

Infrastrukturfinanzierungen als volkswirtschaftliche Herausforderung: ein Blick über den Tellerrand

Die Stabilität einer Volkswirtschaft ist wesentlich an die Funktionsfähigkeit ihrer Infrastruktur gekoppelt. Die Rahmenbedingungen für Wachstum und Wohlstand über die Bereitstellung leistungsfähiger Infrastruktur zu verbessern, ist eine der Hauptaufgaben jedes Staates. In Zeiten allgemein begrenzter Mittel steht er als Auftraggeber und Finanzier anspruchsvoller und notwendiger Großprojekte aber nur noch begrenzt zur Verfügung. Um die Infrastrukturen trotzdem leistungsfähig zu halten oder auszubauen, müssen daher zukünftig verstärkt alternative Realisierungs- und Finanzierungsformen entwickelt und genutzt werden.

Schulden- und Banken Krisen machen nicht an Landesgrenzen halt. Im europäischen Wirtschaftsraum stehen daher alle Volkswirtschaften vor vergleichbaren Herausforderungen. Gleichwohl gibt es Länder, in denen in deutlich größerem Umfang private Sponsoren, Kapitalgeber und Investoren beider Finanzierung und Umsetzung von Infrastrukturprojekten mit öffentlichen Auftraggebern zusammenarbeiten als in Deutschland.

Hoher Investitionsbedarf

Nach Schätzung der OECD besteht weltweit ein Investitionsbedarf in Infrastruktur von über 30 Billionen Euro bis zum Jahr 2030. Mit 70 Prozent hat die Versorgungsinfrastruktur den größten Anteil. Öl- und Gasexploration stehen vom Umfang her im Vordergrund, eine starke Zunahme erleben die erneuerbaren Energien. In Deutschland wurden 2011 fast 23 Milliarden Euro in ihren Ausbau investiert.

Für Erhalt und Neubau der Verkehrswege stellt der Bundeshaushalt für 2013 über 10,5 Milliarden Euro an Finanzierungsmitteln zur Verfügung. Die eingesetzte Kom-

mission „Zukunft der Verkehrsinfrastrukturfinanzierung“ hat für 2012 eine Unterfinanzierung von jährlich mindestens 7,2 Milliarden Euro festgestellt und mahnt eine politische Diskussion zur auskömmlichen Finanzierung der Verkehrsinfrastruktur in Deutschland an.¹⁾ Der gesamte Investitionsrückstand deutscher Kommunen wird auf rund 100 Milliarden Euro geschätzt. Der Zustand zahlreicher Verwaltungsgebäude, Schulen, Kindergärten und anderer öffentlicher Bauten fordert insbesondere Städte und Gemeinden heraus, dringend Lösungsansätze zu entwickeln und umzusetzen.

Burkhard Egbers, Leiter Öffentliche Infrastrukturfinanzierung und Beratung, DekaBank, Frankfurt am Main, Michael Schultze-Rhonhof und Dr. Thomas Weiß, beide DKC Deka Kommunal Consult GmbH, Düsseldorf

Einerseits ist der weltweit enorme Investitionsbedarf in Infrastrukturprojekte durch ernst zu nehmende Studien untermauert. Und andererseits ist immer wieder die grundsätzliche Bereitschaft privater wie auch institutioneller Anleger zu vernehmen, sich in die Finanzierung solcher Vorhaben einbringen zu wollen. Doch in der hiesigen Praxis stufen die Autoren die Bereitschaft, sich ganz konkret in Partnerschaftsmodelle einzubringen bei den verschiedensten Akteuren noch für deutlich entwicklungs-fähig ein und zwar nicht allein der vielen regulatorischen Vorgaben, sondern auch der Risikobewertung wegen. Öffentlichen Trägern und insbesondere deren politischen Entscheider legen sie nahe, über andere Vorgehensweisen nachzudenken. Und aus dem Blickwinkel der Anleger geben sie sich überzeugt, dass dies keineswegs bedeuten muss, sich auf ein Abenteuer einzulassen, sondern mit neuen Partnern erfolgreich neue Wege zu beschreiten. (Red.)

EGrundsätzlich verfügen die Staaten auch weiterhin über die Möglichkeit, die erforderlichen Mittel am Geld- oder Kapitalmarkt aufzunehmen. Nicht zuletzt die Entwicklungen in Griechenland haben aber gezeigt, dass dieser Vorgehensweise auf Dauer Grenzen gesetzt sind. Als Konsequenz aus der Wirtschafts- und Finanzkrise werden aktuell verschärfte Regelungen zu Eigenkapitalausstattungen, Liquiditätsquoten und Verschuldungsobergrenzen eingeführt. Das kürzlich vom EU-Parlament verabschiedete Umsetzungspaket soll die Einhaltung der internationalen Eigenkapitalstandards für Banken innerhalb der EU gewährleisten und die Vereinheitlichung der Rahmenbedingungen voranbringen. Die einheitliche Ausrichtung für die am Finanzmarkt aktiven Institute wird dadurch fortgeführt.

Eingeschränkte Beweglichkeit des Finanzierungsmarktes

Die Maßnahmen führen unter anderem zu einer Begrenzung des Ausleihvolumens, einer Fokussierung auf margenintensive Geschäfte und zu kürzeren Kreditlaufzeiten, da gerade die derzeitige Marktlage die langfristige Refinanzierung durch Kundeneinlagen erschwert. Erwartet wird eine Verteuerung der Kredite. Nicht nur die Einführung von Basel III und Solv II, sondern auch die haushaltsrechtlich eingeschränkten Kreditaufnahmemöglichkeiten der öffentlichen Hand fordern auch die Finanzindustrie auf, bei der Infrastrukturbeschaffung- und -finanzierung neue Wege zu gehen.

Hier können öffentlich-private Beteiligungsmodelle ein Weg sein, staatliche Infrastrukturaufgaben umzusetzen. Ein Wesenszug dieser Modelle ist – neben der Einbindung privater Finanzierungsmittel – die Bündelung von Leistung und Verant-

wortung, die immer dann mit der Möglichkeit weitreichender Risikoübertragung und wirtschaftlichen Vorteilen verbunden ist, wenn die Modelle auf eine langjährige Partnerschaft ausgerichtet sind.

Bei der Finanzierung öffentlich-privater Partnerschaftsmodelle engagieren sich private Sponsoren und Kreditinstitute mit Bereitstellung von Eigen- und Fremdkapital bei adäquaten Risiken und gegen entsprechende Renditen. Wird den Banken infolge bilanzstrategischer Überlegungen oder regulatorischer Auflagen ein weiteres Engagement erschwert, stehen auf der anderen Seite vermehrt Anleger bereit, die Lücke auszufüllen. Während der private Anleger im aktuellen Zinsumfeld nach höheren Renditen sucht und dabei mitunter ein höheres Risiko in Kauf nimmt, sind institutionelle Anleger verpflichtet, die ihnen anvertrauten Mittel in vorrangig sichere und soweit möglich rentierende Anlagemöglichkeiten zur Erfüllung ihrer Garantieverprechen zu lenken. Staatlich initiierte und damit langfristig zahlungssichere Infrastrukturprojekte passen daher grundsätzlich in das Anforderungsprofil dieser Anleger.

Kulturell unterschiedliche Anlagestrategien: Chance und Risiko

In Deutschland ist der Markt seit jeher dadurch geprägt, dass die Anleger ihr Geld zwecks Anlage vorrangig zur Bank bringen. Erst im nachfolgenden Schritt wird dieses Kapital durch die Bank dem Wirtschaftskreislauf zur Verfügung gestellt. Direktinvestitionen privater Anleger, wie sie etwa in Frankreich eine übliche Praxis sind, sind die Ausnahme. Darin spiegelt sich das wohl eher von einem Sicherheitsbedürfnis gekennzeichnete deutsche Anlegerverhalten wider, das aber nicht zuletzt auch dazu beigetragen hat, dass die Folgen der Banken- und Schuldenkrise besser abgefedert werden konnten. Aktivitäten am Aktienmarkt, die aufgrund der höheren Volatilität der Erträge eine größere Risikofreude voraussetzen, sind hierzulande immer noch vergleichsweise wenig ausgeprägt. Der institutionelle Anleger ist zudem in besonderem Maße verpflichtet, Risikoanlagen der ihm anvertrauten Gelder nur in regulatorisch engen Grenzen zu tätigen.

Am Beginn jeder Investition ist zu klären, ob in ein reguliertes Marktumfeld investiert wird und, wenn ja, in welches. Im Energie-

sektor existiert seit 2009 die sogenannte Anreizregulierung, die den Netzbetreibern während der Regulierungsperioden eine Erlösobergrenze vorgibt. Die erhebliche staatliche Einflussnahme senkt die zu erzielenden Renditen im Vergleich zu anderen, weniger stark oder nicht regulierten Assets einerseits zwar deutlich ab. Andererseits gewährleistet sie auf diese Weise eine feste Kalkulationsgrundlage, reduziert das Markt- und Nachfragerisiko und ermöglicht eine belastbare Einschätzung der Wirtschaftlichkeit von Transaktionen.

Gleiches EU-Vergaberecht, unterschiedliche nationale Umsetzung

Für Investoren mit einem erhöhten Sicherheits- und Risikobewusstsein bieten von Anreizregulierung gekennzeichnete Versorgungsinfrastrukturen ebenso wie sonstige Infrastrukturprojekte mit „harten“ Regulierungsmechanismen ein interessantes Betätigungsfeld. Solange sichergestellt werden kann, dass sowohl das Konstruktions- als auch das Nachfragerisiko zu jedem Zeitpunkt beherrschbar sind, kann dies darüber hinaus auch für andere, weniger oder nicht regulierte Märkte gelten. So gibt es zum Beispiel im Bereich der Verkehrsinfrastruktur attraktive Anlageobjekte.

Die Regulierungsvorgaben entstammen den auf europäischer Ebene getroffenen Liberalisierungsmaßnahmen. Sie gelten da-

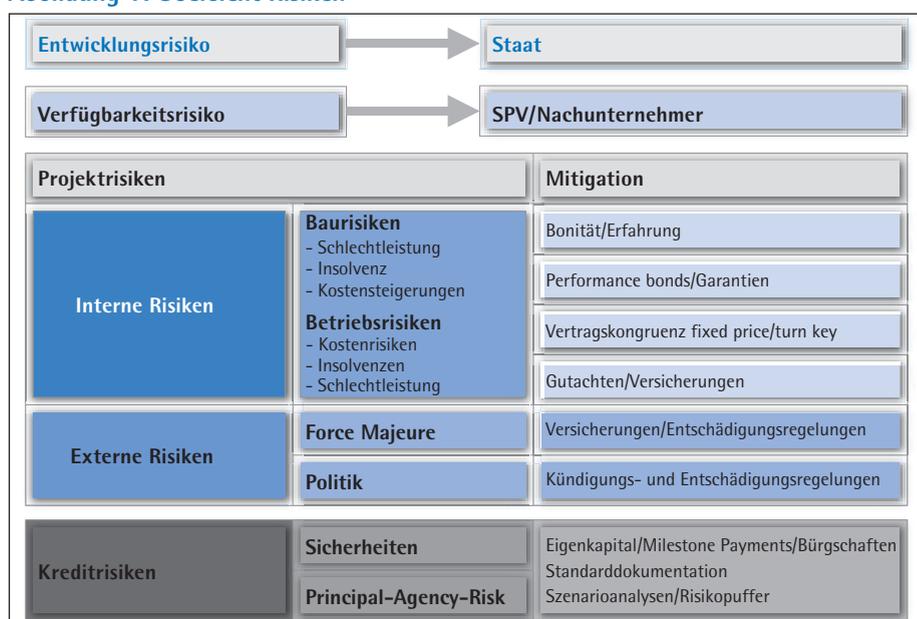
her uneingeschränkt für die Nachbarländer in der Europäischen Union. Ebenfalls wurden in der Vergangenheit die vergaberechtlichen Vorgaben vereinheitlicht und so ein auch für alle anderen Umsetzungsvorhaben europaweit gleicher rechtlicher Rahmen geschaffen.

In der praktischen Umsetzung bestehen allerdings erhebliche Unterschiede. In Deutschland werden Planungs- und Bauleistungen üblicherweise in Teil- und Einzeldisziplinen und Gewerke aufgeteilt und vergeben. Die Koordinationsverpflichtung obliegt den jeweiligen Auftraggebern. Kosten- und Terminrisiken aus der Umsetzung können nicht abgesichert werden, die Wirtschaftlichkeit wird durch fehlgesteuerte Anreize nicht optimiert.²⁾ Zwar steigt etwa die Zahl umgesetzter PPP-Projekte hierzulande, von einer echten Kultur für die Vergabe umfassender Leistungspakete und eine angemessene Risikoaufteilung kann in Deutschland aber nach wie vor nicht gesprochen werden.

Standardisierung und Förderung durch öffentliche Auftraggeber möglich

Eine solche Kultur, verbunden mit einer staatlichen Förderung etwa durch Vorgabe von Vertragsstandards, ermöglicht im Unterschied dazu im europäischen Umfeld die Ausführung anderer Handlungsoptionen. So kommen anstelle einer kleinteiligen

Abbildung 1: Übersicht Risiken



Quelle: DKC

Best Practice: Risikoanalyse eines Stadtbahnprojektes

Eine staatliche Verkehrsgesellschaft in der EU hat den Ausbau eines Trambahn-Liniennetzes sowie dessen anschließende Instandhaltung als PPP-Projekt ausgeschrieben. Die Projektrisiken wurden entlang der Vorgaben des PPP-Standardvertrages verteilt, insbesondere wurde eine unauflösbare Nutzungspflicht des Staates sowie dessen Kompensationspflicht selbst für den Fall einer unvollständigen Fertigstellung vereinbart. Der Kreditnehmer war damit frei von Vermarktungsrisiken. Sonstige Kosten- oder Terminrisiken konnten allesamt auf Nachunternehmer abgewälzt werden.

Ein Rückschlagen dieser Risiken auf die Ebene des Kreditnehmers war nur im Falle einer Insolvenz des Nachunternehmers beziehungsweise bei schwerwiegenden Bauverzögerungen möglich; die mit externen Garantien unterlegten Haftungen der Nachunternehmer boten hierfür grundsätzlich Absicherung und Entschädigungsmöglichkeit.

Zur Absicherung der Kreditanfrage hat die DKC Deka Kommunal Consult GmbH eine quantitative Bewertung der Sicherheiten im Vergleich zu den Risikokosten verschiedener Ausfallszenarien vorgenommen. Dabei wurden in einem ersten Schritt die wechselseitig zu stellenden Sicherheiten erfasst. Im zweiten Schritt wurden Risikoszenarien identifiziert, die sich unterschiedlich auf die Sicherheitenstruktur des Kreditgeschäftes auswirken konnten. In einem Rechenmodell wurden die mögli-

chen Ausfallszenarien mit Blick auf die vorgesehenen Kreditlinien, die Auszahlungen respektive die ausstehenden Bauleistungen, die Kompensationszahlungen, die Risikokosten und die jeweils verfügbaren Sicherheiten bewertet. Die Risikokosten umfassten unter anderem die Kosten für die Ersatzvornahme von Schlechtleistungen und die Kosten für Neuausschreibungen. Im Ergebnis konnten so die zu den jeweiligen Zeitpunkten verfügbaren Sicherheitsreserven im Verhältnis zu den bereits in Anspruch genommenen Kreditbeträgen in Form eines verfügbaren Risikopuffers ermittelt werden (Abbildung 2).

Die Abbildung zeigt das Szenario einer angenommenen Schlechtleistung des Nachunternehmers und dessen anschließende Insolvenz mit nachfolgendem Ersatz durch den Kreditnehmer. Der ausgewiesene Saldo aus Sicherheiten und Zusatzkosten berücksichtigt die zum jeweiligen Zeitpunkt vorhandene Sicherheit aus Eigenkapital und Staatsbürgschaften sowie die jeweils anfallenden Zusatzkosten aus Nachbesserung der in diesem Fall zweimonatigen Nichterfüllung und einer Neuausschreibung.

Der ausgewiesene Risikopuffer der verfügbaren Sicherheiten im Verhältnis zu den jeweils noch ausstehenden Bauleistungen ermöglicht begründete Entscheidungen der Finanziers zur Höhe zusätzlicher oder ergänzender Sicherheiten (Eigenkapital, Sponsoren, Bürgschaften oder vertragliche Anpassungen).

Vergabepaxis häufig umfassende Leistungsübertragungen vor, etwa in Form sogenannter DBFMO-Modelle³⁾.

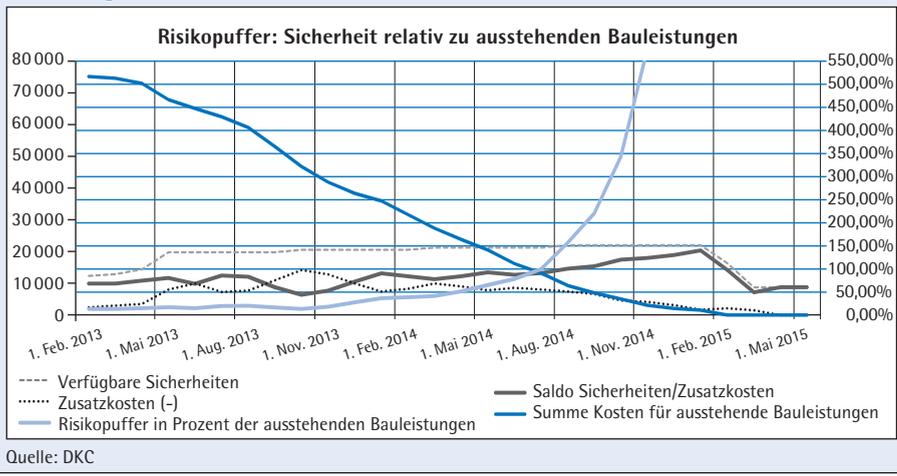
Ein Kerngedanke der zum Einsatz gebrachten Investorenmodelle ist der Lebenszyklusansatz. Gegenüber der von Einzelvergaben geprägten herkömmlichen Beschaffung wird ein ganzheitlicher Ansatz gewählt, der eine effizientere Aufgabenbewältigung gewährleistet und die dauerhafte Verfügbarkeit der Infrastruktur sicherstellt. Die Aufgliederung in mehrere Lebenszyklusphasen ermöglicht es dem Investor, den Einsatz von Eigen- und Fremdkapital auch vor dem Hintergrund seiner Renditeerwartungen zu steuern. Die sich daraus ableitende Forderung muss folgerichtig lauten, dass auch hierzulande kombinierte Leistungspaketvergaben in einem viel größeren Umfang zugelassen werden sollten. Der vom Bundestag jüngst beschlossene Antrag zur Förderung öffentlich-privater Partnerschaften ist in diesem Zusammenhang zu begrüßen.

Ausdruck der staatlich geförderten Kultur im europäischen Ausland ist die Anwendung von (DBFMO-)Standardverträgen, die klare Regelungen zur Verteilung der Risiken und zur Gewährung von Sicherheiten, wie beispielsweise Regelungen zu Kompensationszahlungen im Falle ordentlicher Kündigung, beinhalten. Ebenso können ergänzend Sonderregelungen vereinbart werden, wie beispielsweise Milestone Payments zur Eigenkapitalentlastung und als deutliches Signal des ernsthaften Interesses des öffentlichen Auftraggebers am Projekt. In der praktischen Umsetzung können sich die Vertragsparteien dann allein auf die projektspezifischen Besonderheiten konzentrieren, anstelle einer hierzulande üblichen individuellen juristisch begleiteten Aushandlung aller Einzelregelungen.

Eine Frage geeigneter Werkzeuge

Gelten regulatorische Vorgaben zur Finanzierung weitgehend gleich für alle Projekte, ist die Risikobeurteilung stets projektspezifisch. Infrastrukturfinanzierungen grenzen sich dabei gegenüber privatwirtschaftlich initiierten Projektentwicklungen allein schon dadurch ab, dass sie in der Regel der Umsetzung staatlicher Aufgaben dienen. Aus Sicht der Investoren und Finanziers ist das Entwicklungs- oder Vermarktungsrisiko als eines der wesentlichen Projektrisiken damit nicht weiter relevant,

Abbildung 2: Risikoszenario



da sich der Staat als Besteller zur zukünftigen Übernahme und Nutzung verpflichtet. Alle weiteren Risiken können in drei Gruppen unterteilt werden (Abbildung 1):

- Interne Projektrisiken mit Kosten- und Terminrisiken in der Bau- oder der Betriebsphase,

- externe Projektrisiken, die aus Force Majeure oder veränderten politischen Rahmenbedingungen resultieren

und schließlich

- die eigentlichen Kreditrisiken aus der Abwicklung des Geschäfts.

Externe Risiken liegen außerhalb des Einflussbereichs der Investoren oder Betreiber und können nicht gesteuert, sondern nur auf Grundlage von fairen vertraglichen Vereinbarungen kompensiert werden.

Interne Risiken und hier insbesondere die kostenintensiven Baurisiken, die gerade bei komplexen Infrastrukturprojekten im Hoch- und Tiefbau auftreten können, sind aus Sicht potenzieller Investoren und Finanziers besonders kritisch. Mögliche Insolvenzen der Projektgesellschaft oder wesentlicher Nachunternehmer, verbunden mit Schlechtleistungen und einem erneuten Ausschreibungsverfahren und Terminverzögerungen, stellen ein erhebliches Risikopotenzial aus Sicht der Finanziers dar. Dem steht in der Regel ein Sicherheitenpaket gegenüber, das sich unter anderem aus eingesetztem Eigenkapital, Staatsbürgschaften, Anzahlungen (Milestone Payments), Back-to-Back-Verträgen, Eintrittsrechten oder Kompensationsvereinbarungen zusammensetzt. Erfahrene Finanziers sind in der Lage, die komplexen Wechselwirkungen der Risiken und Sicherheiten objektiv zu bewerten und zu bepreisen, institutionelle Investoren sind es jedoch häufig nicht.

Konkrete Besonderheiten des Projektes berücksichtigen

Die Entscheidung für ein Kredit- oder Anlagegeschäft sollte sich aber vor allem bei Kooperations- und Partnerschaftsmodellen nicht allein an Unternehmenskennzahlen und Ratings ausrichten, sondern stets auch die konkreten Besonderheiten des Projektes berücksichtigen. Dies kann anhand von Untersuchungen möglicher Ausfallszenarien, der Zahlungsströme und der Sicher-

heitenstruktur sowie der vereinbarten Kompensationsregelungen in einem Rechenmodell erfolgen. Ein solches Werkzeug sollte von erfahrenen Anwendern auf Grundlage der Cash-Flow-Modelle der Investoren aufgebaut werden und muss sich den jeweiligen Anforderungen der Finanziers anpassen können.

Die Analyse solcher Risikoprofile erfordert einen vergleichsweise geringen Aufwand, führt jedoch über die Chance zur objektiven Beurteilung der Risikofolgekosten und der erforderlichen Sicherheitsinstrumente zu einer realistischen Bewertung des Geschäftes. Gerade diese Bewertungen können wesentlich dazu beitragen, zusätzliches privates oder institutionelles Kapital zu erschließen oder risikogetriebene Zurückhaltungen in der Bereitstellung von Investitionskapital zu minimieren.

Von besonderem Interesse für Ausblick

Ein Bedarf an Infrastrukturinvestitionen besteht weltweit. In einer kürzlich durchgeführten Untersuchung⁴⁾ wurde auch für den globalen Maßstab belegt, dass die Investitionsbereitschaft zwischen den Zielregionen stark variiert, hier jedoch oftmals begründet durch politische Unsicherheiten, wirtschaftliche Ausgangslagen oder regulatorische Hemmnisse. Grundsätzlich kann festgehalten werden, dass für die herkömmliche Beschaffungsvariante, vor allem in den Kern-EU-Ländern, derzeit ausreichend Liquidität, also Fremdmittel, bereitgestellt werden kann. Für alternative Beschaffungsformen mangelt es an der Bereitstellung von Drittmitteln häufig aufgrund der heterogenen Risikostruktur.

Vor allem Versicherungen und Pensionskassen schätzen Infrastrukturprojekte als ein solides Asset mit stabilem Return on Investment, mit langjähriger Anlagemöglichkeit und mit attraktiver Marktentwicklung ein. Für sie steht zwar ein Eigenkapitalengagement im Vordergrund, Interesse an Fremdkapitalinvestitionsmöglichkeiten ist jedoch bei den im Markt aktiven Investoren vorhanden. Gerade die Pensionskassen sind vor dem Hintergrund niedriger Zinsniveaus im Markt festverzinslicher Produkte auf der Suche nach soliden Anlagemöglichkeiten mit höheren und sichereren Renditeerwartungen, damit den laufenden Zahlungsverpflichtungen dauerhaft nachgekommen werden kann. Nicht von der Hand zu weisen ist, dass Beteili-

gungen an der nationalen Infrastruktur und damit an der eigenen Volkswirtschaft zuzuschreibenden Assets, die eine dauerhaft planbare Erlösberechnung gestatten, für Pensionskassen von besonderem Interesse sein dürften.

Fremd- oder Eigenkapitallösungen hin oder her: Noch ist die Bereitschaft bei vielen Akteuren, vorrangig der öffentlichen Hand, begrenzt, sich auf alternative Beschaffungsmöglichkeiten einzulassen. Im Vordergrund steht dabei in der Regel die effizienteste Beschaffungsvariante und nicht die zur Verfügung stehenden Finanzierungsmöglichkeiten. Dabei ist allen bewusst, dass sie sich neuen Herausforderungen stellen müssen, um in Zukunft ihre Aufgaben erfüllen zu können.

Die Affinität der Anleger, anders als bisher gewohnt zu investieren, muss sich erhöhen. Dazu gehört insbesondere eine Modifikation der Risikobewertung, der Blick über den Tellerrand zeigt aber, dass dies nicht bedeutet, sich auf ein Abenteuer einzulassen, sondern mit neuen Partnern erfolgreich neue Wege zu beschreiten. Öffentliche Träger und insbesondere deren politische Entscheider müssen bereit sein, über andere Vorgehensweisen nachzudenken. In vielen Fällen ist die direkte Anfrage bei den Hausbanken, zum Beispiel den Sparkassen⁵⁾, der erste Kontakt zu Finanzierungsquellen bei Projektrealisierungen. Gemeinsam mit ihnen sollte die Projektstruktur analysiert und gegebenenfalls angepasst werden, so dass neben einer klassischen Finanzierung auch ein Zugriff auf anderweitig bereitgestelltes Kapital möglich ist. Wichtig ist es, auch die Produkte anzubieten, die Kommunen und Investoren für neue Formen der Kooperation benötigen.

Fußnoten

¹⁾ Bericht der Kommission „Zukunft der Verkehrsinfrastrukturfinanzierung“, 2012.

²⁾ So gibt es beispielsweise in den Benelux-Staaten sowie in Großbritannien keine der deutschen Honorarordnung für Architekten und Ingenieure (HOAI) vergleichbare Verordnung mit der darin enthaltenen preisrechtlichen Vorgabe einer Honorarermittlung relativ zu den durch die Planung erzeugten Investitionskosten.

³⁾ Design, Build, Finance, Maintain, Operate (Planung, Bau, Finanzierung, Instandhaltung, Betrieb).

⁴⁾ DKC DeKa Kommunal Consult GmbH: Infrastruktur als nachhaltige Investitionsalternative. Studie im Auftrag der DeKa-Bank, Düsseldorf 2012.

⁵⁾ Sie sind mit einem Anteil von rund 49 Prozent wichtigster Kreditgeber der Kommunen (siehe zum Beispiel Deutscher Sparkassen- und Giroverband, Pressemitteilung 9/2013).