierung mit dem Gesetz 2009-179 auf die anhaltende Krise an den Finanzmärkten und die infolge der mangelnden Finanzierungsmittel sinkenden Projektzahlen. Ziel des Gesetzes ist die Forcierung von PPP-Projekten durch eine Erleichterung des Zugangs zu Fremdkapital. Zu diesem Zweck hat der Gesetzgeber drei Maßnahmen vorgesehen:

- Der französische Staat gibt Garantien in Höhe von bis zu 80 Prozent des Finanzierungsvolumens für PPP und Konzessionsprojekte ab. Diese Garantien können sowohl bei der unverbrieften Kredit- als auch bei der Anleihenfinanzierung eingesetzt werden. Eine Voraussetzung für die Bereitstellung einer Garantie ist die Unterzeichnung der Projektverträge bis zum 31.12.2010. Insgesamt werden 10 Mrd. Euro an Garantien ausgereicht. Die Einbindung von Fördermitteln wird durch die Finanzierungsgarantie nicht eingeschränkt. Die französische Regierung erwartet, dass die Projekte nach Fertigstellung refinanziert werden und die Garantien entfallen können.⁴¹⁷ Die Vereinbarkeit der Staatsgarantien mit bzw. die Konsequenzen auf die Anrechnung auf die Staatsverschuldung im Sinne der Eurostat-Kriterien ist derzeit noch unklar.⁴¹⁸
- Mit dem Inkrafttreten des neuen Gesetzes werden die Bieter weiterhin von der Verpflichtung zur Abgabe einer verbindlichen Finanzierungserklärung der finanzierenden Bank zur Angebotsabgabe entbunden. Ziel dieser Maßnahme ist es, den Banken die

⁴¹⁴ Vgl. Lyonnet du Moutier, M. (2006), S. 196.

⁴¹⁵ Vgl. Caisse des Dépôts (2005).

⁴¹⁶ Vgl. Experteninterview (Frankreich).

⁴¹⁷ Vgl. DLA Piper (2009), S. 48.

⁴¹⁸ Vgl. Bergère, F. (2009), S. 15f.

Möglichkeit zu eröffnen, sich nach Zuschlagserteilung auch beim Bankenkonsortium der Konkurrenz zu beteiligen und so den Kreditmarkt zu stärken.

- Als dritte Maßnahme werden sogenannte *fonds d'épargne* der Caisse des Dépôts et Consignations in Höhe von 8 Mrd. Euro zur Co-Finanzierung von Projekten zur Verfügung gestellt. Das bereitgestellte Kapital kann bis zu 25 Prozent der Finanzierung eines PPP-Projektes decken.⁴¹⁹

4.4.3 Eigenkapitalbeteiligungen

4.4.3.1. Eigenkapitalgeber und Beteiligungsformen

In Frankreich beteiligen sich verschiedene Institutionen und Anleger, vorwiegend im Rahmen von Investmentfonds, an PPP-Projekten bzw. an PPP-Projektgesellschaften. Es wurden bereits eine Vielzahl von PPP-Fonds bzw. Fonds zur Investition in öffentliche Infrastruktur (auch Hochbau) aufgelegt, von denen einige ausgewählte im Folgenden dargestellt werden.

In der Literatur werden für Frankreich die folgenden PPP-Eigenkapitalinvestoren unterschieden:⁴²⁰

- Investment- und Infrastrukturfonds,
- Institutionelle Investoren: Pensionsfonds, Lebensversicherungen, Vermögensverwalter,
- Institutionelle Eigenkapitalgeber wie beispielsweise die Caisse des Dépôts et Consignations (CDC),
- Banken.

Im Folgenden wird eine Auswahl einiger in Frankreich aufgelegter Fonds vorgestellt, die in PPP-Projekte im Hochbau bzw. im gesamten Infrastrukturbereich investieren.

Der FIDEPPP (Fonds d'Investissement et de Développement des Partenariats Public-Privé) wurde als Investmentfonds (*Fonds Commun de Placement à Risque*), von der französischen Sparkassen-Gruppe (Groupe Caisse d'Épargne) aufgelegt. Der Fonds ist mit einer ersten Tranche in Höhe von 200 Mio. Euro dotiert und stellt Eigenkapital und eigenkapitalähnliche Mittel (Mezzanine-Kapital) für PPP-Projekte in Frankreich bereit.⁴²¹ Das verfügbare Eigenkapital soll zwischen 2005 und 2010 in Projekten mit einem Gesamtvolumen von mehr als 5 Mrd. Euro angelegt werden.⁴²² Das Investitionsvolumen der einzelnen Projekte soll sich auf

⁴¹⁹ Beispielsweise flossen in das PPP-Projekt der Universität Paris-Diderot mit einem Investitionsvolumen von 150 Mio. Euro ca. 37 Mio. Euro aus dem Fonds d'Épargne – Programm der Caisse des Dépôts ein. Das Eigenkapital für die Fremdfinanzierung des Vorhabens wurde von Barclays Private Equity und dem FIDEPPP bereitgestellt. (Vgl. DLA Piper (2009), S. 46.

⁴²⁰ Vgl. Bergère, F. et al. (2007), S. 250f.

⁴²¹ Die Eigenkapitalbereitstellung erfolgt mit den Projektspensoren und anderen Finanzintermediären als Co-Investoren (Vgl. Ce qu'il faut savoir pour obtenir un financement du PPP, unter: <http://www.fideppp.fr/financement.php>).

⁴²² Vgl. Development Institute International (2007), S. 4f; Groupe Caisse d'Épargne (2005), S. 6.

zwischen 35 und 600 Mio. Euro bei einer Fremdkapitalquote von 80 bis 95 Prozent belaufen.⁴²³ Investiert wird in Projekte aus den Hochbaubereichen Bildung (Universitäten, Schulen), Umwelt (Wasser, Abfälle), Gesundheit (Kommunale Krankenhäuser, Universitätskliniken), Verwaltung, Verteidigung, Sicherheit und Justiz aber auch in Telekommunikations- und Transportprojekte (Tramways, Eisenbahn, Häfen, Flughäfen, Straßen und Autobahnen).⁴²⁴

Die Investoren des FIDEPPP sind die französischen Sparkassen (55 Prozent), die NATIXIS Corporate & Investment Bank (30 Prozent), die Hypothekenbank Crédit Foncier (14 Prozent) und die Bank OCEOR (1 Prozent).⁴²⁵

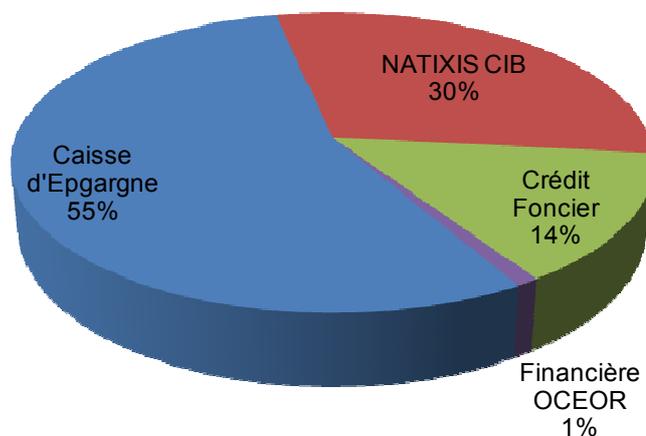


Abbildung 23: Investoren des FIDEPPP

Der Fonds wurde für eine Dauer von 99 Jahren aufgelegt und ist auf die langfristige Finanzierung von PPP-Vorhaben ausgerichtet.⁴²⁶ Eine Beteiligung erfolgt sowohl an Projekten, die im Rahmen eines PPP-Partnerschaftsvertrages (Contrat de Partenariat), einer Delegation eines öffentlichen Dienstes (Délégation de Service Public) oder beruhend auf einem (Krankenhaus)-Erbpachtvertrag (Bail Emphytéotique Administratif, Bail Emphytéotique Hospitalier) errichtet werden als auch an allen weiteren Arten von Konzessionen.

Der FIDEPPP wird von NATIXIS Environnement & Infrastructures, einer 100%igen Tochter der NATIXIS Corporate & Investment Bank gemanagt, die den Fonds auch während der Angebots- und Projektphase gegenüber den Gesellschaftern und Nachunternehmern der Projektgesellschaft vertritt.

⁴²³ Vgl. Groupe Caisse d'Epargne (2005), S. 10.

⁴²⁴ Vgl. FIDEPPP (Abruf: 04.01.09), Partenariat Public-Privé, unter: <http://www.fideppp.fr/partenariat.php>.

⁴²⁵ Zu Beginn des Jahres 2010 gehörten die aufgeführten Institute zur Groupe BCPE (Banques Populaires et Caisses d'Epargnes), dem Zusammenschluss der Volksbanken und der Sparkassen in Frankreich. Vgl. auch FIDEPPP (Abruf: 04.01.09), Investisseurs, unter: <http://www.fideppp.fr/investisseurs.php>.

⁴²⁶ Vgl. FIDEPPP (Abruf: 04.01.09), Ce qu'il faut savoir pour obtenir un financement du PPP, unter: <http://www.fideppp.fr/financement.php>

Der FIDEPPP hat bisher in Schulprojekte (3 Gymnasien in Guyana, Neubau von vier Gebäuden auf dem Campus der Universität Paris), Krankenhausprojekte (Bourgouin-Jallieu), Straßenbahn-Projekte (Reims) und Autobahnprojekte (Konzession A 28) investiert. Im März 2009 hat der Fonds 55 Prozent der Anteile an der französischen Gesellschaft Axione Infrastructures, in der 12 Breitband-Konzessionsnehmer zusammengeschlossen sind, übernommen. Im Juli 2009 wurde der Zuschlag für das PPP-Projekt der Universität Paris 7, das ein Investitionsvolumen von 108 Mio. Euro umfasst, an das Konsortium UNICITE, bestehend aus VINCI Construction France, GDF-Suez (Cofely), Barclays Private Equity und FIDEPPP, erteilt.

Auch die Crédit Agricole Private Equity hat mit dem Infrastrukturfonds *Meridiam Infrastructure* im Mai 2006 einen Fonds mit einem Volumen von 190 Mio. Euro aufgelegt. Der Fonds investiert langfristig sowohl im Primär- als auch im Sekundärmarkt in Projekte mit unterschiedlichen Risikoprofilen in den Bereichen Transport, soziale Infrastruktur und Umwelt. Das Investitionsvolumen in einzelne Projekte liegt zwischen 5 und 60 Mio. Euro, wobei Meridiam sowohl als Haupt- als auch als Minderheitsgesellschafter auftritt.⁴²⁷

Die französisch-belgische Bankengruppe Dexia SA hat bereits mehrere Fonds gegründet, die in PPP-Projekte investieren können. Der South Europe Infrastructure Equity Finance (SEIEF), ein Private Equity Fonds mit einer Kapitalisierung von 120 Mio. Euro, wurde von der Dexia und der Europäischen Investitionsbank mit dem Ziel mittelgroßer PPP-Investitionen in Frankreich, Italien, Spanien und Portugal aufgelegt. Der SEIEF, der beim First Closing 2006 über ein Anlagevolumen von 80 Mio. Euro verfügte, wurde nun durch den Beitritt zweier neuer Finanzinstitute, der belgischen Holding Communal und der portugiesischen Caixa Geral, um 40 Mio. Euro erweitert, so dass er beim second Closing mit 120 Mio. Euro geschlossen wurde.⁴²⁸

Babcock & Brown investiert mit *Babcock & Brown Public Partnership (BBPP)* unter anderem in PPP/PFI-Projekte. Das Fondsvolumen beläuft sich gegenwärtig auf 424 Mio. Pfund, die Zielrendite liegt bei 8 Prozent bis 9 Prozent minimum, der Total Shareholder Return (TSR) bei 18,8 Prozent. Vorrangig wird in PPP-Projekte in Großbritannien investiert, aber auch in Projekte im restlichen Europa, u. a. in das Krankenhaus-PPP Amiens in Frankreich. Der Beteiligungsbeginn erfolgte hier in der Bauphase, der Fonds besitzt 95 Prozent der Anteile an der Projektgesellschaft, was auf umfassende Möglichkeiten der Einflussnahme auf die Entscheidungen der Projektgesellschaft schließen lässt.⁴²⁹

Auch die *Caisse des Dépôts* als staatliches Kreditinstitut⁴³⁰ beteiligt sich langfristig mit Eigenkapital im Bereich der allgemeinen Infrastruktur, das heißt sowohl an öffentlichen Immobilien (Krankenhäuser, Gefängnisse, Verwaltungsgebäude), Projekten der Transportinfrastruktur (Autobahnen, Straßenbahnen, Eisenbahn) als auch an technischen Einrichtungen (Müllentsorgung, Versorgungsnetze, etc.). Dabei hält die Caisse des Dépôts in der Regel zwischen 30 Prozent und 50 Prozent der Anteile an der Projektgesellschaft. Die

⁴²⁷ Vgl. Meridiam Infrastructure (2006), Abruf: 21.03.2009.

⁴²⁸ Vgl. Finanznachrichten (2007), Abruf: 21.03.2009.

⁴²⁹ Vgl. Babcock & Brown Public Partnerships (2009), Abruf: 21.03.2009.

⁴³⁰ „La Caisse des dépôts et consignations et ses filiales constituent un groupe public au service de l'intérêt général et du développement économique du pays. Ce groupe remplit des missions d'intérêt général en appui des politiques publiques conduites par l'Etat et les collectivités locales et peut exercer des activités concurrentielles.“, (Code monétaire et financier. Art. L. 518-2).

angestrebte interne Rendite (*Taux de Rentabilité Interne, TRI*) liegt zwischen 9 Prozent und 12 Prozent. Die Projektvolumina der Beteiligungsprojekte variieren zwischen 15 Mio. Euro und 1,5 Mrd. Euro.⁴³¹ Bis Mitte 2007 wurden insgesamt 60 Mio. Euro in neun Projekte mit einem Gesamtvolumen von 800 Mio. Euro investiert. Bei den Projekten handelt es sich um Krankenhäuser (CHNO, Bourgoin, Carcassonne), öffentliche Immobilien (Polizeistation Nizza, Gymnasium in Guyana, Archive Außenministerium), Straßenbahnen (Reims und Lyon) und die Eisenbahn-Autobahn zwischen Perpignan und Luxembourg (Lorry-rail).⁴³²

4.4.3.2. Struktur des bereitgestellten Eigenkapitals

Die bei PPP-Hochbauprojekten von den Fremdkapitalgebern geforderten Eigenkapitalquoten liegen in Frankreich derzeit zwischen 2 und 15 Prozent über den Lebenszyklus, in Abhängigkeit von der Risikostruktur.⁴³³ In der Bauphase werden überwiegend Eigenkapitalbrückenfinanzierungen eingesetzt. Bürgschaften und Garantien kommen über die gesamte Projektlaufzeit eine hohe Bedeutung zu. Mezzanine-Kapital spielt bei französischen PPP-Projekten dagegen nur eine untergeordnete Rolle.⁴³⁴

Das dominierende Motiv französischer Eigenkapitalgeber bei der PPP-Beteiligung sind die langfristig stabilen Ausschüttungen. Daneben spielen auch die Möglichkeit zur Risikodiversifikation und die mit der Realisierung eines PPP, das heißt eines öffentlichen Vorhabens, einhergehende Reputation eine große Rolle. Bei der Auswahl konkreter Projekte steht die Leistungsfähigkeit der operativen Partner bzw. der Nachunternehmer an erster Stelle, gefolgt von der zu erwartenden Rendite und dem Investitionsvolumen.⁴³⁵

Die von den Eigenkapitalgebern bei PPP-Hochbauprojekten (ohne Übertragung von Auslastungsrisiken) geforderte Rendite liegt (vor Steuern) in der Bauphase zwischen 16 und 20 Prozent, in der frühen Betriebsphase zwischen 6 und 10 Prozent und in der fortgeschrittenen Betriebsphase zwischen 11 und 15 Prozent.⁴³⁶

Innerhalb der Projektgesellschaft übernehmen Finanzintermediäre die Finanzierungs-, Steuer-, Rechtsprechungs-, Force Majeure- und Restwertrisiken. Sie erbringen, wie auch deutsche Eigenkapitalgeber, die Leistungen des Financial Advisory (CF-Modellierung und -Optimierung, Optimierung Finanzierung und Steuerkonzept, etc.), der Angebotssteuerung, der Verhandlung mit Nachunternehmern und Banken, der wirtschaftlichen und rechtlichen Prüfung der Ausschreibung und Umsetzungskonzepte sowie die der Finanzierungsdokumentation.⁴³⁷

Auch für mittelständische Unternehmen besteht die Möglichkeit der Eigenkapitalbereitstellung durch Finanzintermediäre. Diese kann projektbezogen sowohl über die gesamte

⁴³¹ Caisse des Dépôts (2007).

⁴³² Caisse des Dépôts (2007).

⁴³³ Vgl. Empirische Erhebung (Frankreich).

⁴³⁴ Vgl. Empirische Erhebung (Frankreich).

⁴³⁵ Vgl. Empirische Erhebung (Frankreich).

⁴³⁶ Vgl. Empirische Erhebung (Frankreich).

⁴³⁷ Vgl. Empirische Erhebung (Frankreich).

Laufzeit als auch nach Abschluss der Bauphase erfolgen oder auch im Rahmen einer strategischen Partnerschaft langfristig umgesetzt werden.⁴³⁸

4.4.4 Praxisbeispiel Frankreich

Der Investmentfonds FIDEPPP hat im April 2007 im Konsortium mit GFC Construction⁴³⁹, Exprimm und der Caisse des Dépôts einen Krankenhaus-PPP-Vertrag mit dem Klinikum Pierre Oudot de Bourgoin-Jallieu (CHPO) unterzeichnet. Der auf 35 Jahre geschlossene Vertrag umfasst die Leistungen Planung, Bau, Finanzierung und Instandhaltung. Das Investitionsvolumen beläuft sich auf 150 Mio. Euro.

Als Initiator und Manager des Fonds FIDEPPP übernimmt Natixis die Finanzierungsberatung im Konsortium und ist als Co-Arranger zusammen mit der Société Générale für die Bereitstellung der Finanzierung und Zinssicherungsinstrumente verantwortlich. Die Finanzierung wird von einem Bankenpool, dem auch die Sparkasse Rhône-Alpes-Lyon und die Hypothekenbank Crédit Foncier angehören, gestellt. Das Volumen der Senior Debt beläuft sich auf 139 Mio. Euro. Ein Teil der langfristigen Finanzierung wird mit Abnahme des Bauwerks einredefrei an die finanzierende Bank abgetreten.

Der Investmentfonds FIDEPPP hält insgesamt 40,5 Prozent der Anteile an der Projektgesellschaft, was einer Eigenkapitalinvestition von ca. 6 Mio. Euro entspricht. Weitere Anteile werden von der Caisse des dépôts und den Projektspensoren GFC und Exprimm (19 Prozent) gehalten.

⁴³⁸ Vgl. Empirische Erhebung (Frankreich).

⁴³⁹ GFC Construction ist eine Tochtergesellschaft von Bouygues Construction France. Im Jahr 2008 erwirtschaftete GFC einen Jahresumsatz in Höhe von 365 Mio. Euro. Das Unternehmen hat ca. 707 eigene Mitarbeiter. (Quelle: <http://www.gfc-construction.fr/GFC-Construction-ar12>, Abruf: 04.01.2009).

4.5 Ergebnisse und Übertragbarkeit auf Deutschland

Im Folgenden werden die im Zuge der Untersuchung der länderspezifischen Rahmenbedingungen, Marktentwicklung und insbesondere der Eigenkapitalbeteiligung an projektfinanzierten PPP-Projekten gewonnenen Ergebnisse zusammengefasst und ihre Übertragbarkeit auf Deutschland kritisch diskutiert.

4.5.1 Rahmenbedingungen

Public Private Partnership wird in allen untersuchten Ländern als lebenszyklusorientierte, alternative Beschaffungsmaßnahme der öffentlichen Hand verstanden, die die Leistungserbringung der Planung, des Baus, des Betriebs und insbesondere auch der Finanzierung durch einen privaten Auftragnehmer umfasst. Während der PPP-Anteil an der öffentlichen Beschaffung in Großbritannien seit 1997 bei ca. 10 bis 15 Prozent liegt und der Anteil in Italien ebenfalls signifikant hoch ist, wird in Frankreich und Deutschland bislang seltener auf eine PPP-Realisierung zurückgegriffen.

Sowohl in Großbritannien als auch in Italien und Frankreich wurden entsprechende öffentlich-privatwirtschaftliche Einrichtungen zur Förderung, Überwachung und Auswertung von PPP-Projekten geschaffen.

In allen betrachteten Ländern ist der Nachweis der Wirtschaftlichkeit vor Beginn der Umsetzung der PPP-Maßnahme, das heißt vor einer Ausschreibung der Leistung, erforderlich. Aus den Erfahrungen in Großbritannien kann entnommen werden, dass die Berechnung des PSC bzw. die Durchführung der Wirtschaftlichkeitsuntersuchung mit zunehmendem Dealflow an Komplexität verliert und die Ergebnisse hinsichtlich der tatsächlich realisierbaren Effizienzgewinne an Aussagefähigkeit gewinnen.

Bezüglich des Vergabeverfahrens lassen sich gegenwärtig keine besonderen Erkenntnisse ableiten. So werden in allen Ländern die Vergabevorschriften der EU umgesetzt. In Großbritannien werden Verfahrensdauern von 21 bis 23 Monaten in den Bereichen Bildung, Justiz und Verteidigung sowie 40 Monaten im Gesundheitsbereich realisiert. In Frankreich werden für die Vergabe von PPP im Gesundheitsbereich im wettbewerblichen Dialog zwischen 18 und 34 Monaten ab Beginn des Verfahrens bis zum Beginn der Bauarbeiten angegeben. In Italien werden durchschnittliche Verfahrensdauern von 13,1 Monaten angegeben.

Hinsichtlich der Standardisierung der PPP-Verträge können aus Großbritannien die meisten Erkenntnisse gewonnen werden. Die sektorspezifisch entwickelten und angepassten Standardverträge in Großbritannien haben normativen Charakter, das heißt, sie sind bei der PPP-Realisierung anzuwenden. Durch die Anwendung des in der vierten, modifizierten Fassung vorliegenden Standardvertrages (SoPC4) werden die Bankenfähigkeit des PPP-Projektes erhöht und die Transaktionskosten, insbesondere für die bei einer Projektfinanzierung durchgeführten Due Diligence, entsprechend gesenkt. Bei der Entwicklung eines Standardvertrages für Deutschland sollten insbesondere die Klauseln zum Gesellschafterwechsel aus dem britischen Standardvertrag berücksichtigt werden. Durch eine entsprechend liberale Ausgestaltung kann die Entwicklung und Etablierung eines funktionierenden Sekundärmarktes als Voraussetzung für einen funktionsfähigen Primärmarkt nachhaltig gefördert werden. In Frankreich wurde bisher kein verpflichtender Mustervertrag entwickelt

und in Italien liegt bisher lediglich für den Gesundheitssektor ein Mustervertrag vor, der jedoch ebenfalls nicht verpflichtend ist.

Ein weiterer bedeutender Aspekt ist die umsatzsteuerliche Behandlung von PPP-Projekten. In Großbritannien besteht ein Mehrwertsteuer-Refund, wonach öffentliche Ministerien und Behörden sich die an den privaten Auftragnehmer gezahlte Umsatzsteuer zurückerstatten lassen können. In Italien und Frankreich wurde ebenfalls ein Mehrwertsteuer-Refund eingeräumt. Dadurch entfällt eine umsatzsteuerliche Mehrbelastung der öffentlichen Hand bei der Vergabe von PPP-Projekten.

4.5.2 Marktentwicklung

Mit 935 realisierten PFI-Projekten im Zeitraum bis Ende 2008 kann die PPP-Marktentwicklung in Großbritannien als am weitesten fortgeschritten bezeichnet werden. Im Vergleich dazu befinden sich der französische (133 Projekte im Zeitraum 2004 bis September 2009) und der deutsche PPP-Markt (134 Hochbauprojekte bis Dezember 2009) noch in der Entwicklung.⁴⁴⁰

In Großbritannien und Frankreich sind KMU in der Regel nur als spezialisierte Nachunternehmer in PPP-Projekte eingebunden. In Frankreich hat der Gesetzgeber zur gezielten Förderung von KMU den ausschreibenden Stellen eingeräumt, den Anteil der an KMU vergebenen Leistungen zum Bewertungskriterium bei der Vergabe von PPP-Projekten zu machen. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass in Italien viele kleinere PPP-Projekte durchgeführt worden sind, sind KMU bei italienischen PPP-Projekten häufige als operative Partner und z. T. auch als Gesellschafter der Projektgesellschaft tätig. Durch die Errichtung des Garantiefonds werden KMU noch darüber hinaus gefördert.

In Großbritannien und Italien ist die Projektfinanzierung die klar dominierende Finanzierungsvariante. Das Fremdkapital wird überwiegend über unverbriefte Kredite bereitgestellt. Eine durchaus gangbare Alternative dazu bildet die Ausgabe von Anleihen von der Projektgesellschaft. In Deutschland wird hingegen noch verstärkt auf die kommunalkreditähnlichen Konditionen der Forfaitierung mit Einredeverzicht des öffentlichen Auftraggebers zurückgegriffen (73 Prozent aller bezuschlagten Projekte bis Dezember 2009), wohingegen die Projektfinanzierung seltener und in erster Linie bei komplexen Projekten, die sich durch hohe Investitionsvolumina und komplexe Vertragsstrukturen auszeichnen (z. B. Gesundheit, Sicherheit), angewendet wird. In Frankreich werden Projektfinanzierung und Forfaitierung traditionell kombiniert, wobei hier der Anteil der Forfaitierung mit Einredeverzicht auf maximal 80 Prozent limitiert wurde.

⁴⁴⁰ Durch die weitumfassende Definition des Begriffes PPP in Italien existieren keine vergleichbare statistischen Angaben zu den umgesetzten PPP-Projekten. Zudem besteht in Italien eine große Diskrepanz zwischen ausgeschriebenem und vergebenem PPP-Projekten.

4.5.3 Eigenkapitalbeteiligungen

Die Kapitalstrukturen der Projektfinanzierungen in den Ländern hängen entscheidend vom Entwicklungsgrad des PPP-Marktes bzw. den Erfahrungen im Bereich PPP-Projektfinanzierungen ab. Es wurden Fremd-zu-Eigenkapital-Relationen im Verhältnis 90 zu 10 bzw. 85 bis 15 Prozent realisiert. Die Höhe des von den Fremdkapitalgebern geforderten Eigenkapitalanteils hängt wesentlich von der Belastbarkeit der Cashflows ab. Diese variiert mit dem Umfang und der Art der übertragenen Leistungen und den auf den privaten Auftragnehmer übertragenen Risiken. In Großbritannien, dessen PPP-Markt am weitesten entwickelt ist und der bereits einen entsprechend weit fortgeschrittenen Lernkurven- und Standardisierungsprozess durchlaufen hat, haben sich Eigenkapitalquoten zwischen 0 und 10 Prozent etabliert. Das dabei eingesetzte Eigenkapital i.w.S. wird vorwiegend in Form von Nachrangdarlehen zur Verfügung gestellt, da diese für die Projektgesellschaft steuerabzugsfähig sind.

In Großbritannien ist der PPP-Beteiligungsmarkt bereits stark entwickelt. Dies kann unter anderem darauf zurückgeführt werden, dass sich infolge der offenen Bestimmungen zum Gesellschafterwechsel und der großen Anzahl umgesetzter Projekte in verschiedenen Hochbausegmenten bereits ein funktionierender Sekundärmarkt etablieren konnte, der Investoren die Möglichkeit zum Exit bzw. Einstieg nach der Bauphase bietet.

Die Untersuchung hat gezeigt, dass im europäischen Ausland Eigenkapital in erster Linie über Finanzintermediäre in Form von Infrastruktur- und Private Equity Fonds in PPP-Projekte investiert wird. Die von den Eigenkapitalgebern bei PPP-Hochbauprojekten (ohne Übertragung von Auslastungsrisiken) geforderten Renditen liegen (vor Steuern) in der Bauphase zwischen 16 und 20 Prozent und in der Betriebsphase zwischen 6 und 15 Prozent. Als Investoren traten ferner sowohl nationale Banken und Finanzinstitute, Versicherungen und Pensionskassen als auch internationale Förderbanken auf.

Im Hinblick auf eine Beteiligung mittelständischer Unternehmen an PPP-Projekten musste allerdings festgestellt werden, dass diese bei der PPP-Realisierung mit Einbindung von Finanzintermediären auch im Ausland bisher nur eine untergeordnete Rolle als Subunternehmer der Nachunternehmer spielen. Es konnten keine Beteiligungsinstrumente und Investoren identifiziert werden, die speziell mittelständische Unternehmen bei der PPP-Realisierung unterstützen und mit entsprechender Zielsetzung für Deutschland adaptierbar wären.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass der PPP-Beteiligungsmarkt im Ausland sich in einem weiter fortgeschrittenen Entwicklungsstadium befindet als der deutsche. Daraus kann geschlossen werden, dass zum einen die gesetzlichen Rahmenbedingungen für PPP-Beteiligungen in Deutschland noch nicht hinreichend entwickelt sind, sich zum anderen aber aufgrund der geringen Projektzahlen auch noch kein funktionierender Beteiligungsmarkt etablieren konnte.

Es stellt sich daher insbesondere die Frage, inwieweit sich diese erhofften Marktprozesse durch verstärkte Einbindung spezialisierter Finanzintermediäre fördern lassen. Solchen Beteiligungsinstrumenten und Investoren widmet sich daher das nachfolgende Kapitel 5.

5 Deutsche Beteiligungsinstrumente und ausgewählte Investoren

Eigenkapital kann bei projektfinanzierten PPP-Projekten sowohl von Sponsoren als auch von Finanzintermediären, das heißt institutionellen Investoren bzw. Finanzinvestoren bereitgestellt werden. Als Finanzintermediäre bei PPP-Eigenkapitalbeteiligungen können Offene Immobilienfonds, ÖPP-Fonds, Geschlossene Fonds, Real Estate Investment Trusts, Versicherungen, Pensionskassen sowie weitere Beteiligungsinstrumente und Investoren auftreten.

Im Folgenden werden für die einzelnen Finanzintermediäre Rechtsgrundlagen und Anlagegrenzen und darauf aufbauend deren Rendite-Risiko-Profil dargestellt. Ausgehend von diesen Rahmenbedingungen wird unter Einbezug der Ergebnisse der empirischen Erhebung die Beteiligung der beschriebenen Beteiligungsinstrumenten und Investoren bei PPP-Projekten analysiert. Anschließend wird deren Besteuerung dargestellt.

5.1 Offene Immobilienfonds

Finanzintermediäre in Form Offener Immobilienfonds agieren seit 50 Jahren als Beteiligungsinstrumente an Immobilien für Privatanleger auf dem deutschen Markt. Trotz einiger Finanzierungsschwierigkeiten und vorübergehender Fondsschließungen in dieser Zeit⁴⁴¹ und gerade durch die ständige Novellierung und Anpassung des Investmentgesetzes gelten Offene Immobilienfonds als vergleichsweise sichere und langfristige Investmentklasse.⁴⁴² Es handelt sich um rechtlich unselbständige Sondervermögen, die den Regelungen des Investmentgesetzes unterliegen.⁴⁴³ Im Vergleich zu Geschlossenen Immobilienfonds, die Investoren eine alternative Möglichkeit zur indirekten Immobilieninvestition über einen spezialisierten Intermediär bieten, stehen sie einer unbegrenzten Anzahl von Anlegern offen und können demnach gemäß ihren rechtlichen Rahmenbedingungen und ihrem Fondsvermögen ohne weitere Einschränkungen in Immobilien investieren. Generell sind Offene Immobilienfonds in Offene Immobilienpublikumsfonds und Offene Immobilien-Spezialfonds zu unterscheiden.⁴⁴⁴ Die folgende Abbildung veranschaulicht grundsätzliche Unterschiede und Gemeinsamkeiten dieser beiden Grundformen.

⁴⁴¹ Vgl. dazu Financial Times Deutschland vom 03.11.2008, S. 24.

⁴⁴² Vgl. dazu auch Benk, K. et al. (2008), S. 9ff.

⁴⁴³ Vgl. Klug, W. (2009), S. 7.

⁴⁴⁴ Vgl. Pink, M. (2006), S. 4.

Kriterien	Offene Immobilienfonds	Spezialfonds
Rechtsform	Kapitalanlagegesellschaft (KAG)	
Gesetzliche Grundlage	Investmentgesetz (InvG)	
Investoren	Offen für jeden Investor (private und institutionelle Investoren); öffentlicher Verkauf	Keine natürlichen Personen; nicht-öffentlicher Verkauf von Anteilen
Konstruktion/Aufbau	Unbegrenzte Anzahl von (anonymen) Investoren; Anteilrückgabe und -kauf an jedem Handelstag möglich; hohe Rechtssicherheit und Anlegerschutz	Keine Anlegerbegrenzung; oft hohe Mindestinvestitionssummen; Anteilsrückgabe nicht täglich möglich (geringe Fungibilität)
Finanzierung	Immobilienakquisitionen werden über die Mittelzuflüsse finanziert	Immobilienakquisitionen werden durch Mittelzuflüsse (Cash Call) oder durch Übertrag von Immobilien finanziert
Mindestliquidität	Mindestens 5%	Nicht reguliert
Dividenden	Jährliche Ausschüttung oder Thesaurierung	Ausschüttung während des Jahres oder Thesaurierung
Investoreneinfluss auf Investmentstrategie	Keinen Einfluss	Über das Investmentkomitee
PPP-Beteiligungen	Nießbrauchrechte, max. 10% des Sondervermögens Grundstücke im Zustand der Bebauung, max. 20% des Sondervermögens	Abweichend von den nebenstehenden Anlagegrenzen bei Zustimmung der Anleger

Abbildung 24: Publikumsfonds vs. Spezialfonds⁴⁴⁵

5.1.1 Offene Immobilienpublikumsfonds

Offene Immobilienpublikumsfonds richten sich überwiegend an private Kleinanleger, die sich bereits mit einer Mindestinvestition von 50 Euro an diesen beteiligen können. Sie verbinden für den Anleger die Vorzüge einer Sachwertanlage mit denen von Wertpapieren. Mit Erwerb von Fondsanteilen an einem Offenen Immobilienfonds erhält der Anleger das Recht einer (börsen-)täglichen Rückgabe seiner Anteile.⁴⁴⁶ Dabei wird der Anteilspreis nicht über Angebot und Nachfrage an der Börse bestimmt, sondern durch den Inventarwert. Dieser wird durch die regelmäßige Bewertung (mindestens einmal jährlich) der einzelnen Immobilien nach Marktpreis durch einen unabhängigen Sachverständigen ermittelt.

⁴⁴⁵ Quelle: Eigene Darstellung modifiziert nach Klug, W. (2009), S. 18.

⁴⁴⁶ § 2 Abs. 2 InvG.

Die 46 am deutschen Markt tätigen Offenen Immobilienpublikumsfonds verfügten per April 2009 über ein Fondsvermögen in Höhe von insgesamt 80,4 Milliarden Euro.⁴⁴⁷

Ein Spezifikum deutscher Offener Immobilienfonds ist die Fristeninkongruenz ihrer Finanzierungs- und Investitionspolitik⁴⁴⁸, die sich daraus ergibt, dass gleichzeitig eine langfristige Bindung in Form von Immobilienanlagen sowie die Verpflichtung zur täglichen Anteilsrücknahme bestehen.⁴⁴⁹ Um mögliche Liquiditätsempässe zu vermeiden, ist die Kapitalanlagegesellschaft deshalb dazu angehalten, fünf Prozent des eingesammelten Kapitals in liquiden Mitteln verfügbar zu halten.⁴⁵⁰ Zuletzt kamen Offene Immobilienfonds aufgrund der Krise an den Finanzmärkten 2008 in Liquiditätsempässe: Zwölf der 46 deutschen Offenen Immobilienfonds waren gezwungen, aufgrund von enormen Mittelabflüssen ihre Anteilsrücknahme zeitweise auszusetzen.⁴⁵¹

5.1.1.1. Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen

Für Offene Immobilienfonds gelten allgemein die rechtlichen Regelungen des Investmentgesetzes.⁴⁵² 1959 kam es zur ersten Auflage eines Offenen Immobilienfonds und zehn Jahre später wurde die neue Investmentklasse unter die Regelungen des deutschen Investmentgesetzes gestellt.⁴⁵³ Die seitdem fortlaufende Weiterentwicklung der gesetzlichen Regularien der Anlageklasse lässt eine zunehmende Internationalisierung erkennen. Seit 1990 dürfen Offene Immobilienfonds unbegrenzt Grundstücke in allen Ländern des Europäischen Wirtschaftsraumes (EWR) erwerben.⁴⁵⁴ Im Jahr 2002 wurde der unbegrenzte Erwerb auch auf das weltweite Ausland erweitert, gleichzeitig aber das damit verbundene Währungsrisiko auf 30 Prozent des Sondervermögens begrenzt, d. h. das Immobilienvermögen auf Objekte, die durch Mietzahlungen in Fremdwährungen einem Währungsrisiko zum Euro ausgesetzt sind. Das zunehmende ausländische Engagement deutscher Immobilienfonds zeigt sich auch darin, dass das Fondsvermögen Offener Immobilienfonds im Jahr 2006 zu ca. 62 Prozent in internationalen Immobilien bestand. Im Jahr 2009 waren bereits ca. 70 Prozent des Fondsvermögens in Liegenschaften außerhalb Deutschlands investiert.⁴⁵⁵ Weiterhin wurde durch eine erneute Novellierung im Jahr 2004 neben dem direkten Erwerb einer Immobilie auch die Beteiligung an Immobiliengesellschaften zulässig.⁴⁵⁶

Die gesetzlichen Anlagegrenzen für Offene Immobilienfonds wurden mit der letzten Gesetzesnovellierung nochmals überarbeitet. Gemäß der Anlagenorm des § 67 InvG dürfen Offene Immobilienfonds wie bereits beschrieben unbegrenzt Mietwohngrundstücke, Geschäfts-

⁴⁴⁷ Vgl. Oswald, E. (2009), S. 2.

⁴⁴⁸ Diese Fristeninkongruenz ist bei Offenen Immobilienfonds im Ausland zumeist geringer ausgeprägt, da hier keine börsentägliche Anteilsscheinrücknahme erfolgt. Schweizer Offene Immobilienpublikumsfonds bspw. erlauben in ihren Geschäftsbedingungen die Rückgabe der Anteile zum Nettoinventarwert nach einer Kündigungsfrist von zwölf Monaten auf Geschäftsabschluss des Fonds. Unterdessen erfolgt hier der börsentägliche Handel auf einem Zweitmarkt. Vgl. dazu Swiss Fund Association (2009), S. 5.

⁴⁴⁹ Vgl. Lindemann, A.; Planitz v.d., F. (2008), S. 710.

⁴⁵⁰ Vgl. § 80 Abs. 1 InvG.

⁴⁵¹ Haß, L.H. et al. (2009), S. 524.

⁴⁵² Deutsches Investmentgesetz, Kapitel 2, Abschnitt 3 Immobilien-Sondervermögen, §§ 66-82.

⁴⁵³ Vgl. Bannier, C. E. et al. (2007), S. 13.

⁴⁵⁴ Inkrafttreten des 1. Finanzmarktförderungsgesetzes im Jahr 1990, vgl. auch Knoflach, B. (2009), S. 518.

⁴⁵⁵ Vgl. Köhler, R. (2009), S. 530.

⁴⁵⁶ Vgl. § 68 InvG.

grundstücke und gemischt genutzte Grundstücke erwerben.⁴⁵⁷ Unterschieden wird dabei nicht, ob der Erwerb der Grundstücke mit echtem Eigentumsübergang einhergeht oder lediglich auf den Erwerb von Eigentumsrechten beschränkt ist.⁴⁵⁸ Maximal 20 Prozent des Fondsvermögens können in Grundstücke im Zustand der Bebauung bzw. in unbebaute Grundstücke investiert werden.⁴⁵⁹ Sofern es die Vertragsbedingungen des Fonds zulassen, darf das Portfolio zu insgesamt 15 Prozent des Sondervermögens aus anderen Grundstücken und Rechten bestehen. Weiterhin besteht seit der Gesetzesnovellierung die Möglichkeit, zehn Prozent des Sondervermögens in Nießbrauchrechte an Grundstücken⁴⁶⁰ zu investieren, sofern diese dem Zweck der öffentlichen Aufgabenerfüllung geschuldet sind.⁴⁶¹ Demnach wird Offenen Immobilienfonds hiermit also auch die Möglichkeit gegeben, sich an PPP-Modellen zu beteiligen, bei denen kein echter Eigentumsübergang auf den privaten Partner vollzogen wird (wie beispielsweise beim Inhabermodell).

Offene Immobilienfonds erwerben vorzugsweise zu 100 Prozent Eigentum an ihren Anlageobjekten, im Ausland meist über indirekte Halteformen wie zu diesem Zweck gegründete Gesellschaften.⁴⁶² Joint Ventures, wie sie ggf. beim Erwerb von Anteilen an einer PPP-Projektgesellschaft notwendig wären, sind rechtlich auf 30 Prozent des Sondervermögens beschränkt.⁴⁶³ Dazu zählen lediglich Investments, an denen die Kapitalanlagegesellschaft keine Beteiligung in Höhe von 100 % hält.⁴⁶⁴ Grund für diese gesetzliche Ausgestaltung könnte eine Einschränkung der Handlungsspielräume, sowie die alleinige Verfügbarkeit des Fonds über die Immobilien sein, welches aufgrund der Handlungsunsicherheit in Bezug auf die Mitinvestoren c.p. eine Erhöhung des Risikos zur Folge hätte.

5.1.1.2. Rendite-Risiko-Profil

Offene Immobilienpublikumsfonds richten sich an private Kleinanleger. Sie sollen sich daher durch eine stabile Wertentwicklung und geringe Preisschwankungen auszeichnen, was durch eine entsprechende Risikomischung des Immobilienvermögens erzielt werden soll.⁴⁶⁵ Eine Diversifikation des Portfolios wird hierbei durch den Ankauf von Immobilien unterschiedlicher Regionen, Größe, Nutzungsarten und Mieter angestrebt.⁴⁶⁶

Offene Immobilienpublikumsfonds erzielten in den letzten zehn Jahren eine durchschnittliche Rendite von 4,1 Prozent p.a.⁴⁶⁷ und damit eine ähnliche Rendite wie Aktienfonds, allerdings mit geringeren Schwankungen.⁴⁶⁸ Im monatlichen Vergleich erreichten Offene Immobilienfonds im Zeitraum von 1991 bis Februar 2009 zwar eine geringere durchschnittliche Rendite

⁴⁵⁷ § 67 Abs. 1 Nr. 1 InvG.

⁴⁵⁸ Vgl. dazu § 67 Abs. 1 Nr. 4 i.V.m. Abs.1 Nr. 1-3 InvG.

⁴⁵⁹ §§ 67 Abs 1 Nr. 2 und 3 InvG.

⁴⁶⁰ Der Nießbrauch an einer Sache stellt das Recht über den *usus fructus* dar und ist unter § 1030 BGB definiert. Nießbrauchrechte können auch auf Grundstücke übertragen werden, wobei diesbezüglich eine Einigung und Eintrag im Grundbuch erfolgen muss. Ein Nießbrauchrecht an Grundstücken ist nicht veräußerbar an Dritte.

⁴⁶¹ § 67 Abs. 2 S. 3 InvG.

⁴⁶² Vgl. Experteninterview (Deutschland).

⁴⁶³ § 68 Abs. 6, S. 3 InvG.

⁴⁶⁴ § 68 Abs. 3 S. 2 Inv.G.

⁴⁶⁵ Vgl. Maurer, R.; Reiner, F.; Rogalla, R. (2004), S. 210.

⁴⁶⁶ Vgl. Lindemann, A.; Planitz v.d., F. (2008), S. 713.

⁴⁶⁷ Vgl. Klug, W. (2009), S. 13.

⁴⁶⁸ Vgl. Knoflach, B. (2009), S. 518.

(0,41 Prozent) als Anleihen (0,59 bis 0,64 Prozent), konnten allerdings dafür ein geringeres Risiko vorweisen.⁴⁶⁹ Eine Gegenüberstellung der Risiko-/Renditekennzahlen wichtiger Assetklassen enthält Abbildung 25.

Die geringe Schwankung der Fondsrenditen ist unter anderem auch auf die Bewertungsmethodik des Immobilienvermögens zurückzuführen. Ein unabhängiger Sachverständigenausschuss bewertet nach dem Ertragswertverfahren einmal jährlich, allerdings zu unterschiedlichen Zeitpunkten, den Immobilienbestand. Damit kommt es anders als bei Immobilienaktien, deren Wert täglich über die Börse festgestellt wird, zu keiner Abbildung von temporären Marktschwankungen und lediglich zu moderaten Renditepreisschwankungen.⁴⁷⁰

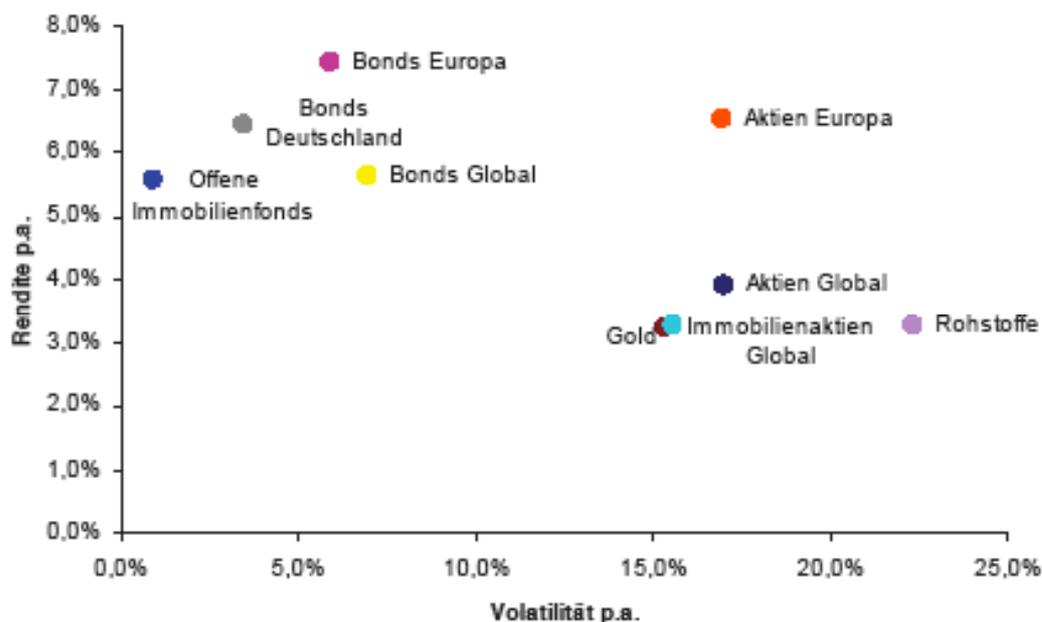


Abbildung 25: Risiko-/Renditediagramm der wichtigsten Assetklassen⁴⁷¹

Die hohen Anschaffungs- und Transaktionskosten, welche für den Ankauf einer Immobilie anfallen, reduzieren Umschichtungsanreize für Investoren bzw. führen dazu, dass für Immobilieninvestitionen typischerweise eine langfristige Investitionsdauer geplant wird. Neuinvestitionen werden bei offenen Immobilienfonds in der Regel mit einer Haltedauer von 10 Jahren in das Anlageportfolio integriert. Dazu tragen auch die steuerrechtlichen Regelungen bei, denn Veräußerungsgewinne sind erst nach Ablauf der Spekulationsfrist von 10 Jahren steuerfrei (§ 23 Abs. 1 EStG i.V.m. § 2 Abs. 3 S 1 InvStG).⁴⁷²

⁴⁶⁹ Vgl. Haß, L. H. et al. (2009), S. 521.

⁴⁷⁰ Vgl. Seip, S. (2009), S. 517.

⁴⁷¹ Vgl. Knoflach, B. (2009), S. 520.

⁴⁷² Vgl. Klug, W. (2009), S. 64.

5.1.1.3. Beteiligung bei PPP-Projekten

Wie bereits erläutert, bestehen Offene Immobilienfonds seit fünf Jahrzehnten in Deutschland. Demnach handelt es sich hierbei um eine Form des Finanzintermediärs, über die Investoren, wie auch Anleger entsprechend umfangreiches Wissen aufbauen konnten. Diese Erfahrungswerte bieten grundsätzlich günstige Bedingungen für das Aufgreifen neuer Investitionsalternativen im allgemeinen und folglich von PPP im besonderen. Der Beteiligungsprozess von Offenen Immobilienpublikumsfonds an PPP-Projektgesellschaften wird in folgender Abbildung grafisch veranschaulicht.

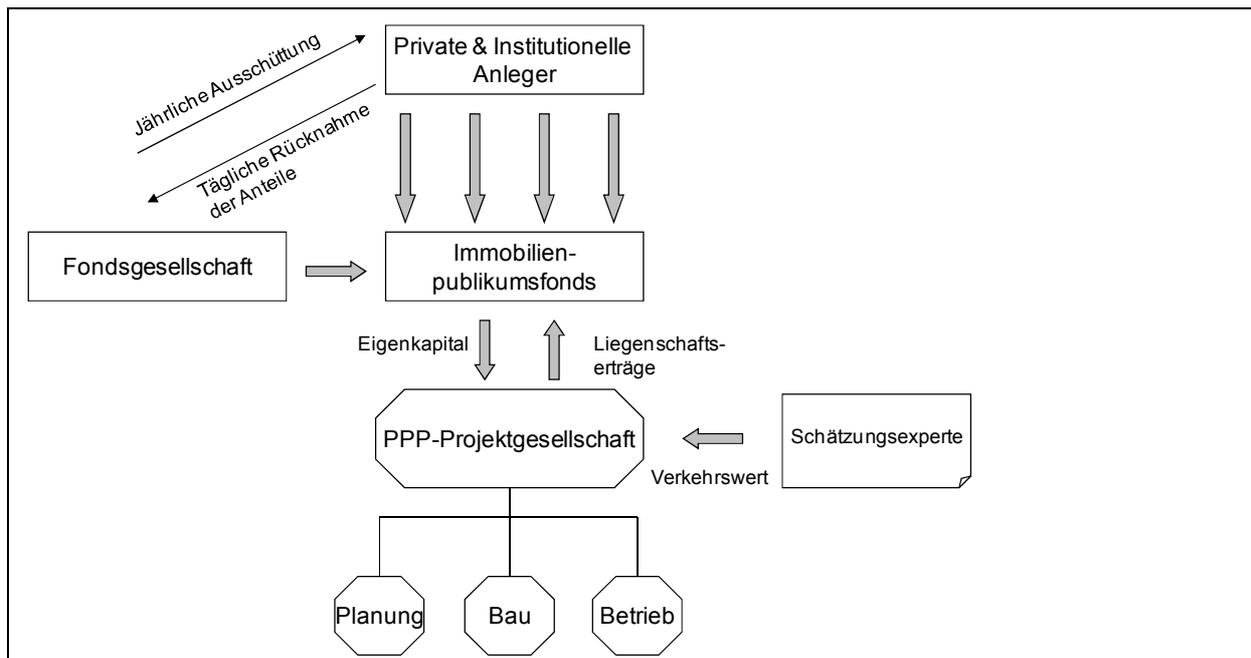


Abbildung 26: Beteiligungsprozess eines Offenen Immobilienpublikumsfonds an einer PPP-Projektgesellschaft⁴⁷³

Dabei ist zu beachten, dass der Verkehrswert einer PPP-Projektgesellschaft wie die traditionellen Immobilienobjekte eines Portfolios einmal jährlich durch einen Schätzungsexperten bewertet werden muss.

Mit Blick auf das Thema dieser Arbeit ist dann zu fragen, warum bisher keiner der bestehenden Offenen Immobilienfonds eine Beimischung von PPP-Immobilien in sein Portfolio realisiert hat. Aus ökonomischer Sicht lassen sich hierfür unterschiedliche Begründungen anführen:

Zunächst könnte eine Einbringung von PPP-Immobilien bzw. Immobilien mit öffentlicher Zweckerfüllung eine „Verwässerung“ des primär ertragsgeprägten Immobiliensondervermögens bedeuten. Neben den jährlichen Erträgen aus Vermietung und Verpachtung bestimmt vor allem der mögliche Veräußerungsgewinn die Renditeentwicklung des Fonds.⁴⁷⁴ Büro- oder auch Gewerbeimmobilien unterliegen marktwirtschaftlichen Angebots- und Nach-

⁴⁷³ Quelle: Eigene Darstellung.

⁴⁷⁴ Vgl. Brunner, M. (2009), S. 115.

frageschwankungen, welche von konjunkturellen wie städtebaulichen Faktoren abhängig sind. Demgegenüber unterliegen PPP-Projekte regelmäßig keinem kommerziellen Zweck. Es ist im Falle einer Veräußerung von einer geringeren Wertsteigerung ohne Spekulationsgewinne auszugehen. PPP-Projekte versprechen demgegenüber eher langfristige und sichere Mieteinnahmen durch Vermietung an die öffentliche Hand. Dies könnte unsichere Mietaussichten und hohe Mietausfallquoten innerhalb eines Portfolios ausgleichen. Gleichzeitig besteht aber Unsicherheit über die Möglichkeit, ein PPP-Projekt während der Betriebsphase zu veräußern, z. B. weil übergeordnete Gründe der Gesamtportfoliosteuerung dies erfordern, da (noch) unklar ist, ob sich dafür mittelfristig ein funktionierender Sekundärmarkt etablieren lässt.

Auch bei der Finanzierungsstruktur ergeben sich zwischen den bislang bevorzugten Investitionen von Offenen Immobilienfonds und PPP-Projekten Unterschiede. Offene Immobilienfonds führen Akquisitionen traditionell mit einem hohen Eigenkapitalanteil durch. Dabei beträgt der rechtlich erlaubte Fremdkapitalanteil maximal 50 % des Immobilien-Verkehrswertes.⁴⁷⁵ Es wird also nur ein Kapitalstrukturhebel (FK / EK) von maximal 1 und damit ein eher geringer Leverage-Effekt erreicht. PPP-Projektfinanzierungen verfügen hingegen oftmals über eine umgekehrte Struktur. 90 bis 75 % Fremdkapital zu zehn bis 25 % Eigenkapital sind die Regel und ermöglichen einen erhöhten Leverage-Effekt⁴⁷⁶, stehen aber damit im Widerspruch zu den für diesen Fondstyp bzw. Finanzintermediär einschlägigen Marktregeln.

Weiterhin ist davon auszugehen, dass auch der Managementaufwand (Asset-, Property- sowie Facility Management) im Vergleich zu gewerblich genutzten Immobilien für PPP-Immobilien größer ausfallen wird, ähnlich wie bspw. bei Spezialimmobilien (Hotels, Einkaufszentren, Altenwohnimmobilien).⁴⁷⁷ Allgemein werden bisher 0,5 bis ein Prozent der Renditeerwartung auf Fondsebene für Managementkosten abgezogen.⁴⁷⁸ Diese Kosten würden sich für PPP-Projekte entsprechend erhöhen. Damit wäre eine Beteiligung erst bei einer entsprechend höheren Rendite vorteilhaft.

5.1.2 Offene Immobilien-Spezialfonds

5.1.2.1. Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen

Offene Immobilien-Spezialfonds sind ausschließlich institutionellen Anlegern bzw. anstelle natürlicher den juristischen Personen vorbehalten. Sie unterliegen gleichermaßen wie Offene Immobilienpublikumsfonds den Regelungen des Investmentgesetzes.⁴⁷⁹ Anders als bei Offenen Immobilienpublikumsfonds besteht hier keine tägliche Gewährleistung zur Rücknahme der Anteile; vielmehr ist eine geplante Weiterveräußerung der Anteile direkt mit der

⁴⁷⁵ § 80a InvG.

⁴⁷⁶ Vgl. Faust, H. (2008), S. 12.

⁴⁷⁷ Die gesamten Nutzungskosten für Bewirtschaftung von Büro- und Verwaltungsgebäuden übersteigen erst nach 10 bis 15 Jahren die baulichen Investitionen. Bei Sonderimmobilien wie Krankenhäusern o. ä. ist dies bereits nach 5 bis 8 Jahren der Fall.

⁴⁷⁸ Brunner, M. (2009), S. 111.

⁴⁷⁹ Deutsches Investmentgesetz, Kapitel 2, Abschnitt 8 Spezial-Sondervermögen §§ 91-95.

Kapitalanlagegesellschaft abzustimmen.⁴⁸⁰ Aus diesem Grund wird auch das Vorhalten einer Mindestliquidität nicht gefordert, was Offenen Immobilien-Spezialfonds breitere Investitionsmöglichkeiten eröffnet.⁴⁸¹ Weiter wird den Investoren durch einen Anlegerausschuss die Mitbestimmung bei der strategischen Ausrichtung des Fonds ermöglicht. Je nach Vereinbarung ist vom Anlegerausschuss auch eine Zustimmung bei An- und Verkauf von Immobilien einzuholen.⁴⁸² Zu den vorherrschenden Investoren von Immobilienspezialfonds zählen Versicherungsunternehmen und Pensionskassen, Kreditinstitute folgen mit weitem Abstand.⁴⁸³

Mit der Ausrichtung Offener Immobilien-Spezialfonds ausschließlich an institutionellen Anlegern, welchen ein gewisses Immobilienfachverständnis unterstellt wird, können diese über die Anlagegrenze von Publikumsfonds i. S. d. § 67 InvG hinaus investieren.⁴⁸⁴ Seit der letzten Gesetzesnovellierung im Jahr 2008 ist es unter Voraussetzung der Zustimmung der Anleger möglich, von den meisten für Publikumsfonds erdachten Regelungen abzuweichen.⁴⁸⁵ Das bedeutet, dass neben Immobilien auch alle anderen zulässigen Vermögensgegenstände, wie Wertpapiere jeder Art, Edelmetalle und Unternehmensbeteiligungen gehalten werden dürfen.⁴⁸⁶ Es besteht also im Falle der Zustimmung aller Anleger die Möglichkeit, neben der Einschränkung von maximal 10 % Nießbrauchrechten, auch von der Beschränkung auf 20 % im Bau befindlicher Gebäude abzuweichen,⁴⁸⁷ wie auch direkte Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften, Real Estate Investment Trusts (REITs) und Private Equity Gesellschaften zu erwerben und das Portfolio um Immobilienderivate, Genussrechte, Immobiliendarlehen und Verbriefungen zu erweitern.⁴⁸⁸

5.1.2.2. Rendite-Risiko-Profil

Ein Offener Immobilien-Spezialfonds kann entweder exklusiv für einen Investor aufgelegt werden (Individualfonds) oder steht einer unbegrenzten Anlegerzahl offen (Poolfonds).⁴⁸⁹ In beiden Fällen können zwei unterschiedliche Investmentstrategien zur Anwendung kommen. Zum einen beschreibt die *Fresh-Money-Strategie* den sukzessiven (Neu-)Erwerb von Immobilien, wohingegen die *Bestandsfonds-Strategie* durch die Zusammenführung mehrerer bzw. die Überführung einzelner bzw. mehrerer bereits bestehender Immobilien-Portfolios in das Zweckvermögen realisiert wird. Dabei ergibt sich der Vorteil, dass bei Überführung einer Bestandsimmobilie in eine indirekte Anlageform stille Reserven aus der Differenz von Buch- und Verkehrswert frei werden können.⁴⁹⁰

⁴⁸⁰ § 92 InvG.

⁴⁸¹ Vgl. Entzian, T. (2009), S. 531.

⁴⁸² Vgl. Alda, W.; Lassen, J. (2005), S. 112.

⁴⁸³ Versicherungsunternehmen und Altersvorsorgeeinrichtungen beteiligten sich im Jahr 2008 mit mehr als 79 % am Vermögen der Immobilien-Spezialfonds, Kreditinstitute beteiligten sich lediglich mit 5,5 %. Vgl. dazu Entzian, T. (2009), S. 536.

⁴⁸⁴ Vgl. Lindemann, A.; Planitz v.d., F. (2008), S. 710f.

⁴⁸⁵ § 91 Abs. 3 Nr. 1 InvG.

⁴⁸⁶ Vgl. Entzian, T. (2009), S. 532.

⁴⁸⁷ § 91 Abs. 1 Inv G.

⁴⁸⁸ Vgl. Lindemann, A.; v.d. Planitz, F. (2008), S. 710f.

⁴⁸⁹ Vgl. Klug, W. (2009), S. 15.

⁴⁹⁰ Vgl. Klöppelt, H. (2009), S. 538.

Der SFIX (Spezial Fonds Immobilien Index), worunter 119 deutsche Immobilien-Spezialfonds zusammengefasst sind, weist für den Zeitraum von 1999 bis 2008 eine durchschnittlich aggregierte Rendite von fünf Prozent aus.⁴⁹¹ Vergleichend mit der Rendite Offener Immobilienpublikumsfonds ist diese um 90 bps höher, was auf eine risikoaffinere Anlagestrategie schließen lässt und mit der Möglichkeit der Anleger auf eine aktive Teilnahme an der strategischen und taktischen Asset-Allokation einhergeht.⁴⁹²

Für Offene Immobilienspezialfonds besteht, anders als bei Publikumsfonds, keine tägliche Rücknahmepflicht der Anteile. Die Rücknahme kann individuell zwischen Anteilseigner und Kapitalanlagegesellschaft zu bestimmten Rücknahmetermiinen vereinbart werden, muss allerdings mindestens einmal innerhalb von zwei Jahren erfolgen.⁴⁹³

5.1.2.3. Beteiligung bei PPP-Projekten

Für Offene Immobilienspezialfonds bestehen, wie oben erläutert, erweitertere Anlagegrenzen. Bisher wurde eine mögliche Beimischung von ÖPP-Projekten in Immobilien-Spezial-Sondervermögen gleichwohl noch nicht umgesetzt bzw. zumindest nicht öffentlich bekannt. Gründe dafür können ähnliche wie die bereits genannten für Immobilienpublikumsfonds sein. Durch den Einfluss von Anlegern auf die Fondsstrategie kann darauf geschlossen werden, dass es weiterhin von institutioneller Seite noch nicht gewünscht wurde.

Eine grafische Darstellung, inwiefern Offene Immobilienspezialfonds sich an PPP-Projekten beteiligen könnten, findet sich in der folgenden Abbildung wieder.

⁴⁹¹ Vgl. IPD (2009a).

⁴⁹² Vgl. Zemp, R. (2007), S. 79.

⁴⁹³ § 95 Abs. 4 InvG.

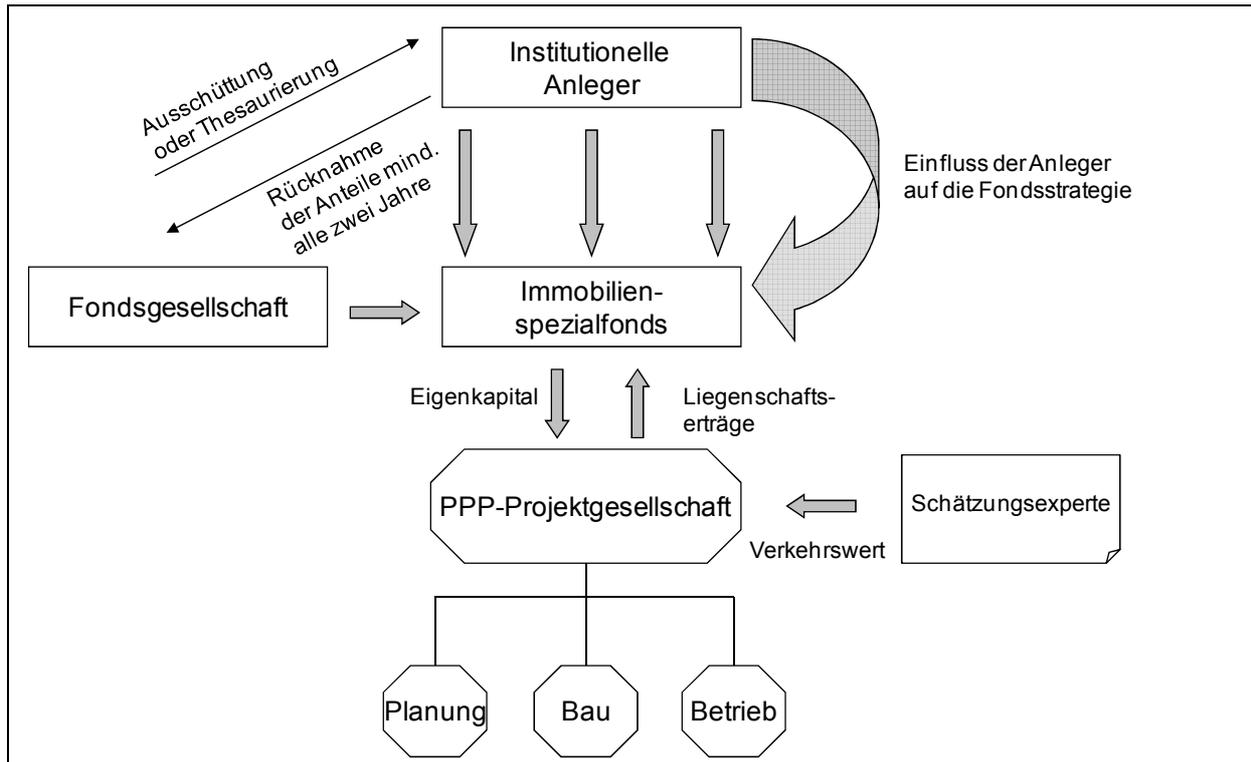


Abbildung 27: Beteiligungsprozess Offener Immobilienspezialfonds⁴⁹⁴

Schlussfolgernd kann zusammengefasst werden, dass einer Beteiligung von Offenen Immobilienfonds in öffentliche Infrastruktur keine großen *rechtlichen* Hindernisse gegenüberstehen. Dennoch scheinen für Offene Immobilienpublikumsfonds noch die Bedenken zu überwiegen, eine „Verwässerung“ ihres Portfolios durch Beimischung von (projektfinanzierten) PPP-Projekten den eigenen Anlegern schwer bis gar nicht vermitteln zu können, da neben der reduzierten Renditeerwartung damit auch eine erhöhte Risikoaufnahme einhergehen würde. Es gibt keine Erfahrungswerte, die mit einem solchen Produkt gesammelt wurden und keinerlei Erkenntnisse über die Renditeerwartung und ihre Volatilität bei Aufnahme von ÖPP-Projekten in das Portfolio. Eine bessere Eignung können Immobilienspezialfonds darstellen. Ihre institutionellen Anleger, welche aufgrund von besseren Branchenkenntnissen gewählte Fondsstrategien besser verstehen sind eher bereit, auch value-added, im Sinne risikobehafteter Investitionsentscheidungen mitzutragen. Weiterhin verfügen Spezialfonds zwar in der Regel über ein geringeres Fondsvolumen, sind aber in der Lage, auch kurzfristige Markttrends, wie bspw. Spezialimmobilien durch das Mitspracherecht ihrer Anleger zeitlich kurzfristiger umzusetzen.

Im Allgemeinen ist aber zu erwarten, dass Offene Immobilienfonds durch ihre starke rechtliche Regulierung und ihre Konzentration auf Core-Immobilien mit stetigen Kapitalrückflüssen und eingeschränkten Mitteln für komplexe Assetmanagementleistungen ein weniger geeignetes Instrument für die Beteiligung an PPP-Projektgesellschaften darstellen. Ihr hohes Marktvolumen und ihre zunehmende Internationalisierung lassen auf eine Konzentration auf

⁴⁹⁷ Quelle: Eigene Darstellung.

den profunderen Gewerbeimmobilienmarkt und eine Diversifizierung über verschiedene Standorte und Nutzungsarten schließen.

5.2 ÖPP-Fonds

ÖPP-Fonds können eingeteilt werden in Infrastruktur-Sondervermögen gem. § 90a InvG (Publikumsfonds) und Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen gem. § 91 InvG (Spezialfonds). Im Folgenden werden diese daher als Infrastruktur-Sondervermögen und Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen bezeichnet.

5.2.1 Infrastruktur-Sondervermögen

Infrastruktur-Sondervermögen gem. §§ 90a f InvG wurden als neue Investmentvehikel durch das Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften Ende 2007 ins Investmentgesetz neu eingefügt. Das damit vom Gesetzgeber verfolgte Ziel bestand gerade darin, neue finanzielle Ressourcen für den PPP-Markt zu mobilisieren. Zudem sollte der Investmentbranche die Möglichkeit gegeben werden, ihre Produktpalette zu erweitern. Nicht zuletzt sollten auch den Privatanlegern, denen der PPP-Markt aufgrund der hohen Investitionsvolumina bis dato in der Regel verschlossen blieb, Zugangsmöglichkeiten eröffnet werden.⁴⁹⁵

5.2.1.1. Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen

Infrastruktur-Sondervermögen unterliegen der Aufsicht durch die BaFin und den gesetzlichen Regelungen des Investmentgesetzes. Für sie gelten die gleichen Vorschriften wie für Immobilien-Sondervermögen (§§ 66 bis 82 InvG), sofern keine Sonderregelungen gem. §§ 90a bis 90f InvG greifen.

Die erwerbbaaren Vermögensgegenstände für das Infrastruktur-Sondervermögen sind abschließend in § 90b Abs. 1 InvG aufgezählt. Danach dürfen folgende Vermögensgegenstände erworben werden:

1. Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften⁴⁹⁶ und Immobilien,
2. Wertpapiere,
3. Geldmarktinstrumente, Bankguthaben und Investmentanteile,
4. Derivate.

Gemäß Absicht des Gesetzgebers sollen Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften und Immobilien den Investitionsschwerpunkt bilden. Die Investition in Wertpapiere soll dagegen lediglich der Vorhaltung mittelfristiger Liquidität dienen. Vermögensgegenstände mit

⁴⁹⁵ Vgl. Entwurf InvÄndG 2007, S. 78.

⁴⁹⁶ ÖPP-Projektgesellschaften im Sinne des Investmentgesetzes sind im Rahmen Öffentlich Privater Partnerschaften tätige Gesellschaften, die nach dem Gesellschaftsvertrag oder der Satzung zu dem Zweck gegründet wurden, Anlagen oder Bauwerke zu errichten, zu sanieren, zu betreiben oder zu bewirtschaften, die der Erfüllung öffentlicher Aufgaben dienen (§ 2 Abs. 14 InvG).

derivativen Komponenten dürfen ausschließlich zur Absicherung der Werte der im Sondervermögen befindlichen Vermögensgegenstände erworben werden.⁴⁹⁷

Für die einzelnen erwerbbaaren Vermögensgegenstände wurden folgende Anlagegrenzen im Investmentgesetz festgelegt:

- In ÖPP-Projektgesellschaften dürfen insgesamt bis zu 80 Prozent und in eine einzige ÖPP-Projektgesellschaft bis zu zehn Prozent des Wertes des Infrastruktur-Sondervermögens investiert werden. Zudem sind Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften erst nach Abschluss der Bauphase zulässig.
- Beteiligungen an Immobilien sind bis zu 30 Prozent des Wertes des Infrastruktur-Sondervermögens möglich, sofern diese der Erfüllung öffentlicher Aufgaben dienen.
- Der Wert der Anteile an ÖPP-Projektgesellschaften, Immobilien und Nießbrauchrechten muss insgesamt mindestens 60 Prozent betragen.
- Weitere Vorschriften zur Vorhaltung mittelfristiger und kurzfristiger Liquidität in Bezug auf Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Bankguthaben und Investmentanteile sowie Derivate⁴⁹⁸.

Zur Einhaltung dieser Anlagegrenzen gewährt der Gesetzgeber eine zeitlich begrenzte Anlaufzeit von vier Jahren. In dieser Übergangszeit sind die Investitionsmöglichkeiten der Kapitalanlagegesellschaft auf die zuvor genannten erwerbbaaren Vermögensgegenstände begrenzt.

5.2.1.2. Rendite-Risiko-Profil

Da bisher keine Infrastruktur-Sondervermögen aufgelegt wurden, gibt es keine empirischen Daten zu deren Rendite-Risiko-Positionen. Durch die Reglementierungen des Investmentgesetzes dürften sie ein geringes Risikoprofil aufweisen, insbesondere da sie nur in ÖPP-Projekte investieren können, die sich in der risikoarmen Betriebsphase befinden. Zudem ist eine hohe Diversifizierung des Portfolios angestrebt.

5.2.1.3. Beteiligung bei PPP-Projekten

Der Investitionsschwerpunkt liegt bei Infrastruktur-Sondervermögen qua Gesetz auf ÖPP-Projektgesellschaften. Da die Privatanleger des Infrastruktur-Sondervermögens dem Anlegerschutz unterliegen, sind allerdings nur Investitionen nach Abschluss der Bauphase in vergleichsweise risikoarme ÖPP-Projekte wie z. B. Schul- oder Verwaltungsbauten denkbar. Sie können beispielsweise als Erwerber von Anteilen von Bau- und FM-Dienstleistern fungieren, wenn diese ihre Anteile an der Projektgesellschaft nach Beendigung der Bau- bzw. frühen Betriebsphase veräußern wollen.

Die beschriebenen Anlagegrenzen sind bei der derzeitigen Anzahl und dem Volumen von ÖPP-Projekten sehr restriktiv und erschweren damit eine zukünftige Etablierung der

⁴⁹⁷ Vgl. Entwurf InvÄndG 2007, S. 78.

⁴⁹⁸ Diese werden nicht umfassender ausgeführt, da der Investitionsschwerpunkt von Infrastruktur-Sondervermögen auf ÖPP-Projektgesellschaften und Immobilien liegt.

Infrastruktur-Sondervermögen. Im Folgenden werden daher Vorschläge zur Änderung des Investmentgesetzes abgeleitet.

5.2.2 Vorschläge zur Änderung des Investmentgesetzes

Im Folgenden werden zwei Vorschläge zur Änderung des Investmentgesetzes unterbreitet, die die Einführung von Infrastruktur-Sondervermögen für Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften fördern sollen.

Das Verbot der Beteiligung an ÖPP-Projektgesellschaften während der Bauphase bedeutet für Infrastruktur-Sondervermögen den Verzicht auf – hinsichtlich Rendite- bzw. Risiko-diversifikationseffekten – interessante Anlagemöglichkeiten. Es wird gerade in der momentan überschaubaren Investitionslage insgesamt schwieriger, überhaupt das erforderliche Fondsvolumen zur Auflage eines Infrastruktur-Sondervermögens zu generieren. Zudem ist für ÖPP-Projekte, bei welchen sich ein Infrastruktur-Sondervermögen erst zu Beginn der Betriebsphase beteiligt, eine Bauzwischenfinanzierung notwendig. Es wird daher vorgeschlagen, in das InvG eine Regelung aufzunehmen, die bereits für Offene Immobilien-Publikumsfonds gem. § 67 Abs. 1 Nrn. 2 und 3 InvG gilt, namentlich, dass Offene Immobilien-Publikumsfonds bis zu maximal 20 Prozent des Wertes des Sondervermögens bereits in Grundstücke im Zustand der Bebauung investieren dürfen. Eine ähnliche Regelung sollte auch für Infrastruktur-Sondervermögen gelten, so dass diese ebenfalls maximal 20 Prozent des Wertes des Sondervermögens in ÖPP-Projektgesellschaften investieren können.

Durch die Anlagegrenze, dass max. 10 Prozent des Wertes des Infrastruktur-Sondervermögens in eine einzige ÖPP-Beteiligung investiert werden dürfen, ist ein Investment in mehrere verschiedene ÖPP-Projektgesellschaften obligatorisch. Bisher sind in Deutschland jedoch nur insgesamt 17 projektfinanzierte PPP-Projekte im Hochbau (siehe Anhang 1) vorhanden. Vor dem Hintergrund des geringen Marktvolumens ist es einem Infrastruktur-Sondervermögen daher in aller Regel nicht möglich, diese Anlagegrenze einzuhalten. Es wird daher vorgeschlagen, dass 20 bis 30 Prozent in eine einzige ÖPP-Projektgesellschaft investiert werden dürfen, so dass sich die verschiedenen PPP-Projekte, in die ein Infrastruktur-Sondervermögen investieren muss, reduzieren.⁴⁹⁹ Sollte der Markt für PPP-Beteiligungen sich zukünftig vergrößern bzw. sich ein gewisser Dealflow einstellen, könnte diese Anlagegrenze wieder verschärft werden. Es wird festgehalten, dass durch eine Lockerung dieser Anlagegrenze keine negative Auswirkung auf das Risikoprofil gegeben sein sollte, weil die Zahl der guten PPP-Projekte sehr begrenzt ist. Demnach dürfte der Schutz der Privatanleger nach wie vor gewahrt sein.

5.2.3 Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen

Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen wurden ebenfalls als neue Investmentvehikel durch das Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften ins Investmentgesetz Ende 2007 eingefügt.

⁴⁹⁹ Man könnte diese Lockerung auch auf Verfügbarkeitsmodelle weiter beschränken, da hier die Risiken besonders gering einzustufen sind.

5.2.3.1. Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen

Rechtsgrundlage für Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen sind die §§ 91-95 des Investmentgesetzes. Dabei unterliegen auch sie der Aufsicht durch die BaFin, allerdings in einem geringerem Umfang als Infrastruktur-Sondervermögen, da gem. § 93 Abs. 1 InvG deren Vertragsbedingungen nicht genehmigt werden müssen. Insgesamt können Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen die gleichen zulässigen Vermögensgegenstände wie Infrastruktur-Sondervermögen erwerben. Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen können jedoch von den Anlagegrenzen für Infrastruktur-Sondervermögen abweichen, sofern ihre Anleger zustimmen. Insbesondere können dann gem. § 91 Abs. 3 Satz 2 InvG auch Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften vor Beginn der Betriebsphase erworben werden. Zudem können die Anleger durch einen Anlegerausschuss Einfluss auf die Anlagepolitik des Infrastruktur-Spezial-Sondervermögens nehmen.

5.2.3.2. Rendite-Risiko-Profil

Das Rendite-Risiko-Profil von Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen ist insgesamt davon abhängig, ob sie vorwiegend in ÖPP-Projektgesellschaften während der Bauphase, während der Betriebsphase oder über den gesamten Lebenszyklus von ÖPP-Projekten investieren. Solche, die vorrangig in ÖPP-Projektgesellschaften in der Bauphase investieren, werden ein höheres Rendite-Risiko-Profil aufweisen als andere, die vorrangig in der Betriebsphase in ÖPP-Projektgesellschaften investieren. Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen, die über den gesamten Lebenszyklus investieren werden mit ihrem Rendite-Risiko-Profil dazwischen liegen.

Empirische Daten bezüglich der Rendite-Risiko-Positionen können bei Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen indes nicht erhoben werden, da diese genau wie Infrastruktur-Sondervermögen bisher nicht aufgelegt wurden. Vergleichbar mit Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen ist der damalige von der LB Immo Invest GmbH geplante Immobilienspezialfonds *Immosafe*. Dieser sollte in Kommunalimmobilien und Public Private Partnerships investieren. Der Fonds konzentrierte sich jedoch ausschließlich auf Investitionen in der Betriebsphase. Er richtete sich an risikoaverse institutionelle Anleger, wie Versicherungen und Pensionskassen. Es war eine jährliche Ausschüttung von 5,5 Prozent geplant.⁵⁰⁰

Aufgrund dessen, dass Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen von den Anlagegrenzen für Infrastruktur-Sondervermögen abweichen können sowie als Anleger nur institutionelle Investoren auftreten, wäre im Grundsatz zu erwarten, dass diese ein höheres Risikoprofil als Infrastruktur-Sondervermögen aufweisen. Dies spiegelt sich auch darin, dass der Gesetzgeber ausdrücklich Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften bereits in der Bauphase zulässt und klarstellt, dass institutionelle Investoren keines Anlegerschutzes bedürfen.⁵⁰¹

⁵⁰⁰ Vgl. Jacob, D.; Stuhr, C. (2006), S. 34.

⁵⁰¹ Vgl. Entwurf InvÄndG 2007, S. 82.

5.2.3.3. Beteiligung bei PPP-Projekten

Bisher ist in Deutschland kein Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen aufgelegt worden. Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen könnten aber sowohl in ÖPP-Projekte auf dem Primär- als auch auf dem Sekundärmarkt investieren. Sie haben somit mehr Investitionsmöglichkeiten als Infrastruktur-Sondervermögen und sind in der Folge insb. als Beteiligungsinstrument für institutionelle Investoren, wie Versicherungen und Pensionskassen, die sich mittels Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen indirekt an ÖPP-Projekten beteiligen könnten, geeignet. Die Möglichkeit der Anleger durch einen Anlegerausschuss Einfluss auf die Investitionen des Infrastruktur-Spezial-Sondervermögens zu nehmen, ermöglicht es ihm auch in risikoreiche ÖPP-Projekte zu investieren, sofern die Anleger bereit sind, diese Risiken einzugehen. Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen können daher sowohl in risikoarme ÖPP-Projekte wie Schulbauten oder auch risikoreiche ÖPP-Projekte wie Krankenhäuser investieren.

5.3 Geschlossene Fonds, insbesondere geschlossene Immobilienfonds

Geschlossene Fonds bündeln als Kapitalsammelstellen das Kapital mehrerer Anleger, um damit ein oder mehrere Wirtschaftsgüter finanzieren zu können. Im Gegensatz zu offenen Fonds erfolgt bei geschlossenen Fonds eine im Vorhinein definierte projekt- oder objektbezogene, zeitlich befristete Investition.⁵⁰² Demnach sind sie durch vorab fixierte Laufzeiten und Fondsvolumina gekennzeichnet. Auch die Zahl der Anleger ist aufgrund des vorab definierten Eigenkapitaleinsatzes des Fonds zur Finanzierung des Investitionsobjektes begrenzt. Die wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Konzeption des Fonds erfolgt durch das Emissionshaus (Initiator), welches i. d. R. im Rahmen eines Geschäftsbesorgungsvertrages auch die laufende die Verwaltung der Fondsgesellschaft und des Fondsvermögens während der Fondslaufzeit sowie die Verwertung des Fondsvermögens am Ende der Fondslaufzeit erbringt.⁵⁰³

Geschlossene Fonds können nach ihrem Investitionsgegenstand in geschlossene Immobilienfonds, Spezialitätenfonds, Private Equity Fonds, New Energy Fonds, Medienfonds, Schiffsbeteiligungsfonds, Leasingfonds oder Lebensversicherungsfonds unterschieden werden. Für die im Rahmen der Forschungsarbeit untersuchten Investitionen in klassische PPP-Hochbau-Projekte scheinen insbesondere geschlossene Immobilienfonds geeignet. Auch der Einsatz von Immobilienleasingfonds ist denkbar. Dabei wird die im Fondsvermögen befindliche Immobilie dem Leasingnehmer gegen Zahlung der Leasingrate während der vereinbarten Leasingdauer zur Nutzung überlassen.⁵⁰⁴ Da Immobilienleasingfonds in der Vergangenheit stark an Bedeutung verloren haben und kaum noch am Markt zu finden sind⁵⁰⁵ und sie darüber hinaus aufgrund der eingeschränkten Risikoübertragung auf den

⁵⁰² Vgl. Bartelsberger, S. et al. (2007), S. 91ff. – mit Ausnahme bei Private Equity Fonds mit Blind Pool-Vorgehensweise

⁵⁰³ Vgl. Verband geschlossener Fonds (2009), S. 2f.

⁵⁰⁴ Vgl. Schulte et al. (2008), S. 180.

⁵⁰⁵ Vgl. Bartelsberger et al., S. (2007), S. 56.

privaten Investor nur bedingt für PPP-Hochbauprojekte geeignet scheinen⁵⁰⁶, wird nachfolgend insbesondere die Eignung geschlossener Immobilienfonds als PPP-Anlagevehikel untersucht. Der erste deutsche geschlossene Immobilienfonds wurde 1959 gegründet.⁵⁰⁷ Infolge des schnellen Anstiegs des nominalen Einkommens bestand auf Anlegerseite der Wunsch nach Immobilieneigentum als inflationsgeschützte Kapitalanlage mit stabilen Zahlungsüberschüssen (Cashflows). Der Staat förderte diese Investitionsbestrebungen durch steuerliche Anreize, wie erhöhte Sonderabschreibungen, um so einen schnellen Wiederaufbau der im zweiten Weltkrieg zerstörten Immobilien zu erreichen.⁵⁰⁸ Mit dem Abbau der steuerlichen Vergünstigungen Ende der 1990er Jahre wurden die Möglichkeiten der Verlustzuweisungen für die Anleger eingeschränkt.⁵⁰⁹ Seit der Einführung des § 15b EStG ist eine Verrechnung von Verlustzuweisungen eines geschlossenen Immobilienfonds mit anderen positiven Einkünften des Anlegers nur noch eingeschränkt möglich. Die Verlustverrechnung kann nur noch mit späteren Gewinnen derselben Einkunftsquelle erfolgen.

Das von geschlossenen Immobilienfonds im In- und Ausland verwaltete Bestandsvolumen belief sich im Jahr 2009 auf 52,9 Mrd. Euro, davon 24,2 Mrd. Euro Eigenkapital.⁵¹⁰ Im Jahr 2009 wurde Eigenkapital in Höhe von rund 1,1 Mrd. Euro in geschlossene Immobilienfonds im Inland mit einem Fondsvolumen von insgesamt 2,2 Mrd. Euro platziert. Im Vergleich zum Vorjahr bedeutet dies eine Steigerung des Fondsvolumens um 14,22 % und des platzierten Eigenkapitals um 12,49 %. Die Immobilienfonds stellen auch im Jahr 2009 weiterhin die beliebteste Anlageklasse dar.⁵¹¹

Nachfolgend wird auf die Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen sowie das Rendite-Risiko-Profil geschlossener Fonds eingegangen. Darauf aufbauend werden die Möglichkeiten der Einbindung des Anlagevehikels in PPP-Projekte erörtert. PPP-Projekte stellen mit ihren langen Laufzeiten, stabilen Cashflows aufgrund der ausgezeichneten Bonität des öffentlichen Vertragspartners eine attraktive Investitionsmöglichkeit für geschlossene Immobilienfonds dar. Bisher erfolgte bei zwei projektfinanzierten PPP-Hochbau-Projekten im Mietmodell die Eigenkapitalbereitstellung mittels geschlossener Immobilienfonds.⁵¹²

5.3.1 Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen

Im Gegensatz zu offenen Fonds unterliegen geschlossene Fonds keiner gesetzlichen Regulierung wie dem Investmentgesetz (InvG) für offene Immobilienfonds. Aus Gründen des Anlegerschutzes unterliegen sie der Prospekthaftung.⁵¹³ Das rechtliche Gerüst geschlos-

⁵⁰⁶ In der Regel wird für den Leasingnehmer während der Leasinglaufzeit eine Kaufoption und eventuell für den Leasinggeber ein Andienungsrecht der Immobilie am Ende der Leasingdauer an den Leasingnehmer vereinbart. Wesentliche Instandhaltungsverpflichtungen verbleiben beim Leasingnehmer.

⁵⁰⁷ Mit dem Dii-Fonds B2 der Deutschen Immobilieninvestitions AG kam 1959 der erste geschlossene Immobilienfonds in Deutschland auf den Markt.

⁵⁰⁸ Vgl. Bullinger, R. (2001), S. 762.

⁵⁰⁹ Vgl. Bone-Winkel, S. (2008c), S. 40f.

⁵¹⁰ Vgl. Verband geschlossener Fonds (2010).

⁵¹¹ Vgl. Verband geschlossener Fonds, VGF Branchenzahlen 2009, unter: www.vfg-branchenzahlen.de.

⁵¹² Bei den beiden Projekten handelt es sich um das Zentrale Justiz- und Verwaltungszentrum Wiesbaden (Herstellungskosten 128 Mio. Euro, Laufzeit 30 Jahre) und das Finanzzentrum Kassel Altmarkt (Investitionsvolumen 43 Mio. Euro, Laufzeit 30 Jahre).

⁵¹³ Vgl. Pelikan, E. (2007), S. 12. (Anmerkung HL: Gemäß den Vorgaben des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes, IDW-Standards etc.)

sener Fonds wird durch die Wahl der Gesellschaftsform und die entsprechenden Gesetze einerseits und den Gesellschaftsvertrag andererseits abgebildet.⁵¹⁴

Für geschlossene Immobilienfonds wird in der Regel die Rechtsform der GmbH & Co. KG gewählt. Auch eine Ausgestaltung als Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR) oder Kommanditgesellschaft (KG) ist möglich.⁵¹⁵ Bei der Gesellschaft bürgerlichen Rechts haftet der Anleger unbeschränkt auch mit seinem Privatvermögen. Wird die Fondsgesellschaft als KG oder als GmbH & Co. KG gegründet, erwirbt der Anleger eine Kommanditbeteiligung an der Fondsgesellschaft, welche ihm die Rechtsstellung eines auf die im Handelsregister eingetragene Hafteinlage beschränkt haftenden Kommanditisten vermittelt.

Die Beteiligung an einem geschlossenen Fonds ist als langfristige Vermögensanlage konzipiert. Die Fungibilität der Anteile ist stark eingeschränkt. Der bestehende Zweitmarkt für Anteile an geschlossenen Fonds ist nicht geregelt. Die Übertragung von Anteilen an geschlossenen Fonds ist aufwendig und nur mittels eines schriftlichen Übertragungs- bzw. Kaufvertrages, je nach der Ausgestaltung des Gesellschaftsvertrages gegebenenfalls mit der Zustimmung der Komplementärin und Mitgesellschafter, sowie einer Eintragung ins Handelsregister möglich.⁵¹⁶ Ein Rückgaberecht für die Beteiligung an der Fondsgesellschaft besteht nicht.

Für geschlossene Immobilienfonds bestehen keine gesetzlich definierten Anlagegrenzen, die Initiatoren unterliegen bei der Portfoliobildung keinen gesetzlichen Vorschriften.⁵¹⁷ Ein geschlossener Immobilienfonds enthält in der Regel zwischen einer und drei Immobilien.⁵¹⁸

5.3.2 Rendite-Risiko-Profil

Die Rendite eines geschlossenen Immobilienfonds wird aus den⁵¹⁹ prognostizierten Ausschüttungen während der Fondslaufzeit und dem erwarteten Erlös aus der Gesellschaftsauslösung bzw. der Veräußerung des Objektes am Ende der Fondslaufzeit ermittelt. Die Durchschnittsrendite geschlossener Immobilienfonds belief sich 2008 in Deutschland auf ca. 6,7 Prozent bei einer durchschnittlichen Fondslaufzeit von 17 Jahren.⁵²⁰

Für geschlossene Immobilienfonds bestehen keine gesetzlichen Vorschriften zur Risikodiversifikation. Aufgrund der geringen Anzahl von Anlageobjekten ist eine Risikodiversifikation im Fonds nur eingeschränkt möglich. Geschlossene Immobilienfonds werden insbesondere dann als Anlagevehikel eingesetzt, wenn die beabsichtigte Immobilieninvestition langfristige, prognostizierbare und inflationsgeschützte Zahlungsüberschüsse erwirtschaftet und am

⁵¹⁴ Bartelsberger et al. (2007), S. 295.

⁵¹⁵ Vgl. Jacob, D.; Stuhr, C. (2006), S. 37.

⁵¹⁶ Vgl. Verband geschlossene Fonds (2009), S. 2.

⁵¹⁷ Vgl. Schulte, K.-W. (2006), S. 45.

⁵¹⁸ Vgl. Bartelsberger, S. et al. (2007), S. 57.

⁵¹⁹ In der Anlaufphase eines geschlossenen Immobilienfonds übersteigen die steuerlichen Aufwendungen der Fondsgesellschaft (Abschreibungen inkl. Sonderabschreibungen, Finanzierungszinsen, Bewirtschaftungskosten, Verwaltungskosten) häufig die steuerlichen Einnahmen (Mietträge, Guthabenzinsen), so dass steuerliche Verluste entstehen können, die auf Ebene der Fondsgesellschaft ermittelt und dann den einzelnen Gesellschaftern gesondert zugewiesen werden. Dies ist nicht bei jedem Fonds der Fall. Die sich aus § 15 b EStG ergebenden Restriktionen müssen berücksichtigt werden. (Anmerkung HL: Dieses Szenarium ist kein muss und aus unserer Sicht nicht relevant für die Ausarbeitung)

⁵²⁰ Vgl. Scope Analysis (2009), S. 2.

Ende der Fondslaufzeit ein Wertsteigerungspotenzial bei der Verwertung der Immobilie erwartet werden kann.

Abbildung 28 zeigt, dass geschlossene Immobilienfonds im Durchschnitt eine geringere Volatilität als andere Fondssegmente aufweisen, da sie inflationsgeschützte Zahlungsüberschüsse erwirtschaften.

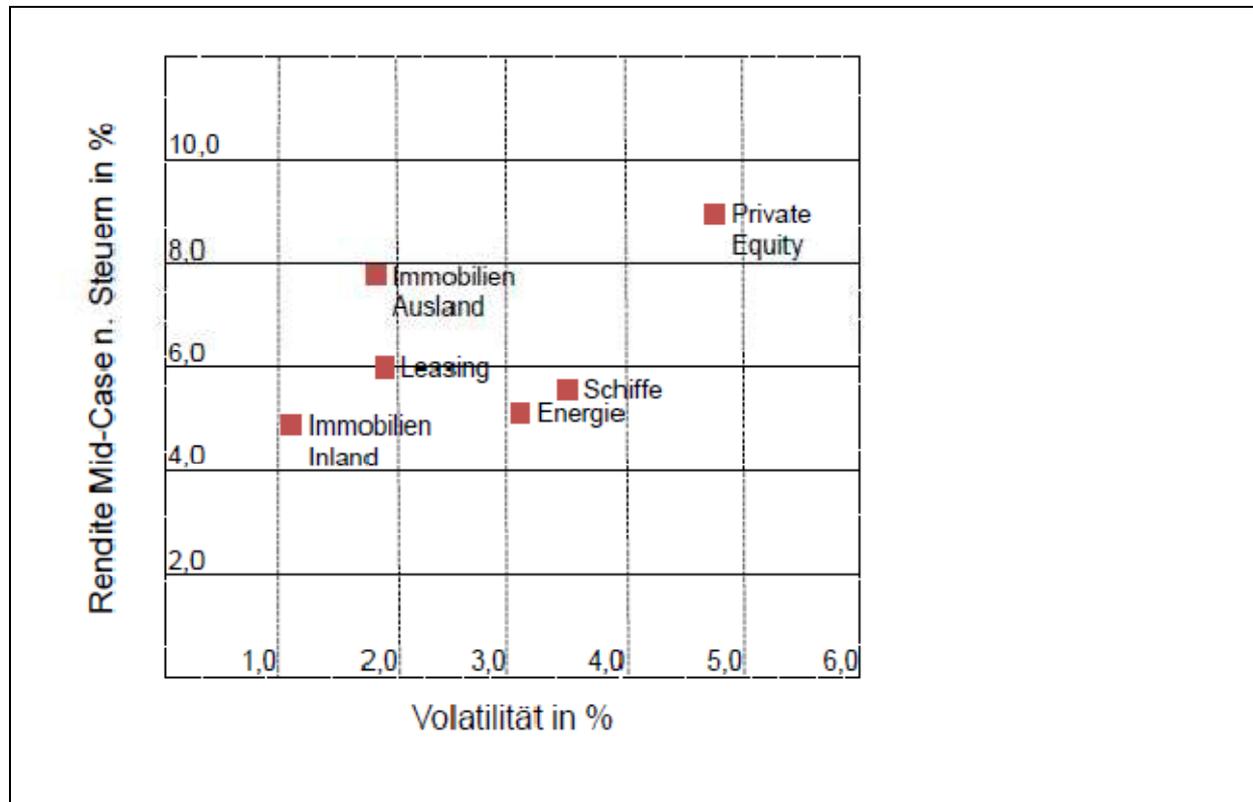


Abbildung 28: Rendite-Risiko-Relation geschlossener Immobilienfonds (Stand 01.01.2009)⁵²¹

Abbildung 29 gibt einen Überblick über die Nutzungsarten geschlossener und offener Immobilienfonds. Der Anlageschwerpunkt bei geschlossenen Immobilienfonds liegt neben den Projektentwicklungen im Bereich Büroimmobilien. Geschlossene Immobilienfonds investieren auch in kleineren Immobilienmärkten oder in B-Lagen.⁵²²

⁵²¹ Vgl. Scope (2009), S. 11.

⁵²² Vgl. Bone-Winkel, S. et al. (2008a), S. 40.

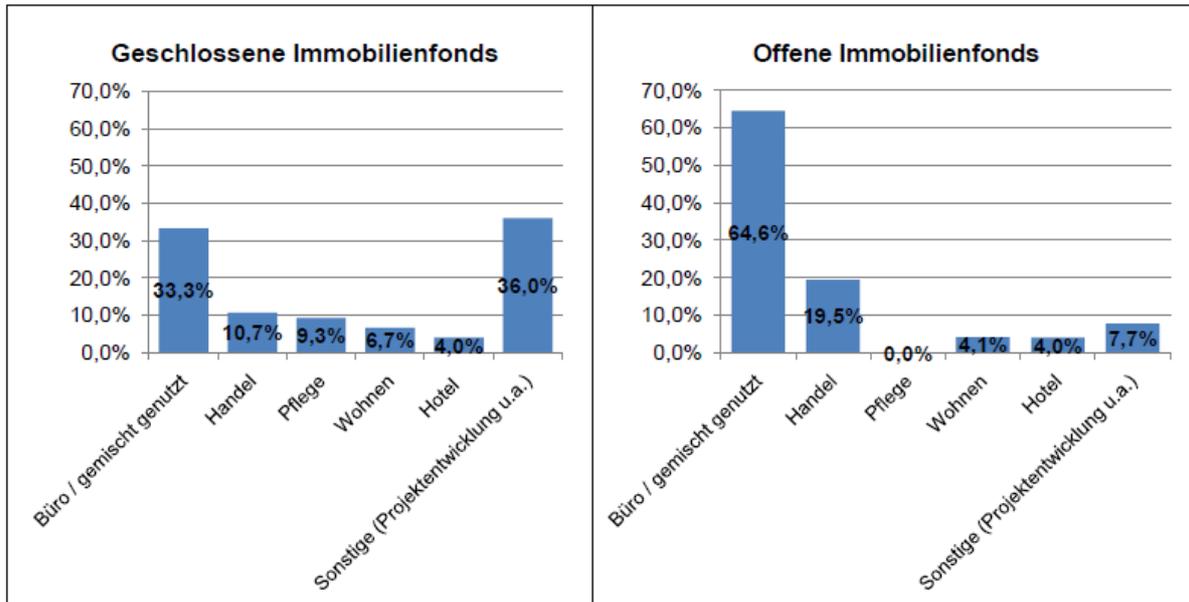


Abbildung 29: Nutzungsarten geschlossener und offener Immobilienfonds (Stand 31.03.2009)⁵²³

5.3.3 Beteiligung bei PPP-Projekten

Die bei PPP-Projekten auf der Vertragsbeziehung zwischen privatem Partner und öffentlicher Hand basierenden, stabilen Cashflows machen die Kalkulation und Prognose der Entwicklung des Investments für Anbieter geschlossener Fonds verlässlich. Die Bonität des öffentlichen Maßnahmenträgers als Auftraggeber und Abnehmer der Leistung ist neben dem Investitions- und Projektvolumen, der erwarteten Rendite und der Bonität und Leistungsfähigkeit der operativen Partner, eines der wichtigsten Kriterien bei der Entscheidung für eine PPP-Beteiligung.⁵²⁴ PPP-Renditen besitzen darüber hinaus nur eine geringe Marktkorrelation. Durch die inflationsgeschützten Mieteinnahmen besteht nur eine geringe Abhängigkeit von konjunkturellen Zyklen.⁵²⁵ PPP-Projekte können aufgrund der langfristigen Vertragsbeziehungen mit der öffentlichen Hand als vergleichsweise risikoarme Anlagekategorie bewertet werden.

Der langfristige Anlagehorizont geschlossener Immobilienfonds, der in der Regel zwischen 10 und 20 Jahren liegt, aufgrund der Spekulationsfrist aber mindestens 10 Jahre⁵²⁶ übersteigt, entspricht annähernd der üblichen Laufzeit von PPP-Projektfinanzierungen im Hochbau, die bei ca. 25 Jahren, inklusive Planungs- und Bauphase, liegt. Geschlossene Immobilienfonds investieren bevorzugt in klassische Büroimmobilien. PPP-

⁵²³ Quelle: Scope Analysis (2009), S. 6.

⁵²⁴ Vgl. Empirische Erhebung (Deutschland).

⁵²⁵ Vgl. Romba, E. (2005), S. 134f; Bone-Winkel, S. et al. (2008b), S. 707; Für Investoren sind wertgesicherte Mieteinnahmen, durch Koppelung der Mieteinnahmen an die Entwicklung von Indizes wesentlich. (Anmerkung HL: Die Mieteinnahmen sollen indiziert sein und die Wertentwicklung (d.h. Entwicklung der Inflationsrate) abbilden).

⁵²⁶ Spekulationsfrist bei Einkünften aus Vermietung und Verpachtung

Verwaltungsgebäude, die sich durch eine geringe bauliche und technische Komplexität und eine vergleichsweise hohe Drittverwendungsfähigkeit auszeichnen, entsprechen dieser Anlagekategorie. Bei Projekten, die im Rahmen eines PPP-Mietmodells realisiert werden, besteht die Möglichkeit Wertzuwächse durch eine Veräußerung nach Vertragsende zu realisieren. Bei Projektfinanzierungen im Inhabermodell werden dementsprechend höhere Renditen über die Vertragslaufzeit gefordert.⁵²⁷

⁵²⁷ Vgl. Experteninterview (Deutschland).

Die Beteiligung eines geschlossenen Immobilienfonds an einer, in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG firmierenden, PPP-Projekt- / Fondsgesellschaft erfolgt als Kommanditist. Die operativen Partner für Planung, Bau und Betrieb werden in der Regel als Nachunternehmer der Projektgesellschaft in das Vorhaben eingebunden. Die Einwerbung von Eigenkapital durch Anleger erfolgt in der Regel mit der Fertigstellung bzw. mit der Inbetriebnahme des Gebäudes. Während der Platzierungsphase, d.h. bis zur Vollplatzierung wird die Gesamtfinanzierung durch eine Eigenkapitalzwischenfinanzierung einer Bank sichergestellt, die schrittweise mit dem platzierten Eigenkapital zurückgeführt wird. Für die Besicherung der Eigenkapitalzwischenfinanzierung kann der Fondsiniciator eine Platzierungsgarantie gegenüber der finanzierenden Bank abgeben. Sollte das konzeptionelle Eigenkapital während der Platzierungsphase nicht in voller Höhe eingeworben werden können, stellt der Initiator aufgrund seiner Platzierungsgarantie das noch nicht platzierte Kapital der Fondsgesellschaft zur Verfügung. Die Abgabe einer zusätzlichen Patronatserklärung der Projektbeteiligten zur Absicherung der Einzahlung des Eigenkapitals gegenüber dem Auftraggeber ist aufgrund der Sicherstellung der Gesamtfinanzierung mit der Eigenkapitalzwischenfinanzierung nicht notwendig. Abbildung 30 gibt eine Übersicht über die gesellschaftrechtliche und vertragliche Strukturierung der PPP-Beteiligung.

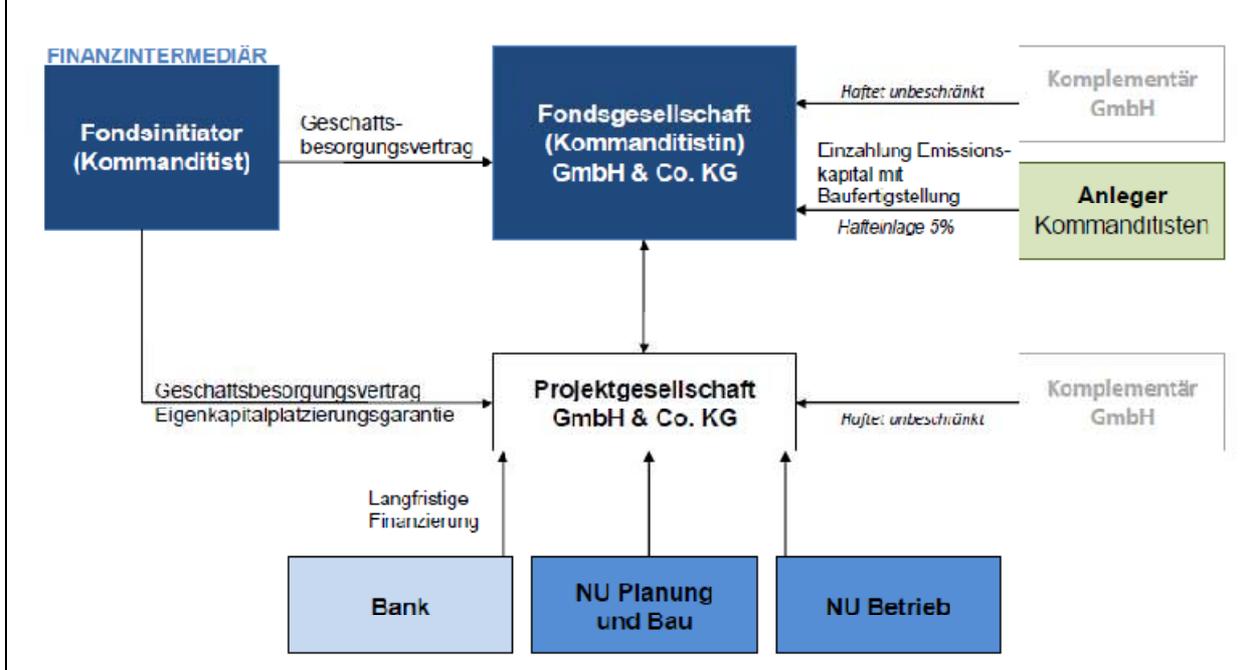


Abbildung 30: Beispiel einer Strukturierung der Beteiligung eines geschlossenen Immobilienfonds⁵²⁸

Die Renditeanforderungen geschlossener Immobilienfonds bei PPP-Beteiligung im Hochbau liegen bei PPP-Projekten ohne Auslastungsrisiko in der Betriebsphase zwischen 4,5 und 15 Prozent (Vorsteuerrendite).⁵²⁹ Die langfristig stabilen Ausschüttungen und das diversifizierte

⁵²⁸ Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Vermögenswerte 5, Fondsprospekt Hannover Leasing, November 2009, S. 53 f.

⁵²⁹ Vgl. Empirische Erhebung (Deutschland).

Risikoprofil von PPP-Beteiligungen sind über alle Phasen das dominierende Investitionsmotiv.⁵³⁰

Bei Investitionen in PPP-Projekten besteht für die Anleger eines geschlossenen Fonds das Risiko der Entgeltminderung (Bonus-Malus-System) durch den öffentlichen Auftraggeber aufgrund unsachgemäßer Leistungserbringungen durch den für die Betriebsleistung verantwortlichen, operativen Partner. Um dieses Risiko abzuwenden, wird der für den Betrieb zuständige Nachunternehmer dazu verpflichtet gegenüber der Projekt- / Fondsgesellschaft Nachteile, die infolge seiner mangelhaften Leistungserbringung entstanden sind, auszugleichen. Die Anleger tragen das Restwertrisiko und Risiken, die sich aus der finanziellen Konzeptionierung des Vorhabens ergeben (Risiko der korrekten rechtlichen, wirtschaftlichen und steuerlichen Bewertung etc.).

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass sich geschlossene Immobilienfonds aufgrund ihres langfristigen Investitionshorizonts und ihres Risiko-Rendite-Profiles sehr gut als Anlagevehikel für PPP-Investitionen eignen. Für das Jahr 2010 wird eine Zunahme der Auflage geschlossener Fonds für PPP-Investitionen erwartet.⁵³¹

5.3.4 Praxisbeispiel PPP-Projekt Justiz- und Verwaltungszentrum

In den folgenden Praxisbeispielen wird die Rolle der geschlossenen PPP-Immobilienfonds bei der Umsetzung und Finanzierung von PPP-Vorhaben untersucht. Die zu diesem Zweck aufbereiteten Informationen entstammen den aktuellen öffentlichen Verkaufsprospekten. Die PPP-Immobilienfonds wurden in einer Sonderform nach §§ 6b/6c EStG konzipiert.⁵³²

Die Konzeption von einem PPP-Immobilienfonds nach §§ 6b/6c EStG ist bei PPP-Projekten im Miet- oder im Leasingmodell möglich, wenn die Fondsgesellschaft, die eine Immobilie im Betriebsvermögen hält, die Voraussetzung für eine Übertragung von Rücklagen nach §§ 6b/c EStG erfüllt. Die auf die Fondsgesellschaft übertragenen begünstigten Veräußerungsgewinne der Anleger werden mit dem Gebäudeanteil auf dieser Ebene jährlich mit dem Gebäudeabschreibungssatz gewinnerhöhend aufgelöst und den Anlegern individuell zugerechnet. §6b-Fonds sind demnach nur für ausgewählte Anleger geeignet, so dass zukünftig nicht von einer verstärkten Auflage des §6b-Fonds als PPP-Anlagevehikel zu rechnen ist.

Das PPP-Projekt Justiz- und Verwaltungszentrum wird von einem durch das Fondshaus geführten Konsortium realisiert. Die operative Leistungserbringung erfolgt durch einen Generalübernehmer für die Planungs- und Bauleistungen und einem Betreiberunternehmen. Die Herstellungskosten belaufen sich auf ca. 128 Mio. Euro. Dem privaten Auftragnehmer, der Projektgesellschaft, wurden mit den PPP-Projektverträgen die Leistungen Planung, Bau,

⁵³⁰ Vgl. Empirische Erhebung (Deutschland).

⁵³¹ Vgl. Haimann, R. (2009), S. 22.

⁵³² „Um die sofortige Besteuerung eines realisierten Veräußerungsgewinns zu vermeiden, besteht die Möglichkeit, die aus dem Veräußerungsvorgang gezogenen Gewinne in eine Rücklage gemäß §§ 6b / 6c EStG einzubringen oder die erzielten Veräußerungsgewinne sofort in eine gemäß §§ 6b / 6c begünstigte Reinvestitionsimmobilie zu investieren. Durch eine Beteiligung an einer Fondsgesellschaft kann ein solcher Veräußerungsgewinn bzw. eine gemäß §§ 6b / 6c EStG gebildete Rücklage sofort steuerneutral übertragen werden.“ (Hannover Leasing (2009), S. 12) Weiterführend vgl. Kapitel 5.7 Besteuerung von Beteiligungsvehikeln

Betrieb, Instandhaltung und Finanzierung übertragen. Die Verpflichtungen aus den Projektverträgen hat die Projektgesellschaft back-to-back auf ihre Nachunternehmungen übertragen. Der PPP-Vertrag ist auf 30 Jahre angelegt. Die Umsetzung des Projektes erfolgt im PPP-Mietmodell, das heißt, die Projektgesellschaft ist Eigentümerin der Immobilie.

Zur Umsetzung des Projektes wurde mit der Zuschlagserteilung eine Projektgesellschaft gegründet. Änderungen der Gesellschafterstruktur der Projektgesellschaft sind der Zustimmung durch den Auftraggeber vorbehalten. Mit der Fertigstellung erwirbt die Fondsgesellschaft in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG die Anteile an der Projektgesellschaft von der in der Planungs- und Bauphase eingesetzten Projektentwicklungsgesellschaft. Die Ausplatzierung des Eigenkapitals erfolgt mit der Fertigstellung und Abnahme des Objektes. Die Anleger treten der Fondsgesellschaft bei.

Die Haftung der Anleger, die durch den Anteilswerb an der Fondsgesellschaft die Rechtsstellung eines Kommanditisten erhalten, wird auf das geleistete Haftkapital (5% der Kommanditeinlage ohne Agio, Eintragung ins Handelsregister) begrenzt. Eine Nachschussverpflichtung der Anleger wird vertraglich ausgeschlossen. Da es sich bei dem §6b-Fonds um eine Sonderform eines Immobilienfonds handelt, bei dem die Anleger Veräußerungsgewinne oder nach §§ 6b/6c EstG gebildete Rücklagen übertragen können, belaufen sich die laufenden Ausschüttungen der Fondsgesellschaft (alle Werte vor Steuern) anfangs auf rund 3,2% p.a. und steigen auf rund 5,4% p.a. Im letzten Jahr der 30-jährigen Mietphase sind Ausschüttungen in Höhe von 10,45% vorgesehen. Die Schlussauszahlung aus der Veräußerung der Immobilie beläuft sich auf rund 161,91%. Die prognostizierte Gesamtauszahlung beträgt rund 296,96% inkl. der Rückzahlung des Kapitals (jeweils bezogen auf das Emissionskapital ohne Agio).

Die Anleger tragen das Restwertrisiko und das Bonitätsrisiko der operativen Partner. Die Risiken aus Planung, Bau und Betrieb werden back-to-back an die operativen Partner durchgestellt, die entsprechende Vertragserfüllungs- / Gewährleistungsbürgschaften abgeben. Aus Anlegersicht besteht bei Risikoeintritt dennoch die Gefahr der Verzögerung bzw. Minderung der Rückflüsse oder schlechtestensfalls des Verlusts der vollständigen Vermögensanlage.

Der Leistungsumfang des Finanzintermediärs bestand vor der Zuschlagserteilung in der rechtlichen, wirtschaftlichen und steuerlichen Strukturierung der Verträge, der Konzeption der Finanzierungsstruktur und Beschaffung der Fremdkapitalmittel (inklusive Zinssicherungsinstrumenten wie Zinsswaps) sowie der Führung des Konsortiums im Verfahren. Nach der Zuschlagserteilung erfüllte er die Aufgaben der Abwicklung des Bauvorhabens bis hin zur Übergabe des Objektes an die öffentlichen Mieter. Weiterhin zeichnet der Initiator für die Platzierung des Eigenkapitals verantwortlich. Im Rahmen eines Geschäftsbesorgungsvertrages mit der Projektgesellschaft übernimmt der Initiator die laufende Verwaltung der Projekt- und Fondsgesellschaft sowie die Verwertung der Fondsimmobilie am Ende der Mietvertragslaufzeit.

5.4 Real Estate Investment Trusts

Real Estate Investment Trusts (REITs) haben sich international als börsennotiertes Vehikel für indirekte Immobilienanlagen etabliert.⁵³³ Ein REIT erwirtschaftet vorwiegend Erträge aus langfristig bestandsorientierten Immobilienaktivitäten durch Verwaltung, Vermietung oder Verpachtung.⁵³⁴ Erzielten Gewinne werden in der Regel zu einem hohen Anteil ausgeschüttet, um eine steuerbefreiende Wirkung auf Gesellschaftsebene zu erreichen.⁵³⁵ Bei einem REIT handelt es sich stets um ein geschlossenes Vehikel, das heißt Investoren können ihr Eigenkapital nicht zurückfordern. Sie haben lediglich die Möglichkeit ihre Anteilsrechte an Dritte zu veräußern.⁵³⁶

In Deutschland wurden die sogenannten G-REITs mit dem REIT-Gesetz vom 28. Mai 2007 (Gesetz zur Schaffung deutscher Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen, REITG) eingeführt, das rückwirkend zum 01. Januar 2007 in Kraft getreten ist.⁵³⁷ Die Auflagen umfassen Ausschüttungs-, Investitions- und Ertragsreglementierungen.

Bisher wurden in Deutschland zwei REITs zugelassen, die Alstria Office REIT-AG (Größe 1,9 Milliarden Euro) und die Fair Value REIT-AG (Größe 290 Millionen Euro). Ferner existieren zwei börsennotierte Vor-REITs und sieben als Vor-REIT registrierte Unternehmen.⁵³⁸ Die beiden bisher zugelassenen REITs fokussieren ihre Investitionstätigkeit auf Büroimmobilien.⁵³⁹ Eines der beiden Vehikel beteiligt sich neben den direkt gehaltenen Objekten darüber hinaus an geschlossenen Immobilienfonds, deren Anteile im Wege der Sacheinlage gegen Ausgabe von Aktien bzw. durch Kauf erworben werden.⁵⁴⁰

Während für die G-REITs ursprünglich ein Marktpotential von bis zu 120 Mrd. Euro prognostiziert wurde, ging man bereits im Jahr 2008 von nur noch 15 bis 40 Mrd. Euro aus. Als Ursache werden die schwierige Marktsituation infolge der Subprime-Krise sowie der Ausschluss von Bestandsmietwohnimmobilien angeführt.⁵⁴¹ REITs können zudem ein sinnvolles Anlagevehikel für offene Immobilienfonds werden, da letztere in erster Linie portfoliobezogene Dienstleistungen erbringen und erst in der Betriebsphase investieren dürfen. Darüber hinaus können offene Immobilienfonds von der bei REITs erfolgenden Spezialisierung auf einzelne Nutzungsarten (insbesondere Immobilien mit hohem Verwaltungsaufwand) profitieren.⁵⁴²

⁵³³ Vgl. Becker, M. et al. (2007), S. 510.

⁵³⁴ Vgl. Westerheide, P. (2007), S. 10.

⁵³⁵ Vgl. Bauer, M. (2009), S. 21.

⁵³⁶ Vgl. Stanislawek, I.; Barkow, P. (2007), S. 23.

⁵³⁷ In den USA wurden REITs bereits im Jahr 1961 eingeführt, wo sie sich seit der Auflösung der Streubesitzregelung (sog. „Five-or-fewer-rule“) im Jahr 1993 zum Vehikel für institutionelle Anleger entwickelt haben. Heute finden sich REITs in allen bedeutenden internationalen Immobilienmärkten.

⁵³⁸ Vgl. unter <http://www.reits-in-deutschland.de>. Bei einem Vor-REIT handelt es sich um eine Aktiengesellschaft, die erklärtermaßen den Sonderstatus eines G-REIT anstrebt.

⁵³⁹ Vgl. Alstria Office REIT-AG unter <http://investor-relations.alstria.de> (Abruf: 18.12.2009); Fair Value REIT-AG unter <http://www.fvreit.de> (Abruf: 02.01.2010).

⁵⁴⁰ Vgl. Fair Value REIT-AG unter <http://www.fvreit.de> (Abruf: 02.01.2010).

⁵⁴¹ Vgl. Bundesministerium der Finanzen (2008, Abruf: 15.04.2010), unter www.bundesfinanzministerium.de.

⁵⁴² Vgl. Sotelo, R. (2008), S. 74; Sotelo, R. (2007), S. 356.

5.4.1 Rechtsgrundlagen und Anlagegrenzen

REITs dürfen Eigentum oder dingliche Nutzungsrechte an unbeweglichem Vermögen, das heißt an Grundstücken oder grundstücksgleichen Rechten, erwerben. Weiterhin dürfen sie Anteile an Immobilienpersonengesellschaften, an REIT-Dienstleistungsgesellschaften, an Auslandsobjektgesellschaften und an Kapitalgesellschaften, die persönlich haftende Gesellschafter einer Immobilienpersonengesellschaft und an dieser vermögensmäßig nicht beteiligt sind, erwerben, halten, verwalten und veräußern.

Die Erlaubnis zum Erwerb, Halten, Verwalten und Veräußern von Immobilien umfasst alle (inländischen) Aktivitäten bezüglich des unbeweglichen Vermögens der Gesellschaft. Unter unbeweglichem Vermögen werden Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte verstanden. Bestandswohnimmobilien werden per Gesetz explizit ausgenommen. Die REIT-AG darf alle Maßnahmen auszuführen, die im Zusammenhang mit dem Erwerb von Immobilien und dinglichen Nutzungsrechten stehen. Auch das Halten unbeweglichen Vermögens und zu dessen Bewirtschaftung notwendiger Vermögensgegenstände ist in unbegrenztem Maße erlaubt. Die Veräußerung von unbeweglichen Vermögen und anderen Vermögensgegenständen ist erlaubt, während der Handel mit Immobilien untersagt ist. Der kumulierte Veräußerungserlös der letzten fünf Jahre darf nicht mehr als 50 % des durchschnittlichen unbeweglichen Vermögens betragen. Die Verwaltung des unbeweglichen Vermögens umfasst insbesondere die Vermietung, Verpachtung und das Leasing sowie die Erbringung immobiliennaher Hilfstätigkeiten für den eigenen Bestand. Als immobiliennah werden solche Tätigkeiten bezeichnet, die der Verwaltung Pflege oder Fortentwicklung der Objekte dienen. Immobiliennahe Tätigkeiten für einen fremden Anlagenbestand dürfen nur durch nicht steuerfreie Tochtergesellschaften erbracht werden.⁵⁴³

Eine REIT-AG darf Tochtergesellschaften als Kapitalgesellschaften gründen oder sich zu 100 % beteiligen, wenn deren Unternehmensgegenstand die entgeltliche Besorgung immobiliennaher Nebentätigkeiten ist. Diese sogenannten REIT-Dienstleistungsgesellschaften erbringen Leistungen wie z.B. Mietbestandsverwaltung, Vermittlungstätigkeit, Projektsteuerung oder Facility Management, allerdings für fremden Anlagenbestand. Darüber hinaus kann sich eine REIT-AG an Immobilienpersonengesellschaften beteiligen. Die Höhe des Anteilsbesitzes ist nicht geregelt. Die Beteiligungen an Immobilienpersonengesellschaften sind per Gesetz als unbewegliches Vermögen zu bewerten. Das bedeutet, der G-REIT kann so indirekt Immobilien erwerben (Share-Deal) und diese ausschließlich über Tochtergesellschaften steuern. Die Immobilienpersonengesellschaft kann sich ihrerseits wiederum an weiteren Gesellschaften beteiligen. Sowohl ihr als auch der REIT-AG selbst ist die Beteiligung an einer Kapitalanlagegesellschaft erlaubt, die persönlich haftende Gesellschafterin einer Immobilienpersonengesellschaft ist, sofern sie vermögensmäßig an dieser nicht beteiligt ist. Hierdurch werden doppelstöckige Strukturen möglich.⁵⁴⁴

Der Handlungsspielraum von REITs wird durch steuerliche Bestimmungen bestimmt.⁵⁴⁵ Die Voraussetzung für die Steuerbefreiung eines G-REIT ist, dass der Schwerpunkt der Geschäftsaktivitäten in immobilienbezogenen Tätigkeiten besteht und mindestens 90 Prozent

⁵⁴³ Vgl. Bauer, M. (2009), S. 48.

⁵⁴⁴ Vgl. Bauer, M. (2009), S. 48.

⁵⁴⁵ Vgl. Sotelo, R. (2007), S. 354.

der ausschüttungsfähigen Erträge als Dividenden an die Anleger gezahlt werden.⁵⁴⁶ Es müssen mindestens 75 Prozent der Aktiva in unbeweglichem Vermögen investiert sein bzw. 75 Prozent des Bruttoeinkommens muss aus Vermietung, Verpachtung, Leasing und der Veräußerung von Immobilien stammen.⁵⁴⁷ Der Wert der Anteile der Gesellschaft an einer REIT-Dienstleistungsgesellschaft darf maximal 20% des gesamten Aktivvermögens betragen.⁵⁴⁸ Eine REIT-Aktiengesellschaft, die diese Voraussetzungen (vgl. §§ 8 bis 15 REITG) erfüllt, ist sowohl von der Gewerbesteuer als auch von der Körperschaftsteuer befreit.⁵⁴⁹

5.4.2 Rendite-Risiko-Profil

REITs sind dividendenorientiert. G-REITs sind verpflichtet, 90 % seines modifizierten Jahresüberschusses an ihre Aktionäre auszuzahlen.⁵⁵⁰ Diese Norm stellt die nahezu vollständige Besteuerung der Gewinne eines G-REIT auf der Ebene der Gesellschafter sicher.

REITs können sich auf einzelne Nutzungsarten spezialisieren und erbringen immobilienbezogene Dienstleistungen.⁵⁵¹ Aus diesem Grund eignen sich REITs insbesondere für institutionelle Anleger, die in spezifische Immobilien investieren und portfoliobezogene Leistungen selbst erbringen möchten.⁵⁵²

REITs können bereits in frühen Projektphasen investieren und übernehmen umfassende Risiken. Die Diversifikation der Risiken erfolgt im Portfolio über eine Vielzahl von Projekten in verschiedenen Projektstadien.⁵⁵³ Wesentlich für die Investmententscheidung sind konstante Cashflows und die Möglichkeit zum Exit.

Die bisher zugelassenen REITs fordern Nettoanfangsrenditen von mindestens sechs Prozent für Büro- und Geschäftshäuser in Metropolregionen und mindestens sieben Prozent für Büro- und Geschäftshäuser in Mittelstädten und Regionalzentren. Das Investitionsvolumen sollte zwischen fünf und 30 Millionen Euro liegen.⁵⁵⁴

5.4.3 Beteiligung bei PPP-Projekten

Die Möglichkeiten der Beteiligung von G-REITs an PPP-Projekten ist möglich, da sie sich durch das Halten von Anteilen an Immobilienpersonengesellschaften oder Kapitalgesellschaften, die persönlich haftende Gesellschafterin einer Immobiliengesellschaft sind, das heißt im Wege eines Share-Deals, an PPP-Projekten beteiligen können. Voraussetzung für die Beteiligung über eine Immobilienpersonengesellschaft ist, dass diese Eigentum oder

⁵⁴⁶ Vgl. Jacob, D.; Stuhr, C. (2006), S. 40; KPMG (2007), S. 1.

⁵⁴⁷ Vgl. § 12 Abs. 3 S. 1 REITG.

⁵⁴⁸ Vgl. § 12 Abs. 2 b REITG.

⁵⁴⁹ Vgl. § 16 Abs. 1 S. 1f. REITG.

⁵⁵⁰ Vgl. § 13 REITG.

⁵⁵¹ Vgl. § 1 Abs. 1 S. 1 REITG.

⁵⁵² Vgl. Becker, M. (2007), S. 519.

⁵⁵³ Vgl. Sotelo, R. (2007), S. 356.

⁵⁵⁴ Vgl. unter: <http://www.fvreit.de> (Abruf: 02.01.2010).

dingliche Nutzungsrechte an Grundstücken oder grundstücksgleichen Rechten erwirbt.⁵⁵⁵ Dies trifft für PPP-Projektgesellschaften zu, die auf der Basis des gewählten PPP-Vertragsmodells Eigentum oder dingliche Nutzungsrechte an der Immobilie erhalten.⁵⁵⁶

REITs können bereits in der PPP-Angebotsphase investieren. Für eine Beteiligung kommen entsprechend der derzeitig fokussierten Anlageobjektgruppen PPP-Projekte der Bereiche Verwaltung und Bildung in Betracht.⁵⁵⁷ Weiterhin ist eine indirekte PPP-Investition über geschlossene Immobilienfonds möglich.

Bisher hat keine Beteiligung von G-REITs an PPP-Projekten stattgefunden. PPP-Investitionen werden von Fachleuten aber als vergleichsweise risikoarm bewertet und könnten gegebenenfalls zur Risikodiversifikation im Portfolio eingesetzt werden.⁵⁵⁸

5.5 Versicherungsunternehmen und Pensionskassen

Im Folgenden findet eine gemeinsame Betrachtung für Lebensversicherungsunternehmen sowie Pensionskassen, die gem. § 118a VAG ebenfalls als Lebensversicherungsunternehmen definiert werden, statt.⁵⁵⁹ Es werden exemplarisch Lebensversicherungsunternehmen betrachtet, da deren Kapitalanlagebestand mit 59,2 Prozent, gemessen am gesamten Kapitalanlagebestand der Versicherungswirtschaft, deutlich über denen von Schaden- und Unfallversicherern (11,7 Prozent), Krankenversicherern (13,1 Prozent) und Rückversicherern (16,1 Prozent) liegt.⁵⁶⁰

5.5.1 Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen

Lebensversicherungsunternehmen unterliegen der Beaufsichtigung durch die BaFin, welche den gesamten Geschäftsbetrieb der Versicherungen überwacht. Die Bilanzaktiva von Lebensversicherungsunternehmen werden in die Kategorien gebundenes Vermögen und freies Vermögen unterteilt. Das gebundene Vermögen dient zur Deckung der versicherungstechnischen Verpflichtungen und unterliegt den Kapitalanlagerestriktionen des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG) sowie der Anlagenverordnung (AnIV).⁵⁶¹ Durch die VAG und die AnIV werden Beschränkungen für einzelne Anlagevarianten mit Blick auf der Sicherheit, Rentabilität, Liquidität sowie Mischung und Streuung vorgeschrieben.⁵⁶² Das gebundene Vermögen darf gem. § 54 VAG nur so angelegt werden, dass eine möglichst große Sicherheit und Rentabilität bei jederzeitiger Liquidität des Versicherungsunternehmens gewährleistet ist. Die AnIV konkretisiert die Vorschriften des VAG. So dürfen gem. § 2 AnIV Versicherungsunternehmen in bebaute und in Bebauung befindliche oder zur alsbaldigen Bebauung bestimmte Grundstücke investieren. Zudem können Versicherungsunternehmen

⁵⁵⁵ Vgl. §§ 1 Abs. 2 ff. InvG.

⁵⁵⁶ Vgl. Cordes, S. (2009), S. 199.

⁵⁵⁷ Bei den in einen REIT einzubringenden Immobilien spielen insbesondere die Kriterien der Liquidierbarkeit und der Drittverwertbarkeit eine Rolle. Vgl. KPMG (2007), S. 5.

⁵⁵⁸ Experteninterview (Deutschland).

⁵⁵⁹ Vgl. § 118a VAG sowie dazu Prölss, E.; Kollhosser, H. (2005), § 118a VAG.

⁵⁶⁰ Vgl. GDV (2009), S. 59.

⁵⁶¹ Vgl. etwa Horsch, A. et. al. (2003), S. 851ff.; einführend auch Walz, E.; Walbröhl, V. (2005), S. 180.

⁵⁶² Vgl. etwa Horsch, A. (2008), S. 282ff.; im Überblick auch GDV (2009), S. 57.

auch Anteile an REIT's und anderen Immobilienunternehmen erwerben. Gem. § 3 AnIV darf der Anteil der direkt und indirekt gehaltenen Grundstücke und grundstücksgleichen Rechte 25 Prozent des gebundenen Vermögens nicht übersteigen. Zusätzlich ist vorgeschrieben, dass maximal 10 Prozent des gebundenen Vermögens in einem einzelnen Grundstück oder grundstücksgleichen Recht oder in Anteilen an einem Immobilienunternehmen investiert sein dürfen. Das freie Vermögen unterliegt für die Kapitalanlage keinen rechtlichen Restriktionen.

5.5.2 Rendite-Risiko-Profil

Wie bereits erwähnt, sind Versicherungen gem. VAG und AnIV für ihr gebundenes Vermögen verpflichtet, eine möglichst große Sicherheit bei jederzeitiger Liquidität zu gewährleisten. Sie sind daher als konservative Investoren mit einem geringen Rendite-Risiko-Profil zu klassifizieren. Versicherungsunternehmen haben insbesondere in den letzten Jahren gezielt versucht, ihre Portfolios in Richtung weniger riskanter Anlagen umzuschichten. Per 2008 hielten sie nur noch eine Aktienquote von unter 1 Prozent, hingegen Fremdkapitaltitel zu über 50 Prozent. Die (direkten und indirekten) Immobilieninvestments lagen bei 4 bis 5 Prozent. Schon heute wird erwartet, dass sich die Anlagestruktur durch eine Öffnung des Katalogs erlaubter Anlageformen für ÖPP-Fonds verändern wird.⁵⁶³

5.5.3 Beteiligung bei PPP-Projekten

Lebensversicherungsunternehmen verfolgen eine sicherheitsorientierte Anlagepolitik mit einem Investitionshorizont von ca. 20 bis 30 Jahren. Sie dürften sich daher besonders für Investitionen nach Beendigung der frühen Betriebsphase bis zum Ende der Betriebsphase interessieren. Ihr vorrangiges Investitionsmotiv in der späten Betriebsphase ist die Erzielung langfristig stabiler Ausschüttungen. Sie verkörpern somit ein großes Nachfragepotential für Investitionen auf einem zukünftigen Sekundärmarkt. Investitionen innerhalb der Bauphase bzw. auf dem Primärmarkt sind für Lebensversicherungsunternehmen nur geeignet, wenn alle baulichen Genehmigungen vorhanden sind und keine größeren Risiken mehr auftreten. Zudem sollte es sich um risikoarme PPP-Projekte im Bereich Verwaltung oder Bildung handeln.⁵⁶⁴ Investitionen in PPP-Projekte können generell von Lebensversicherungsunternehmen direkt oder indirekt z.B. durch Beteiligung an einem Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen erfolgen.⁵⁶⁵

Größere Versicherungsunternehmen wie z. B. Allianz, Münchener Rück, HUK-COBURG, AXA und Talanx bevorzugen eine direkte Beteiligung. Sie sind nicht bereit, die Kosten für das Management einer indirekten Anlage zu übernehmen. Stattdessen bauen sie bevorzugt eigene Kapazitäten und Know-How auf, um ggf. in PPP-Projekte zu investieren. Größere Versicherungsunternehmen bevorzugen Investitionsmöglichkeiten von ca. 30 bis 100 Millionen Euro. Ideal wäre z. B. die Beteiligung an einem Verwaltungsgebäude oder einem

⁵⁶³ Vgl. GDV (2009), S. 57ff.

⁵⁶⁴ Vgl. Experteninterview (Deutschland).

⁵⁶⁵ Walz, E.; Walbröhl, V. (2005), S. 180.

nicht spezifischen und nicht hoch-technischen Universitätsgebäude, da diese als risikoarm gelten und das benötigte Investitionsvolumen aufweisen.⁵⁶⁶

Kleinere Lebensversicherungsunternehmen neigen dazu, indirekt z. B. durch Investition in ein Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen in PPP-Projekte zu investieren, da sie nicht die Anlagevolumina haben, um sich einen eigenen Asset-Management-Bereich aufzubauen und zu unterhalten.⁵⁶⁷

Lebensversicherungsunternehmen sind bisher noch nicht auf dem deutschen PPP-Markt aktiv geworden (siehe Anlage 1), da keine in Bezug auf ihre Anlagepolitik attraktiven PPP-Projekte am Markt vorhanden waren.⁵⁶⁸

5.6 Weitere PPP-Beteiligungsinstrumente und Investoren

5.6.1 Stadtentwicklungsfonds

Die europäische Initiative JESSICA (Joint European Support for Sustainable Investment in City Areas) hat sich zum Ziel gesetzt, eine nachhaltige Lösung zum Einsatz von Fördermitteln für die Stadtentwicklung zu finden. Dabei soll von der bisherigen Methodik nicht rückzahlbarer Fördermittel Abstand genommen werden und diese durch funktionsfähige Fondslösungen ersetzt werden.⁵⁶⁹ Ein Modell ist der Einsatz von zu diesem Zweck gegründeten, revolvingierenden Stadtentwicklungsfonds, die festgesteckten Regelungen der Europäischen Kommission unterliegen sowie auf sachliche und räumliche Anwendungsbereiche beschränkt sind. Neben der Einzahlung von öffentlichen Fördermitteln (u. a. EFRE-Mittel) sollen private Partner für die finanzielle Beteiligung an solchen Fondsgesellschaften gewonnen werden.

Durch den revolvingierenden Charakter der Fonds kommt es zu einem Rückfluss der investierten Mittel bzw. sich daraus ergebender Kapitalerträge, welche dann für weitere Projekte bereitgestellt werden können. Der Endbegünstigte der EFRE-Fördermittel ist der Fonds selbst, der für getätigte Ausgaben keinen Nachweis für ihre Verwendung erbringen muss, was den administrativen Aufwand verringert. Weiterhin können freie Mittel des Fonds zeitlich begrenzt gewinnbringend angelegt werden, so dass auch Zinserträge nicht verloren gehen.⁵⁷⁰

5.6.1.1. Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen

Für die Auflage von Stadtentwicklungsfonds bedarf es keiner rechtlichen Verankerung in der regionalen oder nationalen Gesetzgebung. Lediglich die Einbindung der EFRE-Mittel in revolvingierende Darlehens- und Beteiligungsinstrumente wurde mit der Verordnung [EG]

⁵⁶⁶ Vgl. Experteninterview (Deutschland).

⁵⁶⁷ Vgl. Experteninterview (Deutschland).

⁵⁶⁸ Vgl. Experteninterview (Deutschland).

⁵⁶⁹ Vgl. Jakubowski, P. (2007a), S. 3.

⁵⁷⁰ Vgl. Jakubowski, P. (2007a), S. 5.

448/2004 rechtlich verifiziert.⁵⁷¹ Dazu wurden folgende Bedingungen bzw. Maßnahmen in Aussicht gestellt:

- Der revolving Einsatz des Fonds im Zielgebiet ist über das Ende der Förderperiode hinaus möglich.
- Eine gewinnbringende Zwischenanlage der EFRE-Mittel ist möglich.
- Die EFRE-Mittel können als Risiko-Puffer eingesetzt werden, d. h. im Falle von Verlusten werden zunächst diese für den Verlustausgleich herangezogen, bevor das Kapital privater Investoren belastet wird.⁵⁷²

Stadtentwicklungsfonds dienen einer zweckbezogenen Kapitalbeteiligung an Stadtentwicklungsprojekten innerhalb eines vorher definierten Investitionsfeldes.⁵⁷³ Wichtigster Akteur im operativen Geschäft ist der Fondsmanager, der mit seinen Investitionsentscheidungen die Entwicklung der Fondsrendite bestimmt.⁵⁷⁴

5.6.1.2. Rendite-Risiko-Profil

Da sich bisher gemachte Erfahrungen in Deutschland auf theoretische Überlegungen beschränken, können die Ausführungen zum Rendite-Risiko-Profil auch nur auf theoretischer Ebene erfolgen. Stadtentwicklungsfonds sollen nach Einbindung der Fördermittel in unterschiedlicher Form Kapital zur Verfügung stellen. Es sollen Darlehensfonds, Garantiefonds oder auch Eigenkapitalfonds zum Einsatz kommen.⁵⁷⁵

Wichtigstes Merkmal für den Einsatz von Stadtentwicklungsfonds in städtebauliche Projekte ist die Erfüllung von zwei Voraussetzungen: Die Projekte sollten eigene Mittelrückflüsse erwarten lassen, aufgrund einer Rendite unterhalb des Marktniveaus bzw. eines erhöhtes Risikoprofils aber den Anforderungen einer rein privatwirtschaftlichen Umsetzung nicht genügen.⁵⁷⁶ Je nach Kapitalform werden Renditeanforderungen der Investoren und eingegangene Risiken ausfallen.⁵⁷⁷

Die Haftung der Kapitalgeber beschränkt sich auf ihre jeweilige Kapitaleinlage und kann ähnlich wie bei anderen Investmentfonds als Treuhand- oder Sondervermögen ausgestaltet sein.⁵⁷⁸ Wichtig ist die grundsätzliche Trennung von Fondsmanagement und Fondsvermögen. Um vor allem die Beteiligung privater Investoren als Anteilseigner an einem Fonds zu unterstützen, wird die oben beschriebene Möglichkeit des Einsatzes der Fördermittel als Risikopuffer gewährt.

Die Auflage von Stadtentwicklungsfonds soll vor allem bei Einbindung von privatem Kapital mit einer Exitstrategie bedacht werden und keine Open-end Strukturen aufweisen. Hierzu erfolgt eine entsprechende Formulierung in den Fondsgeschäftsbedingungen. Bisherige Überlegungen streben eine Fondslaufzeit von ca. 20 Jahren an. In bisherigen Entwürfen für

⁵⁷¹ Vgl. Jakubowski, P. (2007a), S. 4.

⁵⁷² Vgl. Jakubowski, P. (2007a), S. 5.

⁵⁷³ Vgl. Jakubowski, P. (2007a), S. 7.

⁵⁷⁴ Vgl. Jakubowski, P. (2007a), S. 8.

⁵⁷⁵ Vgl. Jakubowski, P. (2007b), S. 582.

⁵⁷⁶ Vgl. Mielke, B.; Fehlhaber, A. (2009), S. 7.

⁵⁷⁷ Vgl. dazu Kapitel 2.1. Finanzierung, speziell Kapitel 2.1.1.1 Abgrenzung Eigenkapital zu Fremdkapital.

⁵⁷⁸ Vgl. Nadler, M. (2007), S. 421.

Pilotprojekte wurde eine Fondslaufzeit von 15 Jahren in Betracht gezogen.⁵⁷⁹ Wichtig bei der Verwendung von EFRE-Fördermitteln ist jedoch der Nachweis eines zweimaligen Einsatzes der Mittel. Die Zweckbindung erlischt nach Erreichen dieser Zielvorgaben. Die Gelder werden somit für weitere Einsätze von der Zweckbindung befreit.

5.6.1.3. Beteiligung bei PPP-Projekten

Der Beteiligung von Stadtentwicklungsfonds an PPP-Hochbauprojekten sind keine zusätzlichen rechtlichen Grenzen gesetzt, solange die zuvor erläuterten Anlagegrenzen erfüllt werden und das Projektvorhaben mit den Anwendungsfeldern eines Stadtentwicklungsfonds übereinstimmt. Positiv zu bewerten ist, dass Stadtentwicklungsfonds ähnliche Grundsätze wie Public Private Partnership-Projekte verfolgen. Dabei sollen im Sinne des Public Private Finance öffentliche und private Investitionsmittel nach einem renditeorientierten Ansatz zusammengeführt werden sowie Projekte zur Umsetzung kommen, die aufgrund von geringeren Renditeanforderungen bisher vernachlässigt wurden. Da in Deutschland die Gründung eines Stadtentwicklungsfonds noch nicht unternommen wurde, bleibt abzuwarten, wie das Interesse an einer Beteiligung in Public Private Partnerships ausfallen wird. Positiv ist die gleichzeitige Einbindung von Fördermitteln zu bewerten. Die günstigeren Finanzierungskonditionen bzw. geringeren Renditeansprüche von Stadtentwicklungsfonds könnten eine echte Alternative zur Lösung der Eigenkapitallücke ergeben.

5.6.2 Real Estate Private Equity

Im Gegensatz zu den bisher vorgestellten Beteiligungsinstrumenten und Investoren handelt es sich bei Real Estate Private Equity um eine hybride Assetklasse. Die hybriden Eigenschaften spiegeln sich in zwei Formen wider. Zum einen vereint Real Estate Private Equity die Sektoren Immobilien und Private Equity als eine Form des Investmentbankings.⁵⁸⁰ Zum anderen unterliegt diese Assetklasse keiner deutschen rechtlichen Regulierung, weil sie sich oftmals ausländischer Organisationsformen wie der eines Opportunity Funds bedient und das akquirierte Kapital keiner Börsennotierung unterliegt.⁵⁸¹ In der Literatur wird Real Estate Private Equity deshalb meist als eine Finanzierungsform zur Schließung von Eigenkapitallücken angesehen.⁵⁸² Bei Real Estate Private Equity bleibt es frei gestellt, ob direkt in Immobilienprojekte oder mittels Fondslösung in eine Vielzahl von Projekten investiert wird.⁵⁸³

⁵⁷⁹ Vgl. Nadler, M. (2007), S. 424.

⁵⁸⁰ Vgl. Rebitzer, D. W. (2006), S. 52f.

⁵⁸¹ Vgl. Rottke, N. B. (2006), S. 36; Rottke, N. B. (2005), S. 276.

⁵⁸² Vgl. Rottke, N. B. (2005), S. 275.

⁵⁸³ Vgl. Rottke, N. B. (2005), S. 283.

5.6.2.1. Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen

Real Estate Private Equity Funds sind nicht durch das deutsche Investmentgesetz reguliert.⁵⁸⁴ Die Gründung erfolgt vorwiegend in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG oder KG bzw. Limited Partnership.⁵⁸⁵

Da es im Hinblick auf die Anlagegrenzen keine gesetzlichen Vorgaben gibt, unterliegen die Investmententscheidungen lediglich den Vorgaben des Fondsmanagements. Dieses setzt sich aus dem General Partner, einem Investment Committee sowie einer Verwaltungsabteilung zusammen. Der General Partner, der im Sinne der Fondsgesellschaft als Initiator und Verwalter des Fonds agiert, verhandelt, kauft und verkauft Investitionsobjekte. Er wird vom Investment Committee überwacht und hat diesem Rechenschaft abzulegen. Beiden Organen steht ein Advisory Board zu Beratungszwecken zur Seite, dem auch die Anleger bzw. Investoren angehören können.⁵⁸⁶ Das Advisory Board hat keinerlei Entscheidungsbefugnisse, so dass die Investoren lediglich beratend auf die Anlagestrategie einwirken können.⁵⁸⁷ Die Verwaltungsabteilung übernimmt die Organisation des Property und Facility Managements.

5.6.2.2. Rendite-Risiko-Profil

Real Estate Private Equity fällt in die Kategorie des Hochrisikokapitals, da Private Equity mit hohen Renditeansprüchen einhergeht.⁵⁸⁸ Die rein an Renditeergebnissen orientierte Anlagestrategie impliziert eine Investition in risikoreichere Projekte wie Objekte in 1b-Lagen, Objekte mit unsicheren und schlechten Mietverhältnissen, notleidende Immobilienkredite oder insolvenzgefährdete Hotels.⁵⁸⁹ Die Kompetenz liegt also nicht in der langfristigen Optimierung von Bestandsimmobilien, sondern in der Umsetzung von Projektentwicklungen sowie der Sanierung und Aufwertung von Immobilien und zielt demnach auf die intern vorhandenen Managementkompetenzen ab. Private Equity-Investoren legen Wert auf Budgetkontrolle, ein Vetorecht bei zentralen Entscheidungen sowie die aktive Managementbeteiligung bei Projekten, um mögliche Renditen erhöhen und eingegangene Risiken verringern zu können.⁵⁹⁰

Die Zielrenditen bei investiertem Real Estate Private Equity lagen in der Vergangenheit in den USA beispielsweise zwischen 15 und 20 Prozent.⁵⁹¹

Der Investitionszeitraum von Real Estate Private Equity ist auf einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren angelegt. Im Allgemeinen beträgt die gesamte Fondslaufzeit von der Einwerbung des Kapitals bis zur Liquidierung ca. zehn Jahre.⁵⁹² Damit kann Real Estate Private Equity als ein Beteiligungsinstrument klassifiziert werden, welches stark auf kurzfristige Wertschöpfungsergebnisse abzielt. Eine Liquidation der Fonds kann in zwei Formen erfolgen. Entweder werden die erworbenen Objekte in einen so genannten Schwesterfonds transferiert, d. h. in

⁵⁸⁴ Vgl. Cordes, S. (2009), S. 99.

⁵⁸⁵ Vgl. Cordes, S. (2009), S. 97.

⁵⁸⁶ Vgl. Rottke, N. B. (2006), S. 38f.

⁵⁸⁷ Vgl. dazu Kapitel 5.1.

⁵⁸⁸ Vgl. Rottke, N. B. (2006), S. 35.

⁵⁸⁹ Vgl. Doetsch, W. (2006), S. 112.

⁵⁹⁰ Vgl. Rebitzer, D. W. (2006), S. 61.

⁵⁹¹ Vgl. Rebitzer, D. W. (2006), S. 61.

⁵⁹² Vgl. Page, S. N. et al. (2008), S. 104.

ein bestehendes Portfolio integriert oder als Grundstock für ein neues Portfolio verwendet oder es erfolgt ihre Veräußerung auf dem Sekundärmarkt.⁵⁹³

5.6.2.3. Beteiligung bei PPP-Projekten

Die Eignung von Real Estate Private Equity als Beteiligungsinstrument ist differenziert zu betrachten. Die hohen Renditeanforderungen können nur von wenigen Projekten erfüllt werden wie zum Beispiel Green Field-Projekten im Sinne von Neubauprojekten vor Beginn der Betriebsphase. Diese würden auch dem Risikoprofil eines Private Equity-Investors entgegenkommen.⁵⁹⁴ Die hohen Veräußerungsgewinne, die als Renditetreiber dienen, sind bei Public Private Partnership-Projekten hingegen nicht zu erwarten. Da Real Estate Private Equity Fonds aufgrund ihrer rechtlichen Unabhängigkeit keinerlei Liquiditätsreserven vorzuhalten haben, ist eine zeitnahe Veräußerungsmöglichkeit bzw. eine Drittverwendbarkeit von Objekten ein zusätzliches Kriterium für Investitionsentscheidungen. Der in Deutschland bisher nicht präsente Sekundärmarkt für PPP-Projekte könnte sich daher als Hindernis für eine Beteiligung von Real Estate Private Equity ergeben. Vorteilhaft für die Eignung von Real Estate Private Equity ist hingegen die geringe rechtliche Regulierung und damit eine gewisse Unabhängigkeit vom institutionalisierten Kapitalmarkt.⁵⁹⁵ Zudem kann das Ziel der Integration von Management Know-how in Investitionsprojekte generell als zusätzlicher Nutzen für die hinsichtlich Financial Engineering weniger erfahrene PPP-Branche bewertet werden.

Unter den Voraussetzungen, dass Real Estate Private Equity Fonds ihren Investitionen einen längeren Zeitraum zubilligen, geringere Renditeanforderungen an Public Private Partnership-Projekte stellen sowie sich der Sekundärmarkt entsprechend erweitert, können sie in Zukunft als ein geeignetes Beteiligungsinstrument fungieren.

5.7 Besteuerung von PPP-Beteiligungsinstrumenten und Investoren

Im Folgenden wird in Grundzügen die ertragsteuerliche Behandlung der PPP-Beteiligungsinstrumente und Investoren dargestellt. Ertragsteuern sind insbesondere die Körperschaftsteuer, die Einkommensteuer und die Gewerbesteuer. Die ertragsteuerliche Behandlung der PPP-Beteiligung ist abhängig von deren Rechtsform und den dafür geltenden gesetzlichen Rechtsnormen.

Geschlossene Immobilienfonds, Leasingfonds und Private-Equity-Fonds werden üblicherweise als Personengesellschaft, in der Rechtsform einer KG oder GbR, errichtet. Daher gelten die Besteuerungsgrundsätze für Personengesellschaften. Personengesellschaften sind selber nicht einkommen- oder körperschaftsteuerpflichtig. Es gilt das sog. Transparenzprinzip, wonach die Besteuerung beim Gesellschafter bzw. Anleger stattfindet. Personengesellschaften sind jedoch selbst Steuersubjekt für die Gewerbesteuer, sofern eine gewerbliche Tätigkeit ausgeübt wird und sie nicht rein vermögensverwaltend tätig werden. Eine gewerbliche Tätigkeit liegt vor, wenn eine selbstständige und nachhaltige Betätigung mit

⁵⁹³ Vgl. Page, S. N. et al. (2008), S. 106.

⁵⁹⁴ Vgl. Page, S. N. et al. (2008), S. 105.

⁵⁹⁵ Vgl. Cordes, S. (2009), S. 103.

Gewinnerzielungsabsicht unternommen wird und sich diese als Beteiligung am allgemeinen wirtschaftlichen Verkehr darstellt. Eine Indizienwirkung dahingehend, ob eine gewerbliche Tätigkeit vorliegt, entfaltet die sog. 3-Objekt-Grenze, wonach keine vermögensverwaltende Tätigkeit mehr gegeben ist, wenn mehr als 3 Objekte innerhalb eines Zeitraumes von 5 Jahren veräußert werden. Entscheidend für die Abgrenzung zwischen Vermögensverwaltung und einer gewerblichen Tätigkeit ist jedoch das Gesamtbild der Verhältnisse. Personengesellschaften, die nicht gewerblich tätig sind, gelten dennoch als Gewerbebetrieb, wenn eine oder mehrere Kapitalgesellschaften persönlich haftende Gesellschafter sind und nur die Kapitalgesellschaften oder Personen, die nicht Gesellschafter sind, mit der Geschäftsführung beauftragt werden. Es handelt sich dann um eine gewerblich geprägte Personengesellschaft, die der Gewerbesteuer unterliegt. Das ist z.B. der Fall beim Finanzzentrum Altmarkt Kassel, wo durch die Terra Grundstücksverwaltungsgesellschaft mbH ausschließlich eine Kapitalgesellschaft als persönlich haftende Gesellschafterin beteiligt ist und nur diese zur Geschäftsführung befugt ist. Die Anleger von geschlossenen Immobilienfonds, Leasingfonds oder Private-Equity-Fonds erzielen entweder Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung oder aus Gewerbebetrieb. Dies ist davon abhängig, ob auf Fondsebene eine vermögensverwaltende oder eine gewerbliche Tätigkeit vorliegt.

Die ertragsteuerliche Behandlung von offenen Immobilienfonds und ÖPP-Fonds ist im Investmentsteuergesetz geregelt. Das Sondervermögen ist steuerrechtlich ein steuerneutrales Zweckvermögen, d.h. dass es sowohl von der Körperschaftsteuer als auch der Gewerbesteuer befreit ist. Die Besteuerung erfolgt ausschließlich auf Ebene der Anleger. Die Anleger haben die Einkünfte grundsätzlich so zu versteuern, als wenn sie sie unmittelbar bezogen hätten (sog. steuerliche Transparenz). Daher sind laufende Erträge des Sondervermögens beim Anleger grundsätzlich als Einkünfte aus Kapitalvermögen steuerpflichtig. Die Kapitalanlagegesellschaften werden als AG's oder GmbH's gegründet und unterliegen keinen steuerrechtlichen Sondervorschriften. Sie werden wie gewöhnliche Kapitalgesellschaften besteuert.

Real Estate Investment Trusts sind AGs, die zur effizienten Nutzung von Steuervorteilen als Investment-Trust organisiert sind. Die ertragsteuerliche Behandlung von Real Estate Investment Trusts ist im REIT-G geregelt. Sofern REITs die Voraussetzungen gem. §§ 8 bis 15 REIT-G erfüllen (siehe Kapitel 5.4.), sind sie sowohl von der Körperschaftsteuer als auch der Gewerbesteuer befreit. Folglich ergibt sich keine ertragsteuerliche Belastung auf Fondsebene. Ausschüttungen werden ausschließlich auf Ebene der Gesellschafter bzw. Anleger besteuert. Diese erzielen Einkünfte aus Kapitalvermögen.

Versicherungen und Pensionskassen sind unter bestimmten Voraussetzungen gem. § 5 KStG und § 3 GewStG i.d.R. von den Ertragsteuern befreit.

6 PPP-Beteiligungsprozess und Eigenkapitalbereitstellung für mittelständische Unternehmen

Die Beteiligung mittelständischer Unternehmen an PPP-Projekten ist als alleiniger Auftragnehmer, als einer von mehreren Sponsoren der Projektgesellschaft mit Übernahmen weiterer operativer Leistungen oder als Nachunternehmer der Projektgesellschaft auf nachgeordneter Ebene möglich. Eine Studie des Deutschen Instituts für Urbanistik (Difu) zur Beteiligung mittelständischer Unternehmen an PPP-Projekten im Hochbau⁵⁹⁶ aus dem Jahr 2008 zeigt, dass die Beteiligungsquote mittelständischer Unternehmen als Nachunternehmer zwischen 70 und 80 Prozent liegt und nur bei 47 Prozent der betrachteten PPP-Projekte kleine und mittelständische Unternehmen als alleinige PPP-Auftragnehmer bzw. als Gesellschafter der Projektgesellschaft auf erster Ebene eingebunden waren. Nahezu alle Projekte wurden im Wege einer Forfaitierung mit Einredeverzicht umgesetzt.⁵⁹⁷ Als Gründe für die geringe Beteiligungsquote mittelständischer Unternehmen an PPP-Projektfinanzierungen werden neben den vergleichsweise hohen Mindestinvestitionsvolumina von Projektfinanzierungen die mangelnde Eigenkapitalausstattung und das fehlende Know-how mittelständischer Unternehmen im Bereich strukturierter Finanzierungen angeführt.

Im Rahmen des Forschungsprojektes wurden durch strukturierte Expertengespräche mit ausgewählten mittelständischen Unternehmen Lösungsansätze und Möglichkeiten der Zusammenarbeit mit Finanzintermediären erörtert. Die Leistungserbringung durch Finanzintermediäre wird in Kapitel 6.1 beschrieben. Anschließend werden, basierend auf den Ergebnissen der Expertengespräche, das Profil und die Anforderungen mittelständischer Unternehmen, die sich an PPP-Projektfinanzierungen beteiligen, dargestellt (Kapitel 6.2). Darauf aufbauend werden die in Kapitel 6.3 vorgestellten PPP-Beteiligungsinstrumente und Investoren auf ihre Eignung zur Zusammenarbeit mit mittelständischen Unternehmen hin analysiert.

6.1 Leistungen von Finanzintermediären im PPP-Beteiligungsprozess

Die Einbindung von Finanzintermediären und ihre Bereitstellung finanztechnischer Optimierungs- und Beratungsleistungen sind vor allem für weniger erfahrene Auftragnehmer im Zusammenhang mit PPP-Projekten ein wichtiger Erfolgsfaktor. Die im Rahmen der vorliegenden Forschungsarbeit durchgeführte empirische Erhebung kann dabei die Ergebnisse der von Riebeling⁵⁹⁸ durchgeführten Untersuchung teilweise sensibilisieren. Dieser Abschnitt soll die in diesem Zusammenhang gemachten Erkenntnisse zusammenfassen.

Für Finanzintermediäre eignen sich demnach am besten die Leistungen Financial Advisor und Verhandlungen mit Banken. Darüber hinaus werden diese beiden Leistungen auch als

⁵⁹⁶ Der Studie wurde die KMU-Definition der Europäischen Kommission zu Grunde gelegt, da der Großteil der bisher realisierten PPP-Projekte über den Schwellenwerten für eine europaweite Ausschreibung liegt. Unternehmen, die mehr als 25 % Beteiligungen durch Großunternehmen aufweisen, aufgrund der Organisationsstrukturen, Prozessabläufe oder Gewinnabführungsverträge aber praktisch unabhängig handeln können und damit mittelstandsähnliche Strukturen aufweisen, wurden als KMU-ähnliche oder als KMU im weiteren Sinne in die Analyse aufgenommen. Vgl. Deutsches Institut für Urbanistik (2008, Hrsg.), S. 30f.

⁵⁹⁷ Vgl. Deutsches Institut für Urbanistik (2008, Hrsg.), S. 85ff.

⁵⁹⁸ Vgl. dazu Riebeling, K.-H. (2009).

die einflussreichsten Leistungen von Finanzintermediären auf die Wettbewerbsfähigkeit von Bieterkonsortien genannt.⁵⁹⁹

Als weitere Leistungen, die sich für Finanzintermediäre eignen, können die wirtschaftliche und rechtliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und der Umsetzungskonzepte, die Finanzierungsdokumentation sowie die Angebotssteuerung eruiert werden. Insbesondere die wirtschaftliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und der Umsetzungskonzepte werden dabei als relativ einflussreich für die Wettbewerbsfähigkeit des Bieterkonsortiums bewertet.⁶⁰⁰

Ein weiterer, nicht weniger wichtiger Ansatz ist die frühzeitige Implementierung eines geeigneten Risikofrüherkennungs- und -controllingsystems, welches sich auf die Grundlagen des Finanzplans stützt und einer stetigen Anpassung und Fortführung mit Projektfortschritt bedarf. Hierbei ist technisches, finanztechnisches und juristisches Wissen gefragt.⁶⁰¹

6.2 Profil und Anforderungen mittelständischer Unternehmen im PPP-Beteiligungsprozess

Unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Positionierung und Leistungsfähigkeit mittelständischer Unternehmen ist zu erwarten, dass nur eine Teilmenge als privater Partner auf der Hauptauftragnehmer-Ebene für die Realisierung von PPP-Projektfinanzierungen in Frage kommt.

Bisher verfügen nur wenige mittelständische Unternehmen über Erfahrungen im Bereich PPP bzw. PPP-Projektfinanzierungen. Unternehmen, die eine Beteiligung an Ausschreibungen für projektfinanzierte PPP anstreben, haben häufig schon einige Forfaitierungsprojekte durchgeführt, das heißt, sie verfügen über ein gewisses PPP-Know how, einen positiven Track Record und entsprechende Referenzen.⁶⁰² In der Regel ist aber kein spezifisches kaufmännisches Know-how im Bereich Projektfinanzierung im Unternehmen vorhanden. Ein potentieller Equity-Partner sollte demzufolge sein PPP- und Projektfinanzierungs-Know-how bereits in der Phase der Angebotserstellung einbringen, um die Wettbewerbsfähigkeit des Bieterkonsortiums zu erhöhen und den Zuschlag zu erhalten.⁶⁰³

Die befragten Unternehmer bestätigten, dass mittelständische Unternehmen über die Möglichkeit der Eigenkapitalbereitstellung für die Phase der Bauzwischenfinanzierung verfügen. Die Eigenkapitalbereitstellung durch einen externen Partner sollte spätestens mit der Inbetriebnahme und der Überführung der Bauzwischenfinanzierung auf die langfristige Endfinanzierung erfolgen.⁶⁰⁴

Der im Rahmen der DifU-Studie ermittelte Grenzwert für die Beteiligung mittelständischer Unternehmen auf erster Auftragsebene von 15 Mio. Euro Investitionsvolumen wurde nicht bestätigt. Nach Aussage der Befragten können Projekte mit einem Investitionsvolumen von

⁵⁹⁹ Vgl. Empirische Erhebung (Deutschland).

⁶⁰⁰ Vgl. Empirische Erhebung (Deutschland).

⁶⁰¹ Vgl. Experteninterview (Deutschland).

⁶⁰² Die in einigen Teilnahmewettbewerben vom öffentlichen Auftraggeber geforderten PPP-Referenzen stellen für viele mittelständische Unternehmen eine Markteintrittsbarriere dar.

⁶⁰³ Vgl. Experteninterview (Mittelstand).

⁶⁰⁴ Vgl. Experteninterview (Mittelstand).

bis zu 20 Mio. Euro eigenständig realisiert werden. Bei größeren Projekten besteht die Möglichkeit zum Zusammenschluss mehrerer Unternehmen in einer Arbeitsgemeinschaft (ARGE). Die Gründung einer ARGE verursacht jedoch auf Seiten der Bieter einen steigenden Abstimmungsaufwand und Transaktionskosten, was zu einer Erhöhung der Angebots- und Projektkosten führt. Für die nachfolgende Untersuchung der PPP-Beteiligungsinstrumente und Investoren wird von einem begrenzten Investitionsvolumen für mittelständisch geführte PPP-Projektfinanzierungen ausgegangen.⁶⁰⁵

6.3 Zusammenarbeit mittelständischer Unternehmen und PPP-Beteiligungsinstrumente und Investoren

In den nachfolgenden Abschnitten werden die in Kapitel fünf vorgestellten PPP-Beteiligungsinstrumente und Investoren auf ihre Eignung zur Zusammenarbeit mit mittelständischen Unternehmen hin untersucht. Es wird dargestellt, welche Vorteile sich mittelständischen Unternehmen durch eine projektebezogene oder strategische Partnerschaft mit einzelnen Finanzintermediären bieten und welche Anforderungen Finanzintermediäre an ihre Partner stellen.

6.3.1 Offene Immobilienfonds

Durch die rechtliche Regulierung und Vorgabe bestimmter Anlagegrenzen auf Grundlage des Investmentgesetzes sind Offene Immobilienfonds in ihrem Anlageverhalten eingeschränkt. Offene Immobilienpublikumsfonds garantieren ihren Anlegern eine tägliche Anteilrückgabe, die jedoch im Oktober 2008 von zwölf Fonds aufgrund von Liquiditätsproblemen, ausgelöst durch die Finanzmarktkrise, ausgesetzt werden musste.⁶⁰⁶ Das Investmentgesetz gibt vor, dass maximal 20 % des Sondervermögens in Grundstücke im Zustand der Bebauung investiert werden dürfen.⁶⁰⁷ Damit ist eine Beteiligung an Projektentwicklungen nur eingeschränkt möglich. Weiterhin dürfen maximal 15 % aus anderen Grundstücken und Rechten als Mietwohngrundstücke, Geschäftsgrundstücke und gemischtgenutzte Grundstücke erworben werden.⁶⁰⁸ Seit der Novellierung des Investmentgesetzes im Jahr 2007 dürfen Immobilienfonds auch 10 % ihres Sondervermögens in Nießbrauchrechte an Grundstücken investieren, sofern sie dem Zweck der Erfüllung öffentlicher Aufgaben dienen.⁶⁰⁹ Eine Beteiligung an PPP-Inhabermodellen oder -Konzessionsmodellen ist damit gesetzlich erlaubt, jedoch nur eingeschränkt möglich.

Ihr mehr als 50-jähriges Bestehen lässt Offene Immobilienfonds auf wichtige Erfahrungswerte zurückblicken, was sich auch in standardisierten Prozessabläufen widerspiegelt. Dadurch und aufgrund eines bisher nicht geweckten Interesses an PPP-Projekten von Seiten Offener Immobilienpublikumsfonds und -spezialfonds, ist hier nicht mit dem Aufbau und somit auch nicht mit einer Einbringung und Bereitstellung von PPP-spezifischem Know-how

⁶⁰⁵ Vgl. Experteninterview (Mittelstand).

⁶⁰⁶ Vgl. Reichel, R. (2010).

⁶⁰⁷ § 67, Abs. 1, Nr. 2 InvG.

⁶⁰⁸ § 67, Abs. 2, S. 2 InvG.

⁶⁰⁹ § 67, Abs. 2, S. 3 InvG.

zu rechnen.

Das Liquiditätsmanagement eines Offenen Immobilienfonds ist vor allem bei Publikumsfonds durch ihre tägliche Anteilsscheinrückgabe von besonderer Bedeutung. Ein nicht existierender oder nicht funktionierender Sekundärmarkt, wie im Falle des deutschen PPP-Investmentmarktes, erhöht das Risiko von Liquiditätsengpässen und lässt Immobilieninvestoren von einer Beteiligung absehen.

Eine strategische Partnerschaft zwischen mittelständischen Unternehmen und Offenen Immobilienfonds für eine gemeinsame Beteiligung an PPP-Projekten bzw. eine Veräußerung von Anteilen an einer PPP-Projektgesellschaft von mittelständischen Unternehmen an einen Offenen Immobilienfonds kann bisher ausgeschlossen werden, da auch der Investmentfokus divergiert. Erwarben Offene Immobilienfonds im Jahr 2008 Immobilien mit einem durchschnittlichen Wert von 53 Mio. Euro⁶¹⁰ mit ca. 50 % Eigenkapital, würde dies übertragen auf den PPP-Sektor einen Fokus auf Projekte mit einem Investitionsvolumen ab 100 Mio. Euro bedeuten.⁶¹¹

6.3.2 ÖPP-Fonds

Bisher wurden weder ÖPP-Publikums- noch ÖPP-Spezialfonds aufgelegt, so dass auf keine praktischen Erfahrungswerte in Bezug auf deren Zusammenarbeit mit mittelständischen Bau- und Betreiberunternehmen aus dem Markt zurückgegriffen werden kann.

Die Rechtsgrundlage für ÖPP-Fonds ist im Investmentgesetz geregelt. Im Investmentgesetz ist in zweifacher Hinsicht festgelegt, dass die Geschäftsleiter der Kapitalanlagegesellschaft über eine fachliche Eignung bzw. PPP-Know how verfügen müssen. So ist in § 7b InvG festgeschrieben, dass nur solche Kapitalanlagegesellschaften einen offenen Fonds auflegen können, deren Geschäftsleiter über die zur Leitung erforderliche fachliche Eignung verfügen. Speziell für die ÖPP-Fonds kann daher unterstellt werden, dass ein Geschäftsleiter der Kapitalanlagegesellschaft über ausreichend Erfahrung und Kenntnisse im Bereich PPP verfügen muss. Zudem ist zusätzlich explizit in § 90 f InvG geregelt, dass die Geschäftsleiter neben der allgemeinen fachlichen Eignung für die Durchführung von Investmentgeschäften ausreichendes PPP-Erfahrungswissen vorweisen müssen. Daher kann festgehalten werden, dass ÖPP-Fonds, sofern diese zukünftig aufgelegt werden würden, generell über ausreichend PPP-Know how verfügen müssten. ÖPP-Fonds müssten somit bei einer Zusammenarbeit mit mittelständischen Unternehmen neben reinem kaufmännischen auch zusätzliches PPP-Know how bereitstellen können.

Ob ÖPP-Fonds PPP-Projekte mit einem mittelstandsfreundlichen Investitionsvolumen realisieren, ist abhängig vom Investmentfokus des Fonds. Ein Fonds, der sich von vornherein nur auf Projekte ab einer Größenordnung von 20 Mio. Euro Investitionsvolumen beschränkt, kommt voraussichtlich nicht für eine Zusammenarbeit mit mittelständischen Unternehmen in Frage. Ein Fonds, der sich nicht auf eine spezielle Größenordnung festgelegt hat oder der sich auf PPP-Projekte mit Investitionsvolumina unter 30 Mio. Euro beschränkt, scheint für eine Zusammenarbeit mit mittelständischen Unternehmen geeignet. Insbesondere trifft dies

⁶¹⁰ Vgl. BVI (2008), S. 2.

⁶¹¹ Anteil Eigenkapital 50 %, durchschn. Investitionsvolumen ca. 50 Mio. Euro: $50/0,5 = 100$ Mio. Euro.

auf die ÖPP-Spezialfonds zu, die sich schon während der Angebotsphase an der PPP-Projektgesellschaft beteiligen können. Bei ÖPP-Publikumsfonds kann durch die derzeitige Beschränkung auf Beteiligungen in der Betriebsphase eine Einbringung von Know how bereits während der Angebotsphase erfolgen, eine definitive Beteiligung jedoch erst nach Beendigung der Bauphase. Bei der Zusammenarbeit von ÖPP-Publikumsfonds mit mittelständischen Unternehmen ist es daher unabdingbar, dass die mittelständischen Unternehmen mindestens bis zum Ende der Bauphase eigenes Eigenkapital und Sicherheiten bereitstellen, um eine Bauzwischenfinanzierung zu erhalten.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass ÖPP-Fonds wichtige strategische Partner für die Zusammenarbeit mit mittelständischen Bau- und Betreiberunternehmen sein können. Eine Förderung der ÖPP-Publikumsfonds durch eine Änderung des Investmentgesetzes, wie in Kapitel 5.2.2 vorgeschlagen, scheint daher auch indirekt zur Förderung des Mittelstandes geeignet.

6.3.3 Geschlossene Immobilienfonds

Geschlossene Immobilienfonds investieren in der Regel langfristig in ausgewählte Projekte. Die Konzeption des Fonds erfolgt durch das Emissionshaus, das häufig auch weitere mit dem Fonds bzw. dem Projekt in Zusammenhang stehende Leistungen erbringt. Die Bereitstellung von Eigenkapital durch geschlossene Fonds erfolgte bisher nach Abschluss der risikoreichen Bauphase, zu Beginn der Betriebsphase. PPP-erfahrene Fondsinitiatoren übernehmen darüber hinaus häufig bereits in der Angebotsphase die Angebotssteuerung, die Koordination der beteiligten Partner sowie alle Leistungen des Financial Advisory. Sie übernehmen eine führende Rolle im Konsortium, bei der Angebotsbildung und in den Verhandlungen mit Banken und der öffentlichen Hand. In der Bauphase können sie Eigenkapitalbereitstellungsgarantien abgeben oder die Eigenkapitalzwischenfinanzierung beschaffen. Durch die Vermittlung von Fremdkapitaldarlehen und Zinsbindungsinstrumenten stellen sie die langfristige Finanzierung sicher.

Die Initiatoren geschlossener Immobilienfonds eröffnen mittelständischen Unternehmen außerdem den Zugang zu Projekten, bei denen das Grundstück im Eigentum des privaten Partners steht (PPP-Mietmodell), da sie das Restwertrisiko bzw. das Veräußerungsrisiko nach Ende der Vertragslaufzeit übernehmen.

Die Renditeanforderungen geschlossener Immobilienfonds bei PPP-Beteiligungen im Hochbau liegen bei Projekten ohne Auslastungsrisiko in der Betriebsphase zwischen 6 und 15 Prozent.⁶¹² Als Mindesteigenkapitalinvestitionsvolumen werden 2 Mio. Euro genannt.⁶¹³

Bei der Auswahl operativer Partner werden von PPP-erfahrenen Fondsinitiatoren insbesondere die Bonität und die Leistungsfähigkeit des Unternehmens bewertet. Die Einbindung der Partner zur Erbringung der Planungs-, Bau- und Betriebsleistungen erfolgt vorzugsweise über den Abschluss von GU-Verträgen mit der Projektgesellschaft. Kleinere Mittelständler können als Nachunternehmer beauftragt werden.⁶¹⁴

⁶¹² Vgl. Empirische Erhebung (Deutschland).

⁶¹³ Vgl. Experteninterview (Deutschland).

⁶¹⁴ Vgl. Experteninterview (Deutschland).

Geschlossene Fonds können aufgrund ihres umfangreichen Leistungsprofils im PPP-Angebotsverfahren, der Finanzierung und der Abwicklung sowie ihres langfristigen Investitionshorizonts als geeigneter Partner für mittelständische Unternehmen bewertet werden. Ihr Bestreben nach einer Beteiligung über den gesamten Lebenszyklus hinweg qualifiziert sie sowohl als Partner für mittelständische Bau- als auch Betreiberunternehmen.

6.3.4 Real Estate Investment Trusts

Real Estate Investment Trusts unterliegen den Ausschüttungs-, Investitions- und Ertragsreglementierungen des REIT-Gesetzes. Bei Einhaltung der gesetzlichen Vorschriften sind sie von der Körperschaft- und der Gewerbesteuer befreit, die Besteuerung erfolgt auf Anlegerebene. G-REITs dürfen Eigentum oder dingliche Nutzungsrechte an Grundstücken oder grundstücksgleichen Rechten erwerben. Ihre Möglichkeiten zur Beteiligung an PPP-Projekten sind auf Projekte mit Eigentumsübergang auf den Auftragnehmer oder die Übertragung grundstücksgleicher Rechte beschränkt. Eine Beteiligung kann bereits in frühen Projektphasen erfolgen.

Der Anlagefokus der bisher zugelassenen G-REITs liegt auf klassischen Büroimmobilien. Die geforderten Nettoanfangsrenditen für diese Projektkategorie betragen 5 bis 7 Prozent bei einem Eigenkapitalinvestment zwischen 5 und 30 Mio. Euro. Aus Sicht der G-REITs kann die Beteiligung an einem Verwaltungs-PPP als risikoarme Beimischung zum Portfolio erfolgen, PPP-Investitionen stehen darüber hinaus aber nicht im Anlagefokus. Auch die Beteiligung an PPP-Projekten über geschlossene Immobilienfonds ist möglich.

Bisher haben G-REITs in Deutschland nicht in PPP-Projekte investiert. Da sie im Gegensatz zu den anderen betrachteten Beteiligungsinstrumenten in Deutschland erst vergleichsweise spät, nämlich im Januar 2007 eingeführt wurden, befindet sich der Markt noch in der Entwicklungsphase. Bisher wurden lediglich zwei Unternehmen als G-REITs zugelassen. Investitionen in PPP-Projekte stehen derzeit nicht im Fokus von G-REITs, der Aufbau von PPP-spezifischem Know how ist nicht geplant.

Aufgrund des fehlenden PPP-spezifischen Know hows bei Real Estate Investment Trusts scheinen diese derzeit nicht für eine Zusammenarbeit mit mittelständischen Unternehmen geeignet. Mit zunehmender Marktentwicklung und -diversifizierung auf Seiten der G-REITs und zunehmender PPP-Erfahrung und Know how-Entwicklung auf Seiten der mittelständischen Unternehmen wäre eine auf die Bereitstellung von Eigenkapital beschränkte Zusammenarbeit bereits in der Angebotsphase realisierbar.

6.3.5 Versicherungsunternehmen und Pensionskassen

Bisher erfolgte durch Versicherungsunternehmen und Pensionskassen keine direkte oder indirekte Beteiligung bei PPP-Projekten in Deutschland. Direkt investierende Versicherungsunternehmen und Pensionskassen bauen sich eigene Kapazitäten und Know how auf, um in PPP-Projekte zu investieren. Es ist daher davon auszugehen, dass sie über genügend Know how im Bereich PPP verfügen würden, wenn eine Beteiligung an PPP-Projekten erfolgen würde. Sie könnten somit bei einer Zusammenarbeit mit mittelständischen Bau- und Betreiberunternehmen sowohl kaufmännisches als auch spezifisches PPP-Know how einbringen. Direkt investierende Versicherungsunternehmen und Pensionskassen bevorzugen

jedoch große Investitionsvolumina von ca. 30 bis 100 Millionen Euro und sind somit voraussichtlich nicht für eine Zusammenarbeit mit mittelständischen Bau- und Betreiberunternehmen geeignet.

Indirekt investierende Versicherungsunternehmen und Pensionskassen investieren in Beteiligungsinstrumente und übernehmen nicht selbst deren Management. Sie können daher für eine Zusammenarbeit mit mittelständischen Bau- und Betreiberunternehmen nur geeignet sein, um Beteiligungsinstrumente, wie z. B. einen ÖPP-Spezialfonds, am Markt zu etablieren,

6.3.6 Weitere PPP-Beteiligungsinstrumente und Investoren

Stadtentwicklungsfonds

Das Modell der Stadtentwicklungsfonds ist lediglich als Sonderform der Eigenkapitalbeteiligung zu betrachten. Im Vordergrund stehen die Einbringung von Fördermitteln von Seiten der öffentlichen Hand und eine ebenfalls mögliche Beteiligung privater Investoren. Ziel von Stadtentwicklungsfonds ist es vor allem, kleineren bis mittleren Stadtentwicklungsprojekten zur Umsetzung zu verhelfen, die ohne zusätzliche Kapitalzuflüsse keine ausreichende Rendite für eine Umsetzung auf rein privatwirtschaftlicher Ebene finden würden, da ihre Renditeerwartungen als zu gering einzuschätzen wären. Damit unterstützen Stadtentwicklungsfonds durch die Realisierbarkeit unrentabler kleinerer Projekte in indirekter Weise die Beteiligung von mittelständischen Unternehmen an öffentlichen Bauprozessen.

Dabei richtet sich der Investmentfokus eines Stadtentwicklungsfonds auf einen durch den Fördermittelgeber bzw. Fondsinitiator festgelegten sachlichen und räumlichen Anwendungsbereich. Entspricht ein PPP-Projekt diesen Vorgaben, kann es sich um eine Eigenkapitalbeteiligung bewerben. Dies kann vor oder nach Unterzeichnung des Projektvertrages erfolgen. Wichtige Voraussetzung ist die Generierung eigener Mittelrückflüsse durch das Projekt. Ohne einen vorgegebenen Investmentfokus in Bezug auf die Investitionsgröße können Stadtentwicklungsfonds sich gleichermaßen bei großen und kleineren PPP-Projekten beteiligen. Von der Einbringung PPP-spezifischen Know hows muss abgesehen werden, da sich Stadtentwicklungsfonds nicht ausschließlich auf diesen Sektor beschränken. Dennoch ist eine Beteiligung von Stadtentwicklungsfonds an PPP-Projekten auch für die Fördermitteleinbringung als sehr wahrscheinlich zu betrachten.

Real Estate Private Equity

Die Kernkompetenz von Private Equity Investoren ist deren Einbringung von investmentbezogenen Managementleistungen, die auch bei der Umsetzung von PPP-Projekten z. B. hinsichtlich finanztechnischer Optimierungen hilfreich sein können. Diese sind bereits in der Angebotsphase einzubeziehen. Aufgrund einer fehlenden rechtlichen Regulierung von Real Estate Private Equity-Fonds (REPE-Fonds) bestehen für sie erweiterte Möglichkeiten einer Beteiligung, auch an PPP-Projektfinanzierungen. Allerdings setzen REPE-Fonds bisher kurzfristige Renditesteigerungen und hohe Renditeanforderungen für eine Eigenkapitalbeteiligung voraus. Dem gegenüber sind sie jedoch bereit, auch höhere Risiken einzugehen. Dennoch ist ihr Investmenthorizont auf kurzfristige Investitionen mit einem Zeitraum von bis

zu 6 Jahren ausgelegt. Die Veräußerbarkeit über einen Sekundärmarkt spielt ebenfalls eine wichtige Voraussetzung bei der Investmententscheidung.

Eine Beteiligung von Private Equity in PPP-Projekten kann damit vor allem in der Projektentwicklungs- und -anlaufphase in Betracht gezogen werden. Eine strategische Partnerschaft zwischen mittelständischen Unternehmen und REPE-Fonds sollte nicht generell ausgeschlossen werden.

6.4 Zur Rolle der Förderbanken und mittelständischen Beteiligungsgesellschaften

Mittelständische Beteiligungsgesellschaften

Die 15 seit den 1970er Jahren in Deutschland gegründeten Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften (MBGen) beteiligen sich als neutrale Kapitalgeber branchenübergreifend und langfristig (bis zu 15 Jahre) an mittelständischen Unternehmen in ihrem jeweiligen Bundesland.⁶¹⁵

Die MBGen haben seit ihrem Bestehen annähernd 3,3 Mrd. Euro in fast 10.000 kleine und mittelgroße deutsche Unternehmen investiert. Im Jahr 2008 wurden 158,2 Mio. Euro investiert.⁶¹⁶ Die Refinanzierung der MBGen erfolgt aus dem ERP-Beteiligungsprogramm der KfW. Weitere Investoren sind öffentliche Quellen, Banken, Verbände und Kammern. Der Schwerpunkt der Investition liegt auf etablierten mittelständischen Unternehmen zur Unterstützung des Unternehmenswachstums. Mit 74 % floss 2008 die deutliche Mehrheit der Mittel in Expansionsfinanzierungen, gefolgt von Gründungsfinanzierung (Seed- und Start-up-Phase) mit 22 % und Buy-Out-Finanzierungen mit 3 %.⁶¹⁷ Im Jahr 2008 entfielen 3 % der Investitionsanteile auf im Bauwesen tätige Unternehmen.⁶¹⁸ Investiert wird in Bauunternehmen, die gut im Wettbewerb positioniert sind, das heißt schwarze Zahlen schreiben und Wachstumsperspektiven haben, sodass mit einer Verzinsung und Rückzahlung des Beteiligungskapitals bzw. einem gewinnbringenden Unternehmensverkauf gerechnet werden kann.⁶¹⁹

Das Beteiligungsangebot der regional tätigen MBGen unterscheidet sich je nach Beteiligungsanlass in der Höhe (i. d. R. ab 20.000 bis 5 Mio. Euro) und in der Ausgestaltung.⁶²⁰ In der Regel werden folgende Beteiligungsanlässe unterschieden:

⁶¹⁵ Vgl. BVK (2008), S. 1.

⁶¹⁶ Vgl. BVK (2008), S. 2.

⁶¹⁷ Vgl. BVK (2008), S. 4.

⁶¹⁸ Vgl. BVK (2008), S. 5.

⁶¹⁹ Vgl. Experteninterview (Deutschland).

⁶²⁰ Vgl. BVK (2009, Abruf: 01.03.2010), unter: www.bvkap.de.

Tabelle 16: Übersicht Beteiligungskapital Mittelständischer Beteiligungsgesellschaften.⁶²¹

Beteiligungsanlass	Eigenkapital für	Beteiligungsart	Höhe	Dauer
Wachstum	Kapazitätserweiterung Internationalisierung Erschließung neuer Märkte	stille Beteiligung offene Beteiligung Kombination aus offener/stiller Beteiligung Genussrechte	200.000 € bis 5 Mio. €	5 bis 10 Jahre
Existenzgründung	Unternehmensgründung	Typische stille Beteiligung	20.000 € bis 250.000 €	i. d. R. 10 Jahre
Innovation	Neue Produktionsverfahren Entwicklungsaktivitäten	Minderheitsbeteiligung direkte und/oder stille Beteiligung	250.000 € bis 1,5 Mio. €	5 bis 7 Jahre
Turn-around	Hilfe in / nach einer Krise	Minderheitsbeteiligung Typisch still oder offen oder kombiniert	Anfangs 500.000 € bis 1 Mio. €	5 bis 7 Jahre
Unternehmensnachfolge	MBO / MBI / Spin off Gesellschafterwechsel	Offene Beteiligung Stille Beteiligung Kombinierte (offene/stille) Beteiligung	250.000 € bis 5 Mio. €	5 bis 7 Jahre
Eigenkapital für den breiten Mittelstand	Kapitalstruktur-optimierung	Stille Beteiligung Offene Beteiligung Kombinierte (offene/stille) Beteiligung	1 Mio. € bis 5 Mio. €	6 bis 8 Jahre

Eine direkte Investition in PPP-Projektgesellschaften findet nicht statt. Eine Beteiligung erfolgt ausschließlich an mittelständischen Unternehmen.⁶²² In der Regel engagieren sich die MBGen in Form einer stillen Beteiligung. Dabei erfolgt die Beteiligung mit einer Einlage am

⁶²¹ Vgl. BayBG (2009, Abruf: 01.03.2010) unter: www.baybg.de.

⁶²² Vgl. Experteninterview (Deutschland).

Handelsgewerbe eines Anderen, der stille Gesellschafter tritt aber nicht gemeinsam mit dem Inhaber nach außen als Gesellschafter auf.⁶²³ Bei einer stillen Beteiligung handelt es sich um ein mezzanines Finanzierungsinstrument.⁶²⁴ Abhängig von der Ausgestaltung wird sie als equity- (atypische stille Beteiligung) oder als debt-mezzanine (typische stille Beteiligung) eingestuft. In geeigneten Fällen können auch offene Beteiligungen erfolgen, die allerdings immer als Minderheitsbeteiligung ausgestaltet werden.⁶²⁵ Voraussetzung für eine offene Beteiligung ist eine gute Exitperspektive in spätestens 5 bis 7 Jahren.

Eigenkapitalbündelung für kleine PPP-Projekte durch öffentliche Banken

Mit zunehmender Marktentwicklung sind Projekte mit vergleichsweise geringen Investitionsvolumina aufgrund der anfallenden Transaktionskosten für privatwirtschaftliche Finanzintermediäre weniger attraktiv. Darüber hinaus kann nicht davon ausgegangen werden, dass Finanzintermediäre umfassendes PPP-Know how aufbauen und dieses in Projekte einfließen lassen werden. Gleichwohl ist zu erwarten, dass die durch mittelständische Unternehmen realisierten PPP-Projekte ein gewisses maximales Investitionsvolumen regelmäßig nicht überschreiten werden.

Um mittelständischen Unternehmen auch die Möglichkeit der Beteiligung an kleinen PPP-Projekten mit Projektfinanzierung zu eröffnen, bietet sich die Integration von öffentlichen Banken, wie beispielsweise den Förderbanken der Länder, als Finanzintermediär an. Diese könnten über Fondslösungen Kapital sammeln und speziell für kleine PPP-Projekte bereitstellen. Darüber hinaus sind in vielen Förderbanken bereits heute entsprechende Kompetenzzentren und damit fundiertes Know how im PPP-Bereich angesiedelt.⁶²⁶

Die Eigenkapitalbereitstellung durch Förderbanken könnte zu verschiedenen Zeitpunkten im PPP-Lebenszyklus erfolgen. Da die Eigenkapitalbereitstellung für PPP-Projektfinanzierungen in der Bauphase nach derzeitigem Kenntnisstand von mittelständischen Unternehmen als wenig problematisch bewertet wird, erscheint der Übergang in die fortgeschrittene Betriebsphase mit einem stark abflachenden Risikoprofil als geeigneter Investitionszeitpunkt. Insbesondere mittelständischen Bauunternehmen würde dadurch die Möglichkeit eröffnet, ihr Eigenkapital aus dem Projekt abziehen und in neue Projekte zu investieren. Die Vorteile für die Investoren bestünden in einer vergleichsweise risikoarmen Investition bei einer sicheren Rendite mit der öffentlichen Hand als bonitätsstarkem Partner. Zudem würde die Bündelung vieler kleiner Projekte eine entsprechende Risikodiversifikation im Fonds über eine Vielzahl von Projekten verschiedener (Hochbau-)Segmente ermöglichen. Bei Erreichen eines entsprechenden Fondsvolumens bestünde zudem die Option der Weiterveräußerung an einen privatwirtschaftlichen Investor. Voraussetzung für ein Engagement der Förderbanken ist allerdings eine entsprechende Regelung im PPP-Vertrag zwischen öffentlicher Hand und privatem Partner, die eine Weiterveräußerung der Gesellschaftsanteile an der Projektgesellschaft einräumt.

⁶²³ Vgl. Reichling, P. et al. (2005), S. 240.

⁶²⁴ Vgl. Drukarczyk, J. (2006), S. 410.

⁶²⁵ Vgl. BVK (2009, Abruf: 01.03.2010), unter: www.bvkap.de.

⁶²⁶ Vgl. Experteninterview (Deutschland).

Ein geeignetes Vehikel zur Beteiligung an PPP-Projekten könnte das 2007 eingeführte Infrastruktursondervermögen nach § 90 ff. InvG sein.⁶²⁷ Erfolgt die Investition erst nach Abschluss der Bauphase, ist sowohl die Auflage als Infrastrukturpublikumsfonds als auch als Infrastrukturspezialfonds möglich. Es ist davon auszugehen, dass die Mitarbeiter der Kompetenzzentren der Förderbanken über die im Investmentgesetz geforderte fachliche Eignung im PPP-Bereich⁶²⁸ verfügen.

⁶²⁷ Vgl. weiterführend Kapitel 5.2.

⁶²⁸ Vgl. § 90 f InvG.

7 Zusammenfassung

Die theoretischen Grundlagen in **Kapitel zwei** befassen sich mit der Möglichkeit der Bereitstellung von Kapital durch externe Eigenkapitalgeber zur Finanzierung von PPP-Projektgesellschaften. Als Eigenkapitalgeber gelten Personen oder Institutionen, die einer Unternehmung auf quotaler, erfolgsabhängiger, residualer, nicht zeitlich befristeter Basis Finanzmittel zur Verfügung stellen. Externes Eigenkapital erfüllt dabei eine Reihe von arttypischen Funktionen wie Errichtungsfunktion, Gewinnverteilungsbasis, Finanzierungsfunktion, Repräsentationsfunktion sowie insbesondere Verlustausgleichs- bzw. Haftungsfunktion. Es kann grundsätzlich nicht nur durch Projektspensoren im Rahmen ihrer normalen Geschäftstätigkeit, sondern auch durch externe Finanzinvestoren bereitgestellt werden.

Das Rendite-Risiko-Profil von Mittelüberlassungen an das Unternehmen wird durch seine Eigenkapitalausstattung erheblich beeinflusst: Je höher der Eigenkapitalanteil eines Unternehmens, desto besser sind c. p. seine Kreditwürdigkeit und Verschuldungskapazität und desto geringer ist das Ausfallrisiko für Fremdkapitalgeber. Eigenkapitalgeber sind jedoch daran interessiert, den Eigenkapitalanteil gering zu halten, um unter Ausnutzung des Financial Leverage-Effekts ihre Eigenkapitalrendite zu maximieren. Externe Kapitalgeber werden daher stets neben der Ist-Ausstattung mit Eigenkapital ihre diesbezüglichen Präferenzen in die Verhandlung von Risikoprämien einfließen lassen. Im Ergebnis gilt es, die Höhe von Eigen- zu Fremdkapital in ein angemessenes Verhältnis zu setzen, um so das Projekt auf einer stabilen Finanzierungsstruktur zu gründen – nicht zuletzt auch angesichts der Auswirkungen auf die laufenden Kapitaldienstzahlungen.

Mit einer Eigenkapitalbeteiligung an einer PPP-Projektfinanzierung ist ein Finanzinvestor einerseits an einer risikoadäquaten Rendite interessiert und setzt auf eine langfristige Wertsteigerung. Andererseits will und muss er ggf. sein Investment aber auch jederzeit veräußern können. Dies wird durch die Existenz eines funktionsfähigen Sekundärmarktes ermöglicht, der sich insbesondere durch folgende Faktoren auszeichnet: Höhe der Transaktionskosten, Marktliquidität, Herstellbarkeit von Anonymität, Art der Preisfeststellung, technische Funktionsfähigkeit und Transparenz.

Zusammenfassung theoretische Teile PPP

Projektfinanzierungen bei PPP im Hochbau werden in einem eigenständigen **Kapitel drei** näher untersucht. Im europäischen Vergleich nimmt Deutschland bei der Finanzierung von PPP-Vorhaben mittels Projektfinanzierung eher einen hinteren Rang ein. Lediglich 25 von den 135 (Stand Januar 2010) bisher im deutschen Hochbau bezuschlagten Projekte (das entspricht 18 Prozent) wurden mittels Projektfinanzierung umgesetzt. Das durchschnittliche Investitionsvolumen der Projekte lag bei 42,5 Mio. Euro in den klassischen PPP-Hochbaukategorien Bildung, Verwaltung und Sicherheit. Die Realisierung von PPP-Projektfinanzierungen erfolgte schwerpunktmäßig im Inhaber- oder Mietmodell.

Die von den Fremdkapitalgebern bei einer Projektfinanzierung geforderten Eigenkapitalquoten lagen in der Vergangenheit zwischen 0 und 13 Prozent, im Durchschnitt bei ca. sieben Prozent. Bei der Mehrzahl der bisher realisierten Projekte erfolgte die Eigenkapitalbereitstellung durch in die operative Leistungserbringung eingebundene Sponsoren. Bei einigen Projekten wurde das Eigenkapital langfristig durch eine Patronatserklärung eines Finanzintermediärs ersetzt. Bei zwei Projekten erfolgte die Eigenkapitalbereitstellung in der

Betriebsphase durch Finanzintermediäre. Konkret wurde nach Fertigstellung das Eigenkapital mittels geschlossener Immobilienfonds ausplatziert.

Die Krise an den Finanzmärkten hat auch die Finanzierung von PPP-Projekten im Jahr 2009 wesentlich beeinflusst. Die anhaltende Risikoaversion der Banken und die Störung der Kredit- und Refinanzierungsmärkte haben einen Anstieg der Kreditmargen und eine Verkürzung der Kreditlaufzeiten bewirkt. In der Folge wurden PPP-Projekte verstärkt im Wege der Forfaitierung mit Einredeverzicht des öffentlichen Auftraggebers realisiert.

Grundsätzlich kann eine Projektfinanzierung bei PPP-Projekten ab einem gewissen Investitionsvolumen – trotz im Vergleich zur kommunalkreditähnlichen Finanzierung höheren Kapitalkosten – vorteilhaft sein, da Forfaitierungsmodelle mit Einredeverzicht der öffentlichen Hand dem Prinzip der optimalen Risikoallokation über den gesamten Lebenszyklus nur eingeschränkt gerecht werden.

Der Einsatz verschiedener Kapitalarten und -quellen sowie eine projektspezifisch entwickelte Sicherheitenstruktur sollen die vertragskonforme Kreditrückführung und gleichzeitig die Erzielung der von den Kapitalgebern (Banken, Sponsoren und Finanzintermediären) geforderten Renditen gewährleisten.

Die Finanzierungs- und Sicherheitenstruktur wird dabei der Risikoentwicklung des Vorhabens angepasst. Insbesondere die Planungs- und Bauphase ist stark risikobehaftet, da Grundstücks-, Bestands-, Planungs-, Genehmigungs- und Baurisiken zu Verzögerungen und Mehrkosten führen können. In der frühen Betriebsphase werden die Betriebsrisiken zunächst sehr hoch bewertet, da sich ein ordnungsgemäßer Betrieb erst einstellen muss. In der fortgeschrittenen Betriebsphase flacht das Risikoprofil bei vertragskonformer Leistungserbringung stark ab. Die Cashflows, das heißt die Entgeltzahlungen des öffentlichen Auftraggebers, sind dann entsprechend konstant und stabil.

Die beschriebenen Risiken werden innerhalb der Projektgesellschaft weitgehend back-to-back an die Nachunternehmer durchgestellt. In der risikoreichen Bauphase wird die Leistungserbringung durch eine Vertragserfüllungsbürgschaft des Nachunternehmers für die Bauleistung abgesichert. Darüber hinaus hat er für die Betriebsphase eine Bankbürgschaft für Mängelansprüche zu stellen. Mit der Inbetriebnahme des Gebäudes und dem Beginn der Entgeltzahlungen durch den öffentlichen Auftraggeber wird der Kreditnehmer, das heißt die Projektgesellschaft, zur Einrichtung von Reservekonten für den Schuldendienst und die Instandhaltungsrücklagen verpflichtet. Zahlungsansprüche der Projektgesellschaft gegenüber dem Auftraggeber werden an die finanzierende Bank abgetreten. Der für den Betrieb verantwortliche Nachunternehmer gibt eine Vertragserfüllungsbürgschaft ab.

Finanzintermediäre können bereits in der Planungs- und Bauphase mittels Eigenkapital bzw. Eigenkapitalplatzierungsgarantie in PPP-Projekte investieren. Infolge der gesetzlich vorgeschriebenen Anlagegrenzen und Rendite-Risiko-Profile der meisten Immobilienanlagevehikel wird dort der Investitionsfokus auf der risikoärmeren Betriebsphase mit belastbaren Cashflows liegen.

Kapitel vier widmet sich der vergleichenden Länderstudie. In **Großbritannien** ist der Markt für PPP-Projekte mit bisher über 900 durchgeführten PFI-Projekten und einer PPP-Quote von zehn bis 15 Prozent bereits weit fortgeschritten. Es bestehen umfangreiche Standardisierungsverträge für PFI-Projekte. Für öffentliche Einrichtungen besteht ein Umsatzsteuererfund. Zur Umsetzung von PFI-Hochbauprojekten werden überwiegend das Erwerb- und das Inhabermodell angewandt. Die Mehrzahl der Projekte wird mittels Projekt-

finanzierung realisiert, wo i. d. R. eine eigene Projektgesellschaft in Form einer PLC (entspricht deutscher Aktiengesellschaft) gegründet wird. Als Nachunternehmer der Projektgesellschaft treten vorwiegend größere Bau- und Facility Management-Konzerne auf. Kleine und mittelständische Unternehmen werden meist nur als nachgeordnete Subunternehmer der großen Konzerne tätig. Die Finanzierung besteht im Durchschnitt zu 90 Prozent aus Fremdkapital und 10 Prozent aus Eigenkapital. Das Fremdkapital wird entweder von Banken über Kredite oder vom Kapitalmarkt in Form von Anleihen bereitgestellt. Das Eigenkapital besteht seinerseits aus einem geringen Anteil an Aktien und überwiegend aus Nachrangdarlehen, da deren Zinszahlungen für die Projektgesellschaft steuerabzugsfähig sind. Als Eigenkapitalgeber treten Nachunternehmer der Projektgesellschaft (z. B. Skanska, Balfour Beatty), PPP Investment Fonds (z. B. Innisfree), Banken (z. B. Bank of Scotland), Versicherungen (z. B. AXA, Allianz) und Pensionskassen (z. B. Greater Manchester Pension Fund) auf. Zudem existiert ein ausgeprägter Sekundärmarkt für Anteile an PFI-Projektgesellschaften. Ein Beispiel für einen typischen PPP Investment Fonds ist der von Innisfree aufgelegte *Primary Fund 2004*, der sich vorwiegend aus verschiedenen institutionellen Anlegern zusammensetzt. Die von den Eigenkapitalgebern geforderte Rendite ist stark projektabhängig und liegt je nach Projektphase zwischen sechs und 15 Prozent. Die Finanzintermediäre übernehmen konzeptionelle Leistungen wie z. B. das Financial Advisory oder die Angebotssteuerung. Als Auswirkung auf die Finanzmarktkrise wurde die sog. Treasury Infrastructure Finance Unit (TIFU) gegründet, die im Finanzministerium angesiedelt ist und für die Dauer der Finanzmarktkrise Fremdkapital für PFI-Projekte bereitstellt.

Der PPP-Markt in **Italien** mit seiner 15-jährigen Geschichte verfügt aus heutiger Sicht über eine angemessene Marktliquidität und -transparenz. Dies wird durch die statistischen Auswertungen von PPP-Verfahren und das Angebot einer allgemeinen Informationsplattform sichtbar. Public Private Partnership-Projekte werden von politischer Seite ausdrücklich unterstützt und sind rechtlich als alternative Beschaffungsmaßnahmen für die öffentliche Hand implementiert. Ihre rechtliche Einordnung wird in regelmäßigen Abständen aktualisiert und angepasst. Dies wurde auch mit der Verbindung von Förder- und Konjunkturprogrammen mit PPP-Verfahren noch einmal verdeutlicht, was den PPP-geneigten politischen Willen zusätzlich unterstreicht. Als positive Voraussetzung für die Beteiligung institutioneller Investoren an PPP-Projekten gelten Faktoren wie eine hohe Marktliquidität und eine vorhandene fortgeschrittene Marktentwicklung, d. h. eine große Anzahl von Projekten in fortgeschrittener Betriebsphase. Beachtlich in diesem Kontext ist, dass mit dem Fondo PPP Italia unlängst erfolgreich die Gründung eines weiteren Beteiligungsinstruments zur Eigenkapitalbeteiligung an italienischen PPP-Projekten unter Beteiligung europäischer Banken und Förderbanken initiiert wurde. Weitere privatwirtschaftlich geführte Infrastrukturinvestoren sind auf dem italienischen PPP-Beteiligungsmarkt vertreten. Das aufgeführte Projektbeispiel lässt auf eine effektive und effiziente Umsetzung von PPP-Projekten schließen und nennt eine Renditeerwartung von bis zu 12 Prozent für einen Beteiligungszeitraum von mindestens sechs Jahren.

Der PPP-Markt in **Frankreich** ist durch die langjährigen Erfahrungen aus dem Bereich der Verkehrsinfrastrukturkonzessionen geprägt. Erst im Jahr 2002 verbreitete sich die Umsetzung von PPP-Projekten im öffentlichen Hochbau. Wurden für die Ressorts der öffentlichen Daseinsvorsorge zunächst verschiedene Vertragsmodelle entwickelt, ist mit dem im Jahr 2004 eingeführten Partnerschaftsvertrag (Contrat de Partenariat) ein in allen Hochbau-bereichen einsetzbarer PPP-Mustervertrag geschaffen worden. Die Hälfte der von Januar

2004 bis September 2009 bezuschlagten Hochbau-Projekte wurde im Gesundheitsbereich realisiert.

Die Finanzierung eines französischen PPP-Hochbauprojektes wird in der Regel als Kombination aus Forfaitierung mit Einredeverzicht, Projektfinanzierung und Eigenkapital zusammengestellt. Die Eigenkapitalquote ist abhängig von der baulichen und technischen Komplexität des Projektes und liegt in der Regel zwischen ein und 15 Prozent.

Die Umsetzung von PPP-Projekten zur Realisierung öffentlicher Vorhaben wird politisch durch eine laufende Weiterentwicklung der Gesetzgebung gefördert. Zur Stärkung von PPP in der anhaltenden Finanzmarktkrise wurde im Februar ein Gesetz verabschiedet, welches Garantien zur Absicherung der Finanzierung in Höhe von bis zu 80 Prozent des Finanzierungsvolumens vorsieht. Weiterhin werden von der staatlichen Caisse des Dépôts (französische KfW) sogenannte Fonds d'Épargne (Sparfonds) zur Co-Finanzierung von PPP-Projekten bereitgestellt.

Die Voraussetzungen für die Beteiligung institutioneller Investoren an PPP-Projekten sind aufgrund der hohen Projektzahlen und der entsprechenden Diversifikation über verschiedene Hochbausegmente positiv. Eigenkapitalinvestitionen in PPP-Projekte können sowohl über Investment- und Infrastrukturfonds als auch als Direktinvestitionen institutioneller Investoren erfolgen.

Im vierten Kapitel wird die **Übertragbarkeit** der gewonnenen Erkenntnisse der Länderstudien auf Deutschland – getrennt nach den Bereichen Rahmenbedingungen, Marktentwicklung und Eigenkapitalbeteiligungen – diskutiert.

Bei den untersuchten Rahmenbedingungen ist anzumerken, dass in allen drei Ländern Einrichtungen zur Förderung, Überwachung und Auswertung von PPP-Projekten bestehen. Bezüglich des Nachweises der Wirtschaftlichkeit zur Umsetzung von PPP-Projekten kann aus Großbritannien entnommen werden, dass die Berechnung des PSC bzw. die Durchführung der Wirtschaftlichkeitsuntersuchung mit zunehmendem Dealflow an Komplexität verliert. Hinsichtlich der Standardisierung der PPP-Verträge können aus Großbritannien die meisten Erkenntnisse gewonnen werden. Durch die Anwendung der Standardverträge erhöht sich die Bankenfähigkeit des PPP-Projektes und die Transaktionskosten werden entsprechend gesenkt. Bei der Entwicklung eines Standardvertrages für Deutschland sollten insbesondere die Klauseln zum Gesellschafterwechsel aus dem britischen Standardvertrag berücksichtigt werden. Zudem besteht in allen drei untersuchten Ländern ein Mehrwertsteuer-Refund. Dadurch entfällt eine umsatzsteuerliche Mehrbelastung der öffentlichen Hand bei der Vergabe von PPP-Projekten.

Hinsichtlich der Marktentwicklung ist festzuhalten, dass im Vergleich zu Italien, Frankreich und Deutschland der PPP-Markt in Großbritannien, gemessen an Volumen und Anzahl der Projekte am weitesten fortgeschritten ist. In Großbritannien und Frankreich sind KMU in der Regel nur als spezialisierte Nachunternehmer in PPP-Projekte eingebunden. In Frankreich hat der Gesetzgeber zur Förderung von KMU den ausschreibenden Stellen eingeräumt, den Anteil der an KMU vergebenen Subunternehmerleistungen zum Bewertungskriterium bei der Vergabe von PPP-Projekten zu machen. Lediglich in Italien werden vor dem Hintergrund, dass dort viele kleine PPP-Projekte durchgeführt werden, KMU bei PPP-Projekten als operative Partner auf erster Ebene und teilweise auch als Gesellschafter der Projektgesellschaft tätig. Die Projektfinanzierung stellt in Großbritannien und Italien die dominierende Finanzierungsvariante dar. In Frankreich werden Projektfinanzierung und Forfaitierung mit

Einredeverzicht kombiniert. Daher wird in allen drei untersuchten Ländern Eigenkapital für PPP-Projekte benötigt.

Bezüglich der Eigenkapitalbeteiligungen ist festzuhalten, dass der PPP-Beteiligungsmarkt in Großbritannien bereits am stärksten entwickelt ist. Dies kann unter anderem darauf zurückgeführt werden, dass sich infolge der geringen Reglementierungen zum Gesellschafterwechsel und der großen Anzahl umgesetzter Projekte in verschiedenen Hochbausegmenten bereits ein funktionierender Sekundärmarkt etablieren konnte. Dies gilt auch in beschränktem Maße für Frankreich. Die Untersuchung hat gezeigt, dass im europäischen Ausland institutionelles Eigenkapital in erster Linie über Infrastrukturfonds in PPP-Projekte investiert wird. Im Hinblick auf eine Beteiligung mittelständischer Unternehmen konnten keine Beteiligungsinstrumente und Investoren identifiziert werden, die speziell mittelständische Unternehmen bei der PPP-Realisierung unterstützen. Zusammenfassend ist festzuhalten, dass der PPP-Beteiligungsmarkt im Ausland sich in einem weiter fortgeschrittenen Entwicklungsstadium befindet als der deutsche. Daraus kann geschlossen werden, dass zum einen die gesetzlichen Rahmenbedingungen für PPP-Beteiligungen in Deutschland noch nicht hinreichend entwickelt sind, sich zum anderen aber aufgrund der geringen Projektzahl auch noch kein funktionierender Beteiligungsmarkt etablieren konnte.

Kapitel fünf beschäftigt sich mit den unterschiedlichen Beteiligungsinstrumenten und Investoren. **Offene Immobilienfonds** unterliegen den Regularien des deutschen Investmentgesetzes. Sie legen ihren Investmentfokus auf den Erwerb von Bürogebäuden, Hotels oder Einzelhandelsimmobilien, welche typischerweise stabile Mieterträge generieren und eine langfristige Wertsteigerung erwarten lassen. Mit ihrem langfristigen Anlagehorizont und dem durch das Investmentgesetz gewährleisteten Regulierungsgrad wären sie ausgesprochen gut für eine Beteiligung an PPP-Projektgesellschaften geeignet. Ihre moderaten Renditeforderungen und die geringere Risikopräferenz stimmen mit den Anforderungen an PPP-Projekte als Anlageobjekte überein. Ein Engagement deutscher Offener Immobilienfonds als PPP-Eigenkapitalinvestoren wurde allerdings bisher noch nicht realisiert. Die dafür maßgeblichen Vorbehalte könnten insbesondere in einer befürchteten Verwässerung des Portfolios, einem komplexeren und dadurch (transaktions-)kostenintensiveren Assetmanagementprozess und der eingeschränkten Veräußerbarkeit von PPP-Beteiligungen aufgrund des noch zu eingeschränkt funktionsfähigen Sekundärmarktes bestehen.

Immobilienfondsspezialfonds unterliegen hierbei einer weniger intensiven Regulierung durch das Investmentgesetz als Immobilienpublikumsfonds, da sich ihr Anlegerkreis auf institutionelle – also auf vom Gesetzgeber als weniger schutzwürdig angesehene – Investoren beschränkt. Sie sind daher in der Lage, in verschiedener Hinsicht riskantere Anlagestrategien zu verfolgen. Die Bestimmung der Anlagestrategie erfolgt unmittelbar oder mittelbar durch den Anleger selbst. Bislang wurde auch seitens dieser Fonds von einer Investition in PPP-Projekte abgesehen, eine solche könnte jedoch durch entsprechendes Hinwirken der Anlegerschaft grundsätzlich binnen kurzer Frist erfolgen.

ÖPP-Fonds sind ebenfalls offene Fonds und unterteilen sich in Publikumsfonds, sog. Infrastruktur-Sondervermögen gem. § 90a InvG, und Spezialfonds, sog. Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen gem. § 91 InvG. Sie wurden als neue Investmentvehikel Ende 2007 ins Investmentgesetz eingefügt.

Für Infrastruktur-Sondervermögen bestehen umfangreiche Anlagegrenzen gem. § 90b InvG. Durch die Reglementierungen des Investmentgesetzes, dass sie zum Schutz der Privatanleger erst nach Abschluss der Bauphase in ÖPP-Projektgesellschaften investieren dürfen und zudem max. zehn Prozent in eine einzige ÖPP-Projektgesellschaft, weisen sie ein geringes Risikoprofil auf. Sie eignen sich daher für Investitionen in risikoarme ÖPP-Projekte wie beispielsweise Schul- oder Verwaltungsbauten. Zur Förderung der Etablierung von Infrastruktur-Sondervermögen werden zwei Vorschläge zur Änderung des Investmentgesetzes unterbreitet. Zum einen sollte es Infrastruktur-Sondervermögen möglich sein, bis zu 20 Prozent des Wertes des Sondervermögens in ÖPP-Projektgesellschaften, die sich in der Bauphase befinden, zu investieren. Zum anderen wird vorgeschlagen, dass max. 20 bis 30 Prozent in eine einzige ÖPP-Projektgesellschaft investiert werden darf. Denn die derzeit bestehende Anlagegrenze von zehn Prozent ist vor dem Hintergrund eines geringen Marktvolumens an Beteiligungsmöglichkeiten in der Regel nicht einhaltbar.

Für Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen gelten, sofern deren Anleger zustimmen, keine so restriktiven Anlagegrenzen wie für Infrastruktur-Sondervermögen. Es können Beteiligungen in ÖPP-Projekte erfolgen, welche sich noch in der Bauphase befinden. Das Rendite-Risiko-Profil ist insgesamt davon abhängig, ob sie vorwiegend in ÖPP-Projektgesellschaften während der Bauphase, während der Betriebsphase oder über den gesamten Projektlebenszyklus investieren. Die Möglichkeit der Anleger, durch einen Anlegerausschuss Einfluss auf die Investitionen des Infrastruktur-Spezial-Sondervermögens zu nehmen, ermöglicht bei entsprechender Risikofreude der Anleger auch die Investition in risikoreichere ÖPP-Projekte. Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen können daher sowohl in risikoarme ÖPP-Projekte wie Schulbauten als auch in risikoreichere ÖPP-Projekte wie Krankenhäuser investieren. Sie sind insbesondere als Anlagevehikel für institutionelle Investoren wie Versicherungen und Pensionskassen, die sich mittels Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen indirekt an ÖPP-Projekten beteiligen wollen, geeignet.

Bisher wurde in Deutschland weder ein Infrastruktur-Sondervermögen noch ein Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen aufgelegt.

Geschlossene Immobilienfonds werden zur Sammlung von Kapital und zur Finanzierung einer oder mehrerer in der Regel vorab feststehender Immobilien aufgelegt. Sie unterliegen keinen Regulierungen durch das Investmentgesetz. Aufgrund der geringen Anzahl an Anlageobjekten geschlossener Immobilienfonds ist eine Risikodiversifikation nur eingeschränkt möglich. Im Jahr 2008 erzielten sie eine durchschnittliche Rendite von ca. 6,7 Prozent. Der Anlagehorizont liegt in der Regel zwischen zehn und 20 Jahren, die bevorzugte Objektkategorie sind klassische Büroimmobilien.

Die bei PPP-Projekten langfristig stabilen Cashflows, die geringe Volatilität von PPP-Renditen und die Bonität der öffentlichen Hand als Vertragspartner machen PPP-Projekte für geschlossene Fonds zu einer attraktiven Anlageklasse. Durch die im Vergleich zu anderen PPP-Hochbau-Objekten hohe Drittverwendungsfähigkeit und die geringe technische Komplexität der übertragenen Betriebsleistungen stehen insbesondere Verwaltungsimmobilien im Fokus.

Die Renditeanforderungen liegen bei PPP-Beteiligungen im Hochbau in Abhängigkeit vom Risikoprofil zwischen sechs und 15 Prozent. Der Erwerb der Anteile durch die Fondsgesellschaft und die Ausplatzierung des Eigenkapitals erfolgen mit Fertigstellung und Inbetriebnah-

me des Objektes. Die Beteiligung ist als langfristige Investition konzipiert; ein liquider oder geregelter Sekundärmarkt für Anteile an geschlossenen Immobilienfonds besteht nicht.

Geschlossene Immobilienfonds übernehmen bereits in der Angebotsphase umfangreiche konzeptionelle Leistungen wie das Financial Advisory, die Angebotssteuerung, die Prüfung der Angebotsunterlagen und die Verhandlung mit Banken. In der Projektgesellschaft übernehmen sie Restwert- und Finanzierungsrisiken.

Während sich **Real Estate Investment Trusts** international bereits seit langem als börsennotiertes Vehikel für indirekte Immobilienanlagen etabliert haben, wurden sie in Deutschland erst rückwirkend zum Januar 2007 mit dem Gesetz zur Schaffung deutscher Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anleihen eingeführt. Die sogenannten G-REITs müssen mindestens 75 Prozent ihrer Aktiva in Immobilien investieren bzw. 75 Prozent ihres Bruttoeinkommens mit der Vermietung, Verpachtung, dem Leasing und der Veräußerung von Immobilien erzielen, um von der Gewerbe- und der Körperschaftsteuer befreit zu werden (§ 16 Abs. 1, S. 1 f. REITG). 90 Prozent der ausschüttungsfähigen Erträge müssen an die Anleger ausgezahlt werden.

REITs erbringen in erster Linie immobilienbezogene Leistungen und können umfassende Risiken übernehmen, die im Portfolio über eine Vielzahl von Projekten diversifiziert werden.

Die Investition in PPP-Projekte bzw. in PPP-Projektgesellschaften ist grundsätzlich möglich, sofern es sich um eine Personengesellschaft handelt. Voraussetzung für ein Engagement von REITs ist, dass die PPP-Projektgesellschaft das Eigentum an der Immobilie oder dingliche Nutzungsrechte erhält und ausschließlich immobilienbezogene Leistungen erbringt. Weiterhin ist eine indirekte Investition in PPP-Projekte über geschlossene Immobilienfonds möglich.

Lebensversicherungsunternehmen unterliegen der Beaufsichtigung durch die BaFin. Die Bilanzaktiva von Lebensversicherungen werden in die Kategorien gebundenes Vermögen und freies Vermögen unterteilt. Durch das VAG und die AnIV werden für das gebundene Vermögen Beschränkungen bezüglich der Sicherheit, Rentabilität, Liquidität sowie Mischung und Streuung vorgeschrieben. Das freie Vermögen unterliegt für die Kapitalanlage keinen rechtlichen Restriktionen. Lebensversicherungen sind daher als konservative Investoren mit einem geringen Rendite-Risiko-Profil zu klassifizieren. Sie verfolgen eine sicherheitsorientierte Anlagepolitik mit einem Investitionshorizont von ca. 20 bis 30 Jahren. Lebensversicherungsunternehmen eignen sich besonders für Investitionen nach Beendigung der frühen Betriebsphase bis zum Ende der Betriebsphase. Ihr vorrangiges Investitionsmotiv in der späten Betriebsphase ist die Erzielung langfristig stabiler Ausschüttungen. Sie dienen daher als optimale Vehikel, um Anteile auf dem Sekundärmarkt zu erwerben. Eine Investition innerhalb der Bauphase wird nur getätigt, wenn alle Genehmigungen vorhanden sind und keine größeren Risiken mehr auftreten. Größere Versicherungsunternehmen wie z. B. Allianz, Münchner Rück, HUK COBURG, AXA und Talanx bevorzugen eine direkte Beteiligung. Kleinere Lebensversicherungsunternehmen neigen dazu, indirekt (z. B. über ein Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen) in PPP-Projekte zu investieren, da sie nicht die kritische Masse haben, um sich einen eigenen Assetmanagementbereich aufzubauen und zu unterhalten. Lebensversicherungsunternehmen sind bisher noch nicht auf dem deutschen PPP-Markt aktiv geworden, da keine in Bezug auf ihre Anlagepolitik attraktiven PPP-Projekte am Markt vorhanden waren.

Die aus der europäischen Initiative JESSICA heraus entwickelten **Stadtentwicklungsfonds** mit revolvierendem Charakter haben in Deutschland bis dato eine fortgeschrittene Planungsphase erreicht und lassen erste Umsetzungen im Jahr 2010 erwarten. Die Zuständigkeit für ihre Implementierung liegt in Deutschland bei den Ländern, welche jeweils eigene Formen und Ausgestaltungen verfolgen und die Fondsaktivität durch die Landesgrenzen limitieren wollen. Die Idee von Stadtentwicklungsfonds verfolgt ähnliche Ziele wie die von Public Private Partnership-Projekten: Die Vereinigung von öffentlichen Fördermitteln und privatem Kapital in Form eines Fonds verfolgt die zweckbezogene Kapitalbeteiligung an nicht ausreichend rentablen Stadtentwicklungsprojekten. Bisher mangelnde Praxiserfahrungen lassen eine Bewertung der Eignung von Stadtentwicklungsfonds als Eigenkapitalgeber für PPP-Projekte im Hochbau nur auf theoretischer Ebene zu. Ein Engagement ist aus heutiger Sicht nicht grundsätzlich auszuschließen. Dabei wird eine wichtige Voraussetzung sein, welche Kapitalrückflüsse PPP-Projekte generieren und wie verlässlich diese gestaltet werden können.

Real Estate Private Equity (REPE) und die verbrieft Form der **REPE-Fonds** fallen in die Kategorie Hochrisikokapital. Als Kapitalanleger unterliegen sie keinen spezifischen Regulierungen und können daher besonders flexibel am Beteiligungsmarkt agieren und auch kurzfristige und individuelle Anlagestrategien verfolgen. Sie investieren überwiegend in Objekte mit hohem Wertsteigerungspotenzial und daher entsprechend hohem Risiko wie Büroflächen in 1b-Lagen, Objekten mit schlechten Mietverhältnissen oder auch insolvenzgefährdeten Hotels. Ihre Renditeerwartungen sind entsprechend hoch. Gleichzeitig sind sie nicht nur risikofreudig, sondern auch fähig und willens, smart money (insbesondere Managementleistungen für ihre Investmentobjekte) bereitzustellen. Mit einem Investmenthorizont von drei bis fünf Jahren konzentrieren sie sich allerdings auf Projekte mit eher kurzfristigem Wertsteigerungspotential, was bei PPP-Investitionen nur von Green-Field bzw. Neubauprojekten in der Bauphase zu erfüllen ist. Ihre Eignung als Eigenkapitalgeber im Rahmen von PPP-Projektfinanzierungen wird hierdurch deutlich eingeschränkt.

Die **ertragsteuerlichen Behandlungen von PPP-Beteiligungsinstrumenten und Investoren** sind abhängig von deren Rechtsform und den diesbezüglichen gesetzlichen Restriktionen. Geschlossene Immobilienfonds, Leasingfonds und Private-Equity-Fonds werden üblicherweise als Personengesellschaft errichtet. Personengesellschaften sind selbst nicht einkommen- oder körperschaftsteuerpflichtig. Es gilt das sog. Transparenzprinzip. Personengesellschaften sind jedoch selbst Steuersubjekt für die Gewerbesteuer, sofern eine gewerbliche Tätigkeit ausgeübt wird und sie nicht rein vermögensverwaltend tätig werden. Eine Gewerbesteuerpflicht kann auch durch eine gewerbliche Prägung gegeben sein. Die ertragsteuerliche Behandlung von offenen Immobilienfonds und ÖPP-Fonds ist im Investmentsteuergesetz geregelt. Das Sondervermögen ist steuerrechtlich ein steuerneutrales Zweckvermögen, d. h. dass es sowohl von der Körperschaft- als auch der Gewerbesteuer befreit ist. Die Kapitalanlagegesellschaften werden als AG's oder GmbH's gegründet und demzufolge wie Kapitalgesellschaften besteuert. Die ertragsteuerliche Behandlung von Real Estate Investment Trusts ist im REIT-G geregelt. Sofern REIT's die Voraussetzungen gem. §§ 8 bis 15 REIT-G erfüllen, sind sie sowohl von der Körperschaft- als auch der Gewerbesteuer befreit. Versicherungen und Pensionskassen sind i. d. R. von den Ertragsteuern befreit.

In **Kapitel sechs** werden zunächst die Leistungen, die von Finanzintermediären im PPP-Beteiligungsprozess erbracht werden, dargestellt. Für Finanzintermediäre eignen sich am besten die Leistungen Financial Advisory, Verhandlungen mit Banken, wirtschaftliche und

rechtliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte, Finanzierungsdocumentation und Angebotssteuerung. Die übernommenen Leistungen werden als relativ einflussreich für die Wettbewerbsfähigkeit des Bieterkonsortiums bewertet.

Anschließend werden das Profil und die Anforderungen mittelständischer Unternehmen bei der Realisierung von projektfinitzierten PPP-Projekten dargestellt. Mittelständische Unternehmen verfügen in der Regel über kein spezifisches kaufmännisches Know how im Bereich Projektfinanzierung. Sie können Investitionsvolumina bis zu 20 Mio. Euro eigenständig realisieren und verfügen über die Möglichkeit der Eigenkapitalbereitstellung für die Phase der Bauzwischenfinanzierung. Ein potentieller Equity-Partner sollte für die Bildung eines wettbewerbsfähigen Bieterkonsortiums mit mittelständischen Unternehmen demzufolge über spezifisches kaufmännisches Know how im Bereich Projektfinanzierung verfügen und Eigenkapital spätestens mit Beginn der Betriebsphase im Lebenszyklus des PPP-Projektes einbringen. Zusätzlich sollte er mittelstandsfreundliche Investitionsvolumina von bis ca. maximal 20 Mio. Euro realisieren.

Nachfolgend werden die in Kapitel fünf vorgestellten PPP-Beteiligungsinstrumente und Investoren auf ihre Eignung zur Zusammenarbeit mit mittelständischen Unternehmen untersucht.

Mit der Novellierung des Investmentgesetzes im Jahr 2007 wurde den offenen Immobilienfonds die Beteiligung an PPP-Projekten in Form von Investitionen in Nießbrauchrechte an Grundstücken, die dem Zweck der Erfüllung öffentlicher Aufgaben dienen, eröffnet. Fehlende Investitionsmöglichkeiten in Projekte mit entsprechend hohen Investitionsvolumina (ca. 100 Mio. Euro) sowie ein nicht vorhandener Sekundärmarkt für PPP-Beteiligungen machen PPP für Initiatoren offener Immobilienfonds unattraktiv. Aufgrund der hohen Anforderungen an Volumen und Know how der operativen Partner ist eine Zusammenarbeit mit mittelständischen Unternehmen nicht zu erwarten.

ÖPP-Fonds dagegen könnten wichtige strategische Partner für die Zusammenarbeit mit mittelständischen Unternehmen sein, sofern sie zukünftig aufgelegt werden und mittelstandsfreundliche Investitionsvolumina realisieren. Im Investmentgesetz ist verankert, dass deren Geschäftsleiter über umfangreiches Erfahrungswissen im Bereich von projektfinitzierten PPP-Projekten verfügen müssen.

Geschlossene Immobilienfonds sind aufgrund ihres langfristigen Investitionshorizonts und ihres umfangreichen Leistungsprofils im PPP-Bereich ebenfalls geeignete Partner für mittelständische Unternehmen. Im Gegensatz zu den ÖPP-Fonds bestehen hier bereits erste Praxiserfahrungen.

REITs wurden in Deutschland erst zu Beginn des Jahres 2007 eingeführt, sodass sich der Markt noch in einem sehr frühen Entwicklungsstadium befindet. Langfristig ist eine Beteiligung an PPP-Projekten als risikoarme Beimischung zum Portfolio möglich. Aktuell stehen PPP-Investitionen aber nicht im Anlagefokus. Aufgrund des fehlenden PPP-Know hows scheinen diese nicht für eine Zusammenarbeit mit mittelständischen Unternehmen geeignet.

Kleinere Lebensversicherungsunternehmen könnten für eine Zusammenarbeit mit mittelständischen Unternehmen indirekt geeignet sein, um Beteiligungsinstrumente (wie z. B. einen ÖPP-Spezialfonds) am Markt zu etablieren. Größere Lebensversicherungsunternehmen fokussieren sich auf nicht mittelstandsfreundliche Investitionsvolumina und sind

somit in der Regel für eine Zusammenarbeit mit mittelständischen Unternehmen nicht geeignet.

Real Estate Private Equity Fonds setzen bei der Investitionsentscheidung hohe Renditen, kurze Investmentlaufzeiten von bis zu sechs Jahren und eine Veräußerbarkeit der Anteile über einen Sekundärmarkt voraus. Eine Beteiligung von REPE-Investoren könnte in der Phase der Projektentwicklung, das heißt der Angebots-, Planungs- und Bauphase erfolgen.

Als Sonderform der Beteiligungsinstrumente wurden die Stadtentwicklungsfonds untersucht. Diese investieren auf Seiten der öffentlichen Hand und ermöglichen so auch die Realisierung kleiner, mittelstandsgerechter Projekte.

Abschließend werden in Kapitel sechs die Möglichkeiten und Potentiale einer Einbindung mittelständischer Beteiligungsgesellschaften und Förderbanken untersucht. Mittelständische Beteiligungsgesellschaften investieren nicht direkt in PPP-Projektgesellschaften, sondern ausschließlich in mittelständische Unternehmen. In der Regel engagieren sie sich im Rahmen einer stillen Beteiligung. In geeigneten Fällen können auch offene Beteiligungen erfolgen.

Projekte mit kleinen Investitionsvolumina sind für Finanzintermediäre häufig wenig attraktiv, sodass mittelständischen Unternehmen ein Partner für die Bereitstellung von Eigenkapital fehlt. Hier könnten die Förderbanken eine tragende Rolle einnehmen. Sie könnten zum Beispiel einen ÖPP-Publikumsfonds auflegen, welcher dann gezielt in kleine Projekte investiert und so den Unternehmen nach Abschluss der Bauphase die Möglichkeit gibt, ihr Eigenkapital zur Umsetzung anderer Projekte einzusetzen.

Anhang 1: Übersicht projektfinanzierte PPP-Projekte im Hochbau in Deutschland (Stand: Dezember 2009)

Übersicht deutsche PPP-Hochbau-Projekte		Verwaltung	Bildung	Gesundheit	Freizeit / Kultur	Sicherheit	Sonstiges	Investitionsvolumen (in Mio. €)	Projektvolumen (in Mio. €)	Laufzeit	Effizienzvorteil	PPP-Vertragsmodelle					Zuschlag	öffentl. Auftraggeber	privater Auftragnehmer
												Inhabermodell	Mietmodell	Konzessionsmodell	Erwerbermodell	Gesellschaftsmodell			
Nr	PPP-Projekte																		
1	Bildungszentrum Ostend in Frankfurt am Main		1					42	94	20	21%		1				Juli 03	Stadt Frankfurt am Main	THEO Grundstücksverwaltungsgesellschaft
2	Förderschule und Dreifachsporthalle in Frechen / Rhein-Erft-Kreis		1					16	48	25	13%	1					Feb 04	Rhein-Erft-Kreis	Müller-Altwater Bauunternehmung GmbH & Co. KG
3	Kreishaus Unna	1						24	90	25	8%	1					Sep 04	Kreis Unna	Projekt- und Betriebsgesellschaft Kreishaus Unna mbH
4	Schulen in Köln		1					34	125	25	10%	1					Apr 05	Stadt Köln	HOCHTIEF PPP Schulpartner Köln P1 GmbH & Co. KG
5	Gymnasium in Schwarzenbek		1					21	54	25	11%	1					Mai 06	Stadt Schwarzenbek	Müller-Altwater Bauunternehmung GmbH & Co. KG
6	Finanzzentrum Altmarkt in Kassel	1						37	110	30	12%		1				Nov 06	Land Hessen	Müller-Altwater Bauunternehmung GmbH & Co. KG
7	JVA Burg					1		100	512	25	12%	1					Dez 06	Land Sachsen-Anhalt	Justizvollzug Burg GmbH & Co. KG
8	Schulen im Lahn-Dill-Kreis		1					27	65	25	10%	1					Jan 07	Kreis Lahn-Dill	Jago Grundstücksverwaltungsgesellschaft GmbH
9	Zentrales Justiz- und Verwaltungszentrum Wiesbaden					1		128		30	14%		1				Mrz 07	Stadt Wiesbaden, Land Hessen	HeWiPPP GmbH & Co. KG
10	Behördenzentrum in Heidelberg	1						40	130	15	13%		1				Jun 07	Land Baden-Württemberg	Züblin Development GmbH
11	Schulen in Frankfurt am Main		1					106	260	20	15%	1					Aug 07	Stadt Frankfurt am Main	HOCHTIEF PPP Schulpartner Frankfurt am Main GmbH & Co. KG
12	Neubau der Gesamtschule Köln-Rodenkirchen		1					50	125	25	8%	1					Okt 07	Stadt Köln	HOCHTIEF PPP Schulpartner Köln Rodenkirchen GmbH & Co. KG



13	Amt für Bodenmanagement in Limburg	1					12,9	44,7	30	12%		1				Okt 07	Land Hessen	GOLDBECK Public Partner GmbH (Objekt Bodenmanagement Limburg GmbH & Co. KG)
14	Amt für Bodenmanagement in Korbach	1					6,3	22,6	30	13%		1				Okt 07	Land Hessen	OFRA Holding GmbH & Co. KG
15	Amt für Bodenmanagement in Büdingen	1					12	45,5	30	10%		1				Dez 07	Land Hessen	GOLDBECK Public Partner GmbH (Objekt Bodenmanagement Büdingen GmbH & Co. KG)
16	Fürst-Wrede-Kaserne in München				1		60	164	20	17%	1					Mrz 08	BMVg	HOCHTIEF Bundwehrpartner GmbH & Co. KG
17	Bürogebäude, GSI Helmholtzzentrum für Schwerionenforschung GmbH in Darmstadt	1					7		25			1				Okt 09	GSI Helmholtzzentrum für Schwerionenforschung (90% Bund, 10% Hessen)	Adam Hörnig Baugesellschaft

(Ohne Parkhäuser, Protonen- und Partikeltherapiezentren, Hubschraubertrainingssimulatoren)

Übersicht deutsche PPP-Hochbau-Projekte		EK-Geber	FK-Geber	Bau	Betrieb	Fremdkapital-anteil in Mio. Euro	Fremdkapital-anteil in %	Eigenkapital-anteil in Mio. Euro	Eigenkapital-anteil in %	Mezzanine in Mio. Euro	Mezzanine in %
Nr	PPP-Projekte										
1	Bildungszentrum Ostend in Frankfurt am Main	LHI	LBBW	Müller-Altvatter Bauunternehmung GmbH & Co. KG	Müller-Altvatter Gebäudemanagement & Co.	42	100,0%	0	0,0%	0	0,0%
2	Förderschule und Dreifachsporthalle in Frechen / Rhein-Erft-Kreis	LHI	Südleasing, LBBW, KfW	Wayss & Freytag Schlüsselfertigbau, Müller-Altvatter Bauunternehmung	Lufthansa Gebäudemanagement, Müller-Altvatter Gebäudemanagement	16	100,0%	0	0,0%	0	0,0%
3	Kreishaus Unna	Bilfinger Berger BOT GmbH	KfW Ipex Bank	Bilfinger Berger AG	J. Wolferts Gebäude und Energiemanagement	21,2	88,0%	2,8	12,0%	0	0,0%
4	Schulen in Köln	HOCHTIEF PPP Solutions GmbH	KfW Ipex Bank	HOCHTIEF Construction AG	C.I.S. Facility Management, abacus Gebäudemanagement GmbH	30,5	87,0%	4,6	13,0%	0	0,0%
5	Gymnasium in Schwarzenbek	LHI	Eurohypo	Müller-Altvatter Bauunternehmung GmbH & Co. KG	Müller-Altvatter Gebäudemanagement GmbH, Kind Gebäudemanagement GmbH	20	100,0%	0	0,0%	0	0,0%
6	Finanzzentrum Altmarkt in Kassel	LHI	Helaba	Müller-Altvatter Bauunternehmung GmbH	Müller-Altvatter Gebäudemanagement GmbH	33,3	90,0%	3,7	10,0%	0	0,0%
7	JVA Burg	Bilfinger Berger BOT (90%), KÖTTER Justizdienstleistungen (10%)	Commerzbank, HSH Nordbank, NordLB	Bilfinger Berger AG Hochbau	HSG Technischer Service GmbH, KÖTTER Justizdienstleistungen	92,5	92,5%	7,5	7,5%	0	0,0%
8	Schulen im Lahn-Dill-Kreis	LHI	LBBW	Müller-Altvatter Bauunternehmung GmbH	Müller-Altvatter Gebäudemanagement GmbH	27	100,0%	0	0,0%	0	0,0%
9	Zentrales Justiz- und Verwaltungs-zentrum Wiesbaden	Hannover Leasing	Helaba (OFB Projektentwicklung)	Bilfinger Berger Hochbau AG	HSG Technischer Service GmbH	110,3	90,0%	17,7	10,0%		
10	Behördenzentrum in Heidelberg	Züblin Development GmbH	Eurohypo	Ed. Züblin AG	Niersberger Gebäudemanagement GmbH & Co. KG	36	90,0%	4	10,0%		
11	Schulen in Frankfurt am Main	HOCHTIEF PPP Solutions GmbH	Nord LB	HOCHTIEF Construction AG	HOCHTIEF Facility Management GmbH	95,4	90,0%	10,6	10,0%		
12	Neubau der Gesamtschule Köln-Rodenkirchen	HOCHTIEF PPP Solutions GmbH	Nord LB	HOCHTIEF Construction AG	HOCHTIEF Facility Management GmbH	45	90,0%	5	10,0%		



13	Amt für Bodenmanagement in Limburg	Goldbeck	DG HYP AG	GOLDBECK West GmbH	GOLDBECK Gebäudemanagement GmbH						
14	Amt für Bodenmanagement in Korbach	OFRA	Volksbank Paderborn-Höxter-Detmold/ WL-Bank	OFRA Holding GmbH & Co. KG	OFRA Holding GmbH & Co. KG						
15	Amt für Bodenmanagement in Büdingen	Goldbeck	DG HYP AG	GOLDBECK West GmbH	GOLDBECK Gebäudemanagement GmbH						
16	Fürst-Wrede-Kaserne in München	HOCHTIEF PPP Solutions GmbH	Nord LB	HOCHTIEF Construction AG	HOCHTIEF Facility Management GmbH	54	90,0%	6	10,0%		
17	Bürogebäude, GSI Helmholtzzentrum für Schwerionenforschung GmbH in Darmstadt	?	Kreissparkasse Groß Gerau	Adam Hörnig Baugesellschaft mbH&Co. KG	Hörnig Wohn- und Industriebau GmbH						

(Ohne Parkhäuser, Protonen- und Partikeltherapiezentren, Hubschraubertrainingssimulatoren)

Anhang 2: Auswertung empirische Befragungen Finanzintermediäre (Deutschland, Großbritannien, Italien, Frankreich)

1. Welches Finanzierungsvolumen ist für die Konzeption einer Projektfinanzierung bei PPP-Projekten im Hochbau notwendig?

Finanzintermediäre Deutschland	45,625 Mio. Euro
Finanzintermediäre Großbritannien	20,625 Mio. Euro
Finanzintermediäre Italien	32,5 Mio. Euro
Finanzintermediäre Frankreich	26,5 Mio. Euro

2. Wie bewerten Sie die nachfolgend aufgeführten Möglichkeiten zur Senkung der bei einer Projektfinanzierung anfallenden Transaktionskosten bzw. zur Forcierung der Umsetzung von Projektfinanzierungen? Bestehen weitere Möglichkeiten? Bitte bewerten Sie die einzelnen Möglichkeiten entsprechend ihrer Bedeutung für die Senkung der Transaktionskosten bzw. zur Forcierung der Umsetzung von Projektfinanzierungen (Bewertung von 1 bis 6; 1 = sehr gut geeignet und 6 = ungeeignet)

Rang	Finanzintermediäre Deutschland	Finanzintermediäre Großbritannien	Finanzintermediäre Italien	Finanzintermediäre Frankreich
1	Standardisierung der PPP-Verträge 1, 6	Standardisierung der PPP-Verträge 1	Standardisierung der PPP-Verträge 1	Anpassung gesetzlicher Rahmenbedingungen im Hinblick auf steuerliche Aspekte 1
2	Bürokratieabbau bei Vorbereitung und Umsetzung der Projekte 1, 9	Bürokratieabbau bei Vorbereitung und Umsetzung der Projekte 1	Standardisierung des PPP-Vergabeverfahrens 1	Standardisierung der PPP-Verträge 2
3	Standardisierung der Dokumentation 2	Standardisierung des PPP-Vergabeverfahrens 1,5	Bürokratieabbau bei Vorbereitung und Umsetzung der Projekte 1,5	Standardisierung des PPP-Vergabeverfahrens 2
4	Standardisierung/Reglementierung des Risikotransfers 2,1	Anpassung gesetzlicher Rahmenbedingungen im Hinblick auf steuerliche Aspekte 2	Standardisierung/Reglementierung des Risikotransfers 2,5	Standardisierung der Dokumentation 2

5	Standardisierung des PPP-Vergabeverfahrens	2,2	Bündelung von Projekten auf Ebene der ausschreibenden Stellen	2,0	Standardisierung der technischen Verdingungsunterlagen	3	Anpassung gesetzlicher Rahmenbedingungen im Hinblick auf das Investmentgesetz, Regulierung der Gesellschafterstruktur	2,5
6	Anpassung gesetzlicher Rahmenbedingungen im Hinblick auf steuerliche Aspekte	2,4	Standardisierung/Reglementierung des Risikotransfers	2,5	Standardisierung der Dokumentation	3	Standardisierung der technischen Verdingungsunterlagen	3,5
7	Bündelung von Projekten auf Ebene der ausschreibenden Stellen	2,4	Anpassung gesetzlicher Rahmenbedingungen im Hinblick auf das Investmentgesetz, Regulierung der Gesellschafterstruktur	2,5	Anpassung gesetzlicher Rahmenbedingungen im Hinblick auf das Investmentgesetz, Regulierung der Gesellschafterstruktur	3	Bürokratieabbau bei Vorbereitung und Umsetzung der Projekte	3,5
8	Anpassung gesetzlicher Rahmenbedingungen im Hinblick auf das Investmentgesetz, Regulierung der Gesellschafterstruktur	2,8	Standardisierung der Dokumentation	3,5	Etablierung einer föderalen Einrichtung zur Forcierung der Umsetzung von Projektfinanzierungen	3,5	Etablierung einer föderalen Einrichtung zur Forcierung der Umsetzung von Projektfinanzierungen	4,5
9	Etablierung einer föderalen Einrichtung zur Forcierung der Umsetzung von Projektfinanzierungen	3,2	Standardisierung der technischen Verdingungsunterlagen	4	Bündelung von Projekten auf Ebene der ausschreibenden Stellen	4	Standardisierung/Reglementierung des Risikotransfers	5
10	Standardisierung der technischen Verdingungsunterlagen	3,6	Etablierung einer föderalen Einrichtung zur Forcierung der Umsetzung von Projektfinanzierungen	4	Anpassung gesetzlicher Rahmenbedingungen im Hinblick auf steuerliche Aspekte	5,5	Bündelung von Projekten auf Ebene der ausschreibenden Stellen	k.A.

3. Warum gibt es Ihrer Ansicht nach in Deutschland nicht mehr projektfinanzierte PPP-Projekte im Hochbau? Bitte bewerten Sie die einzelnen Kriterien entsprechend ihrer Bedeutung von 1 bis 6. (1 = hohe Bedeutung, 6 = unbedeutend)

Rang	Finanzintermediäre Deutschland		Finanzintermediäre Großbritannien		Finanzintermediäre Italien		Finanzintermediäre Frankreich	
1	Zu geringe Projektvolumen	2	Zu geringe Projektvolumen	1	Zu geringe Erfahrungen der öffentlichen Hand mit Projektfinanzierung	1,0	Zu geringe Erfahrungen der öffentlichen Hand mit Projektfinanzierung	2,5
2	Zu geringe Erfahrungen der öffentlichen Hand mit Projektfinanzierung	2,1	Zu geringe Erfahrungen der öffentlichen Hand mit Projektfinanzierung	1	Kein optimaler Risikotransfer	1	Zu hohe Finanzierungskosten	2,5
3	Zu wenig Projekte	2,4	Zu wenig Projekte	2,5	Zu geringe Projektvolumen	3,0	Kein optimaler Risikotransfer	3
4	Zu hohe Finanzierungskosten	2,6	Kein optimaler Risikotransfer	3	Zu hohe Finanzierungskosten	3	Zu geringe Projektvolumen	4
5	Mangelnde Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken	2,8	Zu hohe Finanzierungskosten	4,0	Zusätzliche Besicherung notwendig	3	Hindernisse bei der Eigenkapitalbeschaffung	4
6	Hindernisse bei der Eigenkapitalbeschaffung	3,3	Mangelnde Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken	4	Zu wenig Projekte	5	Zu wenig Projekte	5
7	Zusätzliche Besicherung notwendig	3,4	Zusätzliche Besicherung notwendig	4	Mangelnde Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken	6	Mangelnde Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken	5
8	Kein optimaler Risikotransfer	3,5	Hindernisse bei der Eigenkapitalbeschaffung	5,5	Hindernisse bei der Eigenkapitalbeschaffung	6	Zusätzliche Besicherung notwendig	5

4. Welche Eigenkapitalausstattung wird in den einzelnen Lebenszyklus-Phasen eines projektfinanzierten PPP-Hochbau-Projektes benötigt (Verhältnis Eigenkapital / Finanzierungsvolumen)?

Neubau ohne Auslastungsrisiko

		Finanzintermediäre Deutschland	Finanzintermediäre Großbritannien	Finanzintermediäre Italien	Finanzintermediäre Frankreich
Bauphase	min	14,17	8,00	14,00	6,00
	max	30,00	12,50	27,50	15,00
Frühe Betriebsphase	min	14,17	5,50	14,00	3,50
	max	30,00	9,00	22,50	10,00
Fortgeschrittene Betriebsphase	min	12,50	5,50	14,00	3,00
	max	22,50	8,00	20,00	k.A.

Neubau ohne Auslastungsrisiko

		Finanzintermediäre Deutschland	Finanzintermediäre Großbritannien	Finanzintermediäre Italien	Finanzintermediäre Frankreich
Bauphase	min	12,50	12,00	15,00	19,00
	max	30,00	20,50	22,50	20,00
Frühe Betriebsphase	min	13,33	11,00	15,00	12,50
	max	43,33	17,00	20,00	15,00
Fortgeschrittene Betriebsphase	min	15,00	11,00	12,50	7,50
	max	30,00	14,50	15,00	10,00

5. Welchen Einfluss hat die Übertragung der folgenden Risiken auf die Besicherungsansprüche der finanzierenden Bank? Bitte bringen Sie die einzelnen Risiken entsprechend ihres Einflusses für die Besicherungsansprüche der finanzierenden Bank in eine Reihenfolge, indem Sie sie von 1 bis 10 bewerten. (1 = hoch und 10 = kein Einfluss)

Neubau ohne Auslastungsrisiko

Rang	Finanzintermediäre Deutschland		Finanzintermediäre Großbritannien		Finanzintermediäre Italien		Finanzintermediäre Frankreich	
1	Grundstücks- und Bestandsrisiko	3	Restwertrisiko	3,5	Baurisiko	1,5	Baurisiko	1
2	Restwertrisiko	3,7	Stuerrisiko	4,5	Planungsrisiko	2	Genehmigungsrisiko	2
3	Genehmigungsrisiko	4,4	Grundstücks- und Bestandsrisiko	5	Betriebsrisiko	2,5	Planungsrisiko	3
4	Baurisiko	4,9	Planungsrisiko	5	Grundstücks- und Bestandsrisiko	4	Grundstücks- und Bestandsrisiko	4
5	Betriebsrisiko	5,3	Baurisiko	5,5	Genehmigungsrisiko	4	Betriebsrisiko	5
6	Planungsrisiko	5,7	Rechtsprechungsrisiko	5,5	Force Majeure	4	Rechtsprechungsrisiko	6
7	Force Majeure	5,7	Genehmigungsrisiko	6	Rechtsprechungsrisiko	4,5	Finanzierungsrisiko	7
8	Finanzierungsrisiko	6,4	Finanzierungsrisiko	6	Finanzierungsrisiko	5	Stuerrisiko	8
9	Rechtsprechungsrisiko	7	Betriebsrisiko	6,5	Stuerrisiko	7,5	Force Majeure	9
10	Stuerrisiko	8,9	Force Majeure	7,5	Restwertrisiko	8	Restwertrisiko	10

Neubau mit Auslastungsrisiko

Rang	Finanzintermediäre Deutschland		Finanzintermediäre Großbritannien		Finanzintermediäre Italien		Finanzintermediäre Frankreich	
1	Baurisiko	2,8	Restwertrisiko	1	Baurisiko	1	Betriebsrisiko	1
2	Betriebsrisiko	3,6	Betriebsrisiko	2	Betriebsrisiko	2	Baurisiko	2
3	Restwertrisiko	3,6	Baurisiko	3	Planungsrisiko	3,00	Genehmigungsrisiko	3
4	Grundstücks- und Bestandsrisiko	3,8	Finanzierungsrisiko	4	Genehmigungsrisiko	3,5	Planungsrisiko	4
5	Force Majeure	4,6	Stuerrisiko	5	Grundstücks- und Bestandsrisiko	4	Grundstücks- und Bestandsrisiko	5
6	Planungsrisiko	4,8	Rechtsprechungsrisiko	6	Force Majeure	4	Rechtsprechungsrisiko	6



7	Genehmigungsrisiko	5,4	Grundstücks- und Bestandsrisiko	7	Finanzierungsrisiko	5	Finanzierungsrisiko	7
8	Finanzierungsrisiko	6,4	Force Majeure	8	Rechtsprechungsrisiko	5	Steuerrisiko	8
9	Rechtsprechungsrisiko	6,4	Planungsrisiko	9	Steuerrisiko	7,5	Force Majeure	9
10	Steuerrisiko	8,2	Genehmigungsrisiko	10	Restwertersiko	8,5	Restwertersiko	10

6. Welche Finanzierungs- und Besicherungsinstrumente eignen sich für projektfinanzierte PPP-Hochbau-Projekte? Bitte bewerten Sie die einzelnen Besicherungsinstrumente entsprechend Ihrer Eignung für projektfinanzierte PPP-Hochbau-Projekte von 1 bis 6. (1 = sehr gut und 6 = ungeeignet) In welchen Phasen werden sie eingesetzt? (Auswertung: Bau = 1; Frühe Betriebsphase = 2; Späte Betriebsphase = 3) Wie beeinflussen sie die Eigenkapitalquote? Bitte bewerten Sie die Besicherungsinstrumente entsprechend ihres Einflusses auf die Eigenkapitalquote von 1 bis 6. (1 = sehr stark und 6 = kein Einfluss)

Eignung für PPP-Projektfinanzierungen

Rang	Finanzintermediäre Deutschland	Finanzintermediäre Großbritannien	Finanzintermediäre Italien	Finanzintermediäre Frankreich
1	Bürgschaften / Garantien / Patronatserklärungen / Gewinnabführungsverträge 1,75	insb. Nachrangdarlehen 1,5	insb. Nachrangdarlehen 1	Brückenfinanzierung Eigenkapital 1,5
2	Reservekonten Instandhaltung / Betrieb 2	Reservekonten Kapitaldienst 2,5	Reservekonten Instandhaltung / Betrieb 2	Bürgschaften / Garantien / Patronatserklärungen / Gewinnabführungsverträge 2
3	Mezzanine 2,3	Bürgschaften / Garantien / Patronatserklärungen / Gewinnabführungsverträge 2,5	Brückenfinanzierung Eigenkapital 2	insb. Nachrangdarlehen 3
4	insb. Nachrangdarlehen 2,4	Reservekonten Instandhaltung / Betrieb 3	Reservekonten Kapitaldienst 3	Reservekonten Instandhaltung / Betrieb 3
5	Brückenfinanzierung Eigenkapital 2,5	Mezzanine 3,5	Bürgschaften / Garantien / Patronatserklärungen / Gewinnabführungsverträge 3	Reservekonten Kapitaldienst 3,5
6	Reservekonten Kapitaldienst 2,6	Brückenfinanzierung Eigenkapital 3,5	Platzierungsgarantie 3	Mezzanine 4,5
7	Platzierungsgarantie 3,1	Platzierungsgarantie 3,5	Mezzanine 4	Platzierungsgarantie 5

Lebenszyklusphase

	Finanzintermediäre Deutschland	Finanzintermediäre Großbritannien	Finanzintermediäre Italien	Finanzintermediäre Frankreich
Mezzanine	Bauphase	Bauphase	Bauphase	Frühe Betriebsphase
insb. Nachrangdarlehen	Bauphase	Bauphase	Bauphase	Frühe Betriebsphase
Reservekonten Kapitaldienst	Frühe Betriebsphase	Frühe Betriebsphase	Frühe Betriebsphase / Bauphase	Bauphase
Reservekonten Instandhaltung/ Betrieb	Frühe Betriebsphase	Frühe Betriebsphase	Frühe Betriebsphase / Bauphase	Frühe Betriebsphase
Bürgschaften / Garantien / Patronatserklärungen / Gewinnabführungsverträge	Bauphase	Bauphase	Bauphase	Bauphase
Brückenfinanzierung Eigenkapital	Bauphase	Bauphase	Bauphase	Bauphase
Platzierungsgarantie	Bauphase	Bauphase	Bauphase	keine Angabe



Einfluss auf die Eigenkapitalquote

Rang	Finanzintermediäre Deutschland		Finanzintermediäre Großbritannien		Finanzintermediäre Italien		Finanzintermediäre Frankreich	
1	insb. Nachrangdarlehen	2,4	insb. Nachrangdarlehen	1,50	Brückenfinanzierung Eigenkapital	1	Mezzanine	1
2	Mezzanine	2,5	Bürgschaften / Garantien / Patronatserklärungen / Gewinnabführungsverträge	2,5	insb. Nachrangdarlehen	2	insb. Nachrangdarlehen	1
3	Bürgschaften / Garantien / Patronatserklärungen / Gewinnabführungsverträge	3	Mezzanine	3,5	Reservekonten Instandhaltung/ Betrieb	2	Reservekonten Kapitaldienst	k.A.
4	Brückenfinanzierung Eigenkapital	3,1	Reservekonten Kapitaldienst	3,5	Platzierungsgarantie	2	Reservekonten Instandhaltung/ Betrieb	k.A.
5	Platzierungsgarantie	3,2	Reservekonten Instandhaltung/ Betrieb	3,5	Reservekonten Kapitaldienst	2,5	Bürgschaften / Garantien / Patronatserklärungen / Gewinnabführungsverträge	k.A.
6	Reservekonten Instandhaltung/ Betrieb	4,6	Platzierungsgarantie	5	Mezzanine	3	Brückenfinanzierung Eigenkapital	k.A.
7	Reservekonten Kapitaldienst	4,8	Brückenfinanzierung Eigenkapital	6	Bürgschaften / Garantien / Patronatserklärungen / Gewinnabführungsverträge	3	Platzierungsgarantie	k.A.

7. Welche Beteiligungsinstrumente/ Investoren und welche Beteiligungsvolumen eignen sich für Eigenkapitalbeteiligung an projektfinanzierten PPP-Hochbau-Projekten? Bitte bringen Sie die einzelnen Beteiligungsinstrumente entsprechend ihrer Eignung in eine Reihenfolge, indem Sie sie von 1 bis 12 bewerten. (1 = sehr gut und 12 = ungeeignet).

Rang	Beteiligungsinstrumente/ Investoren	Eignung	Beantwortung der Frage "Eignung"	Projektspezif. Beteiligungsvolumen (in Mio. €)		Anteil PPP-Beteiligung am ges. Fondsvol. (in %)		Gesamtfondsvolumen (in Mio. €)		Anteile	
				min.	max.	min.	max.	min.	max.	min.	max.
1	Geschl. Immobilienfonds	3,6	90%	2	k.A.	10	k.A.	20	k.A.	100	k.A.
2	Infrastruktur-Sondervermögen: ÖPP-Fonds	4,4	90%	60	180	10	30	1050	600	k.A.	k.A.
3	Versicherungen	4,7	70%	10	100	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	1	100
4	Offene Immobilienspezialfonds	5,4	90%	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	4000	k.A.	k.A.	k.A.
5	Leasingfonds	6	50%	5,5	60	5	10	50	100	10,5	100
6	Offene Immobilienpublikumsfonds	6,6	80%	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.
7	REITs	6,7	60%	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.
8	Private Equity Fonds	6,7	70%	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.

8. Wie wichtig sind die folgenden Kriterien bei der Projektauswahl für Eigenkapitalbeteiligungen? Bitte bringen Sie die einzelnen Kriterien entsprechend ihrer Bedeutung für die Projektauswahl in eine Reihenfolge, indem Sie sie von 1 bis 15 bewerten. (1 = am wichtigsten und 15 = unwichtig)

Primärmarkt

Rang	Finanzintermediäre Deutschland		Finanzintermediäre Großbritannien		Finanzintermediäre Italien		Finanzintermediäre Frankreich	
1	Erwartete Rendite	1,9	Investitions- und Projektvolumen	1,5	Risikoallokation bzw. Risikotransfer	1	Leistungsfähigkeit Konsortialpartner/ Nachunternehmer	1,5
2	Risikoallokation bzw. Risikotransfer	3,3	Bonität Konsortialpartner/ Nachunternehmer	3	Erwartete Rendite	1,5	Investitions- und Projektvolumen	2
3	Leistungsfähigkeit Konsortialpartner/ Nachunternehmer	3,7	Leistungsfähigkeit Konsortialpartner/ Nachunternehmer	4	Bonität Konsortialpartner/ Nachunternehmer	2	Erwartete Rendite	2
4	Investitions- und Projektvolumen	3,9	Risikoallokation bzw. Risikotransfer	4,5	Leistungsfähigkeit Konsortialpartner/ Nachunternehmer	2,5	Risikoallokation bzw. Risikotransfer	2,5
5	Bonität Konsortialpartner/ Nachunternehmer	5,1	Erwartete Rendite	5	Wertsteigerungspotentiale durch Refinanzierung	2,5	Bonität Konsortialpartner/ Nachunternehmer	3,5
6	Möglichkeit zur Veräußerung der Anteile an der Projektgesellschaft	7	Standardisierung PPP-Vertrag	5,5	Auftraggeber (Bund, Länder und Kommunen bzw. nationale, regionale und lokale Ebene)	3	Möglichkeit zur Veräußerung der Anteile an der Projektgesellschaft	3,5
7	Standardisierung Vergabeverfahren	7,4	Möglichkeit zur Veräußerung der Anteile an der Projektgesellschaft	6	Standardisierung PPP-Vertrag	5	Standardisierung PPP-Vertrag	5
8	Auftraggeber (Bund, Länder und Kommunen bzw. nationale, regionale und lokale Ebene)	7,5	Standardisierung Vergabeverfahren	6,5	Standardisierung Vergabeverfahren	5,5	Wertsteigerungspotentiale durch operative Leistungen (technische Innovationen)	5
9	Standardisierung PPP-Vertrag	8	Bündelungspotentiale	10	Wertsteigerungspotentiale durch operative Leistungen (technische Innovationen)	6	Wertsteigerungspotentiale durch Refinanzierung	5,5
10	Nutzung von Synergieeffekten durch Eigenkapitalgeber	8,7	Wertsteigerungspotentiale durch Refinanzierung	10,5	Investitions- und Projektvolumen	7	Bündelungspotentiale	6,5



11	Wertsteigerungspotentiale durch Refinanzierung	9,1	Nutzung von Synergieeffekten durch Eigenkapitalgeber	11	Möglichkeit zur Veräußerung der Anteile an der Projektgesellschaft	7	Auftraggeber (Bund, Länder und Kommunen bzw. nationale, regionale und lokale Ebene)	6,5
12	Bündelungspotentiale	9,6	Wertsteigerungspotentiale durch operative Leistungen (technische Innovationen)	12	Nutzung von Synergieeffekten durch Eigenkapitalgeber	8	Standardisierung Vergabeverfahren	7,5
13	Wertsteigerungspotentiale durch operative Leistungen (technische Innovationen)	9,9	Berater der ausschreibenden Stelle	12	Bündelungspotentiale	8,5	Berater der ausschreibenden Stelle	8,5
14	Berater der ausschreibenden Stelle	12,9	Auftraggeber (Bund, Länder und Kommunen bzw. nationale, regionale und lokale Ebene)	13,5	Berater der ausschreibenden Stelle	9,5	Nutzung von Synergieeffekten durch Eigenkapitalgeber	8,5

Sekundärmarkt

Rang	Finanzintermediäre Deutschland	Finanzintermediäre Großbritannien	Finanzintermediäre Italien	Finanzintermediäre Frankreich				
1	Erwartete Rendite	1,7	Investitions- und Projektvolumen	1	Risikoallokation bzw. Risikotransfer	1	Risikoallokation bzw. Risikotransfer	1
2	Risikoallokation bzw. Risikotransfer	3,5	Bonität Konsortialpartner/ Nachunternehmer	4	Erwartete Rendite	1,5	Erwartete Rendite	1
3	Investitions- und Projektvolumen	4,2	Wertsteigerungspotentiale durch Refinanzierung	4	Bonität Konsortialpartner/ Nachunternehmer	2	Wertsteigerungspotentiale durch operative Leistungen (technische Innovationen)	1
4	Leistungsfähigkeit Konsortialpartner/ Nachunternehmer	5,7	Risikoallokation bzw. Risikotransfer	5,5	Wertsteigerungspotentiale durch Refinanzierung	2	Möglichkeit zur Veräußerung der Anteile an der Projektgesellschaft	1
5	Bonität Konsortialpartner/ Nachunternehmer	6,5	Erwartete Rendite	5,5	Auftraggeber (Bund, Länder und Kommunen bzw. nationale, regionale und lokale Ebene)	2	Auftraggeber (Bund, Länder und Kommunen bzw. nationale, regionale und lokale Ebene)	1
6	Möglichkeit zur Veräußerung der Anteile an der Projektgesellschaft	7	Bündelungspotentiale	5,5	Leistungsfähigkeit Konsortialpartner/ Nachunternehmer	2,5	Investitions- und Projektvolumen	2



7	Wertsteigerungspotentiale durch operative Leistungen (technische Innovationen)	7,4	Wertsteigerungspotentiale durch operative Leistungen (technische Innovationen)	7	Wertsteigerungspotentiale durch operative Leistungen (technische Innovationen)	2,5	Bonität Konsortialpartner/ Nachunternehmer	2
8	Auftraggeber (Bund, Länder und Kommunen bzw. nationale, regionale und lokale Ebene)	8,8	Nutzung von Synergieeffekten durch Eigenkapitalgeber	8	Bündelungspotentiale	4	Leistungsfähigkeit Konsortialpartner/ Nachunternehmer	2
9	Wertsteigerungspotentiale durch Refinanzierung	9	Berater der ausschreibenden Stelle	8,5	Nutzung von Synergieeffekten durch Eigenkapitalgeber	4,5	Bündelungspotentiale	2
10	Bündelungspotentiale	9,2	Möglichkeit zur Veräußerung der Anteile an der Projektgesellschaft	9,5	Standardisierung Vergabeverfahren	5,5	Wertsteigerungspotentiale durch Refinanzierung	2
11	Nutzung von Synergieeffekten durch Eigenkapitalgeber	9,8	Leistungsfähigkeit Konsortialpartner/ Nachunternehmer	11,5	Investitions- und Projektvolumen	7	Standardisierung PPP-Vertrag	3
12	Berater der ausschreibenden Stelle	12,6	Standardisierung PPP-Vertrag	12	Standardisierung PPP-Vertrag	7	Nutzung von Synergieeffekten durch Eigenkapitalgeber	3
13	Standardisierung Vergabeverfahren	13,4	Standardisierung Vergabeverfahren	13	Möglichkeit zur Veräußerung der Anteile an der Projektgesellschaft	7	Berater der ausschreibenden Stelle	4
14	Standardisierung PPP-Vertrag	13,4	Auftraggeber (Bund, Länder und Kommunen bzw. nationale, regionale und lokale Ebene)	14,5	Berater der ausschreibenden Stelle	13,5	Standardisierung Vergabeverfahren	6

9. Welches sind die Investitions- und Beteiligungsmotive für Eigenkapitalbeteiligungen an projektfinanzierten PPP-Projekten im Hochbau? Bitte bringen Sie die einzelnen Beteiligungsmotive entsprechend ihrer Bedeutung in eine Reihenfolge, indem Sie sie von 1 bis 6 bewerten. (1 = sehr wichtig und 6 = unwichtig)

Bauphase

Rang	Finanzintermediäre Deutschland		Finanzintermediäre Großbritannien		Finanzintermediäre Italien		Finanzintermediäre Frankreich	
1	Risikodiversifikation	2	Langfristig stabile Ausschüttungen	2	Risikodiversifikation	1,5	Langfristig stabile Ausschüttungen	1
2	Langfristig stabile Ausschüttungen	2,3	Kurzfristige Wertsteigerungen	2	Reputation	3	Reputation	2,5
3	Reputation	4	Risikodiversifikation	3,5	Langfristig stabile Ausschüttungen	3,5	Risikodiversifikation	2,5
4	Steuerliche Effekte	4,5	Steuerliche Effekte	4	Steuerliche Effekte	4	Steuerliche Effekte	4,5
5	Kurzfristige Wertsteigerungen	4,6	Reputation	4	Kurzfristige Wertsteigerungen	4	Kurzfristige Wertsteigerungen	4,5

Frühe Betriebsphase

Rang	Finanzintermediäre Deutschland		Finanzintermediäre Großbritannien		Finanzintermediäre Italien		Finanzintermediäre Frankreich	
1	Langfristig stabile Ausschüttungen	1,3	Langfristig stabile Ausschüttungen	1	Risikodiversifikation	1,5	Langfristig stabile Ausschüttungen	1
2	Risikodiversifikation	2	Kurzfristige Wertsteigerungen	2,5	Langfristig stabile Ausschüttungen	2	Risikodiversifikation	2
3	Steuerliche Effekte	3,9	Risikodiversifikation	2,5	Reputation	3	Reputation	3
4	Reputation	4	Steuerliche Effekte	4	Steuerliche Effekte	4	Kurzfristige Wertsteigerungen	4
5	Kurzfristige Wertsteigerungen	4,2	Reputation	5,5	Kurzfristige Wertsteigerungen	4	Steuerliche Effekte	5

Fortgeschrittene Betriebsphase



Rang	Finanzintermediäre Deutschland		Finanzintermediäre Großbritannien		Finanzintermediäre Italien		Finanzintermediäre Frankreich	
1	Langfristig stabile Ausschüttungen	1,1	Langfristig stabile Ausschüttungen	1	Langfristig stabile Ausschüttungen	1	Langfristig stabile Ausschüttungen	1
2	Risikodiversifikation	2,	Kurzfristige Wertsteigerungen	2,5	Risikodiversifikation	1,5	Risikodiversifikation	2
3	Reputation	3,7	Risikodiversifikation	2,5	Reputation	3	Reputation	3
4	Kurzfristige Wertsteigerungen	4,13	Steuerliche Effekte	4	Kurzfristige Wertsteigerungen	3,5	Kurzfristige Wertsteigerungen	4
5	Steuerliche Effekte	4,5	Reputation	5,5	Steuerliche Effekte	4	Steuerliche Effekte	5

10. Welche Renditen (Vorsteuerrenditen/ Nachsteuerrenditen) sollten über die einzelnen Lebenszyklusphasen generiert werden? (Antwortmöglichkeiten: 0 – 5%, 6 – 10%, 11 – 15%, 16 – 20%, 21 – 25%, 26 – 30%)

PPP ohne Auslastungsrisiko - Vorsteuerrendite

	Finanzintermediäre Deutschland	Finanzintermediäre Großbritannien	Finanzintermediäre Italien	Finanzintermediäre Frankreich
Bauphase	0-25%	11-15%	11-20%	16-20%
Frühe Betriebsphase	6-20%	6-10%	11-15%	6-10%
Fortgeschrittene Betriebsphase	6-15%	6-10%	6-10%	11-15%

PPP ohne Auslastungsrisiko - Nachsteuerrendite

	Finanzintermediäre Deutschland	Finanzintermediäre Großbritannien	Finanzintermediäre Italien	Finanzintermediäre Frankreich
Bauphase	0-20%	k.A.	11-15%	11-15%
Frühe Betriebsphase	0-15%	k.A.	6-15%	k.A.
Fortgeschrittene Betriebsphase	0-10%	k.A.	6-10%	k.A.

PPP mit Auslastungsrisiko - Vorsteuerrendite

	Finanzintermediäre Deutschland	Finanzintermediäre Großbritannien	Finanzintermediäre Italien	Finanzintermediäre Frankreich
Bauphase	0-30%	16-25%	16-20%	21-25%
Frühe Betriebsphase	6-25%	11-20%	11-15%	11-15%
Fortgeschrittene Betriebsphase	6-25%	11-15%	6-10%	16-20%

PPP mit Auslastungsrisiko - Nachsteuerrendite

	Finanzintermediäre Deutschland	Finanzintermediäre Großbritannien	Finanzintermediäre Italien	Finanzintermediäre Frankreich
Bauphase	0-25%	k.A.	11-20%	16-20%
Frühe Betriebsphase	0-20%	k.A.	6-15%	k.A.
Fortgeschrittene Betriebsphase	0-15%	k.A.	6-10%	k.A.

11. Risikotransfer und Finanzierbarkeit (Eigenkapital): Welchen Einfluss hat der Transfer der folgenden Risiken auf die Fremdkapitalfinanzierbarkeit und die Platzierbarkeit von Eigenkapital bei PPP-Beteiligungen im Hochbau? Bitte bringen Sie die einzelnen Risiken entsprechend ihres Einflusses auf die Finanzierbarkeit und die Platzierbarkeit in eine Reihenfolge, indem Sie sie von 1 bis 11 bewerten. (1 = Einfluss hoch, 11 = kein Einfluss)

Fremdkapitalfinanzierbarkeit

Rang	Finanzintermediäre Deutschland		Finanzintermediäre Großbritannien		Finanzintermediäre Italien		Finanzintermediäre Frankreich	
1	Auslastungsrisiko	1,8	Baurisiko	1	Auslastungsrisiko	1	Genehmigungsrisiko	1
2	Baurisiko	2,8	Auslastungsrisiko	2	Planungsrisiko	1	Betriebsrisiko	2
3	Grundstücks- und Bestandsrisiko	4,5	Betriebsrisiko	3	Genehmigungsrisiko	1	Baurisiko	3
4	Restwertrisiko	4,5	Restwertrisiko	4	Baurisiko	1	Planungsrisiko	4
5	Finanzierungsrisiko	6	Grundstücks- und Bestandsrisiko	5	Finanzierungsrisiko	1	Grundstücks- und Bestandsrisiko	5
6	Genehmigungsrisiko	6,3	Finanzierungsrisiko	6	Betriebsrisiko	1,5	Auslastungsrisiko	6
7	Betriebsrisiko	6,3	Planungsrisiko	7	Force Majeure	2,5	Rechtsprechungsrisiko	7
8	Force Majeure	6,3	Genehmigungsrisiko	8	Grundstücks- und Bestandsrisiko	3	Finanzierungsrisiko	8
9	Planungsrisiko	6,5	Stuerrisiko	9	Rechtsprechungsrisiko	3,5	Stuerrisiko	9
10	Stuerrisiko	8	Rechtsprechungsrisiko	10	Stuerrisiko	5,5	Force Majeure	10
11	Rechtsprechungsrisiko	8,5	Force Majeure	11	Restwertrisiko	7	Restwertrisiko	11

Eigenkapitalplatzierbarkeit

Rang	Finanzintermediäre Deutschland		Finanzintermediäre Großbritannien		Finanzintermediäre Italien		Finanzintermediäre Frankreich	
1	Auslastungsrisiko	1,5	Baurisiko	1	Auslastungsrisiko	1	Genehmigungsrisiko	1
2	Grundstücks- und Bestandsrisiko	5	Auslastungsrisiko	2	Planungsrisiko	1	Betriebsrisiko	2
3	Restwertrisiko	5,8	Betriebsrisiko	3	Genehmigungsrisiko	1	Baurisiko	3
4	Betriebsrisiko	6	Restwertrisiko	4	Baurisiko	1,5	Planungsrisiko	4
5	Finanzierungsrisiko	6	Grundstücks- und Bestandsrisiko	5	Betriebsrisiko	1,5	Grundstücks- und Bestandsrisiko	5



6	Force Majeure	6,3	Genehmigungsrisiko	6	Finanzierungsrisiko	1,5	Auslastungsrisiko	6
7	Baurisiko	7	Planungsrisiko	7	Grundstücks- und Bestandsrisiko	3,5	Rechtsprechungsrisiko	7
8	Genehmigungsrisiko	7,3	Steuerrisiko	8	Force Majeure	4	Finanzierungsrisiko	8
9	Planungsrisiko	7,5	Finanzierungsrisiko	9	Rechtsprechungsrisiko	4,5	Steuerrisiko	9
10	Steuerrisiko	8	Rechtsprechungsrisiko	10	Restwertrisiko	5	Force Majeure	10
11	Rechtsprechungsrisiko	8,5	Force Majeure	11	Steuerrisiko	6,5	Restwertrisiko	11

12. Welche Risiken, die nicht versichert oder an operative Projektpartner übertragen werden, werden in der Projektgesellschaft unmittelbar von Finanzintermediären übernommen?

Risiken	Finanzintermediäre Deutschland	Finanzintermediäre Großbritannien	Finanzintermediäre Italien	Finanzintermediäre Frankreich
Grundstücks- und Bestandsrisiko	nein	nein	nein / ja	nein
Planungsrisiko	nein	nein	nein / ja	nein
Genehmigungsrisiko	nein	nein	nein / ja	nein
Baurisiko	nein	ja	nein / ja	nein
Betriebsrisiko	nein	ja	nein / ja	nein
Finanzierungsrisiko	ja	ja	ja	ja
Steuerrisiko	ja	ja	ja / nein	ja
Rechtsprechungsrisiko	nein	ja	nein	ja
Force Majeure	nein	ja	nein	ja
Restwertrisiko	ja	ja	nein	ja

13. Welche konzeptionellen Leistungen eignen sich unter Berücksichtigung von Kosten-Nutzen-Aspekten für Finanzintermediäre und welchen Einfluss haben diese auf die Wettbewerbsfähigkeit eines Bieterkonsortiums? Bitte bringen Sie die einzelnen Kriterien entsprechend ihrer Eignung für Finanzintermediäre in eine Reihenfolge, indem Sie sie von 1 bis 11 bewerten. (1 = sehr gut geeignet bzw. hoch und 11 = ungeeignet bzw. keinerlei Einfluss)

Übernahme durch Finanzintermediäre

Rang	Finanzintermediäre Deutschland		Finanzintermediäre Großbritannien		Finanzintermediäre Italien		Finanzintermediäre Frankreich	
1	Financial Advisor (CF-Modellierung und -Optimierung, Optimierung Finanzierung und Steuerkonzept, etc.)	ja	Financial Advisor (CF-Modellierung und -Optimierung, Optimierung Finanzierung und Steuerkonzept, etc.)	ja	Financial Advisor (CF-Modellierung und -Optimierung, Optimierung Finanzierung und Steuerkonzept, etc.)	ja	Financial Advisor (CF-Modellierung und -Optimierung, Optimierung Finanzierung und Steuerkonzept, etc.)	ja
2	Verhandlungen mit Banken	ja	Verhandlungen mit Banken	ja	Verhandlungen mit Banken	ja	Verhandlungen mit Banken	ja
3	Wirtschaftliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte	ja	Wirtschaftliche Prüfung der Ausschreibungs-unterlagen und Umsetzungskonzepte	ja	Wirtschaftliche Prüfung der Ausschreibungs-unterlagen und Umsetzungskonzepte	ja	Wirtschaftliche Prüfung der Ausschreibungs-unterlagen und Umsetzungskonzepte	ja
4	Rechtliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte	ja	Rechtliche Prüfung der Ausschreibungs-unterlagen und Umsetzungskonzepte	ja	Rechtliche Prüfung der Ausschreibungs-unterlagen und Umsetzungskonzepte	ja	Rechtliche Prüfung der Ausschreibungs-unterlagen und Umsetzungskonzepte	ja
5	Finanzierungsdokumentation	ja	Finanzierungs-dokumentation	ja	Finanzierungs-dokumentation	ja	Finanzierungs-dokumentation	ja
6	Angebotssteuerung	ja	Angebotssteuerung	ja	Angebotssteuerung	ja / nein	Angebotssteuerung	ja
7	Verhandlungen mit Nachunternehmern	nein	Verhandlungen mit Nachunternehmern	ja	Verhandlungen mit Nachunternehmern	ja / nein	Verhandlungen mit Nachunternehmern	ja
8	Technische Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte	nein	Technische Prüfung der Ausschreibungs-unterlagen und Umsetzungskonzepte	nein	Technische Prüfung der Ausschreibungs-unterlagen und Umsetzungskonzepte	ja / nein	Technische Prüfung der Ausschreibungs-unterlagen und Umsetzungskonzepte	nein
9	Technische Angebotsoptimierung	nein	Technische Angebotsoptimierung	nein	Technische Angebotsoptimierung	ja / nein	Technische Angebotsoptimierung	nein

Eignung

Rang	Finanzintermediäre Deutschland	Finanzintermediäre Großbritannien	Finanzintermediäre Italien	Finanzintermediäre Frankreich
1	Financial Advisor (CF-Modellierung und -Optimierung, Optimierung Finanzierung und Steuerkonzept, etc.) 2,1	Verhandlungen mit Banken 2	Finanzierungsdokumentation 1	Technische Angebotsoptimierung 1
2	Verhandlungen mit Banken 2,14	Financial Advisor (CF-Modellierung und -Optimierung, Optimierung Finanzierung und Steuerkonzept, etc.) 3	Wirtschaftliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 2	Financial Advisor (CF-Modellierung und -Optimierung, Optimierung Finanzierung und Steuerkonzept, etc.) 1,5
3	Wirtschaftliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 4	Wirtschaftliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 4	Rechtliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 2,5	Angebotssteuerung 2
4	Rechtliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 4	Rechtliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 5	Financial Advisor (CF-Modellierung und -Optimierung, Optimierung Finanzierung und Steuerkonzept, etc.) 3	Verhandlungen mit Banken 2
5	Finanzierungsdokumentation 4	Finanzierungsdokumentation 6	Verhandlungen mit Banken 4	Technische Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 3
6	Angebotssteuerung 4,1	Technische Angebotsoptimierung 7	Technische Angebotsoptimierung 5	Rechtliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 3
7	Verhandlungen mit Nachunternehmern 5,71	Verhandlungen mit Nachunternehmern 8	Technische Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 5,5	Verhandlungen mit Nachunternehmern 3,5
8	Technische Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 6,1	Angebotssteuerung 9,00	Angebotssteuerung 7	Finanzierungsdokumentation 4
9	Technische Angebotsoptimierung 6,9	Technische Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 10	Verhandlungen mit Nachunternehmern 9,5	Wirtschaftliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 4,5

Einfluss auf die Wettbewerbsfähigkeit

Rang	Finanzintermediäre Deutschland	Finanzintermediäre Großbritannien	Finanzintermediäre Italien	Finanzintermediäre Frankreich
1	Financial Advisor (CF-Modellierung und -Optimierung, Optimierung Finanzierung und Steuerkonzept, etc.) 1,3	Verhandlungen mit Banken 1	Finanzierungsdokumentation 1	Technische Angebotsoptimierung 1
2	Verhandlungen mit Banken 1,8	Financial Advisor (CF-Modellierung und -Optimierung, Optimierung Finanzierung und Steuerkonzept, etc.) 2	Wirtschaftliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 2	Verhandlungen mit Banken 1,5
3	Angebotssteuerung 3,3	Wirtschaftliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 3	Financial Advisor (CF-Modellierung und -Optimierung, Optimierung Finanzierung und Steuerkonzept, etc.) 3	Financial Advisor (CF-Modellierung und -Optimierung, Optimierung Finanzierung und Steuerkonzept, etc.) 2
4	Wirtschaftliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 3,4	Rechtliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 4	Verhandlungen mit Banken 4	Angebotssteuerung 2
5	Verhandlungen mit Nachunternehmern 4,3	Finanzierungsdokumentation 5,00	Rechtliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 4	Verhandlungen mit Nachunternehmern 2,5
6	Rechtliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 4,6	Technische Angebotsoptimierung 6	Technische Angebotsoptimierung 5	Technische Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 3
7	Finanzierungsdokumentation 5,2	Verhandlungen mit Nachunternehmern 7	Technische Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 5,5	Wirtschaftliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 3,5
8	Technische Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 5,8	Angebotssteuerung 8	Angebotssteuerung 7	Rechtliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 4,5



9	Technische Angebotsoptimierung	6,5	Technische Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte	9	Verhandlungen mit Nachunternehmern	9,5	Finanzierungsdokumentation	4,5
---	--------------------------------	-----	--	---	------------------------------------	-----	----------------------------	-----

14. Wie beurteilen Sie den Renditeeinfluss der Monitoring-Leistungen in den einzelnen Lebenszyklusphasen? Bitte bewerten Sie die Monitoring-Leistung entsprechend ihres Einflusses auf die Rendite von 1 bis 6. (1 = hoch und 6 = keinerlei Einfluss)

Rang	Finanzintermediäre Deutschland		Finanzintermediäre Großbritannien		Finanzintermediäre Italien		Finanzintermediäre Frankreich	
1	Bauphase	2, 6	Bauphase	1,00	Frühe Betriebsphase	1	Bauphase	2
2	Frühe Betriebsphase	2,7	Frühe Betriebsphase	1,5	Fortgeschrittene Betriebsphase	1	Frühe Betriebsphase	2,5
3	Fortgeschrittene Betriebsphase	2,9	Fortgeschrittene Betriebsphase	2,50	Bauphase	1,5	Fortgeschrittene Betriebsphase	2,5

15. Wie beurteilen Sie die folgenden vertraglichen Regulierungen zur Gesellschafterstruktur? Bitte bringen Sie die einzelnen Möglichkeiten entsprechend ihrer Eignung in eine Reihenfolge, indem Sie sie von 1 bis 6 bewerten. (1 = sehr gut geeignet und 6 = ungeeignet)

Rang	Finanzintermediäre Deutschland		Finanzintermediäre Großbritannien		Finanzintermediäre Italien		Finanzintermediäre Frankreich	
1	Informationsrecht der öffentlichen Hand bei Gesellschafterwechsel	1,3	Informationsrecht der öffentlichen Hand bei Gesellschafterwechsel	1	Informationsrecht der öffentlichen Hand bei Gesellschafterwechsel	1	Haltedauer der Gesellschaftsanteile mind. 2 Jahre nach Fertigstellung	2,5
2	Haltedauer der Gesellschaftsanteile mind. 2 Jahre nach Fertigstellung	3, 9	Haltedauer der Gesellschaftsanteile mind. 2 Jahre nach Fertigstellung	4	Haltedauer der Gesellschaftsanteile mind. 2 Jahre nach Fertigstellung	3	Haltedauer der Gesellschaftsanteile mind. 5 Jahre nach Fertigstellung	2,5
3	Mindestbeteiligung von 20 % an der Projektgesellschaft über die gesamte Projektlaufzeit	4,1	Veto-Recht der öffentlichen Hand bei Gesellschafterwechsel	4	Veto-Recht der öffentlichen Hand bei Gesellschafterwechsel	3	Mindestbeteiligung von 20 % an der Projektgesellschaft über die gesamte Projektlaufzeit	2,5
4	Haltedauer der Gesellschaftsanteile mind. 5 Jahre nach Fertigstellung	4, 7	Haltedauer der Gesellschaftsanteile mind. 5 Jahre nach Fertigstellung	6	Haltedauer der Gesellschaftsanteile mind. 5 Jahre nach Fertigstellung	5,5	Informationsrecht der öffentlichen Hand bei Gesellschafterwechsel	3,5



5	Veto-Recht der öffentlichen Hand bei Gesellschafterwechsel	5,2	Mindestbeteiligung von 20 % an der Projektgesellschaft über die gesamte Projektlaufzeit	6	Mindestbeteiligung von 20 % an der Projektgesellschaft über die gesamte Projektlaufzeit	5,5	Veto-Recht der öffentlichen Hand bei Gesellschafterwechsel	4
---	--	-----	---	---	---	-----	--	---

16. Wie wichtig sind die folgenden Kriterien bei der Auswahl operativer Projektpartner bei PPP-Hochbau-Projekten? Bitte bringen Sie die einzelnen Kriterien entsprechend ihrer Eignung zur Auswahl operativer Projektpartner in eine Reihenfolge, indem Sie sie von 1 bis 8 bewerten. (1 = am wichtigsten und 8 = unwichtig)

Mittelstand

Rang	Finanzintermediäre Deutschland		Finanzintermediäre Großbritannien		Finanzintermediäre Italien		Finanzintermediäre Frankreich	
1	Bonität	1,6	Bonität	2	Bonität	1	PPP-spezifisches Know-How	1,5
2	Leistungsfähigkeit	1,7	Leistungsfähigkeit	2	Leistungsfähigkeit	1,5	Jahresumsatz	2
3	Regionale Ansässigkeit	3,1	Regionale Ansässigkeit	3	Jahresumsatz	2	Leistungsfähigkeit	2,5
4	Erfahrung in der Zusammenarbeit	3,1	PPP-spezifisches Know-How	3,5	PPP-spezifisches Know-How	3	Erfahrung in der Zusammenarbeit	2,5
5	PPP-spezifisches Know-How	3,9	Erfahrung in der Zusammenarbeit	5,5	Anforderungen an Renditen bzw. Gewinnmargen	3	Bonität	3
6	Jahresumsatz	4,4	Anforderungen an Renditen bzw. Gewinnmargen	5,5	Erfahrung in der Zusammenarbeit	3,5	Regionale Ansässigkeit	3,5
7	Anforderungen an Renditen bzw. Gewinnmargen	5	Jahresumsatz	6,5	Regionale Ansässigkeit	4	Anforderungen an Renditen bzw. Gewinnmargen	7

Konzerne

Rang	Finanzintermediäre Deutschland		Finanzintermediäre Großbritannien		Finanzintermediäre Italien		Finanzintermediäre Frankreich	
1	Leistungsfähigkeit	1,6	Bonität	1,5	Leistungsfähigkeit	1,5	Regionale Ansässigkeit	1
2	Bonität	1,9	Leistungsfähigkeit	1,5	Bonität	2	Erfahrung in der Zusammenarbeit	2
3	Erfahrung in der Zusammenarbeit	4	PPP-spezifisches Know-How	3	Erfahrung in der Zusammenarbeit	2	Leistungsfähigkeit	3
4	PPP-spezifisches Know-How	4	Anforderungen an Renditen bzw. Gewinnmargen	4	Jahresumsatz	3	PPP-spezifisches Know-How	3,5
5	Anforderungen an Renditen bzw. Gewinnmargen	4,3	Erfahrung in der Zusammenarbeit	6	PPP-spezifisches Know-How	3,5	Anforderungen an Renditen bzw. Gewinnmargen	4
6	Jahresumsatz	5	Regionale Ansässigkeit	6,5	Anforderungen an Renditen bzw. Gewinnmargen	3,5	Jahresumsatz	4,5
7	Regionale Ansässigkeit	5,6	Jahresumsatz	7	Regionale Ansässigkeit	4,5	Bonität	5

17. Wie schätzen Sie die Entwicklung des PPP-Beteiligungsmarktes im Hochbau (Primärmarkt und Sekundärmarkt) in den kommenden fünf Jahren gemessen an Volumen und Projektzahl ein?

Finanzintermediäre Deutschland	Insgesamt wird eine steigende Tendenz unterstellt, die stark vom politischen Willen abhängt. Die Projektzahl wird sowohl auf kommunaler Ebene (kleine Projektvolumina) als auch auf Bundesebene (große Projektvolumina) zunehmen. Voraussetzung zur Etablierung eines funktionierenden Beteiligungsmarktes ist die Entwicklung eines Sekundärmarktes. Hierfür müssen die notwendigen Rahmenbedingungen geschaffen werden, bspw. durch eine Vereinfachung des Gesellschafterwechsels.
Finanzintermediäre Großbritannien	Es wird eine steigende Anzahl an Projekten und deren Volumen erwartet.
Finanzintermediäre Italien	Zunehmende Einbindung von Infrastrukturinvestoren als Finanzpartner in Italien. Dies bedeutet nicht zwangsläufig eine steigende Anzahl an Finanzinvestoren.
Finanzintermediäre Frankreich	Entwicklung der Beteiligungsvolumen auf zwischen 50 bis 150 Mio. Euro jährlich. Der französische Staat strebt eine PPP-Quote von 15 Prozent gemessen an der öffentlichen Beschaffung an, das entspricht ca. 15 Mrd. Euro jährlich.

18. Wie beurteilen Sie die Rahmenbedingungen (Regulierung Gesellschafterwechsel, InvG, Standardisierung, Vergabeverfahren) für Eigenkapitalbeteiligungen bei PPP-Hochbau-Projekten? Wo sehen Sie gegebenenfalls Anpassungsbedarf?

Finanzintermediäre Deutschland	Die Regulierungen zum Gesellschafterwechsel sollten liberalisiert werden. Notwendige Bedingungen sollte lediglich der Nachweis einer ausreichenden Qualifizierung des neuen Gesellschafters sein. Die Restriktionen im InvG zu ÖPP-Fonds werden als zu streng bewertet. Insgesamt werden die Rahmenbedingungen zur Durchführung von PPP-Projekten positiv bewertet. Es wird eine Standardisierung der PPP-Verträge und Vergabeverfahren gefordert.
Finanzintermediäre Großbritannien	In Deutschland bestehen zu strenge Vorgaben für den Gesellschafterwechsel. Zudem bestehen im InvG sehr restriktive Anlagegrenzen für ÖPP-Fonds.
Finanzintermediäre Italien	Keine Standardisierung des Vergabeprozesses in Italien notwendig.
Finanzintermediäre Frankreich	Die Rahmenbedingungen sind ausreichend. Sie werden regelmäßig der Marktentwicklung angepasst.

19. Welche Rahmenbedingungen aus dem Ausland können für Eigenkapitalbeteiligungen an PPP-Hochbau-Projekten Ihrer Meinung nach übernommen werden?

Finanzintermediäre Deutschland	Aus Großbritannien könnten die Vorgaben zum Gesellschafterwechsel übernommen werden. Allerdings wird es aufgrund der föderalistischen Strukturen schwer sein, Rahmenbedingungen entsprechend auf den deutschen Markt zu übertragen und zu etablieren.
Finanzintermediäre Großbritannien	Die Regelung im SoPC 4 für den Wechsel von Gesellschaftern ist prinzipiell für eine Übertragung auf Deutschland geeignet. Zudem wird in Großbritannien häufiger auf PPP als Beschaffungsvariante von der öffentlichen Hand zurückgegriffen. Ein ähnlicher Mindset wäre in Deutschland wünschenswert.

Finanzintermediäre Italien	Die Abgabe verbindlicher Finanzierungserklärungen zur Vertragsunterzeichnung sollte übernommen werden. In Italien liegen manchmal große Zeitabstände zwischen der Vertragsunterzeichnung und dem Financial Close. Dadurch entstehen unnötige Risiken.
Finanzintermediäre Frankreich	Keine Angabe.

20. Welche Unterschiede gibt es hinsichtlich der in Frage 16 genannten Kriterien zwischen mittelständische Unternehmen und Baukonzernen als operativer Projektpartner?

Finanzintermediäre Deutschland	Die Bonität des operativen Partners ist das entscheidende Kriterium. Weiterhin sind Erfahrungen in der Zusammenarbeit und kaufmännisches Know-how von Bedeutung. Auch PPP-Know-how wird vorausgesetzt. Große Baukonzerne haben einen Erfahrungsvorsprung gegenüber mittelständischen Unternehmen. Die Sicherstellung des Betriebs über 30 Jahre kann für mittelständische Unternehmen problematisch sein. Zudem ist eine Bonitätsbeurteilung über einem Horizont von 30 Jahren nur eingeschränkt möglich. Es gibt nur wenige mittelständische Unternehmen, die Projekte mit den für Eigenkapitalbeteiligungen erforderlichen Investitionsvolumina realisieren können. Mittelständische Unternehmen können dem durch einen Zusammenschluss zu einer ARGE begegnen. Die Fragestellung der regionalen Verbundenheit sowie der Wertschöpfungskette vor Ort gewinnt bei der PPP-Vergabe zunehmend an Bedeutung. Hier können mittelständische Unternehmen Vorteile gegenüber Großkonzernen haben.
Finanzintermediäre Großbritannien	Mittelständler müssen die gleichen Anforderungen wie Baukonzerne erfüllen.
Finanzintermediäre Italien	Die Kreditwürdigkeit von Konzernmuttergesellschaften muss auf Tochtergesellschaften übertragen werden.
Finanzintermediäre Frankreich	Keine Angabe.

21. Welche steuerlichen Vorteile und/oder Hindernisse sind mit einer Eigenkapitalbeteiligung an projektfinanzierten PPP-Hochbau-Projekten verbunden (sowohl auf Ebene der Finanzintermediäre als auch der Anleger)?

Finanzintermediäre Deutschland	Bei geschlossenen Immobilienfonds besteht für Anleger die Möglichkeit der Übertragung von §6b-Rücklagen. Aus Sicht offener Immobilienfonds sind steuerliche Vorteile nicht ausschlaggebend für eine Investition.
Finanzintermediäre Großbritannien	Investments werden nicht aus steuerlichen Gründen getätigt, besonderen Vorteile oder Hindernisse bestehen nicht
Finanzintermediäre Italien	Die Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen auf Ebene der Projektgesellschaft ist in Italien auf 30 Prozent des EBITDA limitiert. Dies beeinflusst die Rendite der Investoren.
Finanzintermediäre Frankreich	Keine Angabe.

22. Welche Möglichkeiten bestehen für mittelständische Unternehmen zur Eigenkapitalbeschaffung für die Realisierung von PPP-Projekten und wie bewerten Sie diese? Bitte bringen Sie die einzelnen Möglichkeiten entsprechend ihrer Eignung in eine Reihenfolge, indem Sie sie von 1 bis 7 bewerten. (1 =sehr gut geeignet und 7 = ungeeignet)

Rang	Finanzintermediäre Deutschland		Finanzintermediäre Großbritannien		Finanzintermediäre Italien		Finanzintermediäre Frankreich	
1	Strategische Partnerschaften zwischen Finanzintermediären und Mittelstand für die Eigenkapitalfinanzierung über die gesamte Projektlaufzeit	2,6	Strategische Partnerschaften zwischen Finanzintermediären und Mittelstand für die Eigenkapitalfinanzierung über die gesamte Projektlaufzeit	1	Strategische Partnerschaften zwischen Finanzintermediären und Mittelstand für die Eigenkapitalfinanzierung über die gesamte Projektlaufzeit	1	Projektbezogene Eigenkapitalfinanzierung durch einen Finanzintermediär über die gesamte Projektlaufzeit	1
2	Projektbezogene Eigenkapitalfinanzierung durch einen Finanzintermediär über die gesamte Projektlaufzeit	2,7	Strategische Partnerschaften zwischen Finanzintermediären und Mittelstand für die Eigenkapitalrefinanzierung nach der Bauphase (Annahmen: EK-Stellung in Bauphase durch Mittelstand)	2	Projektbezogene Eigenkapitalrefinanzierung durch einen Finanzintermediär nach der Bauphase (Annahmen: EK-Stellung in Bauphase durch Mittelstand)	2	Projektbezogene Eigenkapitalrefinanzierung durch einen Finanzintermediär nach der Bauphase (Annahmen: EK-Stellung in Bauphase durch Mittelstand)	2,5
3	Strategische Partnerschaften zwischen Finanzintermediären und Mittelstand für die Eigenkapitalrefinanzierung nach der Bauphase (Annahmen: EK-Stellung in Bauphase durch Mittelstand)	3,1	Projektbezogene Eigenkapitalfinanzierung durch einen Finanzintermediär über die gesamte Projektlaufzeit	3	Strategische Partnerschaften zwischen Finanzintermediären und Mittelstand für die Eigenkapitalrefinanzierung nach der Bauphase (Annahmen: EK-Stellung in Bauphase durch Mittelstand)	2	Strategische Partnerschaften zwischen Finanzintermediären und Mittelstand für die Eigenkapitalfinanzierung über die gesamte Projektlaufzeit	2,5
4	Projektbezogene Eigenkapitalrefinanzierung durch einen Finanzintermediär nach der Bauphase (Annahmen: EK-Stellung in Bauphase durch Mittelstand)	3,6	Projektbezogene Eigenkapitalrefinanzierung durch einen Finanzintermediär nach der Bauphase (Annahmen: EK-Stellung in Bauphase durch Mittelstand)	4	Projektbezogene Eigenkapitalfinanzierung durch einen Finanzintermediär über die gesamte Projektlaufzeit	2	Strategische Partnerschaften zwischen Finanzintermediären und Mittelstand für die Eigenkapitalrefinanzierung nach der Bauphase (Annahmen: EK-Stellung in Bauphase durch Mittelstand)	3,5



5	Etablierung einer föderalen Einrichtung für die Eigenkapitalrefinanzierung nach der Bauphase	5,7	Etablierung einer föderalen Einrichtung für die Eigenkapitalrefinanzierung nach der Bauphase	5	Etablierung einer föderalen Einrichtung für die Eigenkapitalrefinanzierung nach der Bauphase	6	Etablierung einer föderalen Einrichtung für die Eigenkapitalrefinanzierung nach der Bauphase	4,5
6	Etablierung einer föderalen Einrichtung für die Eigenkapitalfinanzierung der gesamten Projektlaufzeit	5,9	Etablierung einer föderalen Einrichtung für die Eigenkapitalfinanzierung der gesamten Projektlaufzeit	6	Etablierung einer föderalen Einrichtung für die Eigenkapitalfinanzierung der gesamten Projektlaufzeit	6,5	Etablierung einer föderalen Einrichtung für die Eigenkapitalfinanzierung der gesamten Projektlaufzeit	5

Anhang 3: Beteiligungsinstrumente und ausgewählte Investoren

Deutschland:

	Offene Fonds	
	Offene Immobilien-Publikumsfonds	Offene Immobilien-Spezialfonds
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	Gesetzlich reguliert gemäß Investmentgesetz; gem. § 67 InvG können unbegrenzt Mietwohngrundstücke, Geschäftsgrundstücke und gemischt genutzte Grundstücke erworben werden. Maximal 20 Prozent des Sondervermögens können in Grundstücke im Zustand der Bebauung investiert werden. 15 Prozent des Sondervermögens kann in andere Grundstücken und Rechte investiert werden. Zudem können 10 Prozent des Sondervermögens in Nießbrauchrechten an Grundstücken, die dem Zweck der öffentlichen Aufgabenerfüllung dienen, investiert werden. Daher können Investitionen in PPP-Modelle getätigt werden, wo kein Eigentumsübergang auf den privaten Partner stattfindet.	Gesetzlich reguliert gemäß Investmentgesetz; von den Anlagegrenzen wie bei Offene Immobilien-Publikumsfonds kann, sofern die Anleger zustimmen, abgewichen werden. Somit können auch Investitionen in ÖPP-Projektgesellschaften getätigt werden.
Rendite-Risiko-Profil	Geringes Rendite-Risiko-Profil. Wenden sich an private Kleinanleger und zeichnen sich durch eine stabile Wertentwicklung und geringe Preisschwankungen aus.	Höheres Rendite-Risiko-Profil als Offene Immobilienfonds; SFIX weist eine durchschnittliche Rendite zwischen 1999-2008 Rendite von 5 Prozent auf.
Investition in PPP	Bisher keine Beteiligungen bei PPP-Projekten	Bisher keine Beteiligungen bei PPP-Projekten
	ÖPP-Publikumsfonds (Infrastruktur-Sondervermögen)	ÖPP-Spezialfonds (Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen)
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	Gesetzlich reguliert gemäß Investmentgesetz; Anlagegrenzen sind in § 90 b InvG abschließend aufgeführt z.B. In ÖPP-Projektgesellschaften darf insgesamt bis zu 80 % und in eine einzige ÖPP-Projektgesellschaft bis zu 10 % des Wertes des Infrastruktur-Sondervermögens investiert werden Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften sind erst nach Abschluss der Bauphase zulässig	Gesetzlich reguliert gemäß Investmentgesetz; von den Anlagegrenzen wie bei Infrastruktur-Sondervermögen kann, sofern die Anleger zustimmen, abgewichen werden und Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften werden generell im Vorhinein zugelassen
Rendite-Risiko-Profil	Geringes Rendite-Risiko-Profil, aufgrund der Reglementierungen durch das Investmentgesetz	Rendite-Risiko-Profil abhängig vom Investmentfokus; bei dem vergleichbar geplanten Immobilienspezialfonds <i>Immosafe</i> war eine jährliche Ausschüttung von 5,5 % vorgesehen.
Investition in PPP	Bisher keine Beteiligungen bei PPP-Projekten	Bisher keine Beteiligungen bei PPP-Projekten
	Geschlossene Fonds	
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	Geschlossene Fonds unterliegen keinen gesetzlichen Regelungen. Aus Gründen des Anlegerschutzes unterliegen sie der Prospekthaftung. Die rechtlichen Rahmenbedingung ergeben sich aus der Wahl der Gesellschaftform (GbR, KG, GmbH & Co. KG) und dem Gesellschaftervertrag. Für geschlossene Immobilienfonds bestehen keine gesetzlich definierten Anlagegrenzen.	



Rendite-Risiko-Profil	Aufgrund der eingeschränkten Anzahl von Anlageobjekten ist eine Risikodiversifikation bei geschlossenen Immobilienfonds nur eingeschränkt möglich. Die durchschnittliche Rendite belief sich 2008 auf ca. 6,7 Prozent bei einer Fondslaufzeit von 17 Jahren. Geschlossene Immobilienfonds weisen im Durchschnitt eine geringere Volatilität als andere Fondssegmente auf.	
Investition in PPP	Risikoarme PPP-Investitionen entsprechen aufgrund ihrer langfristig stabilen Cashflows und der Bonität des öffentlichen Partners dem Anlageprofil geschlossener Immobilienfonds. Fondsinvestoren geschlossener Immobilienfonds übernehmen die Führung des Konsortiums und erbringen bereits in der Angebotsphase umfassende konzeptionelle Leistungen. Die Renditeanforderungen liegen in der Betriebsphase zwischen 4,5 und 15 Prozent. Bisher erfolgte bei mindestens zwei PPP-Projekten in Deutschland die Eigenkapitalbereitstellung über geschlossene Immobilienfonds.	
Real Estate Investment Trusts		
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	Das am 28. Mai 2007 rückwirkend zum 1. Januar 2007 in Kraft getretene REIT-Gesetz enthält Auflagen zu Ausschüttungs-, Investitions- und Ertragsreglementierungen. REITs dürfen Eigentum oder dingliche Nutzungsrechte an unbeweglichem Vermögen (Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte) erwerben. Weiterhin dürfen sie Anteile an Immobilienpersonengesellschaften, an REIT-Dienstleistungsgesellschaften, an Auslandsobjektgesellschaften und an Kapitalgesellschaften, die persönlich haftende Gesellschafter einer Immobilienpersonengesellschaft und an dieser vermögensmäßig nicht beteiligt sind, erwerben, halten, verwalten und veräußern.	
Rendite-Risiko-Profil	REITs können sich auf einzelne Nutzungsarten spezialisieren und bereits in frühen Projektphasen investieren. Die Risikodiversifikation erfolgt im Portfolio über eine Vielzahl von Projekten in verschiedenen Projektstadien. Bisher zugelassene REITs fordern	
Investition in PPP	REITs können über eine Beteiligung an Immobilienpersonengesellschaften in PPP-Projekte investieren. Voraussetzung für die Beteiligung ist, dass die Immobilienpersonengesellschaft Eigentum oder dingliche Nutzungsrechte an Grundstücken oder	
Versicherungen und Pensionskassen		
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	Gesetzlich reguliert gemäß Versicherungsaufsichtsgesetz und Anlageverordnung Trennung in gebundenes und freies Vermögen; gebundenes Vermögen darf nur so angelegt werden, dass eine möglichst große Sicherheit	
Rendite-Risiko-Profil	Geringes Rendite-Risiko-Profil aufgrund der Verpflichtung, dass für das gebundene Vermögen eine möglichst große Sicherheit zu	
Investition in PPP	Bisher keine Beteiligungen bei PPP-Projekten	
Weitere Beteiligungsvehikel:		
	Stadtentwicklungsfonds	Real Estate Private Equity
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	Auflage von Stadtentwicklungsfonds bedarf es keiner rechtlichen Verankerung in der regionalen oder nationalen Gesetzgebung; eine Ausnahme bildet die Einbindung von EFRE-Mitteln	REPE werden vorwiegend als Personengesellschaft gegründet. Es gibt keine gesetzlichen Vorgaben für Anlagegrenzen.
Rendite-Risiko-Profil	Für die Beteiligung von Stadtentwicklungsfonds gelten zwei Voraussetzungen: - Projekte sollten eigene Mittelrückflüsse erwarten lassen - aufgrund einer Rendite unterhalb des Marktniveaus bzw. eines erhöhtes Risikoprofils, genügen die Anforderungen nicht einer rein privatwirtschaftlichen Realisierung.	Hohes Rendite-Risiko-Profil; Investitionen werden in risikoreiche Projekte wie Objekte in 1b-Lagen, Objekte mit unsicheren und schlechten Mietverhältnisse, notleidende Immobilienkredite oder insolvenzgefährdete Hotels getätigt.
Investition in PPP	Bisher keine Beteiligungen bei PPP-Projekten	Bisher keine Beteiligungen bei PPP-Projekten

Großbritannien:

Offene Fonds	
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	PPP Investment Fonds, die als Limited Company (Kapitalgesellschaft) aufgelegt und an der London Stock Exchange gelistet sind. Ihre Rechtsgrundlage ist der Companies Act 2006. Anlagegrenzen werden in den Articles of Association vereinbart. HSBC Comany Infrastructure Limited fokussiert seine Investments z.B. vorwiegend auf Verfügbarkeitsmodelle im Sekundärmarkt.
Rendite-Risiko-Profil	Rendite-Risiko-Profil ist abhängig vom Investmentfokus, HSBC hat Renditeziele von 7 - 8 % p.a.
Investition in PPP	Wurde erstmalig von HSBC im Jahre 2006 aufgelegt. Derzeit hat HSBC ein Portfolio von 33 PPP-Projekten.
Geschlossene Fonds	
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	PPP Investment Fonds, die als geschlossene Fonds in Form einer Personengesellschaft aufgelegt wurden. Sie unterliegen den allgemeinen Regelungen des Limited Partnership Acts 1907. Anlagegrenzen werden im jeweiligen Partnership Agreement vereinbart, i.d.R. wünschen die Investoren jedoch keinerlei Beschränkungen für Investitionsentscheidungen.
Rendite-Risiko-Profil	Rendite-Risiko-Profil abhängig vom Investmentfokus, Primärmarktfonds fordern eine höhere Rendite als Sekundärmarktfonds
Investition in PPP	Bedeutende Beteiligungsvehikel sowohl für den Primär- als auch Sekundärmarkt für PPP-Projekte.
Real Estate Investment Trusts	
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	Die gesetzliche Grundlage für UK-REIT's ist der Finance Act 2007. Zur Erlangung des UK-REIT's-Status müssen folgende Anlagegrenzen eingehalten werden: <ul style="list-style-type: none"> - Closed ended company mit Sitz und Geschäftsleitung in Großbritannien - Anteile müssen an einer nach britischen Recht anerkannten Börse gehandelt werden (London Stock Exchange) - Mindestens 75 % des Vermögens muss aus unbeweglichen Vermögen bestehen - Eine einzelne Immobilie darf nicht mehr als 40 % des Gesamtportfolios ausmachen - Im Portfolio müssen mindestens 3 Grundstücke enthalten sein - Mindestens 75 % der Umsatzerlöse müssen Erträge aus Vermietung, Leasing und Verpachtung von unbeweglichem Vermögen - Mindestens 90 % der qualifizierenden Einkünfte müssen ausgeschüttet werden
Rendite-Risiko-Profil	K.A.
Investition in PPP	bisher keine Investitionen in PPP-Projekte
Versicherungen und Pensionskassen	
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	K.A.
Rendite-Risiko-Profil	I.d.R. geringes Rendite-Risiko-Profil, da auf langfristige stabile Ausschüttungen ausgerichtet
Investition in PPP	Bedeutende indirekte Investoren für die Auflage von geschlossenen Fonds. Daneben erfolgen auch Direktbeteiligungen an PPP-Projekten.



	Weitere Beteiligungsvehikel:
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	Als weitere Beteiligungsvehikel treten in Großbritannien direkt investierende Banken auf. Zu deren Rechtsgrundlagen und Anlagegrenzen liegen keine Informationen vor.
Rendite-Risiko-Profil	K.A.
Investition in PPP	Banken dienen vorwiegend als FK-Geber bei PPP-Projekten. EK-Investitionen erfolgten jedoch z.B. von der Bank of Scotland.

Italien:

	Immobilienpublikumsfonds
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	Geschlossene Fonds mit Option auf Wiederöffnung zur erneuten Kapitaleinwerbung Anleger: Privatpersonen und institutionelle Investoren Anlagegrenzen: Mind. zweidrittel des Fondsvermögens sollten in Immobilien, immobilienähnliche Rechte oder Beteiligungen an immobiliennahen Unternehmen investiert werden Durchschnittliches Fondsvolumen 243,6 Mio. € Durchschnittl. Laufzeit: 16 Jahre D. Lgs. 86/1994, 58/1998, 351/2001, 47/2003
Rendite-Risiko-Profil	Nettozielrendite: 5,0 %
Investition in PPP	Bisher nicht bekannt
	Immobilienpezialfonds
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	Geschlossene Fonds mit Option auf Wiederöffnung zur erneuten Kapitaleinwerbung Anleger: ausschließlich institutionelle Investoren Durchschnittliches Fondsvolumen 122,7 Mio. €
Rendite-Risiko-Profil	K.A.
Investition in PPP	Bisher nicht bekannt
	Geschlossene Fonds
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	Infrastrukturfonds Fonds nach italienischem Recht (Sgr) mit Fokus auf den Italienischen Infrastrukturmarkt, nur für institutionelle Investoren verfügbar Durchschnittliches Fondsvolumen 225 Mio. € zu unterteilen nach Beteiligungsfokus in Greenfield, Brownfield, Privatisierung und Corporate.
Rendite-Risiko-Profil	Nettozielrendite: 10,0-12,0 % Institutionelle Anleger
Investition in PPP	Je nach Ausrichtung Fonds mit Fokus auf Green-/Brownfield

Real Estate Investment Trusts	
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	SIIQ (Società di Investimento Immobiliare Quotata) Besondere steuerliche Privilegierung: Einnahmen aus Vermietung sind von Körperschaft- und Regionalsteuer befreit Keine Projektentwicklungen möglich Investition auch in Bestandswohnmobilien Bisher ein SIIQ am Markt aktiv Quellensteuer: 20% beim Anleger Ausschüttungen an andere SIIQ, italienische Pensions- und Investmentfonds sind von der Quellensteuer befreit
Rendite-Risiko-Profil	K.A.
Investition in PPP	Brownfieldprojekte mit festen Mieteinkünften Veräußerungsgewinne sind steuerpflichtig
Versicherungen und Pensionskassen	
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	Langfristige und risikoarme Investitionen Pensionsfonds: 1/5 des Anlagevermögens direkt oder indirekt in Immobilien investiert
Rendite-Risiko-Profil	K.A.
Investition in PPP	Direkte (strategische Partnerschaften) oder indirekte Investitionen (Infrastrukturfonds) in PPP
Weitere Beteiligungsvehikel: Stadtentwicklungsfonds	
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	Regionale und strukturelle Einschränkungen Einbindung von (EU-)Fördermitteln in eine revolvierende Fondsstruktur Investition von öffentlichem und privatem Kapital Bsp. Fondo Monteluce, Geschlossener Immobilienfonds für das Redevopment von nicht länger genutzten Krankenhausgeländen. Die öffentliche Eigenkapitalinvestition erfolgte als reine Sacheinlage in Form von Grundstücken. Verkauf von Fondsanteilen an private Investoren.
Rendite-Risiko-Profil	Für das oben genannte Beispiel Fondo Monteluce: Zielrendite 10 % p.a. Wesentlicher Renditetreiber sind die zu erwartenden Verkaufserlöse nach einer Bestandssanierung. Fondslaufzeit: 4 Jahre
Investition in PPP	Als möglicher Lösungsansatz, auch ein Vorschlag der EU-Kommission

Frankreich:

Offene Immobilienfonds - Organisme de Placement Collectif Immobilier	
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	Die offenen Immobilienfonds, Organisme de Placement Collectif Immobilier (OPCI), wurden in Frankreich zum 01. Januar 2006 eingeführt. Sie bestehen zu mind. 60 Prozent aus direkten und indirekten Immobilienanlagen; mind. 10 Prozent müssen in liquiden Mitteln gehalten werden. Während sich der OPCI hauptsächlich an private Anleger richtet und sich hierbei insbesondere als Teil der Altersvorsorge etablieren soll, richtet sich der OPCI RFA, ähnlich dem deutschen offenen Spezialfonds, an institutionelle Anleger. Der OPCI kann zwei Rechtsformen annehmen. Die der Société de placement à prépondérance immobilière à capital variable (SPPICV) oder die des fonds de placement immobilier (FPI).
Rendite-Risiko-Profil	Offene Fonds müssen in Frankreich ebenso wie REITs mindestens 85 Prozent ihrer Netto-Einkünfte aus Mieten sowie der bei einem Immobilienverkauf realisierten Wertsteigerungen an die Anleger ausschütten.
Investition in PPP	Bisher sind keine Investitionen in PPP-Projekte bekannt.
Geschlossene Fonds - Société civile de placement immobilier	
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	Bei einer Société civile de placement immobilier (SCPI) handelt es sich um eine Gesellschaft, deren ausschließlicher Zweck darin besteht, ein Immobilienvermögen zu erwerben und zu verwalten, das Mietzwecken dient. Gesetzliche Grundlage sind das Gesetz 70-1300 vom 31. Dezember 1970 und die Artikel L 214-50 bis L 214-84, L231-8 und L 231-21 und L 732-7 des Code Monétaire et Financier. SCPI sind steuerlich transparent, die Besteuerung erfolgt auf Anlegerebene.
Rendite-Risiko-Profil	Die durchschnittliche Rendite der SCPI belief sich im Jahr 2009 auf 6,05%. Es werden drei verschiedene Arten von SCPI unterschieden: - Renditeorientierte SCPI (Laufzeit ca. 50 Jahre), - SCPI deren Fokus auf der Wertentwicklung von Immobilien liegt und - SCPI die auf steuerliche Vorteile ausgerichtet sind (Laufzeit 10 bis 15 Jahre)
Investition in PPP	Bisher sind keine Investitionen in PPP-Projekte bekannt.
Real Estate Investment Trusts - Sociétés d'Investissement Immobilières Cotées	
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	Eine Sociétés d'Investissement Immobilières Cotées (SIIC) ist eine börsennotierte Immobilienaktiengesellschaft deren Aufgabe der Erwerb und die Entwicklung von Immobilien zur Vermietung sind. Direkte oder indirekte Beteiligungen an juristischen Personen mit dem Geschäftszweck des Erwerbs und der Entwicklung von Immobilien für Vermietung sind ebenfalls erlaubt, Leasing-Verträge sind möglich, sofern der Nettoinventarwert der Objekte gemessen am SIIC-Bruttovermögen nicht mehr als 50% beträgt. Der Handel und die Projektentwicklung von Immobilien sind bis zu einer Grenze von 20% des Bruttoinventarwertes erlaubt. Sie wurden mit dem am 01. Januar 2003 in Kraft getretenen Artikel 11 des Loi de Finance 2002-1575 vom 30. Dezember 2002 eingeführt. Das Gesetz wurde bisher dreimal ergänzt und erweitert (SIIC 2, SIIC 3, SIIC 4)



Rendite-Risiko-Profil	SIIC investieren überwiegend in Büro- und Gewerbeimmobilien Sie müssen mindestens 85 Prozent der Gewinne aus Vermietung und 50 Prozent aus dem Verkauf von Immobilien als Dividenden ausschütten. Gewinne aus Vermietung müssen im Folgejahr, Gewinne aus Veräußerung vor Ende des zweiten Geschäftsjahres nach Gewinnrealisierung ausgeschüttet werden.
Investition in PPP	In seiner ursprünglichen Version, konnten SIIC nur in Projekte investieren, bei denen ein sogenanntes "droit réel", ein dingliches Recht übertragen wurde. Eine Investition in Projekte die mittels "occupation temporaire du domaine public" realisiert wurden, war nicht möglich.
Versicherungen und Pensionskassen	
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	Die gesetzlichen Regelungen erlauben Versicherungen Immobilieninvestitionen von maximal 40 Prozent ihres Deckungsstockes
Rendite-Risiko-Profil	K. A.
Investition in PPP	Direkte und indirekte Investitionen möglich. Bisher keine direkte Beteiligung bekannt.
Weitere Beteiligungsmittel: Société d'Investissement à Capital Variable	
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	Eine SICAV ist eine Aktiengesellschaft mit variablem Grundkapital. Sie hält ein (Grundstücks-)Wertpapierportfolio und begibt Anteile.
Rendite-Risiko-Profil	K. A.
Investition in PPP	Bisher sind keine Investitionen in PPP-Projekte bekannt.
Weitere Beteiligungsmittel: Fonds commun de placement à risque	
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen	Ein FCP hat keine eigene Rechtspersönlichkeit. Er investiert in (Grundstücks-) Wertpapiere und gibt eigene Anteile aus.
Rendite-Risiko-Profil	K. A.
Investition in PPP	FCPR haben bereits mehrfach in PPP-Projekte investiert. (Bsp.: Fonds d'Investissement et de Développement des Partenariats Public-Privé)

Anhang 4: Auswertung empirische Befragungen Mittelstand

Zusammenfassung der strukturierten Befragung mittelständischer Unternehmen

In diesem Abschnitt erfolgt eine Zusammenfassung der Antworten und Ergebnisse, die durch die Befragung mittelständischer Bauunternehmen erlangt werden konnten. Die Befragung erfolgte anhand eines strukturierten Interviewleitfadens, der insgesamt 10 Fragen umfasste. Die Fragen bezogen sich auf die Themengebiete Projektfinanzierung, Eigenkapitalbeteiligungen und Risikoallokation bei projektfinanzierten PPP-Projekten. Weitere Informationen, die sich durch zusätzliche Fragen im Gespräch mit den mittelständischen Unternehmen ergaben, wurden mit in die Zusammenfassung aufgenommen.

1. Welche Erfahrungen wurden bisher mit PPP-Projektfinanzierungen gemacht?

Die befragten mittelständischen Unternehmen haben bisher zwar Erfahrungen mit der Umsetzung und Ausführung von PPP-Projekten sammeln können, dies aber lediglich in Form von Forfaitierung mit Einredeverzicht. Nur zwei der befragten Unternehmen hat bisher ein PPP-Projekt im Rahmen einer Projektfinanzierung realisiert.

Welches maximale Projektvolumen könnte eigenständig realisiert werden?

Die befragten Unternehmen gaben als maximal realisierbares Projektvolumen zwischen 7 Mio. Euro und 20 Mio. Euro an. Die Umsetzung größerer Projektvolumina bis 70 Mio. € ist in Zusammenarbeit mit anderen Unternehmen in einer ARGE denkbar.

2. Welche Hindernisse bestehen bei der Umsetzung von PPP-Projektfinanzierungen?

Bei der Beantwortung der Frage wurden unterschiedliche Angaben von mittelständischen Unternehmen gemacht. Wichtige Aspekte waren die hohen Kosten der Angebotserstellung, insbesondere für juristische Beratungen, und der erhöhte Kalkulationsaufwand im Zusammenhang mit PPP-Projektfinanzierungen. Die Höhe der Angebotskosten wurde mit ca. 1 % der Investitionskosten angegeben.

Seit der Finanzmarktkrise kommt weiterhin die Problematik gestiegener Margen für die Aufnahme von Fremdkapital hinzu.

Welche Rahmenbedingungen sollten verbessert werden, um die Beteiligung mittelständischer Unternehmen an PPP-Projektfinanzierungen zu erleichtern?

Neben einer Reduzierung des Eigenkapitalanteils durch zusätzlich zu leistende Sicherheiten, wie bspw. Patronatserklärungen, Garantien oder Bürgschaften hielten die meisten Befragten eine fortschreitende Standardisierung als bestmöglichen Lösungsweg für die Verbesserung einer Beteiligung mittelständischer Unternehmen. Dabei sollte auf eine Standardisierung der Finanzierungsverträge z.B. der Einredeverzichtserklärung abgestellt werden. Weiterhin sei die Formulierung einheitlicher Anforderungen an die Ausgestaltung und Einreichung von Finanzierungskonzepten bereits in den Ausschreibungsunterlagen von Vorteil, was gleichzeitig auch Transaktionskosten verringern würde.

3. Wie bewerten Sie die Anforderungen von Fremdkapitalgebern hinsichtlich Finanzkennzahlen, Besicherung und Eigenkapital bei PPP-Projektfinanzierungen?

Die erforderlichen Bürgschaften in Höhe von 5% der Betriebsleistungen über die gesamte Betriebsphase werden von mittelständischen Betreibergesellschaften als zu hoch eingeschätzt. Auch die zumeist geforderten 10% Eigenmitteleinlage in die Projektgesellschaft stellen eine große Hürde für mittelständische Unternehmen dar, denn zusätzlich werden auch Patronatserklärungen, die Vereinbarung von Mietabtretungen, Grundsicherungsrechte, sowie weitere Bürgschaften verlangt, die den Handlungsspielraum von kleineren Unternehmen stark einschränken.

Die Mehrzahl mittelständischer Unternehmen verfügt nicht über die im Rahmen des Teilnahmewettbewerb von der ausschreibenden Stelle geforderte PPP-Erfahrung im Zusammenhang mit Projektfinanzierungen, da sich ihre Erfahrungen zumeist auf Forfaitierungen mit Einredeverzicht beschränkt.

Die Stellung der Sicherheiten und des Eigenkapitals für eine Bauzwischenfinanzierung hingegen kann nicht als PPP-spezifische Anforderung gewertet werden, da diese auch bei konventionellen Bauprojekten eingefordert wird.

4. Wie bewerten Sie die Einbindung von Finanzintermediären zur Eigenkapitalbereitstellung?

Die Einbindung von Finanzintermediären zur Bereitstellung von Eigenkapital oder eigenkapitalersetzenden Mitteln (z.B. Patronatserklärungen) wird von allen befragten Unternehmen positiv bewertet. Insbesondere eine langfristige Zusammenarbeit mit Finanzintermediären habe den Vorteil, dass zusätzliche Lern- und Kostensenkungseffekte generiert und Vertrauen aufgebaut werden können. Dabei sei insb. die Möglichkeit für einen vorzeitigen Ausstieg der operativen Partner aus der Projektgesellschaft vor Vertragsende wünschenswert. Dennoch sahen einige der Befragten nicht nur mangelnde PPP-Erfahrungen bei operativen Partnern, sondern verwiesen auch auf das mangelnde PPP-Know-how bei möglichen Finanzintermediären.

Einstimmig wurde auf eine frühzeitige Einbindung von Finanzintermediären bereits in der Angebotsphase, spätestens aber bei Abschluss der Bauphase verwiesen.

5. Wie werden die von Finanzintermediären an operative Partner gestellten Anforderungen bewertet (z.B. Bonität, PPP-Knowhow, kfm. Knowhow)?

Finanzintermediäre bewerten vorhandene PPP-Erfahrung als eine wichtige Voraussetzung für eine mögliche Kooperation. Eine Prüfung von Bonität und der operativen Leistungsfähigkeit sei auch bei der Vergabe von Krediten für konventionelle Bauprojekte für die Fremdkapitalgeber unabdingbar und somit kein besonderer Bewertungspunkt. Dennoch sehen sich alle befragten mittelständischen Unternehmen in der Lage die notwendigen Anforderungen von Finanzintermediären zu erfüllen.

6. Wie wird die Leistungserbringung durch Finanzintermediäre bewertet? Wie könnten Finanzintermediäre die Wettbewerbsfähigkeit des Bieterkonsortiums in der

Angebotsphase erhöhen? In welchen Lebenszyklusphasen sollten Finanzintermediäre eingebunden werden?

Eine Beteiligung von Finanzintermediären an einer PPP-Projektfinanzierung in Zusammenarbeit mit mittelständischen Unternehmen wird von allen Befragten begrüßt. Dabei kann die Wettbewerbsfähigkeit eines solchen Konsortiums durch die Leistungserbringung, wie Financial Advisory, Verhandlungen mit Banken, der Angebotssteuerung sowie einer rechtlich und wirtschaftlichen Prüfung von Seiten eines Finanzintermediäre gestärkt werden. Wichtig ist diesbezüglich allerdings eine frühzeitige Einbindung der Finanzintermediäre bereits für die Phase der Angebotserarbeitung.

7. Welche Aussagen können zu einer optimalen Risikoallokation bei PPP-Projektfinanzierungen unter Einbeziehung von Finanzintermediären getroffen werden?

Bei einer für mittelständische Unternehmen akzeptablen Risikoallokation werden alle operativen Risiken an die jeweiligen operativen Partnern übertragen. Die öffentliche Hand sollte das Rechtsprechungsrisiko übernehmen und das Grundstücks- und Bestandsrisiko, die Genehmigungsrisiken, das Steuerrisiko, Force Majeure sowie das Restwertisiko zumindest teilweise mittragen. Die Eigenkapitalgeber übernehmen dann das Finanzierungsrisiko und tragen weiterhin teilweise Steuer- und Restwertrisiken sowie je nach Vergütungsart ggf. die gesamten Einnahmerisiken.

Eine in den Ausschreibungsunterlagen vorgegebene Risikomatrix ist oftmals ausschlaggebend für die Beteiligung von privaten Partnern an einem PPP-Ausschreibungsverfahren. Für eine mögliche Beteiligung mittelständischer Unternehmen sollten bspw. Energiepreisrisiken keinesfalls auf den privaten Partner übertragen werden.

8. Wie bewerten Sie die untersuchten PPP-Beteiligungsinstrumente/ Investoren hinsichtlich Leistungen, Renditeanforderungen und Risikoübernahme?

Auf dem deutschen PPP-Markt kam es bisher zu einer externen Eigenkapitalbeteiligung durch die Auflage geschlossener Fonds. Aus diesem Grund und durch ihre zielstrebige Einbringung ihrer Fachkenntnisse im Bereich PPP und (Projekt-)Finanzierung wurden diese Vehikel als bestmögliche Beteiligungsform von den mittelständischen Unternehmen bewertet. Auch ÖPP-Fonds wurden als ein geeignetes Vehikel genannt, konnten allerdings aufgrund fehlender Praxiserfahrung nicht weiter bewertet werden.

9. Wie erfolgt die Kontaktaufnahme zu und wie bewerten sie strategische oder projektbezogene Partnerschaften mit Fremd- und Eigenkapitalgebern?

Bei der Mehrheit der befragten mittelständischen Unternehmen erfolgte die Kontaktaufnahme für die Einwerbung von Fremdkapital über ihre Hausbank bzw. Hausbanken. Eine Kontaktaufnahme zu möglichen Partnern für eine langfristige Bereitstellung von Eigenkapital erfolgte durch einzelne bereits bestehende Kontakte. Die Einrichtung einer Plattform bzw. die Organisation von Workshops wird stark befürwortet, um so den Austausch von Mittelstand und Finanzwirtschaft bzw. insbesondere PPP-Eigenkapitalgebern zu forcieren.

10. Welche Möglichkeiten der Eigenkapitalbeschaffung halten Sie für einen Erfolg von PPP-Projekten als besonders geeignet und wie sollte die gesellschaftsrechtliche Ausgestaltung erfolgen?

Ein Großteil der befragten mittelständischen Unternehmen hält längerfristige strategische Partnerschaften für den am geeignetsten Lösungsansatz. Vor allem die zu generierenden Lerneffekte für das mittelständische Unternehmen und innerhalb dieser Partnerschaft sind dahingegen als positiv zu bewerten. Der Aufbau von gemeinsamen Knowhow, der für mehrere Projekte nutzbar gemacht wird, ist als vorteilhaft im Vergleich zu projektbezogenen Partnerschaften zu bewerten. Dennoch wird auch eine projektbezogene Bereitstellung von Eigenkapital, entweder über die gesamte Projektlaufzeit oder nach Abschluss der Bauphase als möglicher Lösungsansatz für die Aufhebung von Eigenkapitaldefiziten mittelständischer Unternehmen gesehen.



Literaturverzeichnis

ABI (Associazione Bancaria Italiana) (2006), Il finanziamento delle opere pubbliche in Italia - Profili problematici e proposte per lo sviluppo del project financing, Rom 2006.

Akbiyikli, Rifat; Eaton, David; Turner, Andrew (2007), Project Finance and the Private Finance Initiative (PFI), in: Journal of Structured Finance, Jg. 12, Nr. 2, 2007, S. 67-75.

Alda, Willi; Lassen, Janpeter (2005), Kapitalanlagegesellschaften, in: Schulte, Karl-Werner; Bone-Winkel, Stephan; Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Investition, Köln 2005, S. 87-122.

Allchorne, Tom (2004), PFI and PPP: private equity's cousin coming of age, in: European VC Journal, Jg. 71, Nr. 1/7, 2004, S. 2f.

Alstria Office REIT-AG (2009), Investor Relations, unter: <http://investor-relations.alstria.de/cgi-bin/show.ssp?id=1101&companyName=alstria&language=German>, Abruf: 18.12.2009.

Archer, Adele; Guadagnuolo, Lapo (2005), One Small Step for Securization: A Giant Leap for Project Finance, in: Journal of Structured Finance, Jg. 11, Nr. 1, 2005, S. 61-65.

Arona, Alessandro (2009), Cassa, opere di almeno 200 milioni per ottenere la tutela dello "FGOP", Edilizia e Territorio, 30.11.2009.

Atella, Piero (2007), Il ruolo delle banche e degli investitori di private equity nelle operazioni di PPP, Intesa SanPaolo, 2007, unter: http://www.regione.vda.it/gestione/gestione_contenuti/allegato.asp?pk_allegato=510, Abruf: 12.03.2009.

Babcock & Brown Public Partnerships (2009), BBPP, unter: <http://www.bbpublicpartnerships.com/>, Abruf: 21.03.2009.

Baccolini, Renzo; Baldini, Dario (2006), Il project finance in Italia, Bologna 2006.

Backhaus, Klaus; Wertschulte, Holger (Hrsg.) (2003), Projektfinanzierung: Wirtschaftliche und rechtliche Aspekte einer Finanzierungsmethode für Großprojekte, Stuttgart 2003.

Badcoe, P.; Rutledge, N. (2002), Financial and Accounting Issues, in: Arrowsmith, S. (Hrsg.), Public Private Partnerships & PFI, London 2002, Rn. 18.074, Rn. 18.077f., Rn. 18.077ff.

Bannier, Christina E., Fecht, Falko; Tyrell, Marcel (2007), Open-End Real Estate Funds in Germany – Genesis and Crisis, Series 2: Banking and Financial Studies, Nr. 04, 2007.

Bain, Robert (2008), Interview „PPP in UK“, Interviewer: A. Ilka, 17. Dezember 2008.

Barckow, Andreas (2008), Some remarks on distinguishing liabilities from equity - and a personal note, in: Bruns, Hans-Georg (Hrsg.), Globale Finanzberichterstattung: Entwicklung, Anwendung und Durchsetzung von IFRS - Festschrift für Liesel Knorr, Stuttgart 2008, S. 307-322.

Barrie, H. (2006), Public Private Partnerships - BOT Techniques and Project Finance, London 2006.

Bart, K. (2006), Eigenkapital und Fondsmodelle für PPP-Projekte, in: Immobilien & Finanzierung, Nr. 18, 2006, S. 618f.

Bartelsberger, Stephan et al. (2007), Geschlossene Immobilienfonds, Stuttgart 2007.

Bauer, Matthias A. (2009), Steuerbegünstigte Real Estate Investment Trusts als neue Asset-Klasse in Deutschland, Weißensee Verlag, Berlin 2009.

Baxmann, Ulf G. (2009), Nach dem Risiko ist vor dem Risiko - Risikomanagement als Herausforderung für die Kreditwirtschaft, in: Baxmann, Ulf G. (Hrsg.), Risikomanagement der Kreditwirtschaft, Frankfurt 2009, S. 3-35.

BayBG (2009, Abruf: 01.03.2010), Eigenkapital für den breiten Mittelstand, unter: http://www.baybg.de/beteiligungsangebot/eigenkapital_fuer_den_breiten_mittelstand/uebersicht.html.

Becher, Gerhard (2008), PPP – Secondary Markets, in: Jacob, Dieter; Stuhr, Constanze (Hrsg.): PPP und Finanzierungsinstrumente – Perspektiven für Länder, Kommunen, Bauwirtschaft und Banken, Freiberg 2008, S. 37-42.

Becker, Martin; Bone-Winkel, Stephan; Sotelo, Ramón; Väh, Arno (2007), Real Estate Investment Trusts, in: Schulte, Karl-Werner; Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien Portfoliomanagement, Köln 2007, S. 509-524.

Bendiek, Ansgar (2005), Eigenkapitalbeschaffung auf dem internationalen Kapitalmarkt, in: Die Deutsche Bauindustrie (Hrsg.), Strategien der Eigenkapitalbeschaffung für PPP-Projekte, Dokumentation der Ergebnisse eines Workshops, Berlin 2005, S. 48-56.

Benk, Kay; Haß, Helge Lars, Johanning, Lutz; Schweizer, Denis; Rudolph, Bernd (2008), Offene Immobilienfonds als wesentlicher Baustein einer erfolgreichen Asset Allocation, BVI, Frankfurt 2008.

Benston, Georg J.; Smith, Clifford, W. jr. (1976), A Transactions Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation, in: Journal of Finance, Jg. 31, 1976, S. 215-231.

Bentivogli, Chiara et al. (2009), Il project finance nei servizi pubblici locali: poca finanza e poco progetto?, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, unter: www.itaca.org/documenti/finanza/QEF_25.pdf, Abruf: 19.02.2009.

Berens, W.; Brauner, H. U.; Strauch, J. (2002), Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, Stuttgart 2002.

Berger, Conny; Jacob, Dieter (2007), Vorschläge für den Einstieg in einen umsatzsteuerlichen Refund bei PPP-Inhabermodellen, Freiburger Arbeitspapiere, Freiberg 2007.

Berger, M. (2008), Vertragsgestaltung bei ÖPP-Projekten im Hochbau, in: Jacob, Dieter; Ring, Gerhard; Wolf, Rainer (Hrsg.), Freiburger Handbuch zum Baurecht, Köln 2008, S. 841-855.

Bergère, Francois; Bezancon, Xavier; Deruy, Laurent, Fiszelson, Roger; Fornacciari, Marc (2007), Le guide opérationnel des PPP, Éditions du Moniteur, Paris 2007.

Bergère, Francois (2009), View from France, in: DLA Piper (Hrsg.), European PPP Report 2009.

Bernet, Beat (2003), Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, München 2003.

BFAI (2007), Italiens Bausektor stagniert, Bundesagentur für Außenwirtschaft, seit 01.01.2009 Germany Trade and Invest, Germany Trade and Invest (GTAI), unter: <http://www.gtai.de/DE/Navigation/Metanavigation/Suche/sucheUebergreifendGT.html>, Abruf: 16.02.2009.

BFAI (2008), Branche kompakt - Bauwirtschaft - Italien 2008, Bundesagentur für Außenwirtschaft, seit 01.01.2009 Germany Trade and Invest, Germany Trade and Invest (GTAI), unter: <http://www.gtai.de/DE/Navigation/Metanavigation/Suche/sucheUebergreifendGT.html>, Abruf: 16.02.2009.

Bitz, Michael (1989), Erscheinungsformen und Funktionen von Finanzintermediären, in: WiSt - Wirtschaftswissenschaftliches Studium, Jg. 18, 1989, S. 430-436.

Bitz, Michael (2005), Finanzdienstleistungen, München 2005.

Blanc-Brude, Frederic; Strange, Roger (2007), How Banks Price Loans to Public-Private Partnerships: Evidence from the European Markets, in: Journal of Applied Corporate Finance, Jg. 19, Nr. 4, 2007, S. 94-116.

BMVBS (2006, Hrsg.), PPP und Förderrecht, 2006.

BMVBW (2003, Hrsg.), PPP im öffentlichen Hochbau - Band 1: Leitfaden - Teilband 1, 2003.

Bo, Giuliana (2009), L'aspetto fiscale del PPP alla luce delle recenti Risoluzioni dell'Agenzia delle Entrate, UTFP News Numero 4, 2009.

Bo, Giuliana; Ferrante, Gabriele; Marasco, Pasquale (2009), L'impatto della crisi finanziaria sulle operazioni di PPP, UTFP, News Nr. 6, Juli-September 2009, unter: http://www.utfp.it/utfp_news.htm, S. 7-11, Abruf: 10.01.2010.

Bo, Giuliana, et. al. (2009), UTFP: 100 Domande e Risposte, Unità Tecnica Finanza di Progetto, Februar 2009.

Boll, Philip (2007), Investitionen in Public Private Partnership-Projekte, Köln 2007.

Bone-Winkel, Stephan et al. (2008a), Begriffe und Besonderheiten der Immobilie als Wirtschaftsgut, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.), Immobilienökonomie – Betriebswirtschaftliche Grundlagen, Band 1, München 2008, S. 3-26.

Bone-Winkel, Stephan et al. (2008b), Immobilieninvestition, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.), Immobilienökonomie – Betriebswirtschaftliche Grundlagen, Band 1, München 2008, S. 627-712.

Bone-Winkel, Stephan et al. (2008c), Bedeutung der Immobilienwirtschaft, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.), Immobilienökonomie – Betriebswirtschaftliche Grundlagen, Band 1, München 2008, S. 27-46.

Börsenlexikon (o. A.), Börsenbegriffe von A bis Z, Leasingfonds, unter: www.boerse-online.de/wissen/lexikon/boersenlexikon/index.html?action=descript&buchstabe=L&begriff=Leasingfonds, Abruf 10.02.2009.

Böttcher, Jörg; Blattner, Peter (2006), Projektfinanzierung, München 2006.

Braune, Georg D. (2006), Finanzierung, in: Littwin, Frank; Schöne, Franz-Josef (Hrsg.), Public Private Partnership im öffentlichen Hochbau, Stuttgart 2006, S. 263-319.

Brealey, Richard A.; Cooper Ian A.; Habib, Michael A. (2001), Using Project Finance to Fund Infrastructure Investments, in: Chew, Donald (Hrsg.), The New Corporate Finance, Boston 2001, S. 213-224.

Breuer, Siegfried (2009), Italien wird zur Konjunkturlokomotive in Europa, GTAI, Bonn, S. 7-12, unter: http://www.gtai.de/DE/Content/___SharedDocs/Anlagen/PDF/chancen/italien,templateld=raw,property=publicationFile.pdf/italien, Abruf: 23.12.2009.

Breuer, Wolfgang (1993), Finanzintermediation im Kapitalmarktgleichgewicht, Wiesbaden 1993.

Breuer, Wolfgang (1994), Finanzintermediation und Wiederverhandlungen, in: Kredit und Kapital, Jg. 27, 1994, S. 291-309.

Breuer, Wolfgang (1999), Geschichte der Finanzwirtschaftslehre: Finanzierungstheorie, in: Lingenfelder, Michael (Hrsg.), 100 Jahre Betriebswirtschaftslehre in Deutschland, München 1999, S. 141-156.

Brunner, Marlies (2009), Perspektiven der Geldanlagen in offene Immobilienfonds, in: Brunner, Marlies (Hrsg.), Kapitalanlage mit Immobilien: Produkte – Märkte – Strategien, Wiesbaden 2009, S. 109-120.

Bullinger, Ralph (2001), Der geschlossene Immobilienfonds, in: Gondring, Hanspeter; Lammel, Eckhard (Hrsg.), Handbuch Immobilienwirtschaft, Wiesbaden 2001, S. 760-804.

Bundesministerium der Finanzen (2008), Referat VII B2, REITs; unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/nr_53848/sid_9791EE50D337E9CC13F13C9006C4

97EC/DE/BMF__Startseite/Service/Downloads/Abt__VII/reits.property=publicationFile.pdf,
Abruf: 15.04.2010.

Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung (2008), PPP-Projektdatenbank, unter: <http://www.ppp-projektdatenbank.de>, Abruf: 18.12.2008.

BVK (2009), Mittelständische Beteiligungsgesellschaften, unter: http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/40/aid/87/title/Mittelstaendische_Beteiligungsgesellschaften, Abruf: 01.03.2010.

BVK (2008), BVK Statistik – Teilstatistik Aktivitäten der Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften, 2008.

Caisse des Dépôts (2005), Le partenariat public-privé: Une nouvelle forme de l'action publique, 2005.

Caisse des Dépôts (2007), L'infrastructure d'intérêt général, 2008.

Campbell, Timothy S.; Kracaw, William A. (1980), Information Production, Market Signalling and the Theory of Financial Intermediation, in: Journal of Finance, Jg. 35, 1980, S. 863-882.

Cartlidge, D. (2006), Public Private Partnerships in Construction, London 2006.

Caselli, Stefano; Gatti, Stefano (Hrsg.) (2005), La finanza strutturata in Italia: operazioni e best practice, Bancaria Editrice, Rom 2005.

Centre d'Expertise pour l'Observation des Partenariats Public-Privé (2009), Les contrats globaux de partenariat public-privé - Contrats de partenariat et assimilables, Estimations statistiques au 30/09/2009, 2009.

Christen, Jörg (2008), Öffentlich Private Partnerschaften / Public Private Partnership, Überblick zum Stand der PPP-Initiative in Deutschland, Präsentation, Berlin, 17. April 2008.

Cordes, Susann (2009), Rolle von Immobilieninvestoren auf dem deutschen Markt für PPP, Dissertation, Weimar 2009.

Crédit Agricole Private Equity (2006, Abruf: 21.03.2009), Meridiam Infrastructure, unter: <http://www.ca-privateequity.com/fr/metiers/meridiam/activite>.

D. Lgs. 163/2006 (o.A., Abruf: 05.12.2008), Codice dei contratti pubblici di lavori, servizi, forniture, unter: ordini.maggioli.it/clienti/aggiornamenti/doc/greco0806b.pdf.

Deppe, Hans-Dieter (1973), Betriebswirtschaftliche Grundlagen: Einführung und Zahlungsverkehr, Band 1, Stuttgart 1973.

Deutsches Institut für Urbanistik (2008, Hrsg.), PPP und Mittelstand. Untersuchung 30 ausgewählter PPP-Hochbauprojekte in Deutschland, 2008.

Development Institute International (2007), Interview mit Nicolas Boudeville und Mounier Corn, in: La Lettre PPP, Nr. 5, 2007.

DG Infra+ (2007), Premier closing de DG Infra+, le fonds d'investissement de Dexia et GIMV pour des projets d'infrastructure et de P.P.P au Benelux, à hauteur de 135 millions EUR, unter: <http://www.dginfraplus.eu/fr/actualites/p/detail/premier-closing-de-dg-infra-le-fonds-dinvestissement-de-dexia-et-gimv-pour-des-projets-dinfrastructure-et-de-p-p-p-au-benelux-a-hauteur-de-135-millions-eur>, Abruf: 21.03.2009.

Diamond, Douglas W. (1984), Financial Intermediation and Delegated Monitoring, in: Review of Economic Studies, Jg. 51, 1984, S. 393-414.

Die Deutsche Bauindustrie (2009), PPP Hochbau-Projekte in Deutschland, PPP-Plattform/ Öffentlicher Hochbau, unter: <http://www.ppp-plattform.de/index.php?page=17>, Abruf: 29.09.2009.

Diederichs, Marc (2004), Risikomanagement und Risikocontrolling, München 2004.

Dietrich, Diemo; Vollmer, Uwe (2005), Finanzverträge und Finanzintermediation, Wiesbaden 2005.

DLA Piper (2009), European PPP Report 2009.

Doetsch, Werner (2006), Real Estate Private Equity aus Sicht des Arrangeurs einer Gesamtfinanzierung, in: Rottke, Nico B.; Rebitzer, Dieter W. (Hrsg.), Handbuch Real Estate Private Equity, Köln 2006, S. 103-122.

Dyton, Richard; Bavishi, Ray (2008), England and Wales, in: Button, Maurice (Hrsg.), City & Financial Publishing, Old Woking 2008.

Drukarczyk, Jochen (2008), Finanzierung: Eine Einführung, Stuttgart 2008.

Edilizia e Territorio (2008), La Cassa depositi si allarga al project financing, in: Edilizia e Territorio, 8.-13. Dezember 2008.

Edilizia e Territorio (27.07.2009), Nodo banche per le piccole – Le Pmi lamentano le difficoltà crescenti per accedere al credito, Edilizia e Territorio, 27. 07.2009, abrufbar unter: infopieffe.it/rassegna.../nodo-banche-per-le-piccole.htm (19.12.2009).

Edilizia e Territorio (2009a), PF frenato dal patto di stabilità – Unicredit: „Ora vogliamo maggiori garanzie per finanziare le grandi opere, unter: <http://www.infopieffe.it/dicono-di-noi/dicono-di-noi-pf-frenato-dal-patto-di-stabilita.htm>, Abruf 23.12.2009.

Elbing, Clemens (2006), Risikomanagement für PPP-Projekte, Lohmar 2006.

Elton, Edwin J. et. al (2007), Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, Hoboken 2007.

Eppinger, Frank; Käsewieter, Hans-Wilhelm; Miksch, Jan (2008), Die Bedeutung der Finanzierung innerhalb eines PPP-Projektes, in: Meyer-Hofmann, Bettina et al. (Hrsg.), Public Private Partnership: Gestaltung von Leistungsbeschreibungen, Finanzierung, Ausschreibung und Verträgen in der Praxis, Köln 2008, S. 344-394.

Entzian, Till (2009), BVI-Studie: Immobilien-Spezialfonds weiter im Aufwind, in Immobilien & Finanzierung, Jg. 60, Nr. 16, 2009, S. 531-537.

Equiter (o. A.), Capitali di rischio per le infrastrutture e il partenariato pubblico privato, Equiter S.p.A., unter: www.equiter.com/en/media/upload/266_20081205_EQUITER-brochure-eng.pdf, Abruf: 19.02.2009.

Esty, Benjamin (2004), Modern Project Finance: A Casebook, New York 2004.

Esty, Benjamin C. (2004), Why Study Large Projects? An Introduction to Research on Project Finance, in: European Financial Management, Jg. 10, 2004, S. 213-224.

Eurostat (2007), Bruttoinlandsprodukt Italien, Abruf: 19.02.2009.

Fahling, Ernst (2007), Treasury Management als Chance für den Mittelstand, in: Haasis, H. et al. (Hrsg.), Mittelstand hat Zukunft, Stuttgart 2007, S. 280-297.

Fair Value REIT-AG (2010), Portfolio, unter: www.fvreit.de/index.php?inhalt=unternehmen.portfolio, Abruf: 02.01.2010.

Fair Value REIT-AG (2009), Investitionskriterien für Neuinvestitionen, unter: www.fvreit.de/index.php?inhalt=unternehmen.kriterien, Abruf: 02.01.2010.

Faust, Helmut (2008), Kreditrisiken bei PPP, in: Jacob, Dieter; Stuhr, Constanze (Hrsg.), PPP und Finanzierungsinstrumente – Perspektiven für Länder, Kommunen, Bauwirtschaft und Banken, Freiburger Forschungshefte, Freiberg 2008, S. 12-21.

Ferrante, Gabriele; Marasco, Pasquale (2009), Lo studio di fattibilità non basta - Meglio fare anche il "PPP test", in: Edilizia e Territorio - Il sole24ore, Nr. 3, 2009, S. 25-28.

FIDEPPP (Abruf: 04.01.09), Partenariat Public-Privé, unter: <http://www.fideppp.fr/partenariat.php>.

FIDEPPP (Abruf: 04.01.09), Investisseurs, unter : <http://www.fideppp.fr/investisseurs.php>.

FIDEPPP (Abruf: 04.01.09), Ce qu'il faut savoir pour obtenir un financement du PPP, unter: <http://www.fideppp.fr/financement.php>

Finanznachrichten (2007), Dexia SEIEF fund closes a second time, worth 120 mln euros, unter: <http://www.finanznachrichten.de/nachrichten-2007-07/8550954-dexia-seief-fund-closes-a-second-time-worth-120-mln-eur-020.htm>, Abruf: 21.03.2009.

Finnerty, John D. (2007), Project Financing: Asset-Based Financial Engineering, New York 2007.

Fondaco (o. A.), Fondo PPP Italia: 120 Milioni di Euro per il partenariato pubblico-privato, Osservatorio Nazionale del Partenariato Pubblico Privato, unter: www.infopieffe.it/notizie/fondo-ppp-italia--120-milioni-di-euro-per-il-partenariato-p.htm, Abruf: 19.02.2009.

Fondo PPP Italia (2008), Comunicato Stampa Fondo PPP, unter: <http://www.equiferspa.com/?id=500&I=Sala%20Stampa>, 18. Dezember 2008, Abruf: 06.01.2010.

Fontana, Marco (2009), Novara rilancia lo sport con le risorse dei privati, Il 24 ore, 04.03.2009.

Franke, Günter; Hax, Herbert (2009), Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, Berlin/Heidelberg 2009.

Frommann, Holger; Dahmann, Attila (2005), Zur Rolle von Private Equity und Venture Capital in der Wirtschaft, Berlin 2005.

GDV – Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft (2009), Die deutsche Versicherungswirtschaft – Jahrbuch 2009, Karlsruhe/Berlin 2009.

Gendron, Michel; Lai, Van Son; Soumarè, Issouff (2007), Project Finance with Limited Recourse: An Option Pricing Approach to Debt Capacity and Project Risk, in: Journal of Structured Finance, Jg. 13, Nr. 3, 2007, S. 97-104.

Gehrke, Michael (2010), Kapitalstrukturpolitik und Kapitalgeberinteressen – Eine theoretische und empirische Analyse, Frankfurt am Main, im Druck.

Gerke, Wolfgang; Bank, Matthias (1999), Finanzierungsproblematik mittelständischer Unternehmen, in: Finanz Betrieb, Nr. 5, 1999, S.10-20.

Gerke, Wolfgang; Philipp, Fritz (1985), Finanzierung, Stuttgart 1985.

Gesetz über deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen, Ausfertigungsdatum 28.05.2007.

GFC Construction (04.01.2009), La filiale de proximité d'un grand groupe international, unter: <http://www.gfc-construction.fr/GFC-Construction-ar12>.

Grimsey, Darrin; Lewis, Mervyn K. (2002), Accounting for Public Private Partnerships, in: Accounting Forum, Jg. 26, Nr. 3, S. 245-270.

Groupe Caisse d'Epargne (2005), Lancement du FIDEPPP, 1er fonds d'investissement français dans les partenariats public-privé.

GTAI (2008), Wirtschaftstrends kompakt Italien Jahreswechsel 2008/2009, Germany Trade and Invest – Gesellschaft für Außenwirtschaft und Standortmarketing mbH, unter: <http://www.gtai.de/DE/Navigation/Metanavigation/Suche/sucheUebergreifendGT.html>, Abruf: 16.02.2009.

GTAI (2009), Rezession wirft Schatten auf Italiens Staatsfinanzen, Germany Trade and Invest – Gesellschaft für Außenwirtschaft und Standortmarketing mbH, unter: <http://www.gtai.de/DE/Navigation/Metanavigation/Suche/sucheUebergreifendGT.html>, Abruf: 16.02.2009.

Gümbel, Rudolf (1985), Handel, Markt und Ökonomik, Wiesbaden 1985.

Gutenberg, Erich (1980), Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Berlin 1980.

Haimann, Richard (2009), Keine Lust auf Risiko, in: Financial Times Deutschland, 29.12.2010, S. 22.

Hainbuch, Nadine (2006), Status Quo und Perspektiven immobilienwirtschaftlicher PPPs, in: Pfnür, Andreas (Hrsg.), Arbeitspapiere zur immobilienwirtschaftlichen Forschung und Praxis, Band 3, Darmstadt 2006.

Hannover Leasing (2008), Substanzwerte Deutschland 3, unter: http://www.hannover-leasing.de/acc_fonds180.htm, Abruf: 27.02.2009.

Hannover Leasing (2009), Vermögenswerte 5, Justiz- und Verwaltungszentrum Wiesbaden, Fondsprospekt, November 2009.

Harth, Carsten (2005), Umsetzungsmöglichkeiten von öffentlich-privaten Partnerschaften (Public Private Partnership – PPP) dargestellt an Bau- und Bewirtschaftungsprojekten, abrufbar unter: www.institut-fuer-baubetrieb.de/ifb/images/downloads_PPP.pdf, Abruf: 26.06.2009.

Hartmann-Wendel, Thomas; Pfingsten, Andreas; Weber, Martin (2007), Bankbetriebslehre, Berlin 2007.

Haß, Lars Helge; Johanning, Lutz; Rudolph, Bernd; Schweizer, Denis (2009), Downside- und Liquiditätsrisiken von Offenen Immobilienfonds, in Immobilien & Finanzierung, Jg. 60, Nr. 16, 2009, S. 521-525.

Hax, Georg (1998), Informationsintermediation durch Finanzanalysten - Eine ökonomische Analyse, Frankfurt 1998.

Heinecke, Bastian (2002), Involvement of Small and Medium Sized Enterprises, in the Private Realisation of Public Buildings, Freiburger Arbeitspapiere, Freiberg 2002.

Henschel-Bätz, Marion (2008), PPP aus Bietersicht, in: Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung, Berlin, Finanzgruppe Deutscher Sparkassen- und Giroverband, PPP-Handbuch Leitfaden für Öffentlich-Private-Partnerschaften, Bad Homburg 2008, S. 311-324.

Hingst, Kai-Michael (2008), What a Mezz! Funktionen und Erscheinungsformen von Mezzanine-Finanzierungen, in: Eger, Thomas et al. (Hrsg.), Internationalisierung des Rechts und seine ökonomische Analyse, Wiesbaden 2008, S. 635-647.

HM Revenue & Customs, (o. A.), unter: http://www.hmrc.gov.uk/ctsa/ct_rate_band.htm, Abruf: 05.03.2009.

HM Treasury (2000), Public Private Partnerships - The Government's Approach, HMSO, Norwich 2000.

HM Treasury (2006a), PFI: strengthening long-term partnerships, HMSO, Norwich 2006.

HM Treasury (2006b), Value for Money Assessment Guidance, HMSO, Norwich 2006.

HM Treasury (2007), Standardisation of PFI-Contracts – Version 4, Office of Public Sector Information 2007.

HM Treasury (2009a), Standardisation of PFI-Contracts – Version 4 – Amended Refinancing Provisions, Office of Public Sector Information, 2009.

HM Treasury (2009b), Treasury lending to PFI projects and the Treasury's Infrastructure Finance Unit, unter: http://www.hm-treasury.gov.uk/d/ppp_tifu_letter_050509.pdf, Abruf: 12.12.2009.

Holmes, C. (2002), Funding, in: Arrowsmith, S. (Hrsg.), Public Private Partnerships & PFI, London 2002, Rn. 19005, Rn. 19028, Rn. 19029.

Hood, D. (2006), England and Wales, in: Button, M. (Hrsg.), A Practical Guide to PPP in Europe, London 2006, S. 413-419.

Hopfe, Jörg; Uekötter, Arne (2007), PPP und Eigenkapital - Zukunftsmusik oder greifbare Alternative, in: Knop, Detlef (Hrsg.), Public Private Partnership, Frankfurt am Main 2007, S. 154-157.

Hoppenberg, M.; Dinkhoff, M.; Schäller, S. (2008), Vertragsgestaltung, in: Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung, Berlin, Finanzgruppe Deutscher Sparkassen- und Giroverband, PPP-Handbuch Leitfaden für Öffentlich-Private-Partnerschaften, Bad Homburg 2008, S. 53-129.

Horsch, Andreas (2005), Agency und Versicherungsintermediation, in: Horsch, Andreas; Meinhövel, Harald; Paul, Stephan (Hrsg.), Institutionenökonomie und Betriebswirtschaftslehre, München 2005, S. 81-99.

Horsch, Andreas (2008), Rating und Regulierung, Baden-Baden 2008.

Horsch, Andreas; Paul, Stephan; Rudolph, Bernd (2007), Finanzmanagement, in: Busse von Colbe, Walther et al. (Hrsg.), Betriebswirtschaft für Führungskräfte, Stuttgart 2007, S. 371-418.

Horsch, Andreas; Schölisch, Dietmar; Sturm, Stefan (2003), Stress-Test: Regulierung der Kapitalanlagen von Lebensversicherungsunternehmen, in: Finanz Betrieb, Jg. 5, 2003, S. 850-858.

Horsch, Andreas; Sturm, Stefan (2007), Disintermediation durch Mikroanleihen, in: Kredit und Kapital, Jg. 40, 2007, S. 265-315.

Horsch, Andreas; Weber, Nicolas (2004), Project Finance, in DBW – Die Betriebswirtschaft, Jg. 64, 2004, S. 512-516.

Human Development Report (2008), HDI rankings 2008, Statistics - Human Development Reports (UNDP), unter: <http://hdr.undp.org/en/statistics>, Abruf: 16.02.2009.

IFD (2009), Kriterien Mezzaninekapital 2009, Initiative Finanzstandort Deutschland, unter: http://www.finanzstandort.de/BaseCMP/pages/contentdelivery?CID=7618&JOB_NAME=DISPLAY_PAGE, Abruf: 23.02.2009.

International Financial Services London (2008), PFI in the UK & PPP in Europe 2008, International Financial Services London, London 2008.

IPD (2009a), Performance - Studie Immobilien-Spezialfonds 2009, Pressemitteilung, abrufbar unter: <http://www.ipd.com/Produkte/ResearchPublikationen/StudieImmobilienSpezialfonds/tabid/1106/Default.aspx> (04.12.2009).

Jacob, Dieter; Kochendörfer, Bernd (2002), Effizienzgewinne bei privatwirtschaftlicher Realisierung von Infrastrukturvorhaben, Köln 2002.

Jacob, Dieter; Stuhr, Constanze (2006), Finanzierung und Bilanzierung in der Bauwirtschaft, Basel II - neue Vertragsmodelle - International Financial Reporting Standards, Wiesbaden 2006.

Jacob, Dieter; Stuhr, Constanze (2008), PPP und Finanzierungsinstrumente – Perspektiven für Länder, Kommunen, Bauwirtschaft und Banken, Freiburger Forschungshefte, Freiberg, 2008.

Jakubowski, Peter (2007a), Stadtentwicklungsfonds – Diskussionsbeitrag, Bonn, 2007, abrufbar unter: http://www.bbr.bund.de/nn_22412/BBSR/DE/Fachthemen/Stadtentwicklung/StadtentwicklungDeutschland/NachhaltigeStadtentwicklung/Fachbeitraege/Stadtentwicklungsfonds/01__Veroeffentlichungen.html, Abruf: 11.12.2009.

Jakubowski, Peter (2007b), Stadtentwicklungsfonds im Sinne der JESSICA-Initiative – Idee und Organisation, in: Informationen zur Raumentwicklung, Nr. 9, Bonn 2007, S. 579-589.

Kaiser, Dirk (2006), Finanzintermediation durch Banken und Versicherungen, Wiesbaden 2006.

Kirzner, Israel M. (1982), Uncertainty, Discovery and Human Action: A Study of the Entrepreneurial Profile in the Misesian System, in: Kirzner, Israel M. (Hrsg.), Method, Process and Austrian Economics - Essays in Honor of Ludwig von Mises, Lexington Books, Toronto, 1982, S. 139-159.

Klöppele, Henning (2009), Die Master-KAG als strategische Plattform für Immobilienbestände, in: Immobilien & Finanzierung, Jg. 60, Nr. 16, 2009, S. 538f.

Klug, Walter (2009), Offene Immobilienfonds: Zeit für stabile Werte, Frankfurt 2009.

Knabe, Andreas, Walther Ursula (2005), Zur Unterscheidung von Eigenkapital und Fremdkapital - Überlegungen zu alternativen Klassifikationsansätzen der Außenfinanzierung, TU Bergakademie Freiberg, Freiburger Arbeitspapiere, 2005, unter: <http://fak6.tu-freiberg.de/index.php?id=726&L=1>, Abruf: 26.02.2009.

Knoflach, Barbara (2009), Offene Immobilienfonds: Wie sehen die nächsten 50 Jahre aus? In: Immobilien & Finanzierung, Jg. 60, Nr. 16, 2009, S. 518-520.

Köhler, Ralf (2009), Währungssicherung bei Auslandsinvestitionen, in: Immobilien & Finanzierung, Jg. 60, Nr. 16, 2009, S. 529f.

Kornblum, Udo (2009), Bundesweite Rechtstatsachen zum Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Stand 1.1.2008, in: GmbH-Rundschau, Nr. 1, 2009, S. 25-32.

Knütel, Christian (2008), Einführung in die Finanzierung von Projekten, in: Siebel, Ulf R.; Röver, Jan-Hendrik; Knütel, Christian (Hrsg.), Rechtshandbuch Projektfinanzierung und PPP, Köln/München 2008, S. 489-544.

KPMG (2007), Einführung des Real Estate Investment Trust (REIT) in Deutschland, Oktober 2007.

Kreß, Susanne; Pütz, Bastian (2008), Trends 2008 – Immobilienspezialfonds, in: ImmoBulletin, Das Investment Magazin der LB Immo Invest, Jg. 4, Nr. 1, 2008, S. 1-4.

Küting, Karlheinz et al. (2008), Ausprägungsformen von Mezzanine-Kapital in der Rechnungslegung nach IFRS (Teil 1), in: Der Betrieb, Jg. 61, Nr. 18, 2008, S. 941-948.

Lagrandeur-Bouressy, Emmanuel (2005), Vive le PPP, in: City Partner, Nr. 3, 2005, S. 44-46.

Lauer, Jörg (2008), Strukturierte Immobilienfinanzierung, Stuttgart 2008.

Laux, Christian (1997), Projektfinanzierung - Vorteile auch für kapitalkräftige Unternehmen?, in: DBW – Die Betriebswirtschaft, Jg. 57, 1997, S. 840-856.

Leland, Hayne, E.; Pyle, David H. (1977), Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, in: Journal of Finance, Jg. 32, S. 371-387.

Le Moniteur (2007), La quote-part de PMW dans les critères d'attribution, illégale dans les marchés publics mais pas dans les PPP..., unter: http://moniblogs.lemoniteur-expert.com/btp_ppp/2007/07/la-quote-part-d.html, Abruf: 25.12.2008.

Lerbini, Alessandro (2009), PPP, è boom di concessioni, Edilizia e Territorio, 14. Dezember 2009, unter: www.infopieffe.it/notizie/ppp--e-boom-di-concessioni.htm, Abruf: 06.01.2010.

Levy, Haim; Post, Thierry (2005), Investments, Prentice Hall, Harlow 2005.

LHI Leasing GmbH (2008), Private Placement, LHI Immobilien Finanzzentrum Kassel, Konzipiert für die Übertragung von Rücklagen nach §§6b, 6c EstG, unter: web60.landira.de/fonds/produktetails.php?pid=2706, Abruf 27.02.2009.

Lichère, Francois; Martor, Boris; Pédini, Gilles; Thouvenot, Sébastien (2006), Pratique des partenariats public-privé: Choisir, évaluer, monter et suivre son PPP, LexisNexis Litec, Paris 2006.

Lindemann, Alexander; Planitz v. d., Felix (2008), Sale-and-Lease-Back-Geschäfte mit Immobilien- und Spezialfonds unter Berücksichtigung der Novellierung des Investmentrechts, in : Finanz Betrieb, Nr. 11, 2008, S. 710-717.

Lindner Immobilien Asset Management (o. A.), Kurzvorstellung, unter: www.lindner-asset.de/index.html, Abruf: 03.03.2009.

Lindrup, G; Godfrey, E. (2009), Butterworths PFI Manual, LexisNexis UK, London 2009.

Littwin, Frank (2006), Allgemeiner Teil, in: Littwin, Frank; Schöne, Franz-Josef (Hrsg.), Public Private Partnership im öffentlichen Hochbau, Stuttgart 2006, S. 1-49.

Lyonnet du Moutier, Michel (2006), Financement sur projet et partenariats public-privé, Édition ems, Paris 2006.

Male, Steven (2008), Interview „PPP in UK“, Interviewer: A. Ilka, 08. Dezember 2008.

Martini, Alfredo (o. A.), Il Project financing tra potenzialità e criticità, Il nuovo cantiere, Osservatorio Nazionale del Partenariato Pubblico Privato.

Martor, Boris (2008), La nouvelle loi du 28 juin 2008, Eversheds LLP, Paris 2008.

Maurer, Raimond; Reiner, Frank; Rogalla, Ralph (2004), Return and risk of German open-end real estate funds, in: Journal of Property Research, Nr. 21, 2004, S. 209-233.

Merna, T.; Njiru, C. (2002), Financing Infrastructure Projects, London 2002.

Mester, Loretta, J. (2007), Some Thoughts on the Evolution of the Banking System and the Process of Financial Intermediation, in: Economic Review, Jg. 92, 1st & 2nd Quarters, 2007, S. 67-75.

Mielke, Bernd; Fehlhaber, Alexandra (2009), Stadtentwicklungsfonds Nordrhein-Westfalen, in: Stadtentwicklungsfonds in Deutschland, ExWoSt-Informationen, Nr. 35/1, BBR, 2009, S. 7-10.

Millon, Marcia H., Thakor, Anjan, V. (1985), Moral Hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies, in: Journal of Finance, Jg. 40, 1985, S. 67-95.

Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie (2004, Hrsg.), Les Contrats de Partenariat: Guide des bonnes Pratiques, 2004.

Mishkin, Frederic S. (2006), The economics of money, banking and financial markets, Boston 2006.

Mission Nationale d'Appui à l'Investissement Hospitalier (2007, Hrsg.), Le Partenariat Public-Privé Hospitalier, Une première évaluation, 2007.

Mission Nationale d'Appui à l'Investissement Hospitalier (2005, Hrsg.), Le Guide du Bail Emphytéotique Hospitalier, un outil global et innovant au service de l'investissement hospitalier, 2005.

Morino, Marco (2009), Infrastrutture. Il report Finlombarda - Project financing UniCredit e Dexia guidano la classifica, in: Il Sole 24 Ore, Nr. 23, 2009.

Müller, Stefan; Weller, Niels; Reinke, Jens (2008), Entwicklungstendenzen in der Eigenkapitalabgrenzung - Oder: Warum die Grundzüge des loss-absorption-approach auch eine konsequente Fortführung der eingeleiteten Veränderung im deutschen Gläubigerschutzkonzept sind, in: Der Betrieb, Jg. 61, Nr. 21, 2008, S. 1109-1115.

Nadler, Michael (2007), (Innen-)Stadtentwicklungsfonds – Public Private Partnerships im Spannungsfeld zwischen Immobilienbestandsentwicklung und Stadterneuerung, in: Zeitschrift für öffentliche und gemeinwirtschaftliche Unternehmen, Jg. 30, Nr. 4, 2007, S. 414-435.

Napp, H.-G.; Ulsamer, W. (2006), Public Private Partnership und deren Finanzierungsaspekte, in Immobilien & Finanzierung, Nr. 18, 2006, S. 614-617.

Napp, Hans-Georg (2007), Public Private Partnership in Hessen - Chancen für kommunale Entscheidungsträger, PPP-Aktuelle Entwicklung aus Bankensicht, unter: www.ppp-verein.de/res/vortraege/Vortrag-Dr-Napp.pdf, Abruf: 27.02.2009.

National Audit Office (2007), Improving the PFI Tendering Process, The Stationary Office, London 2007.

Nevitt, Peter K.; Fabozzi, Frank (2000), Project Financing, London 2000.

Niggemann, Karl A. (2007), Corporate Finance: Strategien und Maßnahmen im Finanzierungsbereich, in: Haasis, H. et al. (Hrsg.), Mittelstand hat Zukunft, Stuttgart 2007, S. 253-278.

o.V. (2005), Eigenkapitalgeber zeigen zunehmend Interesse an deutschen PPP-Projekten: Der PPP-Markt wächst, in: Bauindustrie aktuell, September/Okttober 2005.

OFB Projektentwicklung GmbH (2007), Das Haus des Lebenslangen Lernens (HLL) feiert Richtfest, unter: www.ofb.de/index.php?id=58&file=0A40B0&no_cache=1&uid=57, Abruf: 27.02.2009.

Office of Government Commerce (2007), EU procurement guidance - Introduction to the EU procurement rules, Office of Government Commerce, Norwich 2007.

Osservatorio (2007), Il mercato del Partenariato Pubblico Privato nel 2007, Osservatorio Nazionale del Partenariato Pubblico Privato, unter: www.infopieffe.it, Abruf: 12.03.2009.

Osservatorio (2008), Il Partenariato Pubblico Privato in Italia - Rapporto Mensile Dicembre 2008, Osservatorio Nazionale del Partenariato Pubblico Privato, unter: www.infopieffe.it, Abruf: 12.03.2009.

Oswald, Eduard (2009), 50 Jahre Offene Immobilienfonds – Offene Immobilienfonds stabilisierender Faktor in Kapitalanlage, abrufbar unter : www.bvi.de/de/presse/.../2009_06_23_50_Jahre_OIFs_oa.pdf, Abruf : 01.12.2009.

Page, Sasha N.; Ankner, William; Jones, Cheryl; Fetterman, Robert (2008), The Risks and Rewards of Private Equity in Infrastructure, in: Public Works Management & Policy, Jg. 13, Nr. 2, 2008, S. 100-113.

Paradisi, Iliaria (2006a), PPP e PF: Il quadro normativo - 1a parte, in: Onda Verde, Ausgabe 113, 2006, S. 40-42.

PartnershipsUK (2007), PFI: The State of the Market, Partnerships UK, London 2007.

Patt, Friedrich Wilhelm et al. (2008), Strukturierte Finanzierungsmodelle durch Einbindung von Eigenkapital, in: Immobilien & Finanzierung, Jg. 59, Nr. 11, 2008, S. 390f.

Paul, Stephan; Horsch, Andreas (2005), Evolutorische Ökonomik und Lehre von den Unternehmerfunktionen, in: Horsch, Andreas; Meinhövel, Harald; Paul, Stephan (Hrsg.), Institutionenökonomie und Betriebswirtschaftslehre, München 2005, S. 137-156.

Pelikan, Edmund (2007), Chancen mit geschlossenen Fonds, Wiesbaden 2007.

Pink, Matthias (2006), Globale Portfoliodiversifizierung im Rahmen der Anlagestrategie offener Immobilienpublikumsfonds, in: Hallesche Diskussionspapiere zur Wirtschafts- und Sozialgeographie, Nr. 8, Halle 2006.

Plankensteiner, Dirk; Rehbock, Tobias (2005), Die Bedeutung von Mezzanine-Finanzierungen in Deutschland, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Nr. 15, 2005, S. 25-28.

Prölls, Erich; Kollhosser, Helmut (2005), Prölls – Versicherungsaufsichtsgesetz, Kommentar, begr. von Prölls, E., hrsg. von Kollhosser, H., bearb. von Kölschbach, J. et. al., München 2005.

Rambold, Peter (2005), Alternative Wege zur Eigenkapitalbeschaffung für PPP-Projekte, in: Die Deutsche Bauindustrie (Hrsg.), Strategien der Eigenkapitalbeschaffung für PPP-Projekte, Berlin 2005, S. 6-13.

Rambold, Peter (2005), Projektfinanzierung als Instrument zur Effizienzsteigerung, in: Knop, Detlef (Hrsg.), Public Private Partnership, Frankfurt am Main 2005, S. 48-51.

Rebitzer, Dieter W. (2006), Rahmenbedingungen für Real Estate Private Equity in Deutschland, in: Rottke, Nico B.; Rebitzer, Dieter W. (Hrsg.), Handbuch Real Estate Private Equity, Köln 2006, S. 51-64.

Regione del Veneto (2008), Guida alla Legge Finanziaria statale 2008 (Legge 24 dicembre 2007, n. 244) Disposizioni di principale interesse per la finanza regionale, unter: <http://www.regione.veneto.it/NR/rdonlyres/1EC1A3E2-6E36-4423-88A4-C229D886629B/0/FocusFinanziaria2008.pdf>, Abruf 23.12.2009.

Reichardt, Bent (2005), Corporate Venture Capital: Rollen, Struktur, Management, Bamberg 2005.

Reichling, Peter; Beinert, Claudia; Henne, Antje (2005), Praxishandbuch Finanzierung, Wiesbaden 2005.

Ricchi, Massimo (2009a), La nuova finanza di progetto nel Codice dei Contratti, Unità Tecnica Finanza di Progetto, unter: www.utfp.it, Januar 2009, Abruf 06.01.2010.

Ricchi, Massimo (2009b), La Finanza di Progetto a seguito del terzo correttivo al Codice dei Contratti D.Lgs. 152/08, UFTP, News, Ausgabe 4 (Januar-März 2009), unter: www.utfp.it, S. 5-12, Abruf 06.01.2010.

Richter, W.; Neuenburg, V. (2008), Gibt es die ideale PPP-Finanzierung, in: Knop, Detlef (Hrsg.), Public Private Partnership, Frankfurt am Main 2008, S. 153-157.

Riebeling, Klaus-Henner (2009), Eigenkapitalbeteiligungen an projektfinanzierten PPP-Projekten im deutschen Hochbau: Perspektive von Finanzintermediären, Wiesbaden 2009.

Riebeling, Klaus-Henner; Walther, Ursula (2010), Finanzinvestoren als Eigenkapitalgeber bei projektfinanzierten PPP-Vorhaben im deutschen Hochbau, in Corporate Finance biz, Heft 1, 2010.

RL 2004/17/EG (o. A.), Richtlinie zur Koordinierung der Zuschlagserteilung durch Auftraggeber im Bereich der Wasser-, Energie- und Verkehrsversorgung sowie der Postdienste, Amtsblatt der Europäischen Union, unter: eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:134:0001:0113:DE:PDF, Abruf: 16.02.2009.

RL 2004/18/EG (o. A.), Richtlinie über die Koordinierung der Verfahren zur Vergabe öffentlicher Bauaufträge, Lieferaufträge und Dienstleistungsaufträge, Amtsblatt der Europäischen Union, unter: simap.europa.eu/docs/simap/nomenclature/32004L18DE.pdf, Abruf: 16.02.2009.

Romba, Eric (2005), Finanzierung Öffentlich-Privater Partnerschaften durch Geschlossene Fonds – Ein Ausweg aus der öffentlichen Investitionskrise?, in: Schoeller, Florian; Witt, Martin (Hrsg.), Jahrbuch geschlossene Fonds 2005/2006, Scope Group, 2005, S. 133-135.

Rose, Frank (1999), The Economics, Concept and Design of Information Intermediaries, Heidelberg 1999.

- Rottke, Nico B. (2005)**, Investitionen mit Real Estate Private Equity, in: Schulte, Karl-Werner; Bone-Winkel, Stephan; Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Investition, Köln 2005, S. 273-318.
- Rottke, Nico B. (2006)**, Bedeutung von Real Estate Private Equity für Deutschland, in: Rottke, Nico B.; Rebitzer, Dieter W. (Hrsg.), Handbuch Real Estate Private Equity, Köln 2006, S. 33-50.
- Röver, Jan-Hendrik et al. (2008)**, Finanzierung eines Projektes, in: Siebel, Ulf R. et al. (Hrsg.), Rechtshandbuch Projektfinanzierung und PPP, Köln 2008, S. 491-841.
- Rubinstein, Ariel; Wolinsky, Asher (1987)**, Middlemen, in: Quarterly Journal of Economics, Jg. 102, 1987, S. 581-593.
- Rudolph, Bernd (2006)**, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, Tübingen 2006.
- Rünger, Petra; Walther, Ursula (2004)**, Die Behandlung der operationellen Risiken, nach Basel II - ein Anreiz zur Verbesserung des Risikomanagements?, TU Bergakademie Freiberg, Freiburger Arbeitspapiere, 2004, unter: <http://fak6.tu-freiberg.de/index.php?id=726&L=1>, Abruf: 16.02.2009.
- Rüschen, Thomas; Meyer, Wolfgang (2008)**, PPP - Attraktives Geschäftsfeld für den deutschen Mittelstand, 2008.
- Ryan, Michael et.al. (2006)**, Recycling PPPs: a Study of the UK Secondary Market, in: PPP In-Depth, Issue 6, City & Financial Publishing, Old Woking 2006
- Salvadori, Federico; Giommoni, Fabio (2009)**, Novità las per il project financing, Italia Oggi, 5. Juni 2009.
- Schäfer, Michael; Strenge, Nikolas (2006)**, Standardisierung von PPP-Verträgen, in: Knop, Detlef (Hrsg.), Public Private Partnership, Frankfurt am Main 2006, S. 77-80.
- Scheel-Siebenborn, Axel (2008)**, PPP und Mittelstand: Ergebnisse der Difu-Studie, in: Knop, Detlef (Hrsg.), Public Private Partnership, Frankfurt am Main 2008, S. 185-188.
- Schmalenbach, Eugen (1966)**, Die Beteiligungsfinanzierung, Köln/Opladen 1966.
- Schneider, Dieter (1995)**, Betriebswirtschaftslehre, Band 1: Grundlagen, München 1995.
- Schneider, Dieter (1997)**, Betriebswirtschaftslehre, Band 3: Theorie der Unternehmung, München 1997.
- Schulte, Karl-Werner et al. (2006)**, Rechtsordnung und Immobilienökonomie, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.), Immobilienökonomie – Rechtliche Grundlagen, Band 2, München 2006, S. 1-54.
- Schulte, Michael; Horsch, Andreas (2004)**, Wertorientierte Banksteuerung II: Risikomanagement, Frankfurt 2004.

Scope Analysis (2009), Offene und geschlossene Immobilieninvestments, Präsentation, 24. Juni 2009.

Seip, Stefan (2009), „Wir wollen die Möglichkeit einer ersten sanften Bremse schaffen“ – Redaktionsgespräch mit Stefan Seip, in: Immobilien & Finanzierung, Jg. 60, Nr. 16, 2009, S. 514-517.

Serfling, Klaus; Pape, Ulrich; Kressin, Thomas (1999), Emissionspreisfindung und Underpricing im Rahmen des Börsengangs junger Wachstumsunternehmen, in: AG, Nr. 7, 1999, S. 289-298.

Sferruzza, Arturo; Negrini, Elisabetta (2008), Italy, in: Button, Maurice (Hrsg.), A Practical Guide to PPP in Europe, 2008, S. 241-306.

Siebel, Ulf R. (2001), Handbuch Projekte und Projektfinanzierung, München 2001.

Siebel, Ulf R.; Röver, Jan-Hendrik; Knütel, Christian (Hrsg.) (2008), Rechtshandbuch Projektfinanzierung und PPP, Köln 2008.

Sorge, Marco (2004), Das Bonitätsrisiko bei der Projektfinanzierung, in: BIZ-Quartalsbericht, Bank für internationalen Zahlungsverkehr, Basel 2004, S. 103-115.

Sotelo, Ramon (2007), PPP – ein Produkt für REITs, in: Immobilien & Finanzierung, Nr. 10, 2007, S. 354-356.

Sotelo, Ramon (2008), Immobilien-Anlageprodukte im Vergleich, in: Bone-Winkel, Stephan; Schäfers, Wolfgang; Schulte, Karl-Werner (Hrsg.), Handbuch Real Estate Investment Trusts, Köln 2008.

Spremann, Klaus; Gantenbein, Pascal (2005), Kapitalmärkte, Stuttgart 2005.

Spulber, Daniel F. (1996), Market Microstructure and Intermediation, in: Journal of Economics Perspectives, Jg. 10, 1996, S. 135-152.

Spulber, Daniel F. (1999), Market Microstructure - Intermediaries and the Theory of the Firm, Cambridge University Press, Cambridge 1999.

Standard & Poors (2006), Presale: InspirED Education (South Lanarkshire) PLC, Standard & Poors, London 2006.

Stanislawek, Ireneus; Barkow, Peters (2007), Wesentliche Kennzahlen und (Rendite)-Entwicklungen von REITs, in: Schäfer, Jürgen (Hrsg.): REITs. Real Estate Investment Trusts. Marktüberblick, Aufbau und Management von REITs sowie Investitionen in REITs, München, 2007.

Steiner, Manfred; Wagner, Marc; Fock, Henning (2006), Eigenkapital, in: Handelsblatt, Wirtschaftslexikon, Stuttgart 2006, S. 1350-1363.

Stiepelmann, Heiko (2007), Mittelständische Bauindustrie auf PPP-Kurs, in: Knop, Detlef (Hrsg.), Public Private Partnership, Frankfurt am Main 2007, S. 16-20.

Süchting, Joachim (1995), Finanzmanagement, Wiesbaden 1995.

Süchting, Joachim; Paul, Stephan (1998), Bankmanagement, Stuttgart 1998.

Swiss Fund Association (SFA) (2009), Schweizer Immobilienfonds – eine bewährte Anlageklasse“, abrufbar unter: <https://www.sfa.ch/publications>, Abruf: 23.11.2009.

Trestler, Christoph (2008), Finanzierungsvarianten für Öffentlich-Private Partnerschaften, in: Immobilien & Finanzierung, Jg. 59, Nr. 11, 2008, S. 384-386.

Tytko, Dagmar (1999), Grundlagen der Projektfinanzierung, Stuttgart 1999.

UTFP (2006), Studio di Fattibilità - PPP Procurement - Analisi dei Rischi, Unità tecnica Finanza di Progetto, unter: www.utfp.it/docs/documenti/eco_fin/SdF_PPP_Analisi_rischi.pdf, Abruf: 12.03.2009.

UTFP (2007), Strategies and Instruments for PPP Development, Ministero dello sviluppo economic, Unità tecnica Finanza di Progetto, unter: www.dps.tesoro.it, Abruf: 11.03.2009.

UTFP (2009a), I compiti assegnati all'UTFP dalla legge istitutiva, Unità tecnica Finanza di Progetto, unter: http://www.utfp.it/chi_compiti.htm, Abruf: 17.02.2009.

UTFP (2009b), La Finanza di Progetto a seguito del terzo correttivo al Codice die Contratti D.Lgs. 152/08, in: UTFP News, Nr. 4, 2009, S. 5-12.

UTFP (2009b), 100 Questions and Answers, Unità tecnica Finanza di Progetto, unter: http://www.utfp.it/default_eng.htm, Abruf: 19.02.2009.

UTFP (2009c), La misurazione del value for money nell'esperienza italiana e straniera: Analisi die rischi e PSC, Unità tecnica Finanza di Progetto, unter: www.utfp.it, Abruf: 11.03.2009.

UTFP (o. A.), Il Project Financing, Unità tecnica Finanza di Progetto, unter: http://www.utfp.it/project_financing.htm, Abruf: 27.01.2009.

Verband Geschlossene Fonds e.V. (2008), Rund um Fonds, unter: <http://www.vgf-online.de/index.php?id=564&type=98>, Abruf: 12.12.2008.

Verband geschlossener Fonds (2008), Offizielle VGF Marktzahlen 2008, abrufbar unter: http://www.vgf-branchenzahlen.de/fileadmin/VGF_Marktzahlen/Uebersicht_Grafiken/VGF%20Marktzahlen%20Pressekonferenz%20Praesentation.pdf, Abruf 19.12.2009.

Verband geschlossener Fonds (2009), Eckpunktepapier zur Regulierung geschlossener Fonds, München 2009.

Verband geschlossener Fonds (2010), VGF Branchenkenzzahlen 2009, unter: www.vgf-branchenzahlen.de, Abruf: 04.04.2010.

Verkehrswegebau und Stadtumbau (2006), in: Bauindustrie aktuell; Nr. 5-6, Berlin 2006.

Viering, Markus G.; Liebchen, Jens H.; Kochendörfer, Bernd (Hrsg.) (2007), Managementleistungen im Lebenszyklus von Immobilien, Wiesbaden 2007.

VÖB (2008), Pro-Active Accounting Activities in Europa, VÖB-Bundesverband öffentlicher Banken Deutschlands, unter: http://www.voeb.de/de/themen/bilanzierung/proactive_accounting_activities, Abruf: 05.02.2009.

Walther, Ursula (2008), Risikoallokation und Finanzierung bei PPP-Projekten - Die Rolle der Kapitalmärkte und der Finanzintermediäre, in: Jacob, Dieter; Stuhr, Constanze (Hrsg.), PPP und Finanzierungsinstrumente - Perspektiven für Länder, Kommunen, Bauwirtschaft und Banken, Freiburger Forschungshefte, Freiberg 2008, S. 4-11.

Walz, Eberhard; Walbröhl, Victoria (2005), Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen, in: Schulte; Bone-Winkel; Thomas (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Investitionen, Köln 2005, S. 173-202.

Weber, M.; Moß, O.; Bachhuber, F. (2006), Finanzierungen, in: Weber; Schäfer; Hausmann (Hrsg.), Praxishandbuch Public Private Partnership, München 2006, S. 599-640.

Weber, Martin; Moß, Oliver; Schichow, Heike (2004), Finanzierungsleitfaden, Schriftenreihe Public Private Partnership – Initiative NRW, Public Private Partnership im Hochbau, Düsseldorf 2004.

Westerheide, Peter (2007), Der REIT - eine internationale Erfolgsgeschichte, in: Institut der deutschen Wirtschaft Köln (Hrsg.): Chancen für den Standort Deutschland: Der deutsche Real Estate Investment Trust (REIT), Berlin/Köln 2007.

Wöhe, Günter; Bilstein, Jürgen; Ernst, Dietmar; Häcker, Joachim (2009), Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, München 2009.

Yescombe, E. R. (2007), Public-Private Partnerships, London 2007.

Zantow, Roger (2007), Finanzwirtschaft der Unternehmung, München 2007.

Zemp, René (2007), Immobilien-Spezialfonds für europäische Vorsorgeinstitutionen, Books on Demand, Norderstedt 2007.