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 Baubetriebslehre
Lessingstraße 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 mit dem Schwerpunkt Investition und Finanzierung
Lessingstraße 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 mit dem Schwerpunkt Investition und Finanzierung der Fakultät 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
Vorwort


Das Gutachten zielt darauf ab, Eigenkapitallösungen für projektfinanzierte PPP-Projekte zu entwickeln und Lösungsansätze zur Gestaltung der dafür erforderlichen Rahmenbedingungen aufzuzeigen. Hierfür wurde zum einen eine umfangreiche Literaturauswertung durchgeführt, um die Beteiligung von externem Eigenkapital an PPP-Projekten auf nationaler sowie internationaler Ebene umfassend darzustellen. Zum anderen wurden Finanzintermediäre in Großbritannien, Frankreich, Italien und Deutschland und mittelständische deutsche Unternehmen im Rahmen einer empirischen Erhebung befragt. Ebenso konnten die Auswirkungen der Finanzkrise auf die Eigenkapitalbeschaffung bereits untersucht werden.

Im Ergebnis zeigt das Gutachten konkrete Handlungsempfehlungen für Eigenkapitalbeteiligungen an PPP-Projekten in Deutschland auf und gibt Anregungen, wie sich auch der Mittelstand an projektfinanzierten PPP-Hochbauprojekten erfolgreich beteiligen kann.


Die Erkenntnisse des im Mai 2010 abgeschlossenen Forschungsprojektes bilden einen soliden Grundstein für die Schaffung effizienter Eigenkapitalfinanzierungslösungen bei PPP-Vorhaben. Stabile Finanzierungsstrukturen werden helfen, noch mehr effiziente PPP-Modelle in Deutschland auf den Weg zu bringen. Das Gutachten leistet hierfür einen wichtigen Beitrag.

Berlin, Juni 2010

Helge Pols
Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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 ...........................................................................101

4.4 Frankreich ..........................................................................................101
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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 ............................................................................................... 127
    5.2.1 Infrastruktur-Sondervermögen .................................................................. 127
      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 ..................................... 129
    5.2.3 Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen ..................................................... 130
      5.2.3.1. Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen ...................................................... 130
      5.2.3.2. Rendite-Risiko-Profil ................................................................................. 131
      5.2.3.3. Beteiligung bei PPP-Projekten ................................................................. 131
  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 ................. 138
  5.4 Real Estate Investment Trusts ................................................................. 140
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

5.4.1 Rechtsgrundlagen und Anlagegrenzen ................................................................. 141
5.4.2 Rendite-Risiko-Profil ......................................................................................... 142
5.4.3 Beteiligung bei PPP-Projekten ............................................................................. 143
5.5 Versicherungsunternehmen und Pensionskassen .................................................. 143
5.5.1 Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen ................................................................. 143
5.5.2 Rendite-Risiko-Profil ......................................................................................... 144
5.5.3 Beteiligung bei PPP-Projekten ............................................................................. 144
5.6 Weitere PPP-Beteiligungsinstrumente und Investoren ........................................ 145
5.6.1 Stadtentwicklungsfonds ...................................................................................... 145
5.6.1.1 Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen ............................................................. 146
5.6.1.2 Rendite-Risiko-Profil ...................................................................................... 146
5.6.1.3 Beteiligung bei PPP-Projekten ........................................................................ 147
5.6.2 Real Estate Private Equity .................................................................................. 147
5.6.2.1 Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen ............................................................. 148
5.6.2.2 Rendite-Risiko-Profil ...................................................................................... 148
5.6.2.3 Beteiligung bei PPP-Projekten ........................................................................ 149
5.7 Besteuerung von PPP-Beteiligungsinstrumenten und Investoren ......................... 149

6 PPP-Beteiligungsprozess und Eigenkapitalbereitstellung für mittelständische Unternehmen ..................................................................................................... 151
6.1 Leistungen von Finanzintermediären im PPP-Beteiligungsprozess ......................... 151
6.2 Profil und Anforderungen mittelständischer Unternehmen im PPP-Beteiligungsprozess ................................................................................................. 152
6.3 Zusammenarbeit mittelständischer Unternehmen mit PPP-Beteiligungsinstrumenten und Investoren ........................................................................ 153
6.3.1 Offene Immobilienfonds ................................................................................... 153
6.3.2 ÖPP-Fonds ......................................................................................................... 154
6.3.3 Geschlossene Immobilienfonds ....................................................................... 155
6.3.4 Real Estate Investment Trusts ............................................................................ 155
6.3.5 Versicherungsunternehmen und Pensionskassen .............................................. 156
6.3.6 Weitere PPP-Beteiligungsinstrumente und Investoren ...................................... 157
6.4 Zur Rolle der Förderbanken und mittelständischen Beteiligungsgesellschaften ........................................................................................................ 158

7 Zusammenfassung .......................................................................................................... 162

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**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Tabelle</th>
<th>Titel</th>
<th>Seitenzahl</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Definition Mittelstand.</td>
<td>7</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Übersicht der Hochbausegmente.</td>
<td>34</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Risikoallokation bei projektfinanzierten PPP-Hochbauprojekten.</td>
<td>51</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>Projektvolumina vertraglich gezeichneter PFI-Verträge in Großbritannien zwischen 2003 und 2008.</td>
<td>68</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>An PFI beteiligte Bauunternehmen in Großbritannien zwischen 2004 und 2007.</td>
<td>69</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>An PFI beteiligte Hard Facility Management-Unternehmen in Großbritannien zwischen 2004 und 2007.</td>
<td>69</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>An PFI beteiligte Soft Facility Management-Unternehmen in Großbritannien zwischen 2004 und 2007.</td>
<td>70</td>
</tr>
<tr>
<td>8</td>
<td>Fremdkapitalgeber in Großbritannien zwischen 2004 und 2007.</td>
<td>71</td>
</tr>
<tr>
<td>9</td>
<td>Eigenkapitalgeber in Großbritannien zwischen 2004 und 2007.</td>
<td>75</td>
</tr>
<tr>
<td>11</td>
<td>Gegenüberstellung PPP-Ausschreibung und PPP-Vertragsvergaben (2008).</td>
<td>91</td>
</tr>
<tr>
<td>12</td>
<td>Ausgeschriebene PPP-Projekte nach Sektoren im Jahr 2009.</td>
<td>92</td>
</tr>
<tr>
<td>13</td>
<td>PPP-Projekte 2009 nach Vertragsarten.</td>
<td>94</td>
</tr>
<tr>
<td>14</td>
<td>Übersicht PPP-Projekte in Frankreich nach Hochbausegmenten (Zeitraum 01.01.2004 bis 30.09.2009).</td>
<td>106</td>
</tr>
<tr>
<td>15</td>
<td>Verteilung Vertragsmodelle begonnene und vergebene Projekte.</td>
<td>107</td>
</tr>
<tr>
<td>16</td>
<td>Übersicht Beteiligungskapital Mittelständischer Beteiligungsgesellschaften.</td>
<td>159</td>
</tr>
</tbody>
</table>
### Abkürzungsverzeichnis

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

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

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


1.2 Zielsetzung

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


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.


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 Handlungs-empfehlungen 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.


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


**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.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

Abbildung 1: Gang der Untersuchung des Forschungsvorhabens

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 eins bis sechs), Eigenkapitalbeteiligungen (Fragen sieben bis acht), Risiko und Rendite (Fragen neun bis zwölf), Beteiligungsprozess (Fragen 13 bis 15), Bietergemeinschaft (Frage 16) sowie Entwicklung des Beteiligungsmarktes und Bewertung der Rahmenbedingungen (Fragen 17 bis 22) beziehen.


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

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

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>Institut für Mittelstandsforschung</th>
<th>Europäische Kommission</th>
<th>Forschungsprojekt</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Zahl der Beschäftigten</td>
<td>10 bis 499</td>
<td>bis 249</td>
<td>bis 499</td>
</tr>
<tr>
<td>Konzern-unabhängigkeit</td>
<td>völlig oder weitgehend</td>
<td>Kapitalbeteiligungen</td>
<td>familiengeführt oder mehrheitlich in Familienbesitz</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td>über 25 % und verbundene Unternehmen werden einbezogen</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

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


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 sind. 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.


---

11 Vgl. aktuell Barckow, A. (2008), S. 312; Müller, S. et al. (2008), S. 1113.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten


2.1.1.1. Abgrenzung Eigenkapital zu Fremdkapital


- **Anspruchsgrundlage:** Eigenkapitalgeber besitzen keine nominal, sondern eine quotal (Beteiligungssquote) 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).


---

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.
auf Rückzahlung enthält, wohingegen die Vergabe von typischem Fremdkapital, wie einem Darlehen, immer mit dem Recht der Rückzahlung verbunden ist.\textsuperscript{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 Gesellschaftsvertretungsversammlungen 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.\textsuperscript{24} Allerdings werden aus ganz analogen Informationsasymmetrien auch Fremdkapitalgebern regelmäßig solche Rechte als zusätzliche Sicherheiten versprochen, weswegen sie keinen eindeutigen Anhaltspunkt für Eigenkapital liefern\textsuperscript{25}; ein entsprechendes Kriterium lässt sich solide nur an wirklich 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 projektfinanziertar 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 Finanzierung\textsuperscript{26} 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.\textsuperscript{27} Dies erfordert eine Abkehr von der dichotomen Gliederung in Eigen- und Fremdkapital und die explizite Einführung einer dritten Form, die des \textit{mezzaninen Kapitals}, welches eine Finanzierungsform zwischen


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.

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 verbriefter – und deswegen zumindest in Teilen gesetzlich geregelter – Finanzierungsformen wären dies insbesondere Vorzugsaktien, Gewinnschuldverschreibungen, Genussrechte sowie Wandelschuldverschreibungen. Gegenüber dieser Enumeration finden sich im Bereich nicht-verbriefter Finanzierungen unterschiedlichste weitere Formen, die nach ihrem überwiegenden Charakter (in equity-like und debt-like) unterschieden werden können. 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
Kündigungsrechte vereinbart wurden und im Falle der Insolvenz das Mezzanine-Kapital nur nachrangig bedient wird.\textsuperscript{35}


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.\textsuperscript{36} Folgerichtig wird demgemäß Außen- bzw. externe Finanzierung von Innen- bzw. internen Finanzierung unterschieden.


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

\textsuperscript{35} Vgl. IFD (2009), S. 1.

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 insbesondere

- 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).


43 Vgl. einleitend Horsch, A. et al. (2007), S. 382.
konzentriert, zumindest in mezzaniner Ausgestaltung solcher Mikroanleihen erschienen aber auch die Beschaffung von zumindest eigenkapitalähnlichem Kapital realistisch.


2.1.1.4. Funktionen des externen Eigenkapitals

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

- Funktion der Errichtungsgrundlage


- Funktion der Gewinnverteilungsbasis

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

47 Für gewisse Gesellschaftsformen sind dabei sogar gesetzlich quantifizierte Mindesteinnahmen 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.
• 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.\footnote{Vgl. Niggemann, K. A. (2007), S. 260.}

• Verlustausgleichs- bzw. Haftungsfunktion

• Reputationsfunktion (Repräsentationsfunktion)

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

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 werden.55 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) handelt.57 Im Rahmen dieser Arbeit wird der engen, nicht der weiteren Auffassung nicht gefolgt: Entscheidend ist, ob der Unternehmung Mittel zuzuführen, 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.


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.


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 Gesellschaft gerade für solche Unternehmungen gewählt werden, die häufige und breite Eigentümeransprüche 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 Marktprozesse schließlich können im Fall von Märkten für Finanzierungstitel insbesondere gefasst werden 1) die Höhe der Transaktionskosten, 2) die Marktlückigkeit, 3) die

---


60 Franke, G.; Hax, H. (2009), S. 57


Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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


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

---

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

2.1.2.2. Risikopräferenz


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

Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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 projektspezifische 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 gebeterener 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:

\[
 r_{erwartet} = r_t + RZ
\]

Während \(r_t\) als Marktdatum vorgegeben ist, obliegt die Festlegung von \(RZ\) den Partnern des Kapitalüberlassungsvertrages im Rahmen der sonstigen Marktgegebenheiten (z. B. Anlage opportunitäten), 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

---


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 ist, existieren im deutschsprachigen Raum hartnäckige Missverständnisse über diese Finanzierungsvariante.

---

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

\(^80\) Für eine ausführliche Darstellung anhand für die Sektoren charakteristischer Fallstudien vgl. Esty, B. (2004a); einführend auch Ders. (2004b), S. 213f.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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 dominernden Rolle der aus dem Projekt fließenden Cashflows steht PF für eine Ausprägung des \textit{Cashflow Related Lending}.


Durch die Nutzbarmachung einer solchen Zweckgesellschaft erfüllt die PF das zentrale Definitionsziel strukturierten Finanzierungen, denen sie daher als Unterform zuzurechnen ist.\textsuperscript{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 Projekts.\textsuperscript{82} Die Wahrnehmung dieser Gelegenheit und mithin die Hebung der Gewinnpotentiale übersteigt indes die unternehmerischen Ressourcen. Neben der \textit{quantitativen} Dimension, also dem reinen Finanzierungsvolumen, ist hierfür regelmäßig auch die \textit{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 \textit{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 Unternehmen vor dem Zugriff anspruchsberechtigter ProjektPartner abzuschirmen (im Idealfall vollständig ausgeschlossenen Rückgriffs: „non recourse“). 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.\textsuperscript{84} Da daraufhin ebenfalls gegebene Fremd-

\textsuperscript{81} Vgl. Akbiyikli, R. et al. (2006), S. 68.


\textsuperscript{84} Vgl. aktuell Akbiyikli, R. et al. (2007), S. 70, 73f.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten


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."
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

Abbildung 2: Akteure und Kontrakte einer idealtypischen Projektfinanzierung


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 entwickeln:

(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 nachprüfbarer 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 Unvollständigkeiten 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.

Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

- 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.


Eine Lösungsstrategie\(^{92}\), 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...
Märkten zwischen die Kontraktpartner treten, um Angebot und Nachfrage aufeinander abzustimmen.\textsuperscript{93} Als \textit{Intermediation} wären demnach die von Intermediären ausgeübte Funktion bzw. die von ihnen erbrachten Intermediationsleistungen im Rahmen einer konkreten Austauschbeziehung zwischen Marktteilnehmern zu bezeichnen.

\textbf{Abbildung 4: Intermediation}

Infolge dieses grundlegenden Begriffsverständnisses ist es erforderlich, die entsprechend umfangreiche und vielgestaltige Gesamtheit der Intermediäre sinnvoll zu systematisieren.\textsuperscript{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) \textit{Zahlungsmittel}strömen. Dieses umgibt Individuen und Institutionen in weiten Teilen, umfasst also Tauschvereinbarungen mit anderen Individuen auf Märkten, aber auch innerhalb von Unternehmungen oder Behörden.\textsuperscript{95} In einer moderneren Sichtweise sind fernerhin die \textit{Informationen}ströme zu berücksichtigen, in die jeder Marktteilnehmer eingebettet ist. Mit einer dreige teilten Unterscheidung in Güter-, Geld- sowie Informationsströme werden Intermediäre ankünfend an den \textit{Objekten} der Tauschvereinbarungen bzw. Märkte systematisiert, in deren Rahmen sie agieren.


Als \textbf{Finanz}intermediäre i.w.S. sind nach Maßgabe der bisherigen Abgrenzung Individuen oder Institutionen zu verstehen, die in \textit{Finanz}ströme eintreten, also im Rahmen von Austauschbeziehungen in liquiden Mitteln tätig werden.\textsuperscript{97} Dieses heute vorherrschende Begriffsverständnis hat sich im Zeitablauf evolut risch und nicht störungsfrei herausgebildet. Ursache dafür war u.a., dass der Ausgangspunkt der Beschäftigung mit der Finanzmediation, nämlich die durch \textit{Banken} dargestellte Finanzmediation (die zur Abgrenzung daher treffender als \textit{Bankintermediation} bezeichnet werden sollte), oft weniger als

Prototyp denn als Synonym für Finanzintermediation dargestellt wurde. Auch wenn inzwischen neben Bank- vor allem Versicherungsunternehmungen als Finanzintermediäre behandelt werden, bilden sie nur eine Teilmenge dieser Gesamtheit: Der Eingangsdefinition des Finanzintermediärs entsprechen darüber hinaus weitere Unternehmungen unterschiedlicher Ausrichtungen, darunter insbesondere Investmentgesellschaften i.w.S. 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 eingebettet sind. Informationsintermediation ist demgemäß etwa das Markthandeln von Wirtschaftsprüfern, die die (Rechnungslegungs-)Informationen des Rechnungsgleichgewichts an die Rechnungslegungsadressaten verifizieren und standardisieren helfen, oder das von Ratingunternehmungen, die Wahrscheinlichkeitsaussagen über die Kapitaldienstfähigkeit von Fremdkapitalnehmern erstellen. 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.
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 Finanzströmefinclacht 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.


---

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 *Transformationseleistungen*\textsuperscript{106} modifizieren, bevor sie sie im Aktivgeschäft wieder investieren.

Analog wären auch spezielle Formen von Investitionsvehikeln, die erhaltene Eigen- und Fremdmittel in projektsspezifisch 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 andersartiger Institutionen dargestellt wird.

Die Diskussion dieses „raison d’être“\textsuperscript{107} von Finanzintermediären ist nicht Gegenstand dieser Arbeit. Gleichwohl können die entsprechenden Forschungsergebnisse\textsuperscript{108} im weiteren Verlauf möglicherweise genutzt werden, um die Sinnhaftigkeit der definierten Typ-4-Variante des Finanzintermediärs dem Grunde sowie der Ausgestaltung nach zu begründen.


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

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 projektfinanzierten PPP-Projekte eingegangen.


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

<table>
<thead>
<tr>
<th>Hochbausegmente</th>
<th>Beispiele</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Verwaltung</td>
<td>Rathäuser, Finanzämter, Ministerien</td>
</tr>
<tr>
<td>Bildung</td>
<td>Schulen, Hochschulen, Kindergärten</td>
</tr>
<tr>
<td>Gesundheit</td>
<td>Krankenhäuser, Pflegeheime</td>
</tr>
<tr>
<td>Freizeit und Kultur</td>
<td>Sportstätten, Schwimmbäder, Museen, Theater</td>
</tr>
<tr>
<td>Sicherheit</td>
<td>Polizeigebäude, Gefängnisse, Grenzschutz</td>
</tr>
<tr>
<td>Sonstiges</td>
<td>Messegelände, Parkhäuser, Feuerwehrgebäude</td>
</tr>
</tbody>
</table>


---

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.\footnote{Vgl. BMVBW (2003, Hrsg.), S. 90ff.}

Die verschiedenen PPP-Vertragsmodelle unterscheiden sich im Wesentlichen hinsichtlich der Eigentumszuordnung, des vertraglichen Leistungsumfangs, der Risikoverteilung und der Entgeltstruktur.\footnote{Vgl. BMVBW (2003, Hrsg.), S. 90.}

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.

\begin{figure}[h]
\centering
\includegraphics[width=\textwidth]{PPP-Effizienzpyramide.png}
\caption{Abbildung 6: PPP-Effizienzpyramide\footnote{Eigene Darstellung in Anlehnung an Jacob, D.; Kochendörfer, B. (2002), S.19.}}
\end{figure}


Die \textit{Risiken} eines Projektes bestehen in der Unsicherheit zukünftiger Ereignisse, die in einer positiven oder negativen Abweichung von einem festgelegten Ziel resultieren können.
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 Risikowert\(^{117}\) ermittelt.\(^{118}\)


\(^{117}\) Risikowert = Schadenshöhe x Eintrittswahrscheinlichkeit.
\(^{118}\) Vgl. Hoppenberg, M. et al. (2008), S. 69f.
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 public order purchase bank ermöglicht die Erzielung kommunal kreditähnlicher Finanzierungskonditionen.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.

### 2.2.3 Gesellschafterstruktur

Die Gesellschafterstruktur einer PPP-Projektfinanzierung besteht aus den Eigenkapitalgebern der Projektgesellschaft. 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. Dies kann unter anderem durch die Bindung von Kapital befördert werden.

![Abbildung 8: Organisation und Vertragsstrukturen beim Betreibermodell](image)

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. Das bedeutet auch, dass mit zunehmendem Voranschreiten die laufenden Wertzuwächse des Projektes abnehmen. 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

---

Planung, Erstellung und Inbetriebnahme eines Projektes liegen und weniger in einem langfristigen Betrieb.\textsuperscript{129}

Die rechtliche Trennung der Vermögen von Projektsponsoren und Projektgesellschaft durch die Gründung einer SPC in Form einer Kapitalgesellschaft sind Voraussetzung für das Vornehmen eines Gesellschafterwechsels.\textsuperscript{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.\textsuperscript{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 Gesellschaften 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 Projektsponsoren soll dadurch solange garantiert werden, bis gewisse Meilensteine, wie die Inbetriebnahme bzw. ramp-up-Phase im Projekt erreicht wurden.\textsuperscript{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.\textsuperscript{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 puncto Gesellschafterwechsel. Dabei sollten die unterschiedlichen Risikostrukturen während der Bau- und Betriebsphase Berücksichtigung finden.\textsuperscript{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,

\textsuperscript{129} Vgl. Blecken, U.; Meinen, H. (2008), S. 44.
\textsuperscript{130} Vgl. Siebel, U. R. et al. (2008), S. 75.
\textsuperscript{131} Vgl. dazu Kapitel 5.1.
\textsuperscript{132} Vgl. Siebel, U. R. et al. (2008), S. 82.
\textsuperscript{133} Vgl. Siebel, U. R. et al. (2008), S. 395.
\textsuperscript{134} Vgl. Siebel, U. R. et al. (2008), S. 395.


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, sei 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 projektfinanzierten 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 dementprechend 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. 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. Ein wesentlicher
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten


Abbildung 9: Primär- und Sekundärmarkt für PPP


Abbildung 9: Primär- und Sekundärmarkt für PPP


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 Verkehrsverlaut 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 Sekundärmärkten

144 Eigene Darstellung.
3 Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten im Hochbau


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 bezuschlagenen PPP-Projekte mittels dieser kommunalkreditähnlichen Finanzierung umgesetzt.145 Das durchschnittliche Investitions- volumen der Projekte lag bei ca. 21,8 Mio. Euro. Abbildung 11 verdeutlicht den im internationalen Vergleich geringen Anteil an Projektfinanzierungen im deutschen PPP-Hoch- bau.146

![Diagramm: Projektfinanzierung in Deutschland](https://example.com/diagram.png)

**Abbildung 11: Die Finanzierung von PPP-Hochbauprojekten in Deutschland**147

Nur 18 % der bisher 134 in Deutschland vergebenen PPP-Projekte wurden mittels Projektfinan- zierung 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

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 24 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 Hochbau


---

149 Eigene Erhebung und Daten des Hauptverbandes der Deutschen Bauindustrie (Stand Dezember 2009).
lich von den klassischen PPP-Hochbauten und werden im Folgenden nicht weiter betrachtet.


\textbf{Abbildung 13: Investitionsvolumina projektfinanzierten PPP-Projekte im Hochbau}\textsuperscript{151}

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 geschuldet 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.\textsuperscript{152}

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

\textsuperscript{150} Vgl. Empirische Erhebung (Deutschland).
\textsuperscript{151} Eigene Erhebung und Daten des Hauptverbandes der Deutschen Bauindustrie (Stand Dezember 2009).
\textsuperscript{152} Vgl. Berger (2008), Rn. 9ff., S. 844, Hoppenberg, M. et. al. (2008), S. 63.
die geschuldeten Bau- und Betriebsleistungen erbracht werden. 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. Insgesamt wurden 58 Prozent der projektfinanzierten PPP-Projekte im Inhabermodell und 42 Prozent im Mietmodell realisiert.

### 3.1.2 Finanzierungsstruktur projektfinanzerter 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, Patronatsklärungen und / oder Bürgschaften oder durch Mezzanine-Kapital reduziert bzw. ersetzt werden.


155 Eigene Erhebung und Daten des Hauptverbandes der Deutschen Bauindustrie (Stand Dezember 2009).
156 Vgl. Kapitel 3.1.2 Finanzierungs- und Risikostruktur projektfinanzerter PPP-Projekte im Hochbau.
157 Im Rahmen der empirischen Erhebung wurden Eigenkapitalkapitalanteile 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


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. 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

163 Vgl. Empirische Erhebung Fremdkapitalgeber.

3.2.1 Finanzierungsinstrumente


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 Syndierung, verpflichten sich die einzelnen Banken des Konsortiums, entsprechend hohe Beträge des Gesamtkredites zu bereitzustellen. 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 Projektablaufzeit erheblich eingeschränkt.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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 Erwartung einer angemessenen Rendite an der Wertschöpfung des Projektes teilzuhaben und ihre Haftung durch die Gründung der Projektgesellschaft als Kapitalgesellschaft möglichst weitgehend zu begrenzen.\textsuperscript{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.\textsuperscript{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.\textsuperscript{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.\textsuperscript{178} Zinsen von Nachrangdarlehen sind darüber hinaus grundsätzlich abzugsfähiger Betriebsaufwand (§ 8a KStG)\textsuperscript{179}, Eigenkapitaldividenden nicht.

3.2.2 Besicherungsinstrumente


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.

\textsuperscript{175} Vgl. grundsätzlich zur Abwägung zwischen „Bankkredit oder Anleihefinanzierung“ Rudolph, B. (2006), S. 399ff.
\textsuperscript{179} An dieser Stelle müssen die Auswirkungen der Zinsschranke in die Betrachtung mit einbezogen werden.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten


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.


Beider 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.

181 Vgl. Empirische Erhebung (Fremdkapitalgeber).
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 einschätzbares 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

<table>
<thead>
<tr>
<th>Risikokategorie</th>
<th>Öffentliche Hand</th>
<th>Privater Partner</th>
<th>Finanzintermediäre</th>
<th>Versicherung</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Grundstücks- und Bestandsrisiken</td>
<td>X</td>
<td>X</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Planungsrisiken</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Genehmigungsrisiken</td>
<td>X</td>
<td>X</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Baurisiko</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>X</td>
</tr>
<tr>
<td>Betriebsrisiko</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Finanzierungsrisiko</td>
<td>X</td>
<td></td>
<td></td>
<td>X</td>
</tr>
<tr>
<td>Steuerrisiko</td>
<td>X</td>
<td>X</td>
<td>X</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Rechtsprechungsrisiko</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Force Majeure</td>
<td>X</td>
<td>X</td>
<td></td>
<td>X</td>
</tr>
<tr>
<td>Restwertrisiko</td>
<td>X</td>
<td></td>
<td></td>
<td>X</td>
</tr>
<tr>
<td>Auslastungsrisiko</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Grundstücks- und Bestandsrisiken umfassen Risiken der Verzögerung oder Verteuerung der Realisierung aufgrund unvorhergesehenen 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.

\(^{185}\) 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).
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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.


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.


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 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 Erwerbermodell 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


\(^{187}\) 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-Projekten \(^{190}\)

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


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.


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.

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


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 finanziierenden Bank eröffneten Kontos für die Eigenkapitaleinzahlungen der Anleger erfolgen.


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.


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, Bau- leistungs- 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 Moni- toring-Leistungen sind Projektfinanzierungen durch vergleichsweise hohe Transaktions- kosten 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).


\(^{193}\) Vgl. Experteninterview (Deutschland).
Konjunkturpakete 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 vereinfach wie folgt darstellen:¹⁹⁴

Abbildung 15: PPP-Vergabeverfahren¹⁹⁵


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

---


¹⁹⁵ In Anlehnung an Riebling (2009), S. 122.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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


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.


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. 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.

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-

---

Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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 Eigenkapitalgeber­sicht 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.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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.\footnote{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.} 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.\footnote{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.}


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-
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

gehen, dass die Segmenten 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-unternehmensisch (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

206 Vgl. HM Revenue & Customs (2009), Abrufadresse: http://www.hmrc.gov.uk/ctsa/ct_rate_band.htm (Stand 05.03.2009).
209 Vgl. HM Revenue & Customs (2009), http://www.hmrc.gov.uk/ctsa/ct_rate_band.htm (Stand 05.03.2009).
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten


4.2.1.4. Bestehende öffentlich-privatwirtschaftliche Einrichtungen


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 die öffentliche Hand 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.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

- 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 dies 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,

---

Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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).\footnote{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.\footnote{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.\footnote{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.\footnote{225} 

\footnotesize{222} Vgl. HM Treasury (2009a), S. 4.
\footnotesize{223} Vgl. HM Treasury (2007), S. 124ff.
\footnotesize{224} Vgl. IFSL (2008), S. 1.
\footnotesize{225} Vgl. IFSL (2008), S. 1.
Abbildung 16: PFI Verträge in Großbritannien zwischen 1998 und 2008


---

Quelle: In Anlehnung an IFSL (2008), S. 1.
Umgerechnet mit durchschnittlichem Jahreswechselkurs 2008 gemäß Deutscher Bundesbank.
Umgerechnet mit durchschnittlichem Jahreswechselkurs 2008 gemäß Deutscher Bundesbank.
Vgl. IFSL (2008), S. 1.
4.2.2.2. Vertragsmodelle

Die am häufigsten angewandten Vertragsmodelle für PFI-Hochbau-Projekte sind das Erwerbermodell (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

---


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

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

<table>
<thead>
<tr>
<th>Nr.</th>
<th>Name</th>
<th>Anzahl der Projekte</th>
<th>Projektvolumen in Millionen £</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Carillion</td>
<td>12</td>
<td>1650</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Balfour Beatty</td>
<td>11</td>
<td>1500</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Skanska</td>
<td>4</td>
<td>1450</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>AMEC</td>
<td>6</td>
<td>750</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Bovis</td>
<td>3</td>
<td>700</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>KBR</td>
<td>1</td>
<td>625</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>Laing O’Rourke</td>
<td>4</td>
<td>550</td>
</tr>
<tr>
<td>8</td>
<td>Taylor Woodrow</td>
<td>1</td>
<td>375</td>
</tr>
<tr>
<td>9</td>
<td>Costain</td>
<td>5</td>
<td>350</td>
</tr>
<tr>
<td>10</td>
<td>Interserve</td>
<td>5</td>
<td>325</td>
</tr>
</tbody>
</table>


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

<table>
<thead>
<tr>
<th>Nr.</th>
<th>Name</th>
<th>Anzahl der Projekte</th>
<th>Projektvolumen in Millionen £</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Skanska</td>
<td>3</td>
<td>1400</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Balfour Beatty</td>
<td>7</td>
<td>1325</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Mitie</td>
<td>10</td>
<td>750</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>AMEC</td>
<td>2</td>
<td>650</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Interserve</td>
<td>6</td>
<td>500</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>Carillion</td>
<td>4</td>
<td>425</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>Amey</td>
<td>3</td>
<td>425</td>
</tr>
<tr>
<td>8</td>
<td>Thames Water</td>
<td>2</td>
<td>375</td>
</tr>
<tr>
<td>9</td>
<td>Sodexho</td>
<td>3</td>
<td>375</td>
</tr>
<tr>
<td>10</td>
<td>Taylor Woodrow</td>
<td>1</td>
<td>350</td>
</tr>
</tbody>
</table>

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

---

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

<table>
<thead>
<tr>
<th>Nr.</th>
<th>Name</th>
<th>Anzahl der Projekte</th>
<th>Projektvolumen in Millionen £</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Mitie</td>
<td>11</td>
<td>keine Angabe</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Balfour Beatty</td>
<td>6</td>
<td>4</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Carillion</td>
<td>5</td>
<td>5</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>Amey</td>
<td>5</td>
<td>5</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Interserve</td>
<td>5</td>
<td>5</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>Kier</td>
<td>4</td>
<td>4</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>Sodexho</td>
<td>3</td>
<td>3</td>
</tr>
<tr>
<td>8</td>
<td>Robertson</td>
<td>3</td>
<td>3</td>
</tr>
<tr>
<td>9</td>
<td>Integral</td>
<td>3</td>
<td>3</td>
</tr>
<tr>
<td>10</td>
<td>15 verschiedene Untern.</td>
<td>jeweils 2</td>
<td>keine Angabe</td>
</tr>
</tbody>
</table>

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

238  In Anlehnung an: PartnershipsUK (2007), S. 27.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

Tabelle 8: Fremdkapitalgeber in Großbritannien zwischen 2004 und 2007

<table>
<thead>
<tr>
<th>Nr.</th>
<th>Name</th>
<th>Anzahl der Projekte</th>
<th>Projektvolumen in Millionen £</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Bank of Scotland</td>
<td>17</td>
<td>1300</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>HSBC</td>
<td>13</td>
<td>700</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>RBS</td>
<td>9</td>
<td>700</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>Dexia</td>
<td>16</td>
<td>650</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>NIB Capital</td>
<td>13</td>
<td>550</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>DEPFA</td>
<td>6</td>
<td>400</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>EIB</td>
<td>5</td>
<td>350</td>
</tr>
<tr>
<td>8</td>
<td>Bank of Ireland</td>
<td>7</td>
<td>300</td>
</tr>
<tr>
<td>9</td>
<td>Barclays</td>
<td>13</td>
<td>300</td>
</tr>
<tr>
<td>10</td>
<td>Llyods TSB</td>
<td>3</td>
<td>300</td>
</tr>
</tbody>
</table>

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.
\(^{244}\) Vgl. PartnershipsUK (2007), S. 19.
Abbildung 17: Finanzierungsquellen für PFI-Projekte in Großbritannien zwischen 2004 und 2007²⁴⁶

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

²⁴⁷ In Anlehnung an: PartnershipsUK (2007), S. 19.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

Die am häufigsten angewandte Finanzierungsstruktur kann wie folgt veranschaulicht werden:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Fremdkapital 90%</th>
<th>Projektgesellschaft</th>
<th>Eigenkapital i.w.S. 10%</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Nachrangiges Fremdkapital 90%</td>
<td>Zahlungen von der öffentlichen Hand</td>
<td>Zahlungen an Nachunternehmer</td>
</tr>
<tr>
<td>Vorrangiges Fremdkapital 100%</td>
<td></td>
<td>Aktien 10%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Abbildung 19: Finanzierungsstruktur für PFI-Projekte Großbritannien**

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

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

- 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.


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

---

PFI-Projekte erst durch die Bündelung von mehreren Infrastruktur einrichtungen 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**


---

254 Vgl. DLA Piper (2009), S. 116.
Tabelle 9: Eigenkapitalgeber in Großbritannien zwischen 2004 und 2007.256

<table>
<thead>
<tr>
<th>Nr.</th>
<th>Name</th>
<th>Anzahl der Projekte</th>
<th>Projektvolumen in Millionen £ x Eigenkapitalquoten</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Innisfree</td>
<td>12</td>
<td>1200</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Equion/ John Laing</td>
<td>8</td>
<td>625</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>RBS</td>
<td>7</td>
<td>600</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>Skanska</td>
<td>3</td>
<td>575</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Balfour Beatty</td>
<td>5</td>
<td>575</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>Bank of Scotland</td>
<td>12</td>
<td>400</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>HSBC</td>
<td>3</td>
<td>350</td>
</tr>
<tr>
<td>8</td>
<td>Bilfinger Berger</td>
<td>5</td>
<td>250</td>
</tr>
<tr>
<td>9</td>
<td>AMEC</td>
<td>2</td>
<td>200</td>
</tr>
<tr>
<td>10</td>
<td>Barclays</td>
<td>10</td>
<td>200</td>
</tr>
</tbody>
</table>

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.


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

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.\footnote{Ryan, M. et. al (2006), S. 1ff.}


\subsection{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.\footnote{Vgl. Holmes, C. (2002), Rn. 19.028.} Unter Mezzanine-Kapital wird bei PFI-Projekten in Großbritannien...
nachrangiges Fremdkapital verstanden, das nicht von den eigentlichen Anteilsinhabern der Projektgesellschaft, sondern von Dritten gestellt wird.\(^\text{265}\)

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.\(^\text{266}\) 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.\(^\text{267}\)

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.\(^\text{268}\)


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.\(^\text{270}\)
4.2.4 Praxisbeispiel Großbritannien

Das folgende Praxisbeispiel\textsuperscript{271} 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.\textsuperscript{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 Stimmenrechte 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.\textsuperscript{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.\textsuperscript{274}

\textsuperscript{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.

\textsuperscript{272} Vgl. Standard & Poor`s (2006), S. 4.


\textsuperscript{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


Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

men mit einer öffentlichen Mehrheits- bzw. Minderheitsbeteiligung unterschieden. 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.


283 Art. 143, Nr. 6, 163/2006.


4.3.1.3 Rechtliche Rahmenbedingungen und Voraussetzungen für PPP


Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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


4.3.1.4 Bestehende öffentlich-privatwirtschaftliche Einrichtungen


300 Vgl. UTFP (2009a).
genannter „promotore“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 einbeziehen: 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 Süditaliens.304


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


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

308 Vgl. Bo, G. et. al. (2009), S. 10.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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


4.3.1.5 PPP-Vergabeverfahren

Für die öffentliche Auftragsvergabe sind in Italien das offene und das beschränkte\textsuperscript{313} Vergabeverfahren, das Verhandlungsverfahren\textsuperscript{314} und der wettbewerbliche Dialog\textsuperscript{315} rechtlich zulässig. Je nach Vertragsgegenstand und Projektgegebenheiten ist eines dieser vier Vergabeverfahren zu wählen. Für komplexe Bauaufträge etwa wird oftmals auf den wettbewerblichen Dialog zurückgegriffen\textsuperscript{316} 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.\textsuperscript{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.

\begin{footnotesize}
\begin{itemize}
\item[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.
\item[315] "Dialogo competitivo" Vgl. Art. 58, D. Lgs. 152/2008.
\item[316] Vgl. Art. 58, Nr. 1, D. Lgs. 163/2006.
\end{itemize}
\end{footnotesize}


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 Hinweise 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

Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

324 Vgl. UTFP (2009c), S. 22.
325 Vgl. UTFP (2009c), S. 22 f.
328 Vgl. Bo, G. et al. (2009), S. 31f.
330 Vgl. Bo, G. et al. (2009), S. 32.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten


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. Die beiden beschriebenen Verfahren sind in Abbildung 20 noch einmal veranschaulicht.


333 Vgl. Bo, G. et al. (2009), S. 32.
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 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


Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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 Betriebskonzeption besitzt allerdings nur informativen Charakter und muss auf das individuelle Projekt hin noch abgestimmt werden.341 Dabei enthält er die Mindestbestandteile für eine korrekte Risikübertragung von öffentlicher Hand auf Privatwirtschaft, mit dem Ziel nicht nur ein Projekt als finanziierbar auszugestalten, sondern auch die wichtigen Interessen der öffentlichen Hand und vor allem der Endnutzer (Patienten) hinreichend zu berücksichtigen.342

4.3.2 Länderspezifische Marktentwicklung


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

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Anzahl PPP-Projekte</td>
<td>447</td>
<td>644</td>
<td>559</td>
<td>659</td>
<td>1.002</td>
<td>1.811</td>
</tr>
<tr>
<td>Durchschnittl. Investitionsvolumen (in Mio. €)</td>
<td>10,21</td>
<td>14,77</td>
<td>14,97</td>
<td>8,67</td>
<td>6,80</td>
<td>5,50</td>
</tr>
</tbody>
</table>


343 Quelle: Osservatorio Nazionale del Partenariato Pubblico Privato, Stand November 2009.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

4.3.2.1 Projekte im Hochbau


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

---

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.
Tabelle 12: Ausgeschriebene PPP-Projekte nach Sektoren im Jahr 2009\textsuperscript{346}

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Wasser, Gas, Energie &amp; Telekommunikation</td>
<td>290</td>
<td>176</td>
<td>957,5</td>
<td>5,4</td>
</tr>
<tr>
<td>Häfen</td>
<td>37</td>
<td>15</td>
<td>143,2</td>
<td>9,5</td>
</tr>
<tr>
<td>Parkanlagen und Grünflächen</td>
<td>314</td>
<td>195</td>
<td>84,8</td>
<td>0,4</td>
</tr>
<tr>
<td>Kulturgüter</td>
<td>6</td>
<td>3</td>
<td>3,1</td>
<td>1,0</td>
</tr>
<tr>
<td>Mehrzweckhallen</td>
<td>5</td>
<td>3</td>
<td>0,8</td>
<td>0,3</td>
</tr>
<tr>
<td>Friedhöfe</td>
<td>52</td>
<td>48</td>
<td>89,4</td>
<td>1,9</td>
</tr>
<tr>
<td>Gewerbe &amp; Handwerk</td>
<td>188</td>
<td>142</td>
<td>242,8</td>
<td>1,7</td>
</tr>
<tr>
<td>Verwaltungsgebäude</td>
<td>1</td>
<td>1</td>
<td>2,9</td>
<td>2,9</td>
</tr>
<tr>
<td>Müllentsorgung</td>
<td>14</td>
<td>11</td>
<td>279,4</td>
<td>25,4</td>
</tr>
<tr>
<td>Sportstätten</td>
<td>386</td>
<td>271</td>
<td>247,9</td>
<td>0,9</td>
</tr>
<tr>
<td>Parkplätze, -tiefgaragen, -häuser</td>
<td>119</td>
<td>103</td>
<td>173,7</td>
<td>1,7</td>
</tr>
<tr>
<td>Stadterneuerung/Stadtentwicklung</td>
<td>44</td>
<td>24</td>
<td>437,6</td>
<td>18,2</td>
</tr>
<tr>
<td>Gesundheit</td>
<td>59</td>
<td>50</td>
<td>485,3</td>
<td>9,7</td>
</tr>
<tr>
<td>Bildung</td>
<td>60</td>
<td>47</td>
<td>116,2</td>
<td>2,5</td>
</tr>
<tr>
<td>Freizeit</td>
<td>69</td>
<td>49</td>
<td>87,2</td>
<td>1,8</td>
</tr>
<tr>
<td>Transport</td>
<td>29</td>
<td>23</td>
<td>6.448,1</td>
<td>280,4</td>
</tr>
<tr>
<td>Fremdenverkehr</td>
<td>103</td>
<td>79</td>
<td>45,5</td>
<td>0,6</td>
</tr>
<tr>
<td>Sonstige</td>
<td>35</td>
<td>25</td>
<td>122,1</td>
<td>4,9</td>
</tr>
<tr>
<td>GESAMT</td>
<td>1.811</td>
<td>1.265</td>
<td>9.967,5</td>
<td>7,9</td>
</tr>
</tbody>
</table>

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


**Parkplätze, -tiefgaragen, -häuser** bilden einen Sektor, der sich erst dank der Möglichkeit einer Umsetzung von öffentlich-privaten Partnerschaften entwickelt hat. Der Bedarf an öffentlichen Parkplätzen ist im Norden Italiens, bzw. in größeren Städten und in vom Tourismus frequentierten Orten am größten.\textsuperscript{348} Die durchschnittlichen Investitionskosten für PPP-finanzierte Parkplätze in Italien belaufen sich auf 1,7 Mio. Euro.


\textsuperscript{347} Vgl. Osservatorio Nazionale (2008), S. 5.

\textsuperscript{348} Vgl. Etro, F. (2005), S. 29.

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


350 Vgl. Tabelle 11.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

großen Zuspruch gefunden und einen Rückgang der Auftragsvergabe auf Initiative privater Partner im zweistufigen Ausschreibungsverfahren überkompensiert.\textsuperscript{351}

\textbf{Tabelle 13: PPP-Projekte 2009 nach Vertragsarten}\textsuperscript{352}

<table>
<thead>
<tr>
<th>PPP-Ausschreibungen Januar - November 2009 nach Vertragsarten</th>
<th>Anzahl</th>
<th>Investitionsvolumen (in Mio. €)</th>
<th>Anzahl</th>
<th>Investitionsvolumen</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Bau- und Betriebskonzessionen auf Initiative eines &quot;promotore&quot;</td>
<td>118</td>
<td>6.211,2</td>
<td>-15,1</td>
<td>43,2</td>
</tr>
<tr>
<td>Zweistufiges Vergabeverfahren</td>
<td>52</td>
<td>3.749,1</td>
<td>-62,3</td>
<td>-13,3</td>
</tr>
<tr>
<td>Einstufiges Vergabeverfahren</td>
<td>66</td>
<td>2.462,1</td>
<td>6.500,0</td>
<td>21.882,9</td>
</tr>
<tr>
<td>Bau- und Betriebskonzessionen auf Initiative der öffentlichen Hand</td>
<td>344</td>
<td>1.779,9</td>
<td>61,5</td>
<td>133,3</td>
</tr>
<tr>
<td>Generalunternehmerverträge</td>
<td>38</td>
<td>897,5</td>
<td>-4,7</td>
<td>-54,7</td>
</tr>
<tr>
<td>Dienstleistungskonzessionen</td>
<td>1.162</td>
<td>494,2</td>
<td>56,4</td>
<td>-8,6</td>
</tr>
<tr>
<td>Andere PPP-Vertragsmodelle</td>
<td>149</td>
<td>584,4</td>
<td>58,5</td>
<td>35,2</td>
</tr>
<tr>
<td>\textbf{GESAMT}</td>
<td>1.773</td>
<td>9.069,7</td>
<td>49,1</td>
<td>49,5</td>
</tr>
</tbody>
</table>

\textbf{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.\textsuperscript{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.\textsuperscript{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.\textsuperscript{355}

Dies kommt vor allem mittelständischen Unternehmen zugute, die sich als operative Partner und ggf. Gesellschafter an einer PPP-Projektgesellschaft beteiligen.\textsuperscript{356} Mittelständische Unternehmen finden Unterstützung für strategische Partnerschaften mit anderen Unternehmen zur Gründung eines Konsortiums vom UTFP, welche kostenlose Beratungsleistungen anbietet. Zudem werden mittelständische Unternehmen durch einen Garantiefonds, den

\textsuperscript{351} Vgl. Lerbini, A. (2009).
\textsuperscript{352} Vgl. Osservatorio Nazionale (2009), S. 5.
\textsuperscript{354} Vgl. BFAI (2008), S. 2.
\textsuperscript{356} Vgl. auch das Projektbeispiel in Kapitel 4.3.4.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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.\(^{359}\)


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

---

\(^{361}\) Vgl. Osservatorio Nazionale (2008).
\(^{362}\) Vgl. Osservatorio Nazionale (2008), S. 12.
\(^{364}\) Art. 156, Nr. 1 D. Lgs. 152/2008.
\(^{365}\) Art. 156, Nr. D. Lgs 152/2008.
4.3.2.5 PPP in der Finanzmarktkrise


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

- Förderung von alternativen Finanzierungsformen zu Bankkrediten z. B. Anleihenfinanzierung zu Festzinsen 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).\textsuperscript{369}

\textsuperscript{368} Vgl. Bo, G.; Ferrante, G.; Marasco, P. (2009), S. 10 f.
4.3.3 Eigenkapitalbeteiligungen

Die Begriffe Public Private Partnership und Projektfinanzierung werden in Italien häufig synonym verwendet, 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. Wichtigstes Merkmal einer Projektfinanzierung ist dabei die Gründung einer wirtschaftlich und rechtlich unabhängigen Projektgesellschaft (SPC). 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


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


4.3.4 Praxisbeispiel Italien

Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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

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:


4.4.1.2. Segmentierung PPP und Vertragsmodelle


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

---

Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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


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


392 Vgl. Lagrandeur-Bouressy (2005), S. 44.
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 definieren\(^{397}\). Auch im Falle eines dringenden Bedarfs (Cas d’Urgence) kann die öffentliche Hand auf die PPP-Projektrealisierung zurückgreifen. 


\(^{396}\) 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.

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


Das Centre d’Expertise Francais 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


Ein Grund für die Einführung des Verhandlungsverfahrens lag in der Dauer der Umsetzung des Wettbewerbsdialogs, 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.

Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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 Frankreich

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.

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 eingeschätzt 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.

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

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


406 Vgl. DLA Piper (2009), S. 46.
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 Projekte\(^{408}\)

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

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.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

Da PPP-Partnerschaftsverträge auch für Projekte im Bereich der Energieversorgung und der Netzentwicklungen (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.\textsuperscript{409}


4.4.2.3. Projektbeteiligte


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 erlaubt 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.\textsuperscript{412}

4.4.2.4. Finanzierungsstrukturen von PPP-Projekten

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

\textsuperscript{409} Vgl. Centre d’Expertise pour l’Observation des Partenariats Public-Privé (2009), S. 17.
\textsuperscript{410} Vgl. Centre d’Expertise pour l’Observation des Partenariats Public-Privé (2009), S. 8.
\textsuperscript{411} Vgl. Mission Nationale d’Appui à l’Investissement Hospitalier (2005), S. 74ff.
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:

- 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

416 Vgl. Experteninterview (Frankreich).
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’epargne* 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.


---


\(^{420}\) Vgl. Bergère, F. et al. (2007), S. 250f.


zwischen 35 und 600 Mio. Euro bei einer Fremdkapitalquote von 80 bis 95 Prozent belaufen. 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).

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).

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. 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.

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


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.

Auch die Caisse des Dépôts als staatliches Kreditinstitut 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


4.4.3.2. Struktur des bereitgestellten Eigenkapitals


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.


Auch für mittelständische Unternehmen besteht die Möglichkeit der Eigenkapitalbereitstellung durch Finanzintermediäre. Diese kann projektbezogen sowohl über die gesamte

---

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).
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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 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 Projektsponsoren GFC und Exprimm (19 Prozent) gehalten.

\(^{438}\) Vgl. Empirische Erhebung (Frankreich).
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 Leistungs-erbringung 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. zehn 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.


Hinsichtlich der Standardisierung der PPP-Verträge können aus Großbritannien die meisten Erkenntnisse gewonnen werden. Die sektorspezifisch entwickelten und angepassten Standardverträge 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. In Italien liegt bisher lediglich für den Gesundheitssektor ein Mustervertrag vor, der jedoch nicht verpflichtend ist.

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 häufig 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 vergleichbaren statistischen Angaben zu den umgesetzten PPP-Projekten. Zudem besteht in Italien eine große Diskrepanz zwischen ausgeschriebenen und vergebenen PPP-Projekten.
4.5.3 Eigenkapitalbeteiligungen


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 Hochbau-Segmenten bereits ein funktionierender Sekundärmarkt etablieren konnte, der Investoren die Möglichkeit zum Exit bzw. Einstieg nach der Bauphase bietet.


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 adapterbar 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 fünf.
5 Deutsche Beteiligungsinstrumente und ausgewählte Investoren


5.1 Offene Immobilienfonds

### Kriterien Offene Immobilienfonds Spezialfonds

<table>
<thead>
<tr>
<th>Kriterien</th>
<th>Offene Immobilienfonds</th>
<th>Spezialfonds</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Rechtsform</td>
<td>Kapitalanlagegesellschaft (KAG)</td>
<td>Keine natürlichen Personen; nicht-öffentlicher Verkauf von Anteilen</td>
</tr>
<tr>
<td>Gesetzliche Grundlage</td>
<td>Investmentgesetz (InvG)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Investoren</td>
<td>Offen für jeden Investor (private und institutionelle Investoren); öffentlicher Verkauf</td>
<td>Keine Anlegerbegrenzung; oft hohe Mindestinvestitionssummen; Anteilsrückgabe nicht täglich möglich (geringe Fungibilität)</td>
</tr>
<tr>
<td>Konstruktion/Aufbau</td>
<td>Unbegrenzte Anzahl von (anonymen) Investoren; Anteilrückgabe und -kauf an jedem Handelstag möglich; hohe Rechtssicherheit und Anlegerschutz</td>
<td>Immobilienakquisitionen werden durch Mittelzuflüsse (Cash Call) oder durch Übertrag von Immobilien finanziert</td>
</tr>
<tr>
<td>Finanzierung</td>
<td>Immobilienakquisitionen werden über die Mittelzuflüsse finanziert</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Mindestliquidity</td>
<td>Mindestens 5 %</td>
<td>Nicht reguliert</td>
</tr>
<tr>
<td>Dividenden</td>
<td>Jährliche Ausschüttung oder Thesaurierung</td>
<td>Ausschüttung während des Jahres oder Thesaurierung</td>
</tr>
<tr>
<td>Investoreneinfluss auf Investmentstrategie</td>
<td>Keinen Einfluss</td>
<td>Über das Investmentkomitee</td>
</tr>
<tr>
<td>PPP-Beteiligungen</td>
<td>Niewbrauchrechte, max. 10 % des Sondervermögens Grundstücke im Zustand der Bebauung, max. 20 % des Sondervermögens</td>
<td>Abweichend von den nebenstehenden Anlagegrenzen bei Zustimmung der Anleger</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Abbildung 24: Publikumsfonds vs. Spezialfonds**

### 5.1.1 Offene Immobilienpublikumsfonds


---

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 Liquiditätsengpässe 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 Liquiditätsengpässe: Zwölf der 46 deutschen Offenen Immobilienfonds waren gezwungen, aufgrund von enormen Mittelabflüssen ihre Anteilsrücknahme zeitweise auszusetzen.451

5.1.1.1. Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen


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-
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten


Offene Immobilienfonds erwerben vorzugsweise zu 100 Prozent Eigentum an ihren Anlageobjekten, im Ausland meist über indirekte Halteformen wie zu diesem Zweck gegründete Gesellschaften Joint Ventures, wie sie ggf. beim Erwerb von Anteilen an einer PPP-Projektgesellschaft notwendig wären, sind rechtlich auf 30 Prozent des Sondervermögens beschränkt. Dazu zählen lediglich Investments, an denen die Kapitalanlagegesellschaft keine Beteiligung in Höhe von 100 % hält. 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. Eine Diversifikation des Portfolios wird hierbei durch den Ankauf von Immobilien unterschiedlicher Regionen, Größe, Nutzungsarten und Mieter angestrebt.

Offene Immobilienpublikumsfonds erzielten in den letzten zehn Jahren eine durchschnittliche Rendite von 4,1 Prozent p.a. und damit eine ähnliche Rendite wie Aktienfonds, allerdings mit geringeren Schwankungen. 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 InvG.
(0,41 Prozent) als Anleihen (0,59 bis 0,64 Prozent), konnten allerdings dafür ein geringeres Risiko vorweisen.\footnote{Vgl. Haß, L. H. et al. (2009), S. 521.} Eine Gegenüberstellung der Risiko-/Renditekennzahlen wichtiger Assetklassen enthält Abbildung 25.


\begin{figure}[h]
\centering
\includegraphics[width=\textwidth]{Risiko_Rendite_Diagramm}
\caption{Risiko-/Renditediagramm der wichtigsten Assetklassen\footnote{Vgl. Knoflach, B. (2009), S. 520.}}
\end{figure}

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).\footnote{Vgl. Klug, W. (2009), S. 64.}
5.1.1.3. Beteiligung bei PPP-Projekten


Abbildung 26: Beteiligungsprozess eines Offenen Immobilienpublikumsfonds an einer PPP-Projektgesellschaft

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:


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-Verkehrs- wertes. 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-Effekt, stehen aber damit im Widerspruch zu den für diesen Fondstyp bzw. Finanzintermediär einschlägigen Marktregeln.


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. 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.
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.
479 Deutsches Investmentgesetz, Kapitel 2, Abschnitt 8 Spezial-Sondervermögen §§ 91-95.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten


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. Seit der letzten Gesetzesnovellierung im Jahr 2008 ist es unter Voraussetzung der Zustimmung der Anleger möglich, von den meisten für Publikumsfonds erdachten Regelungen abzuweichen. Das bedeutet, dass neben Immobilien auch alle anderen zulässigen Vermögensgegenstände, wie Wertpapiere jeder Art, Edelmetalle und Unternehmensbeteiligungen gehalten werden dürfen. 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, wie auch direkte Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften, Real Estate Investment Trusts (REITs) und Private Equity Gesellschaften zu erwerben und das Portfolio um Immobilierivate, Genussrechte, Immobiliendarlehen und Verbriefungen zu erweitern.

5.1.2.2. Rendite-Risiko-Profil


480 § 92 InvG.
485 § 91 Abs. 3 Nr. 1 InvG.
487 § 91 Abs. 1 Inv G.
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. 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.

Für Offene Immobilienfonds besteht, anders als bei Publikumsfonds, keine tägliche Rücknahmepflicht der Anteile. Die Rücknahme kann individuell zwischen Anteilseigner und Kapitalanlagegesellschaft zu bestimmten Rücknahmeterminen vereinbart werden, muss allerdings mindestens einmal innerhalb von zwei Jahren erfolgen.

5.1.2.3. Beteiligung bei PPP-Projekten


Eine grafische Darstellung, inwiefern Offene Immobilienfonds sich an PPP-Projekten beteiligen könnten, findet sich in Abbildung 27 wieder.


491 Vgl. IPD (2009a).
493 § 95 Abs. 4 InvG.
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 den profoderen 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.  

497  Quelle: Eigene Darstellung.

\subsection{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 erwerbbaren Vermögensgegenstände für das Infrastruktur-Sondervermögen sind abschließend in § 90b Abs. 1 InvG aufgezählt. Danach dürfen folgende Vermögensgegenstände erworben werden:

1. Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften\footnote{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).} und Immobilien,
2. Wertpapiere,
3. Geldmarktinstrumente, Bankguthaben und Investmentanteile,
4. Derivate.


Für die einzelnen erwerbbaren 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.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

- Weitere Vorschriften zur Vorhaltung mittelfristiger und kurzfristiger Liquidität in Bezug auf Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Bankguthaben und Investmentanteile sowie Derivate\textsuperscript{498}.

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 erwerbbaren Vermögensgegenstände begrenzt.

5.2.1.2. Rendite-Risiko-Profil


5.2.1.3. Beteiligung bei PPP-Projekten


Die beschriebenen Anlagegrenzen sind bei der derzeitigen Anzahl und dem Volumen von ÖPP-Projekten sehr restriktiv und erschweren damit eine zukünftige Etablierung der 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.


\textsuperscript{498} Diese werden nicht umfassender ausgeführt, da der Investitionsschwerpunkt von Infrastruktur-Sondervermögen auf ÖPP-Projektgesellschaften und Immobilien liegt.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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, 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.

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

\(^{499}\) Man könnte diese Lockerung auch auf Verfügbarkeitsmodelle weiter beschränken, da hier die Risiken besonders gering einzustufen sind.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

Anleger durch einen Anlegerausschuss Einfluss auf die Anlagepolitik des Infrastruktur-Spezial-Sondervermögens nehmen.

5.2.3.2. Rendite-Risiko-Profil


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 Immobilienpezialfonds 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.\(^{501}\)

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 risiko-

\(^{501}\) Vgl. Entwurf InvÄndG 2007, S. 82.
arme 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.\textsuperscript{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 Verwaltung der Fondsgesellschaft und des Fondsvermögens während der Fondslaufzeit sowie die Verwertung des Fondsvermögens am Ende der Fondslaufzeit erbringt.\textsuperscript{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.\textsuperscript{504} Da Immobilienleasingfonds in der Vergangenheit stark an Bedeutung verloren haben, kaum noch am Markt zu finden sind\textsuperscript{505} und sie darüber hinaus aufgrund der eingeschränkten Risikoübertragung auf den privaten Investor nur bedingt für PPP-Hochbauprojekte geeignet scheinen,\textsuperscript{506} wird nachfolgend insbesondere die Eignung geschlossener Immobilienfonds als PPP-Anlagevehikel untersucht. Der erste deutsche geschlossene Immobilienfonds wurde 1959 gegründet.\textsuperscript{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.\textsuperscript{508} Mit dem Abbau der steuerlichen Vergünstigungen Ende der 1990er Jahre wurden die Möglichkeiten der Verlustzuweisungen...

\textsuperscript{503} Vgl. Verband geschlossener Fonds (2009), S. 2f.
\textsuperscript{504} Vgl. Schulte et al. (2008), S. 180.
\textsuperscript{505} Vgl. Bartelsberger et al., S. (2007), S. 56.
\textsuperscript{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.
\textsuperscript{507} Mit dem Dii-Fonds B2 der Deutschen Immobilieninvestierungs AG kam 1959 der erste geschlossene Immobilienfonds in Deutschland auf den Markt.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten


5.3.1 Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen


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. 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


Für geschlossene Immobilienfonds bestehen keine gesetzlich definierten Anlagegrenzen, die Initiatoren unterliegen bei der Portfolioausbildung keinen gesetzlichen Vorschriften.\textsuperscript{517} Ein geschlossener Immobilienfonds enthält in der Regel zwischen einer und drei Immobilien.\textsuperscript{518}

\subsection*{5.3.2 Rendite-Risiko-Profil}

Die Rendite eines geschlossenen Immobilienfonds wird aus den\textsuperscript{519} 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.\textsuperscript{520}


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)

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.

5.3.3 Beteiligung bei PPP-Projekten


Der langfristige Anlagehorizont geschlossener Immobilienfonds, der in der Regel zwischen zehn und 20 Jahren liegt, aufgrund der Spekulationsfrist aber mindestens zehn Jahre 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-Verwaltungs-
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

gebäude, 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


Die Renditeanforderungen geschlossener Immobilienfonds bei einer PPP-Beteiligung im Hochbau liegen bei PPP-Projekten ohne Auslastungsrisiko in der Betriebsphase zwischen 4,5 und 15 Prozent (Vorsteuerrendite).528 Die langfristig stabilen Ausschüttungen und das diversifizierte Risikoprofil von PPP-Beteiligungen sind über alle Phasen das dominierende Investitionsmotiv.529

Bei Investitionen in PPP-Projekte 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-/Fonds gesellschaft 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-Profils sehr gut als

527 Vgl. Experteninterview (Deutschland).
528 Vgl. Empirische Erhebung (Deutschland).
529 Vgl. Empirische Erhebung (Deutschland).
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

Anlagevehikel für PPP-Investitionen eignen. Für das Jahr 2010 wird eine Zunahme der Auflage geschlossener Fonds für PPP-Investitionen erwartet.\(^5\)

Abbildung 30: Beispiel einer Strukturierung der Beteiligung eines geschlossenen Immobilienfonds\(^5\)

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.\(^5\)

Die Konzeption von eines 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 zuge-
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

rechnet. §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.


Die Haftung der Anleger, die durch den Anteilserwerb an der Fondsgesellschaft die Rechtsstellung eines Kommanditisten erhalten, wird auf das geleistete Haftkapital (fünf Prozent 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 Schlussausschüttung aus der Veräußerung der Immobilie beläuft sich auf rund 161,91 %. Die prognostizierte Gesamtausschüttung beträgt rund 296,96 % inkl. der Rückzahlung des Kapitals (jeweils bezogen auf das Emissionskapital ohne Agio).


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 Zinssicherungs instrumenten 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-
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

... 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. Ein REIT erwirtschaftet vorwiegend Erträge aus langfristig bestandsorientierten Immobilienaktivitäten durch Verwaltung, Vermietung oder Verpachtung. Erzielten Gewinne werden in der Regel zu einem hohen Anteil ausgeschüttet, um eine steuerbefreiende Wirkung auf Gesellschaftsebene zu erreichen. 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.


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. Die beiden bisher zugelassenen REITs fokussieren ihre Investitionstätigkeit auf Büroimmobilien. 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.


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.
einzelne Nutzungsarten (insbesondere Immobilien mit hohem Verwaltungsaufwand) profitieren. 542

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.


schäfterin einer Immobilienpersonengesellschaft ist, sofern sie vermögensmäßig an dieser nicht beteiligt ist. Hierdurch werden doppelstöckige Strukturen möglich.\textsuperscript{544}

Der Handlungsspielraum von REITs wird durch steuerliche Bestimmungen bestimmt.\textsuperscript{545} Die Voraussetzung für die Steuerbefreiung eines G-REIT ist, dass der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeiten in immobilienbezogenen Tätigkeiten besteht und mindestens 90 Prozent der ausschüttungsfähigen Erträge als Dividenden an die Anleger gezahlt werden.\textsuperscript{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.\textsuperscript{547} Der Wert der Anteile der Gesellschaft an einer REIT-Dienstleistungsgesellschaft darf maximal 20\% des gesamten Aktivvermögens betragen.\textsuperscript{548} Eine REIT-Aktiengesellschaft, die diese Voraussetzungen (vgl. §§ 8 bis 15 REITG) erfüllt, ist sowohl von der Gewerbesteuer als auch von der Körperschaftsteuer befreit.\textsuperscript{549}

5.4.2 Rendite-Risiko-Profil

REITs sind dividendenorientiert. G-REITs sind verpflichtet, 90\% ihres modifizierten Jahresüberschusses an ihre Aktionäre auszuzahlen.\textsuperscript{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.\textsuperscript{551} Aus diesem Grund eignen sich REITs insbesondere für institutionelle Anleger, die in spezifische Immobilien investieren und portfoliobezogene Leistungen selbst erbringen möchten.\textsuperscript{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.\textsuperscript{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.\textsuperscript{554}

\textsuperscript{547} Vgl. § 12 Abs. 3 S. 1 REITG.
\textsuperscript{548} Vgl. § 12 Abs. 2 b REITG.
\textsuperscript{549} Vgl. § 16 Abs. 1 S. 1f. REITG.
\textsuperscript{550} Vgl. § 13 REITG.
\textsuperscript{551} Vgl. § 1 Abs. 1 S. 1 REITG.
\textsuperscript{554} Vgl. unter: http://www.fvreit.de (Abruf: 02.01.2010).
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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 Immobilienstiftung ist, das heißt im Wege eines Share-Deals, an PPP-Projekten beteiligen können. Voraussetzung für die Beteiligung über eine Immobilienpersonengesellschaft ist, dass diese Eigentum oder dingliche Nutzungsrechte an Grundstücken oder grundstücksgleichen Rechten erwirbt. 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. 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.

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. 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.

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 (AnlV). Durch die VAG und die AnlV werden Beschränkungen für einzelne Anlagevarianten mit Blick auf der Sicherheit,

555 Vgl. §§ 1 Abs. 2 ff. InvG.
558 Experteninterview (Deutschland).
559 Vgl. § 118a VAG sowie dazu Proß, E.; Kollhosser, H. (2005), § 118a VAG.
560 Vgl. GDV (2009), S. 59.

5.5.2 Rendite-Risiko-Profil

Wie bereits erwähnt, sind Versicherungen gem. VAG und AnlV 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.\textsuperscript{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.\textsuperscript{564} Investitionen in PPP-Projekte können generell von Lebensversicherungsunternehmen direkt oder indirekt z.B. durch Beteiligung an einem Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen erfolgen.\textsuperscript{565}

\textsuperscript{563} Vgl. GDV (2009), S. 57ff.
\textsuperscript{564} Vgl. Experteninterview (Deutschland).
\textsuperscript{565} Walz, E.; Walbröhl, V. (2005), S. 180.
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 bevorzugen 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 nicht spezifischen und nicht hoch-technischen Universitätsgebäude, da diese als risikoarm gelten und das benötigte Investitionsvolumen aufweisen.\footnote{Vgl. Experteninterview (Deutschland).}

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.\footnote{Vgl. Experteninterview (Deutschland).}

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.\footnote{Vgl. Experteninterview (Deutschland).}

5.6 Weitere PPP-Beteiligungsinstrumente und Investoren

5.6.1 Stadtentwicklungsfonds


Durch den revolvierenden 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.\footnote{Vgl. Jakubowski, P. (2007a), S. 5.}
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

5.6.1.1. Rechtsgrundlage und Anlagegrenzen


- Der revolvierende 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


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

577 Vgl. dazu Kapitel 2.1. Finanzierung, speziell Kapitel 2.1.1.1 Abgrenzung Eigenkapital zu Fremdkapital.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

Fonds zu unterstützen, wird die oben beschriebene Möglichkeit des Einsatzes der Fördermittel als Risikopuffer gewährt.


5.6.1.3. Beteiligung bei PPP-Projekten


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. 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. In der Literatur wird Real Estate Private Equity deshalb meist als eine Finanzierungsform zur Schließung von Eigenkapitallücken angesehen. Bei Real Estate Private Equity bleibt es freigestellt, ob

Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

direkt in Immobilienprojekte oder mittels Fondslösung in eine Vielzahl von Projekten investiert wird.583

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


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

587 Vgl. dazu Kapitel 5.1.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

des Kapitals bis zur Liquidierung ca. zehn Jahre.\footnote{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 ein bestehendes Portfolio integriert oder als Grundstock für ein neues Portfolio verwendet oder es erfolgt ihre Veräußerung auf dem Sekundärmarkt.\footnote{593}

5.6.2.3. Beteiligung bei PPP-Projekten


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-Beteiligungs ist abhängig von deren Rechtsform und den dafür geltenden gesetzlichen Rechtsnormen.


Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

sind selber nicht einkommen- oder körperschaftsteuerpflichtig. Es gilt das sog. Transparenzprinzip, wonach die Besteuerung beim Gesellschafter bzw. Anleger stattfindet. Personen- 
gesellschaften 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 
Gewinnerzielungsabsicht unternommen wird und sich diese als Beteiligung am allgemeinen 
ökonomischen 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 Gesamtumfeld der Verhältnisse. Personen-
gesellschaften, die nicht gewerblich tätig sind, gelten dennoch als Gewerbebetrieb, wenn eine 
or 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 Personenengesellschaft, 
die der Gewerbesteuer unterliegt. Das ist z.B. der Fall beim Finanzcentrum Altmarkt Kassel, 
wo durch die Terra Grundstücksverwaltungsgesellschaft mbH ausschließlich eine Kapitalge-
sellschaft als persönlich haftende Gesellschafterin beteiligt ist und nur diese zur Geschäfts-
führung 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 vermögensverwal-
tende oder eine gewerbliche Tätigkeit vorliegt.

Die ertragsteuerliche Behandlung von offenen Immobilienfonds und ÖPP-Fonds ist im 
Investmentsteuergesetz geregelt. Das Sondervermögen ist steuerrechtlich ein steuerneutral-
es Zweckvermögen, d.h. dass es sowohl von der Körperschaftsteuer als auch der Gewerbe-
steuer befreit ist. Die Besteuerung erfolgt ausschließlich auf Ebene der Anleger. Die Anleger 
haben die Einkünfte grundsätzlich so zu versteuern, als wenn sie unmittelbar bezogen 
hätten (sog. steuerliche Transparenz). Daher sind laufende Erträge des Sondervermögens 
beim Anleger grundsätzlich als Einkünfte aus Kapitalvermögen steuerpflichtig. Die Kapital-
anlagegesellschaften 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 Fonds-
ebene. 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


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


Für Finanzintermediäre eignen sich demnach am besten die Leistungen Financial Advisor und Verhandlungen mit Banken. Darüber hinaus werden diese beiden Leistungen auch als...
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 Angebotsteuerung 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 Mög-
llichkeit zum Zusammenschluss mehrerer Unternehmen in einer Arbeitsgemeinschaft
(ARGE). Die Gründung einer ARGE verursacht jedoch auf Seiten der Bieter einen steigen-
den Abstimmungsaufwand und Transaktionskosten, was zu einer Erhöhung der Angebots-
und Projektkosten führt. Für die nachfolgende Untersuchung der PPP-Beteiligungsinstru-
mente und Investoren wird von einem begrenzten Investitionsvolumen für mittelständisch
geführte PPP-Projektfinanzierungen ausgegangen.\textsuperscript{605}

6.3 Zusammenarbeit mittelständischer Unternehmen mit PPP-
Beteiligungsinstrumenten und Investoren

In den nachfolgenden Abschnitten werden die in Kapitel fünf vorgestellten PPP-Beteiligungsin-
strumente und Investoren auf ihre Eignung zur Zusammenarbeit mit mittelständischen
Unternehmen hin untersucht. Es wird dargestellt, welche Vorteile sich mittelständischen
Unternehmen durch eine projektbezogene 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 einge-
schränkt. Offene Immobilienpublikumsfonds garantieren ihren Anlegern eine tägliche Anteils-
rückgabe, die jedoch im Oktober 2008 von zwölf Fonds aufgrund von Liquiditätsproblemen,
ausgelöst durch die Finanzmarktkrise, ausgesetzt werden musste.\textsuperscript{606} Das Investmentgesetz
gibt vor, dass maximal 20 % des Sondervermögens in Grundstücke im Zustand der Bebau-
ung investiert werden dürfen.\textsuperscript{607} Damit ist eine Beteiligung an Projektentwicklungen nur
eingeschränkt möglich. Weiterhin dürfen maximal 15 % aus anderen Grundstücken und
Rechten als Mietwohngrundstücke, Geschäftsgrundstücke und gemischtgenutzte Grund-
stücke erworben werden.\textsuperscript{608} Seit der Novellierung des Investmentgesetzes im Jahr 2007
dürfen Immobilienfonds auch 10 % ihres Sondervermögens in Nießbrauchrechte an Grund-
stücken investieren, sofern sie dem Zweck der Erfüllung öffentlicher Aufgaben dienen.\textsuperscript{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 Erfahrungs-
werte zurückblicken, was sich auch in standardisierten Prozessabläufen widerspiegelt. Da-
durch 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

\textsuperscript{605} Vgl. Experteninterview (Mittelstand).
\textsuperscript{606} Vgl. Reichel, R. (2010).
\textsuperscript{607} § 67, Abs. 1, Nr. 2 InvG.
\textsuperscript{608} § 67, Abs. 2, S. 2 InvG.
\textsuperscript{609} § 67, Abs. 2, S. 3 InvG.
zu rechnen.


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. Euro\textsuperscript{610} mit ca. 50 % Eigenkapital, würde dies übertragen auf den PPP-Sektor einen Fokus auf Projekte mit einem Investitionsvolumen ab 100 Mio. Euro bedeuten.\textsuperscript{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 zusätzlichem PPP-Know how bereitstellen können.


\textsuperscript{610} Vgl. BVI (2008), S. 2.

\textsuperscript{611} Anteil Eigenkapital 50 %, durchschn. Investitionsvolumen ca. 50 Mio. Euro: 50/0,5 = 100 Mio. Euro.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

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


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.


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


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.


6.3.6 Weitere PPP-Beteiligungsinstrumente und Investoren

Stadtentwicklungsfonds


Real Estate Private Equity
zu 6 Jahren ausgelegt. Die Veräußerbarkeit über einen Sekundärmarkt spielt ebenfalls eine wichtige Voraussetzung bei der Investmententscheidung.


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


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).
### Tabelle 16: Übersicht Beteiligungskapital mittelständischer Beteiligungsgesellschaften.  

<table>
<thead>
<tr>
<th>Beteiligungsanlass</th>
<th>Eigenkapital für</th>
<th>Beteiligungsart</th>
<th>Höhe</th>
<th>Dauer</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Wachstum</td>
<td>Kapazitätserweiterung</td>
<td>stille Beteiligung</td>
<td>200.000 € bis 5 Mio. €</td>
<td>5 bis 10 Jahre</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Internationalisierung</td>
<td>offene Beteiligung</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Erschließung neuer Märkte</td>
<td>Kombination aus offener/stiller Beteiligung Genussrechte</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Existenzgründung</td>
<td>Unternehmensgründung</td>
<td>typische stille Beteiligung</td>
<td>20.000 € bis 250.000 €</td>
<td>i. d. R. 10 Jahre</td>
</tr>
<tr>
<td>Innovation</td>
<td>neue Produktionsverfahren</td>
<td>Minderheitsbeteilung</td>
<td>250.000 € bis 1,5 Mio. €</td>
<td>5 bis 7 Jahre</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Entwicklungsaktivitäten</td>
<td>direkte und/oder stille Beteiligung</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Turn-around</td>
<td>Hilfe in / nach einer Krise</td>
<td>Minderheitsbeteilung</td>
<td>anfangs 500.000 € bis 1 Mio. €</td>
<td>5 bis 7 Jahre</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td>typisch still oder offen oder kombiniert</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Unternehmensnachfolge</td>
<td>MBO / MBI / Spin-off</td>
<td>offene Beteiligung</td>
<td>250.000 € bis 5 Mio. €</td>
<td>5 bis 7 Jahre</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Gesellschafterwechsel</td>
<td>stille Beteiligung</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td>Kombinierte (offene/stille) Beteiligung</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Eigenkapital für den breiten Mittelstand</td>
<td>Kapitalstrukturoptimierung</td>
<td>stille Beteiligung</td>
<td>1 Mio. € bis 5 Mio. €</td>
<td>6 bis 8 Jahre</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td>offene Beteiligung</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td>kombinierte (offene/stille) Beteiligung</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

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 Handelsgewerbe eines anderen, der stille Gesellschafter tritt aber nicht gemeinsam mit dem

---


\(^{622}\) Vgl. Experteninterview (Deutschland).

**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.


Ein geeignetes Vehikel zur Beteiligung an PPP-Projekten könnte das 2007 eingeführte Infrastruktursondervermögen nach § 90 ff. InvG sein. Erfolgt die Investition erst nach

---

625 Vgl. BVK (2009, Abruf: 01.03.2010), unter: www.bvkap.de.
626 Vgl. Experteninterview (Deutschland).
627 Vgl. weiterführend Kapitel 5.2.
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-Bereich\textsuperscript{628} verfügen.

\textsuperscript{628} Vgl. § 90 f InvG.
7 Zusammenfassung


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.


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.


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 Umsatzsteuerrefund. Zur Umsetzung von PFI-Hochbauprojekten werden überwiegend das Erwerber- und das Inhabermodell angewandt. Die Mehrzahl der Projekte wird mittels Projektfinanzierung realisiert, wo i. d. R. eine eigene Projektgesellschaft in Form einer PLC (entspricht deutscher Aktiengesellschaft) gegründet wird. Als Nachunternehmer der Projekt-
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten


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.


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, zum anderen aber aufgrund der geringen Projektzahl auch noch kein funktionierender Beteiligungsmarkt etablieren konnte.


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
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten


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 Verwaltungssäle im Fokus.

Die Renditeanforderungen liegen bei PPP-Beteiligungen in Hochbau in Abhängigkeit vom Risikoprofil zwischen sechs und 15 Prozent. Der Erwerb der Anteile durch die Fondsgesellschaft und die Ausplatzzierung des Eigenkapitals erfolgen mit Fertigstellung und Inbetriebnahme 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
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten
der Angebotsunterlagen und die Verhandlung mit Banken. In der Projektgesellschaft übernehmen sie Restwert- und Finanzierungsrisiken.


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.


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.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten


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 Angebotststeuerung. Die übernommenen Leistungen werden als relativ einflussreich für die Wettbewerbsfähigkeit des Bieterkonsortiums bewertet.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten


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 projektfinanzierten 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


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
## Übersicht deutsche PPP-Hochbau-Projekte

<table>
<thead>
<tr>
<th>Nr</th>
<th>PPP-Projekte</th>
<th>Verwaltung</th>
<th>Bildung</th>
<th>Gesundheit</th>
<th>Freizeit/Kultur</th>
<th>Soziales</th>
<th>Projektvolumen (in Mio. €)</th>
<th>Investitionsvolumen (in Mio. €)</th>
<th>Laufzeit</th>
<th>Effizienzvorteil</th>
<th>PPP-Vertragsmodelle</th>
<th>Zuschlag</th>
<th>öffentl. Auftragnehmer</th>
<th>privater Auftragnehmer</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Bildungszentrum Ostend in Frankfurt am Main</td>
<td>1</td>
<td>42</td>
<td>94</td>
<td>20</td>
<td>21%</td>
<td>1</td>
<td>Juli 03</td>
<td>Stadt Frankfurt am Main</td>
<td>THEO Grundstücksverwaltungsgesellschaft</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Förderschule und Dreifachsporthalle in Frechen / Rhein-Erft-Kreis</td>
<td>1</td>
<td>16</td>
<td>48</td>
<td>25</td>
<td>13%</td>
<td>1</td>
<td>Feb 04</td>
<td>Rhein-Erft-Kreis</td>
<td>Müller-Altvatter Bauunternehmung GmbH &amp; Co. KG</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Kreishaus Unna</td>
<td>1</td>
<td>24</td>
<td>90</td>
<td>25</td>
<td>8%</td>
<td>1</td>
<td>Sep 04</td>
<td>Kreis Unna</td>
<td>Projekt- und Betriebsgesellschaft Kreishaus Unna mbH</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>Schulen in Köln</td>
<td>1</td>
<td>34</td>
<td>125</td>
<td>25</td>
<td>10%</td>
<td>1</td>
<td>Apr 05</td>
<td>Stadt Köln</td>
<td>HOCHTIEF PPP Schulpartner Köln P1 GmbH &amp; Co. KG</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Gymnasium in Schwarzenbek</td>
<td>1</td>
<td>21</td>
<td>54</td>
<td>25</td>
<td>11%</td>
<td>1</td>
<td>Mai 06</td>
<td>Stadt Schwarzenbek</td>
<td>Müller-Altvatter Bauunternehmung GmbH &amp; Co. KG</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>Finanzzentrum Altmarkt in Kassel</td>
<td>1</td>
<td>37</td>
<td>110</td>
<td>30</td>
<td>12%</td>
<td>1</td>
<td>Nov 06</td>
<td>Land Hessen</td>
<td>Müller-Altvatter Bauunternehmung GmbH &amp; Co. KG</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>JVA Burg</td>
<td>1</td>
<td>100</td>
<td>512</td>
<td>25</td>
<td>12%</td>
<td>1</td>
<td>Dez 06</td>
<td>Land Sachsen-Anhalt</td>
<td>Justizvollzug Burg GmbH &amp; Co. KG</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>8</td>
<td>Schulen im Lahn-Dill-Kreis</td>
<td>1</td>
<td>27</td>
<td>65</td>
<td>25</td>
<td>10%</td>
<td>1</td>
<td>Jan 07</td>
<td>Kreis Lahn-Dill</td>
<td>Jago Grundstücksverwaltungsgesellschaft GmbH</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>9</td>
<td>Zentrales Justiz- und Verwaltungszenrum Wiesbaden</td>
<td>1</td>
<td>128</td>
<td>30</td>
<td>30</td>
<td>14%</td>
<td>1</td>
<td>Mrz 07</td>
<td>Stadt Wiesbaden, Land Hessen</td>
<td>HeW PPP GmbH &amp; Co. KG</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>10</td>
<td>Behördenzentrum in Heidelberg</td>
<td>1</td>
<td>40</td>
<td>130</td>
<td>15</td>
<td>13%</td>
<td>1</td>
<td>Jun 07</td>
<td>Land Baden-Württemberg</td>
<td>Züblin Development GmbH</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>11</td>
<td>Schulen in Frankfurt am Main</td>
<td>1</td>
<td>106</td>
<td>260</td>
<td>20</td>
<td>15%</td>
<td>1</td>
<td>Aug 07</td>
<td>Stadt Frankfurt am Main</td>
<td>HOCHTIEF PPP Schulpartner Frankfurt am Main GmbH &amp; Co. KG</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>12</td>
<td>Neubau der Gesamtschule Köln-Rodenkirchen</td>
<td>1</td>
<td>50</td>
<td>125</td>
<td>25</td>
<td>8%</td>
<td>1</td>
<td>Okt 07</td>
<td>Stadt Köln</td>
<td>HOCHTIEF PPP Schulpartner Köln Rodenkirchen GmbH &amp; Co. KG</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Nr.</td>
<td>Projektbeschreibung</td>
<td>Anzahl</td>
<td>Bauzeit (Monate)</td>
<td>Inflationsbereinigter Wert (Mio. €)</td>
<td>Kapitalzinsen</td>
<td>Lieferant</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>-----</td>
<td>-------------------</td>
<td>--------</td>
<td>------------------</td>
<td>------------------------------------</td>
<td>----------------</td>
<td>----------</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>13</td>
<td>Amt für Bodenmanagement in Limburg</td>
<td>1</td>
<td>12,9</td>
<td>44,7</td>
<td>30</td>
<td>Okt 07</td>
<td>Land Hessen</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>12%</td>
<td>GOLDBECK Public Partner GmbH (Objekt Bodenmanagement Limburg GmbH &amp; Co. KG)</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>14</td>
<td>Amt für Bodenmanagement in Korbach</td>
<td>1</td>
<td>6,3</td>
<td>22,6</td>
<td>30</td>
<td>Okt 07</td>
<td>Land Hessen</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>13%</td>
<td>OFRA Holding GmbH &amp; Co. KG</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>15</td>
<td>Amt für Bodenmanagement in Büdingen</td>
<td>1</td>
<td>12</td>
<td>45,5</td>
<td>30</td>
<td>Dez 07</td>
<td>Land Hessen</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>10%</td>
<td>GOLDBECK Public Partner GmbH (Objekt Bodenmanagement Büdingen GmbH &amp; Co. KG)</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>16</td>
<td>Fürst-Wrede-Kaserne in München</td>
<td>1</td>
<td>60</td>
<td>164</td>
<td>20</td>
<td>Mrz 08</td>
<td>BMVg</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>17%</td>
<td>HOCHTIEF Bundewehrpartner GmbH &amp; Co. KG</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>17</td>
<td>Bürogebäude, GSI Helmholtzzentrum für Schwerionenforschung GmbH in Darmstadt</td>
<td>1</td>
<td>7</td>
<td>25</td>
<td>1</td>
<td>Okt 09</td>
<td>GSI Helmholtzzentrum für Schwerionenforschung (90% Bund, 10% Hessen)</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>Adam Hörnig Baugesellschaft</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

(Ohne Parkhäuser, Protonen- und Partikeltherapiezentren, Hubschraubertrainingssimulatoren)
### Übersicht deutsche PPP-Hochbau-Projekte

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Bildungscenter Ostend in Frankfurt am Main</td>
<td>LHI</td>
<td>LBBW</td>
<td>Müller-Altvatter Bauunternehmung GmbH &amp; Co. KG</td>
<td>Müller-Altvatter Gebäudemanagement &amp; Co. KG</td>
<td>42</td>
<td>100,0%</td>
<td>0</td>
<td>0,0%</td>
<td>0</td>
<td>0,0%</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Förderschule und Dreifachsporthalle in Frechen / Rhein-Erft-Kreis</td>
<td>LHI</td>
<td>Südleasing, LBBW, KIW</td>
<td>Wayss &amp; Freytag Schlüsselfertigbau, Müller-Altvatter Bauunternehmung</td>
<td>Luftansa Gebäudemanagement, Müller-Altvatter Gebäudemanagement</td>
<td>16</td>
<td>100,0%</td>
<td>0</td>
<td>0,0%</td>
<td>0</td>
<td>0,0%</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Kreishaus Unna</td>
<td>Bilfinger Berger BOT GmbH</td>
<td>KfW, Ipex Bank</td>
<td>Bilfinger Berger AG</td>
<td>J. Wolffs Gebäude und Energiemanagement</td>
<td>21,2</td>
<td>88,0%</td>
<td>2,8</td>
<td>12,0%</td>
<td>0</td>
<td>0,0%</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>Schulen in Köln</td>
<td>HOCHTIEF PPP Solutions GmbH</td>
<td>KfW, Ipex Bank</td>
<td>HOCHTIEF Construction AG</td>
<td>C.I.S. Facility Management, abacus Gebäudemanagement GmbH</td>
<td>30,5</td>
<td>87,0%</td>
<td>4,6</td>
<td>13,0%</td>
<td>0</td>
<td>0,0%</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Gymnasium in Schwarzenbek</td>
<td>LHI</td>
<td>Eurohypo</td>
<td>Müller-Altvatter Bauunternehmung GmbH &amp; Co. KG</td>
<td>Müller-Altvatter Gebäudemanagement GmbH, Kind Gebäudemanagement GmbH</td>
<td>20</td>
<td>100,0%</td>
<td>0</td>
<td>0,0%</td>
<td>0</td>
<td>0,0%</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>Finanzzentrum Altmarkt in Kassel</td>
<td>LHI</td>
<td>Helaba</td>
<td>Müller-Altvatter Bauunternehmung GmbH</td>
<td>Müller-Altvatter Gebäudemanagement GmbH</td>
<td>33,3</td>
<td>90,0%</td>
<td>3,7</td>
<td>10,0%</td>
<td>0</td>
<td>0,0%</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>JVA Burg</td>
<td>Bilfinger Berger BOT (90%), KÖTTER Justiziendienstleistungen (10%)</td>
<td>Commerzbank, HSH Nordbank, NordLB</td>
<td>Bilfinger Berger AG Hochbau</td>
<td>HSG Technischer Service GmbH, KÖTTER Justiziendienstleistungen</td>
<td>92,5</td>
<td>92,5%</td>
<td>7,5</td>
<td>7,5%</td>
<td>0</td>
<td>0,0%</td>
</tr>
<tr>
<td>8</td>
<td>Schulen im Lahn-Dill-Kreis</td>
<td>LHI</td>
<td>LBBW</td>
<td>Müller-Altvatter Bauunternehmung GmbH</td>
<td>Müller-Altvatter Gebäudemanagement GmbH</td>
<td>27</td>
<td>100,0%</td>
<td>0</td>
<td>0,0%</td>
<td>0</td>
<td>0,0%</td>
</tr>
<tr>
<td>9</td>
<td>Zentrales Justiz- und Verwaltungs-Zentrum Wiesbaden</td>
<td>Hannover Leasing</td>
<td>Helaba (OFB Projektentwicklung)</td>
<td>Bilfinger Berger Hochbau AG</td>
<td>HSG Technischer Service GmbH</td>
<td>110,3</td>
<td>90,0%</td>
<td>17,7</td>
<td>10,0%</td>
<td>0</td>
<td>0,0%</td>
</tr>
<tr>
<td>10</td>
<td>Behördenzentrum in Heidelberg</td>
<td>Züblin Development GmbH</td>
<td>Eurohypo</td>
<td>Ed. Züblin AG</td>
<td>Niessberger Gebäudemanagement GmbH &amp; Co. KG</td>
<td>36</td>
<td>90,0%</td>
<td>4</td>
<td>10,0%</td>
<td>0</td>
<td>0,0%</td>
</tr>
<tr>
<td>11</td>
<td>Schulen in Frankfurt am Main</td>
<td>HOCHTIEF PPP Solutions GmbH</td>
<td>Nord LB</td>
<td>HOCHTIEF Construction AG</td>
<td>HOCHTIEF Facility Management GmbH</td>
<td>95,4</td>
<td>90,0%</td>
<td>10,6</td>
<td>10,0%</td>
<td>0</td>
<td>0,0%</td>
</tr>
<tr>
<td>12</td>
<td>Neubau der Gesamtschule Köln-Rodenkirchen</td>
<td>HOCHTIEF PPP Solutions GmbH</td>
<td>Nord LB</td>
<td>HOCHTIEF Construction AG</td>
<td>HOCHTIEF Facility Management GmbH</td>
<td>45</td>
<td>90,0%</td>
<td>5</td>
<td>10,0%</td>
<td>0</td>
<td>0,0%</td>
</tr>
<tr>
<td>Nr.</td>
<td>Projektbeschreibung</td>
<td>Betreiber 1</td>
<td>Betreiber 2</td>
<td>Betreiber 3</td>
<td>Anteil 1</td>
<td>Anteil 2</td>
<td>Anteil 3</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>-----</td>
<td>------------------------------------------------------------------------------------</td>
<td>-------------</td>
<td>-------------</td>
<td>-------------</td>
<td>----------</td>
<td>----------</td>
<td>----------</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>13</td>
<td>Amt für Bodenmanagement in Limburg</td>
<td>Goldbeck</td>
<td>DGHYP AG</td>
<td>GOLDBECK West GmbH</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>14</td>
<td>Amt für Bodenmanagement in Korbach</td>
<td>OFRA</td>
<td>Volksbank Paderborn-Dortmund/LB-Bank</td>
<td>OFRA Holding GmbH &amp; Co. KG</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>15</td>
<td>Amt für Bodenmanagement in Büdingen</td>
<td>Goldbeck</td>
<td>DGHYP AG</td>
<td>GOLDBECK West GmbH</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>16</td>
<td>Fürst-Wrede-Kaserne in München</td>
<td>HOCHTIEF PPP Solutions GmbH</td>
<td>Nord LB</td>
<td>HOCHTIEF Construction AG</td>
<td>HOCHTIEF Facility Management GmbH</td>
<td>54</td>
<td>90,0%</td>
<td>6</td>
<td>10,0%</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>17</td>
<td>Bürogebäude, GSI Helmholtzzentrum für Schwerionenforschung GmbH in Darmstadt</td>
<td>?</td>
<td>Kreissparkasse Groß Gerau</td>
<td>Adam Hörnig Baugesellschaft mbH &amp; Co. KG</td>
<td>Hörnig Wohn- und Industriebau GmbH</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

(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?

<table>
<thead>
<tr>
<th>Länder</th>
<th>Finanzierungsvolumen</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Deutschland</td>
<td>45,625 Mio. Euro</td>
</tr>
<tr>
<td>Großbritannien</td>
<td>20,625 Mio. Euro</td>
</tr>
<tr>
<td>Italien</td>
<td>32,5 Mio. Euro</td>
</tr>
<tr>
<td>Frankreich</td>
<td>26,5 Mio. Euro</td>
</tr>
</tbody>
</table>

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)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rang</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Standardisierung der PPP-Verträge</td>
<td>1, 6</td>
<td>1</td>
<td>Anpassung gesetzlicher Rahmenbedingungen im Hinblick auf steuerliche Aspekte</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Bürokratieabbau bei Vorbereitung und Umsetzung der Projekte</td>
<td>1, 9</td>
<td>1</td>
<td>Standardisierung der PPP-Verträge</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Standardisierung der Dokumentation</td>
<td>2</td>
<td>1.5</td>
<td>Standardisierung des PPP-Vergabeverfahrens</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>Standardisierung/Reglementierung des Risikotransfers</td>
<td>2.1</td>
<td>2</td>
<td>Standardisierung der Dokumentation</td>
</tr>
</tbody>
</table>
### Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

<p>| | | | | |</p>
<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>5</td>
<td>Standardisierung des PPP-Vergabeverfahrens</td>
<td>2,2</td>
<td>Standardisierung der technischen Verdingungsunterlagen</td>
<td>Anpassung gesetzlicher Rahmenbedingungen im Hinblick auf das Investmentgesetz, Regulierung der Gesellschafterstruktur</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>Anpassung gesetzlicher Rahmenbedingungen im Hinblick auf steuerliche Aspekte</td>
<td>2,4</td>
<td>Standardisierung/Reglementierung des Risikotransfers</td>
<td>Standardisierung der technischen Verdingungsunterlagen</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>Bündelung von Projekten auf Ebene der ausschreibenden Stellen</td>
<td>2,4</td>
<td>Anpassung gesetzlicher Rahmenbedingungen im Hinblick auf das Investmentgesetz, Regulierung der Gesellschafterstruktur</td>
<td>Anpassung gesetzlicher Rahmenbedingungen im Hinblick auf das Investmentgesetz, Regulierung der Gesellschafterstruktur</td>
</tr>
<tr>
<td>8</td>
<td>Anpassung gesetzlicher Rahmenbedingungen im Hinblick auf das Investmentgesetz, Regulierung der Gesellschafterstruktur</td>
<td>2,8</td>
<td>Standardisierung der Dokumentation</td>
<td>Etablierung einer föderalen Einrichtung zur Forcierung der Umsetzung von Projektfinanzierungen</td>
</tr>
<tr>
<td>9</td>
<td>Etablierung einer föderalen Einrichtung zur Forcierung der Umsetzung von Projektfinanzierungen</td>
<td>3,2</td>
<td>Standardisierung der technischen Verdingungsunterlagen</td>
<td>Bündelung von Projekten auf Ebene der ausschreibenden Stellen</td>
</tr>
<tr>
<td>10</td>
<td>Standardisierung der technischen Verdingungsunterlagen</td>
<td>3,6</td>
<td>Etablierung einer föderalen Einrichtung zur Forcierung der Umsetzung von Projektfinanzierungen</td>
<td>Anpassung gesetzlicher Rahmenbedingungen im Hinblick auf steuerliche Aspekte</td>
</tr>
</tbody>
</table>

179
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)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rang</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Zu geringe Projektvolumen</td>
<td>2. Zu geringe Projektvolumen</td>
<td>1. Zu geringe Erfahrungen der öffentlichen Hand mit Projektfinanzierung</td>
<td>1.0 Zu geringe Erfahrungen der öffentlichen Hand mit Projektfinanzierung</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Zu wenig Projekte</td>
<td>2.4 Zu wenig Projekte</td>
<td>2.5 Zu geringe Projektvolumen</td>
<td>3.0 Kein optimaler Risikotransfer</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>Zu hohe Finanzierungskosten</td>
<td>2.6 Kein optimaler Risikotransfer</td>
<td>3. Zu hohe Finanzierungskosten</td>
<td>3. Zu geringe Projektvolumen</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Mangelnde Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken</td>
<td>2.8 Zu hohe Finanzierungskosten</td>
<td>4.0 Zusätzliche Besicherung notwendig</td>
<td>3. Hindernisse bei der Eigenkapitalbeschaffung</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>Hindernisse bei der Eigenkapitalbeschaffung</td>
<td>3.3 Mangelnde Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken</td>
<td>4. Zu wenig Projekte</td>
<td>5. Zu wenig Projekte</td>
</tr>
<tr>
<td>8</td>
<td>Kein optimaler Risikotransfer</td>
<td>3.5 Hindernisse bei der Eigenkapitalbeschaffung</td>
<td>5.5 Hindernisse bei der Eigenkapitalbeschaffung</td>
<td>6. Zusätzliche Besicherung notwendig</td>
</tr>
</tbody>
</table>
4. Welche Eigenkapitalausstattung wird in den einzelnen Lebenszyklus-Phasen eines projektfinanzierten PPP-Hochbau-Projektes benötigt (Verhältnis Eigenkapital / Finanzierungsvolumen)?

<table>
<thead>
<tr>
<th>Neubau ohne Auslastungsrisiko</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td><strong>Bauphase</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>min</td>
<td>14,17</td>
<td>8,00</td>
<td>14,00</td>
<td>6,00</td>
</tr>
<tr>
<td>max</td>
<td>30,00</td>
<td>12,50</td>
<td>27,50</td>
<td>15,00</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Frühe Betriebsphase</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>min</td>
<td>14,17</td>
<td>5,50</td>
<td>14,00</td>
<td>3,50</td>
</tr>
<tr>
<td>max</td>
<td>30,00</td>
<td>9,00</td>
<td>22,50</td>
<td>10,00</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Fortgeschrittene Betriebsphase</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>min</td>
<td>12,50</td>
<td>5,50</td>
<td>14,00</td>
<td>3,00</td>
</tr>
<tr>
<td>max</td>
<td>22,50</td>
<td>8,00</td>
<td>20,00</td>
<td>k.A.</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Neubau mit Auslastungsrisiko</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td><strong>Bauphase</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>min</td>
<td>12,50</td>
<td>12,00</td>
<td>15,00</td>
<td>19,00</td>
</tr>
<tr>
<td>max</td>
<td>30,00</td>
<td>20,50</td>
<td>22,50</td>
<td>20,00</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Frühe Betriebsphase</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>min</td>
<td>13,33</td>
<td>11,00</td>
<td>15,00</td>
<td>12,50</td>
</tr>
<tr>
<td>max</td>
<td>43,33</td>
<td>17,00</td>
<td>20,00</td>
<td>15,00</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Fortgeschrittene Betriebsphase</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>min</td>
<td>15,00</td>
<td>11,00</td>
<td>12,50</td>
<td>7,50</td>
</tr>
<tr>
<td>max</td>
<td>30,00</td>
<td>14,50</td>
<td>15,00</td>
<td>10,00</td>
</tr>
</tbody>
</table>
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

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rang</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Grundstücks- und Bestandsrisiko</td>
<td>3 Restwertrisiko</td>
<td>3,5 Baurisiko</td>
<td>1,5 Baurisiko</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Restwertrisiko</td>
<td>3,7</td>
<td>Steuerrisiko</td>
<td>4,5 Planungsrisiko</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Genehmigungsrisiko</td>
<td>4,4</td>
<td>Grundstücks- und Bestandsrisiko</td>
<td>5 Betriebsrisiko</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>Baurisiko</td>
<td>4,9</td>
<td>Planungsrisiko</td>
<td>5 Grundstücks- und Bestandsrisiko</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Betriebsrisiko</td>
<td>5,3</td>
<td>Baurisiko</td>
<td>5,5 Genehmigungsrisiko</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>Planungsrisiko</td>
<td>5,7</td>
<td>Rechtsprechungsrisiko</td>
<td>5,5 Force Majeure</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>Force Majeure</td>
<td>5,7</td>
<td>Genehmigungsrisiko</td>
<td>6 Rechtsprechungsrisiko</td>
</tr>
<tr>
<td>8</td>
<td>Finanzierungsrisiko</td>
<td>6,4</td>
<td>Finanzierungsrisiko</td>
<td>6 Finanzierungsrisiko</td>
</tr>
<tr>
<td>9</td>
<td>Rechtsprechungsrisiko</td>
<td>7</td>
<td>Betriebsrisiko</td>
<td>6,5 Steuerrisiko</td>
</tr>
<tr>
<td>10</td>
<td>Steuerrisiko</td>
<td>8,9</td>
<td>Force Majeure</td>
<td>7,5 Restwertrisiko</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### Neubau mit Auslastungsrisiko

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rang</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Baurisiko</td>
<td>2,8</td>
<td>Restwertrisiko</td>
<td>1 Baurisiko</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Betriebsrisiko</td>
<td>3,6</td>
<td>Betriebsrisiko</td>
<td>2 Betriebsrisiko</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Restwertrisiko</td>
<td>3,6</td>
<td>Baurisiko</td>
<td>3 Planungsrisiko</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>Grundstücks- und Bestandsrisiko</td>
<td>3,8</td>
<td>Finanzierungsrisiko</td>
<td>4 Genehmigungsrisiko</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Force Majeure</td>
<td>4,6</td>
<td>Steuerrisiko</td>
<td>5 Grundstücks- und Bestandsrisiko</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>Planungsrisiko</td>
<td>4,8</td>
<td>Rechtsprechungsrisiko</td>
<td>6 Force Majeure</td>
</tr>
</tbody>
</table>
### Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

<table>
<thead>
<tr>
<th>Genehmigungsrisiko</th>
<th>Grundstücks- und Bestandsrisiko</th>
<th>Finanzierungsrisiko</th>
<th>Steuerrisiko</th>
<th>Force Majeure</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>7</td>
<td>5,4</td>
<td>7</td>
<td>6,4</td>
<td>8</td>
</tr>
<tr>
<td>Finanzierungsrisiko</td>
<td>6,4</td>
<td>Rechtsprechungsrisiko</td>
<td>5</td>
<td>7,5</td>
</tr>
<tr>
<td>8</td>
<td>Force Majeure</td>
<td>8</td>
<td>6,4</td>
<td>9</td>
</tr>
<tr>
<td>9</td>
<td>Planungsrisiko</td>
<td>9</td>
<td>8,2</td>
<td>10</td>
</tr>
<tr>
<td>10</td>
<td>Steuerrisiko</td>
<td>10</td>
<td>8,5</td>
<td>10</td>
</tr>
</tbody>
</table>

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

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rang</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Bürgschaften / Garantien / Patronatserklärungen / Gewinnabführungsverträge</td>
<td>insb. Nachrangdarlehen</td>
<td>insb. Nachrangdarlehen</td>
<td>Brückenfinanzierung Eigenkapital</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Reservekonten Instandhaltung / Betrieb</td>
<td>Reservekonten Kapitaldienst</td>
<td>Reservekonten Instandhaltung / Betrieb</td>
<td>Bürgschaften / Garantien / Patronatserklärungen / Gewinnabführungsverträge</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Mezzanine</td>
<td>Bürgschaften / Garantien / Patronatserklärungen / Gewinnabführungsverträge</td>
<td>Brückenfinanzierung Eigenkapital</td>
<td>Reservekonten Kapitaldienst</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>insb. Nachrangdarlehen</td>
<td>Reservekonten Instandhaltung / Betrieb</td>
<td>Reservekonten Kapitaldienst</td>
<td>Reservekonten Instandhaltung / Betrieb</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Brückenfinanzierung Eigenkapital</td>
<td>Mezzanine</td>
<td>Bürgschaften / Garantien / Patronatserklärungen / Gewinnabführungsverträge</td>
<td>Reservekonten Kapitaldienst</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>Reservekonten Kapitaldienst</td>
<td>Brückenfinanzierung Eigenkapital</td>
<td>Platzierungsgarantie</td>
<td>Mezzanine</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>Platzierungsgarantie</td>
<td>Platzierungsgarantie</td>
<td>Mezzanine</td>
<td>Platzierungsgarantie</td>
</tr>
</tbody>
</table>
### Lebenszyklusphase

<table>
<thead>
<tr>
<th>Lebenszyklusphase</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Mezzanine / insb. Nachrangdarlehen</td>
<td>Bauphase</td>
<td>Bauphase</td>
<td>Bauphase</td>
<td>Frühe Betriebsphase</td>
</tr>
<tr>
<td>Reservekonten Kapitaldienst</td>
<td>Frühe Betriebsphase</td>
<td>Frühe Betriebsphase</td>
<td>Frühe Betriebsphase / Bauphase</td>
<td>Bauphase</td>
</tr>
<tr>
<td>Reservekonten Instandhaltung/ Betrieb</td>
<td>Frühe Betriebsphase</td>
<td>Frühe Betriebsphase</td>
<td>Frühe Betriebsphase / Bauphase</td>
<td>Frühe Betriebsphase</td>
</tr>
<tr>
<td>Bürgschaften / Garantien / Patronatserklärungen / Gewinnabführungsverträge</td>
<td>Bauphase</td>
<td>Bauphase</td>
<td>Bauphase</td>
<td>Bauphase</td>
</tr>
<tr>
<td>Brückenfinanzierung Eigenkapital</td>
<td>Bauphase</td>
<td>Bauphase</td>
<td>Bauphase</td>
<td>Bauphase</td>
</tr>
<tr>
<td>Platzierungsgarantie</td>
<td>Bauphase</td>
<td>Bauphase</td>
<td>Bauphase</td>
<td>keine Angabe</td>
</tr>
</tbody>
</table>
### Einfluss auf die Eigenkapitalquote

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rang</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>insb. Nachrangdarlehen</td>
<td>2,4</td>
<td>Brückenfinanzierung</td>
<td>1 Mezzanine</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>Eigenkapital</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Mezzanine</td>
<td>2,5</td>
<td>insb. Nachrangdarlehen</td>
<td>2 insb. Nachrangdarlehen</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>Bürgschaften / Garantien /</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>Patronaterklärungen /</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>Gewinnabführungsverträge</td>
<td>1</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Bürgschaften / Garantien /</td>
<td>3 Mezzanine</td>
<td>Reservekonten Instandhaltung/</td>
<td>2 Reservekonten Kapitaldienst</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Patronaterklärungen /</td>
<td></td>
<td>Betrieb</td>
<td>k.A.</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Gewinnabführungsverträge</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>Brückenfinanzierung</td>
<td>3,1 Reservekonten Kapitaldienst</td>
<td>Platzierungsgarantie</td>
<td>2 Reservekonten Instandhaltung/</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Eigenkapital</td>
<td></td>
<td></td>
<td>Betrieb</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Platzierungsgarantie</td>
<td>3,2 Reservekonten Instandhaltung/</td>
<td>Reservekonten Kapitaldienst</td>
<td>2,5 Reservekonten Kapitaldienst</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td>Betrieb</td>
<td></td>
<td>k.A.</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>Reservekonten Instandhaltung/</td>
<td>4,6 Platzierungsgarantie</td>
<td>Mezzanine</td>
<td>3 Brückenfinanzierung</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Betrieb</td>
<td></td>
<td></td>
<td>Eigenkapital</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>Reservekonten Kapitaldienst</td>
<td>4,8 Brückenfinanzierung</td>
<td>Bürgschaften / Garantien /</td>
<td>3 Platzierungsgarantie</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td>Eigenkapital</td>
<td>Patronaterklärungen /</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>Gewinnabführungsverträge</td>
<td>k.A.</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Geschl. Immobilienfonds</td>
<td>3, 6</td>
<td>90%</td>
<td>min. 2 k.A.</td>
<td>max. 10 k.A.</td>
<td>min. 20 k.A.</td>
<td>max. 100 k.A.</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Infrastruktur-Sondervermögen: ÖPP-Fonds</td>
<td>4,4</td>
<td>90%</td>
<td>min. 60 max. 180</td>
<td>min. 10 max. 30</td>
<td>min. 1050 max. 600</td>
<td>k.A. k.A.</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Versicherungen</td>
<td>4,7</td>
<td>70%</td>
<td>min. 10 max. 100</td>
<td>k.A. k.A.</td>
<td>k.A. k.A.</td>
<td>k.A. k.A.</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Leasingfonds</td>
<td>6</td>
<td>50%</td>
<td>min. 5,5 max. 60</td>
<td>min. 5 max. 10</td>
<td>min. 50 max. 100</td>
<td>10,5 100</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>REITs</td>
<td>6,7</td>
<td>60%</td>
<td>k.A. k.A. k.A.</td>
<td>k.A. k.A.</td>
<td>k.A. k.A.</td>
<td>k.A. k.A.</td>
</tr>
</tbody>
</table>
### 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)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rang</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Erwartete Rendite</td>
<td>Investitions- und Projektvolumen</td>
<td>Risikoallokation bzw. Risikotransfer</td>
<td>Leistungsfähigkeit Konsortialpartner/ Nachunternehmer</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Risikoallokation bzw. Risikotransfer</td>
<td>Bonität Konsortialpartner/ Nachunternehmer</td>
<td>Erwartete Rendite</td>
<td>Investitions- und Projektvolumen</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Leistungsfähigkeit Konsortialpartner/ Nachunternehmer</td>
<td>Leistungsfähigkeit Konsortialpartner/ Nachunternehmer</td>
<td>Bonität Konsortialpartner/ Nachunternehmer</td>
<td>Erwartete Rendite</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Bonität Konsortialpartner/ Nachunternehmer</td>
<td>Erwartete Rendite</td>
<td>Wertsteigerungspotentiale durch Refinanzierung</td>
<td>Bonität Konsortialpartner/ Nachunternehmer</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>Möglichkeit zur Veräußerung der Anteile an der Projektgesellschaft</td>
<td>Standardisierung PPP-Vertrag</td>
<td>Auftraggeber (Bund, Länder und Kommunen bzw. nationale, regionale und lokale Ebene)</td>
<td>Möglichkeit zur Veräußerung der Anteile an der Projektgesellschaft</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>Standardisierung Vergabeverfahren</td>
<td>Möglichkeit zur Veräußerung der Anteile an der Projektgesellschaft</td>
<td>Standardisierung PPP-Vertrag</td>
<td>Standardisierung PPP-Vertrag</td>
</tr>
<tr>
<td>8</td>
<td>Auftraggeber (Bund, Länder und Kommunen bzw. nationale, regionale und lokale Ebene)</td>
<td>Standardisierung Vergabeverfahren</td>
<td>Standardisierung Vergabeverfahren</td>
<td>Wertsteigerungspotentiale durch operative Leistungen (technische Innovationen)</td>
</tr>
<tr>
<td>9</td>
<td>Standardisierung PPP-Vertrag</td>
<td>Bündelungspotentiale</td>
<td>Wertsteigerungspotentiale durch operative Leistungen (technische Innovationen)</td>
<td>Wertsteigerungspotentiale durch Refinanzierung</td>
</tr>
<tr>
<td>10</td>
<td>Nutzung von Synergieeffekten durch Eigenkapitalgeber</td>
<td>Wertsteigerungspotentiale durch Refinanzierung</td>
<td>Investitions- und Projektvolumen</td>
<td>Bündelungspotentiale</td>
</tr>
<tr>
<td>Rang</td>
<td>Finanzintermediäre Deutschland</td>
<td>Finanzintermediäre Großbritannien</td>
<td>Finanzintermediäre Italien</td>
<td>Finanzintermediäre Frankreich</td>
</tr>
<tr>
<td>------</td>
<td>-------------------------------</td>
<td>---------------------------------</td>
<td>---------------------------</td>
<td>-----------------------------</td>
</tr>
<tr>
<td>1</td>
<td>Erwartete Rendite 1,7</td>
<td>Investitions- und Projektvolumen</td>
<td>Risikoallokation bzw. Risikotransfer 1</td>
<td>Risikoallokation bzw. Risikotransfer 1</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Risikoallokation bzw. Risikotransfer 3,5</td>
<td>Bonität Konsortialpartner/ Nachunternehmer 4</td>
<td>Erwartete Rendite 1,5</td>
<td>Erwartete Rendite 1</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Investitions- und Projektvolumen 4,2</td>
<td>Wertsteigerungspotentiale durch Refinanzierung 4</td>
<td>Bonität Konsortialpartner/ Nachunternehmer 2</td>
<td>Wertsteigerungspotentiale durch operative Leistungen (technische Innovationen) 1</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>Leistungsfähigkeit Konsortialpartner/ Nachunternehmer 5,7</td>
<td>Risikoallokation bzw. Risikotransfer 5,5</td>
<td>Wertsteigerungspotentiale durch Refinanzierung 2</td>
<td>Möglichkeit zur Veräußerung der Anteile an der Projektgesellschaft 1</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Bonität Konsortialpartner/ Nachunternehmer 6,5</td>
<td>Erwartete Rendite 5,5</td>
<td>Auftraggeber (Bund, Länder und Kommunen bzw. nationale, regionale und lokale Ebene) 2</td>
<td>Auftraggeber (Bund, Länder und Kommunen bzw. nationale, regionale und lokale Ebene) 1</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>Möglichkeit zur Veräußerung der Anteile an der Projektgesellschaft 7</td>
<td>Bündelungspotentiale 5,5</td>
<td>Leistungsfähigkeit Konsortialpartner/ Nachunternehmer 2,5</td>
<td>Investitions- und Projektvolumen 2</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Sekundärmarkt**
<table>
<thead>
<tr>
<th>7</th>
<th>Wertsteigerungspotentiale durch operative Leistungen (technische Innovationen)</th>
<th>7,4</th>
<th>Wertsteigerungspotentiale durch operative Leistungen (technische Innovationen)</th>
<th>7</th>
<th>Wertsteigerungspotentiale durch operative Leistungen (technische Innovationen)</th>
<th>2,5</th>
<th>Bonität Konsortialpartner/ Nachunternehmer</th>
<th>2</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>8</td>
<td>Auftraggeber (Bund, Länder und Kommunen bzw. nationale, regionale und lokale Ebene)</td>
<td>8,8</td>
<td>Nutzung von Synergieeffekten durch Eigenkapitalgeber</td>
<td>8</td>
<td>Bündelungspotentiale</td>
<td>4</td>
<td>Leistungsfähigkeit Konsortialpartner/ Nachunternehmer</td>
<td>2</td>
</tr>
<tr>
<td>9</td>
<td>Wertsteigerungspotentiale durch Refinanzierung</td>
<td>9</td>
<td>Berater der ausschreibenden Stelle</td>
<td>8,5</td>
<td>Nutzung von Synergieeffekten durch Eigenkapitalgeber</td>
<td>4,5</td>
<td>Bündelungspotentiale</td>
<td>2</td>
</tr>
<tr>
<td>10</td>
<td>Bündelungspotentiale</td>
<td>9,2</td>
<td>Möglichkeit zur Veräußerung der Anteile an der Projektgesellschaft</td>
<td>9,5</td>
<td>Standardisierung Vergabeverfahren</td>
<td>5,5</td>
<td>Wertsteigerungspotentiale durch Refinanzierung</td>
<td>2</td>
</tr>
<tr>
<td>11</td>
<td>Nutzung von Synergieeffekten durch Eigenkapitalgeber</td>
<td>9,8</td>
<td>Leistungsfähigkeit Konsortialpartner/ Nachunternehmer</td>
<td>11,5</td>
<td>Investitions- und Projektvolumen</td>
<td>7</td>
<td>Standardisierung PPP-Vertrag</td>
<td>3</td>
</tr>
<tr>
<td>12</td>
<td>Berater der ausschreibenden Stelle</td>
<td>12,6</td>
<td>Standardisierung PPP-Vertrag</td>
<td>12</td>
<td>Standardisierung PPP-Vertrag</td>
<td>7</td>
<td>Nutzung von Synergieeffekten durch Eigenkapitalgeber</td>
<td>3</td>
</tr>
<tr>
<td>13</td>
<td>Standardisierung Vergabeverfahren</td>
<td>13,4</td>
<td>Standardisierung Vergabeverfahren</td>
<td>13</td>
<td>Möglichkeit zur Veräußerung der Anteile an der Projektgesellschaft</td>
<td>7</td>
<td>Berater der ausschreibenden Stelle</td>
<td>4</td>
</tr>
<tr>
<td>14</td>
<td>Standardisierung PPP-Vertrag</td>
<td>13,4</td>
<td>Auftraggeber (Bund, Länder und Kommunen bzw. nationale, regionale und lokale Ebene)</td>
<td>14,5</td>
<td>Berater der ausschreibenden Stelle</td>
<td>13,5</td>
<td>Standardisierung Vergabeverfahren</td>
<td>6</td>
</tr>
</tbody>
</table>
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

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rang</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Risikodiversifikation 2</td>
<td>Langfristig stabile Ausschüttungen 2</td>
<td>Risikodiversifikation 1,5</td>
<td>Langfristig stabile Ausschüttungen 1</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Langfristig stabile Ausschüttungen 2,3</td>
<td>Kurzfristige Wertsteigerungen 2</td>
<td>Reputation 3</td>
<td>Reputation 2,5</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Reputation 4</td>
<td>Risikodiversifikation 3,5</td>
<td>Langfristig stabile Ausschüttungen 3,5</td>
<td>Risikodiversifikation 2,5</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>Steuerliche Effekte 4,5</td>
<td>Steuerliche Effekte 4</td>
<td>Steuerliche Effekte 4</td>
<td>Steuerliche Effekte 4,5</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Kurzfristige Wertsteigerungen 4,6</td>
<td>Reputation 4</td>
<td>Kurzfristige Wertsteigerungen 4</td>
<td>Kurzfristige Wertsteigerungen 4,5</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### Frühe Betriebsphase

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rang</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Langfristig stabile Ausschüttungen 1,3</td>
<td>Langfristig stabile Ausschüttungen 1</td>
<td>Risikodiversifikation 1,5</td>
<td>Langfristig stabile Ausschüttungen 1</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Risikodiversifikation 2</td>
<td>Kurzfristige Wertsteigerungen 2,5</td>
<td>Langfristig stabile Ausschüttungen 2</td>
<td>Risikodiversifikation 2</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Steuerliche Effekte 3,9</td>
<td>Risikodiversifikation 2,5</td>
<td>Reputation 3</td>
<td>Reputation 3</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>Reputation 4</td>
<td>Steuerliche Effekte 4</td>
<td>Steuerliche Effekte 4</td>
<td>Kurzfristige Wertsteigerungen 4</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Kurzfristige Wertsteigerungen 4,2</td>
<td>Reputation 4</td>
<td>Kurzfristige Wertsteigerungen 4</td>
<td>Steuerliche Effekte 5</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### Fortgeschrittene Betriebsphase
<table>
<thead>
<tr>
<th>Rang</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Langfristig stabile Ausschüttungen 1,1</td>
<td>Langfristig stabile Ausschüttungen 1</td>
<td>Langfristig stabile Ausschüttungen 1</td>
<td>Langfristig stabile Ausschüttungen 1</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Risikodiversifikation 2</td>
<td>Kurzfristige Wertsteigerungen 2,5</td>
<td>Risikodiversifikation 1,5</td>
<td>Risikodiversifikation 2</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Reputation 3,7</td>
<td>Risikodiversifikation 2,5</td>
<td>Reputation 3</td>
<td>Reputation 3</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>Kurzfristige Wertsteigerungen 4,13</td>
<td>Steuerliche Effekte 4</td>
<td>Kurzfristige Wertsteigerungen 3,5</td>
<td>Kurzfristige Wertsteigerungen 4</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Steuerliche Effekte 4,5</td>
<td>Reputation 5,5</td>
<td>Steuerliche Effekte 4</td>
<td>Steuerliche Effekte 5</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Phasen</th>
<th>Vorsteuerrendite</th>
<th>Nachsteuerrendite</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>Deutschland</td>
<td>Großbritannien</td>
</tr>
<tr>
<td>Bauphase</td>
<td>0-25%</td>
<td>11-15%</td>
</tr>
<tr>
<td>Frühe Betriebsphase</td>
<td>6-20%</td>
<td>6-10%</td>
</tr>
<tr>
<td>Fortgeschrittene Betriebsphase</td>
<td>6-15%</td>
<td>6-10%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Phasen</th>
<th>Vorsteuerrendite</th>
<th>Nachsteuerrendite</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>Deutschland</td>
<td>Großbritannien</td>
</tr>
<tr>
<td>Bauphase</td>
<td>0-20%</td>
<td>k.A.</td>
</tr>
<tr>
<td>Frühe Betriebsphase</td>
<td>0-15%</td>
<td>k.A.</td>
</tr>
<tr>
<td>Fortgeschrittene Betriebsphase</td>
<td>0-10%</td>
<td>k.A.</td>
</tr>
</tbody>
</table>
### PPP mit Auslastungsrisiko - Vorsteuerrendite

<table>
<thead>
<tr>
<th>Phase</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td><strong>Bauphase</strong></td>
<td>0-30%</td>
<td>16-25%</td>
<td>16-20%</td>
<td>21-25%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Frühe Betriebsphase</strong></td>
<td>6-25%</td>
<td>11-20%</td>
<td>11-15%</td>
<td>11-15%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Fortgeschrittene Betriebsphase</strong></td>
<td>6-25%</td>
<td>11-15%</td>
<td>6-10%</td>
<td>16-20%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### PPP mit Auslastungsrisiko - Nachsteuerrendite

<table>
<thead>
<tr>
<th>Phase</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td><strong>Bauphase</strong></td>
<td>0-25%</td>
<td>k.A.</td>
<td>11-20%</td>
<td>16-20%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Frühe Betriebsphase</strong></td>
<td>0-20%</td>
<td>k.A.</td>
<td>6-15%</td>
<td>k.A.</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Fortgeschrittene Betriebsphase</strong></td>
<td>0-15%</td>
<td>k.A.</td>
<td>6-10%</td>
<td>k.A.</td>
</tr>
</tbody>
</table>
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

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rang</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Auslastungsrisiko 1,8</td>
<td>Baurisiko</td>
<td>Auslastungsrisiko 1</td>
<td>Genehmigungsrisiko 1</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Baurisiko 2,8</td>
<td>Auslastungsrisiko 2</td>
<td>Planungsrisiko 1</td>
<td>Betriebsrisiko 2</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Grundstücks- und Bestandsrisiko 4,5</td>
<td>Betriebsrisiko 3</td>
<td>Genehmigungsrisiko 1</td>
<td>Baurisiko 3</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>Restwertrisiko 4,5</td>
<td>Grundstücks- und Bestandsrisiko 6</td>
<td>Finanzierungsrisiko 1</td>
<td>Grundstücks- und Bestandsrisiko 5</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Finanzierungsrisiko 6,3</td>
<td>Finanzierungsrisiko 6</td>
<td>Betriebsrisiko 1,5</td>
<td>Auslastungsrisiko 6</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>Betriebsrisiko 6,3</td>
<td>Planungsrisiko 7</td>
<td>Force Majeure 2,5</td>
<td>Rechtsprechungsrisiko 7</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>Force Majeure 6,3</td>
<td>Genehmigungsrisiko 8</td>
<td>Grundstücks- und Bestandsrisiko 3</td>
<td>Finanzierungsrisiko 8</td>
</tr>
<tr>
<td>8</td>
<td>Planungsrisiko 6,5</td>
<td>Steuerrisiko 9</td>
<td>Rechtsprechungsrisiko 3,5</td>
<td>Steuerrisiko 9</td>
</tr>
<tr>
<td>9</td>
<td>Steuerrisiko 8</td>
<td>Rechtsprechungsrisiko 10</td>
<td>Steuerrisiko 5,5</td>
<td>Force Majeure 10</td>
</tr>
<tr>
<td>10</td>
<td>Rechtsprechungsrisiko 8,5</td>
<td>Force Majeure 11</td>
<td>Restwertrisiko 7</td>
<td>Restwertrisiko 11</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### Eigenkapitalplatzierbarkeit

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rang</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Auslastungsrisiko 1,5</td>
<td>Baurisiko</td>
<td>Auslastungsrisiko 1</td>
<td>Genehmigungsrisiko 1</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Grundstücks- und Bestandsrisiko 5</td>
<td>Auslastungsrisiko 2</td>
<td>Planungsrisiko 1</td>
<td>Betriebsrisiko 2</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Restwertrisiko 5,8</td>
<td>Betriebsrisiko 3</td>
<td>Genehmigungsrisiko 1</td>
<td>Baurisiko 3</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>Betriebsrisiko 6</td>
<td>Restwertrisiko 4</td>
<td>Baurisiko 1,5</td>
<td>Planungsrisiko 4</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Finanzierungsrisiko 6</td>
<td>Grundstücks- und Bestandsrisiko 5</td>
<td>Betriebsrisiko 1,5</td>
<td>Grundstücks- und Bestandsrisiko 5</td>
</tr>
</tbody>
</table>
### Risiken

<table>
<thead>
<tr>
<th>Risiken</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Grundstücks- und Bestandsrisiko</td>
<td>nein</td>
<td>nein</td>
<td>nein / ja</td>
<td>nein</td>
</tr>
<tr>
<td>Planungsrisiko</td>
<td>nein</td>
<td>nein</td>
<td>nein / ja</td>
<td>nein</td>
</tr>
<tr>
<td>Genehmigungsrisiko</td>
<td>nein</td>
<td>nein</td>
<td>nein / ja</td>
<td>nein</td>
</tr>
<tr>
<td>Baurisiko</td>
<td>nein</td>
<td>ja</td>
<td>nein / ja</td>
<td>nein</td>
</tr>
<tr>
<td>Betriebsrisiko</td>
<td>nein</td>
<td>ja</td>
<td>nein / ja</td>
<td>nein</td>
</tr>
<tr>
<td>Finanzierungsrisiko</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
</tr>
<tr>
<td>Steuerrisiko</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
</tr>
<tr>
<td>Rechtsprechungsrisiko</td>
<td>nein</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
</tr>
<tr>
<td>Force Majeure</td>
<td>nein</td>
<td>ja</td>
<td>nein</td>
<td>ja</td>
</tr>
<tr>
<td>Restwertrisiko</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
<td>nein</td>
<td>ja</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### 12. Welche Risiken, die nicht versichert oder an operative Projektpartner übertragen werden, werden in der Projektgesellschaft unmittelbar von Finanzintermediären übernommen?

<table>
<thead>
<tr>
<th>Risiken</th>
<th>Deutschland</th>
<th>Großbritannien</th>
<th>Italien</th>
<th>Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Force Majeure</td>
<td>nein</td>
<td>nein</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
</tr>
<tr>
<td>Genehmigungsrisiko</td>
<td>nein</td>
<td>nein</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
</tr>
<tr>
<td>Planungsrisiko</td>
<td>nein</td>
<td>nein</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
</tr>
<tr>
<td>Baurisiko</td>
<td>nein</td>
<td>nein</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
</tr>
<tr>
<td>Betriebsrisiko</td>
<td>nein</td>
<td>ja</td>
<td>nein</td>
<td>nein</td>
</tr>
<tr>
<td>Finanzierungsrisiko</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
</tr>
<tr>
<td>Steuerrisiko</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
</tr>
<tr>
<td>Rechtsprechungsrisiko</td>
<td>nein</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
</tr>
<tr>
<td>Force Majeure</td>
<td>nein</td>
<td>ja</td>
<td>nein</td>
<td>ja</td>
</tr>
<tr>
<td>Restwertrisiko</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
<td>nein</td>
<td>ja</td>
</tr>
</tbody>
</table>
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)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rang</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Financial Advisor (CF-Modellierung und Optimierung Finanzierung und Steuerkonzept, etc.)</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Verhandlungen mit Banken</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Wirtschaftliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>Rechtliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Finanzierungsdocumentation</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
<td>ja</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>Angebotssteuerung</td>
<td>ja</td>
<td>ja / nein</td>
<td>Angebotssteuerung</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>Verhandlungen mit Nachunternehmern</td>
<td>nein</td>
<td>ja / nein</td>
<td>Verhandlungen mit Nachunternehmern</td>
</tr>
<tr>
<td>8</td>
<td>Technische Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
<td>nein</td>
<td>ja / nein</td>
<td>nein</td>
</tr>
<tr>
<td>9</td>
<td>Technische Angebotsoptimierung</td>
<td>nein</td>
<td>ja / nein</td>
<td>nein</td>
</tr>
</tbody>
</table>
### Eignung

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rang</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Financial Advisor (CF-Modellierung und -Optimierung, Optimierung Finanzierung und Steuerkonzept, etc.)</td>
<td>2,1 Verhandlungen mit Banken</td>
<td>2 Finanzierungsdokumentation</td>
<td>1 Technische Angebotsoptimierung</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Verhandlungen mit Banken</td>
<td>2,14 Financial Advisor (CF-Modellierung und -Optimierung, Optimierung Finanzierung und Steuerkonzept, etc.)</td>
<td>3 Wirtschaftliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
<td>1,5 Financial Advisor (CF-Modellierung und -Optimierung, Optimierung Finanzierung und Steuerkonzept, etc.)</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Wirtschaftliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
<td>4 Wirtschaftliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
<td>4 Rechtliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
<td>2 Angebotssteuerung</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>Rechtliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
<td>4 Rechtliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
<td>5 Financial Advisor (CF-Modellierung und -Optimierung, Optimierung Finanzierung und Steuerkonzept, etc.)</td>
<td>3 Verhandlungen mit Banken</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Finanzierungsdokumentation</td>
<td>4 Finanzierungsdokumentation</td>
<td>6 Verhandlungen mit Banken</td>
<td>4 Technische Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>Angebotssteuerung</td>
<td>4,1 Technische Angebotsoptimierung</td>
<td>7 Technische Angebotsoptimierung</td>
<td>5 Rechtliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>Verhandlungen mit Nachunternehmern</td>
<td>5,71 Verhandlungen mit Nachunternehmern</td>
<td>8 Technische Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
<td>5,5 Verhandlungen mit Nachunternehmern</td>
</tr>
<tr>
<td>8</td>
<td>Technische Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
<td>6,1 Angebotssteuerung</td>
<td>9,00 Angebotssteuerung</td>
<td>7 Finanzierungsdokumentation</td>
</tr>
<tr>
<td>9</td>
<td>Technische Angebotsoptimierung</td>
<td>6,9 Technische Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
<td>10 Verhandlungen mit Nachunternehmern</td>
<td>9,5 Wirtschaftliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
</tr>
<tr>
<td>Rang</td>
<td>Finanzintermediäre Deutschland</td>
<td>Finanzintermediäre Großbritannien</td>
<td>Finanzintermediäre Italien</td>
<td>Finanzintermediäre Frankreich</td>
</tr>
<tr>
<td>------</td>
<td>-------------------------------</td>
<td>----------------------------------</td>
<td>---------------------------</td>
<td>-------------------------------</td>
</tr>
<tr>
<td>1</td>
<td>Financial Advisor (CF-Modellierung und -Optimierung, Optimierung Finanzierung und Steuerkonzept, etc.)</td>
<td>1,3 Verhandlungen mit Banken</td>
<td>1 Finanzierungsdokumentation</td>
<td>1 Technische Angebotsoptimierung</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Verhandlungen mit Banken</td>
<td>1,8 Financial Advisor (CF-Modellierung und -Optimierung, Optimierung Finanzierung und Steuerkonzept, etc.)</td>
<td>1 Wirtschaftliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
<td>1,5 Verhandlungen mit Banken</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Angebotssteuerung</td>
<td>3,3 Wirtschaftliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
<td>3 Financial Advisor (CF-Modellierung und -Optimierung, Optimierung Finanzierung und Steuerkonzept, etc.)</td>
<td>2</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>Wirtschaftliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
<td>3,4 Rechtliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
<td>4 Verhandlungen mit Banken</td>
<td>2 Angebotssteuerung</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Verhandlungen mit Nachunternehmern</td>
<td>4,3 Finanzierungsdokumentation</td>
<td>5,00 Rechtliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
<td>4 Verhandlungen mit Nachunternehmern</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>Rechtliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
<td>4,6 Technische Angebotsoptimierung</td>
<td>6 Technische Angebotsoptimierung</td>
<td>3 Technische Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>Finanzierungsdokumentation</td>
<td>5,2 Verhandlungen mit Nachunternehmern</td>
<td>7 Technische Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
<td>3,5 Wirtschaftliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
</tr>
<tr>
<td>8</td>
<td>Technische Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
<td>5,8 Angebotssteuerung</td>
<td>8 Angebotssteuerung</td>
<td>4,5 Rechtliche Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte</td>
</tr>
</tbody>
</table>
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rang</th>
<th>Technische Angebotsoptimierung 9</th>
<th>Technische Prüfung der Ausschreibungsunterlagen und Umsetzungskonzepte 6,5</th>
<th>Verhandlungen mit Nachunternehmern 9</th>
<th>Finanzierungsdokumentation 4,5</th>
</tr>
</thead>
</table>


<table>
<thead>
<tr>
<th>Rang</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Frühe Betriebsphase 2,7</td>
<td>Bauphase 1,00</td>
<td>Fortgeschrittene Betriebsphase 1,5</td>
<td>Bauphase 2</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Fortgeschrittene Betriebsphase 2,9</td>
<td>Frühe Betriebsphase 1,5</td>
<td>Fortgeschrittene Betriebsphase 2,5</td>
<td>Frühe Betriebsphase 2,5</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Bauphase 2,6</td>
<td>Fortgeschrittene Betriebsphase 2,5</td>
<td>Bauphase 1,5</td>
<td>Fortgeschrittene Betriebsphase 2,5</td>
</tr>
</tbody>
</table>

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)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rang</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Informationsrecht der öffentlichen Hand bei Gesellschafterwechsel 1,3</td>
<td>Informationsrecht der öffentlichen Hand bei Gesellschafterwechsel 1</td>
<td>Informationsrecht der öffentlichen Hand bei Gesellschafterwechsel 1</td>
<td>Haltedauer der Gesellschaftsanteile mind. 2 Jahre nach Fertigstellung 2,5</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Haltedauer der Gesellschaftsanteile mind. 2 Jahre nach Fertigstellung 3,9</td>
<td>Haltedauer der Gesellschaftsanteile mind. 2 Jahre nach Fertigstellung 4</td>
<td>Haltedauer der Gesellschaftsanteile mind. 2 Jahre nach Fertigstellung 3</td>
<td>Haltedauer der Gesellschaftsanteile mind. 5 Jahre nach Fertigstellung 2,5</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Mindestbeteiligung von 20 % an der Projektgesellschaft über die gesamte Projektlaufzeit 4,1</td>
<td>Veto-Recht der öffentlichen Hand bei Gesellschafterwechsel 4</td>
<td>Veto-Recht der öffentlichen Hand bei Gesellschafterwechsel 3</td>
<td>Mindestbeteiligung von 20 % an der Projektgesellschaft über die gesamte Projektlaufzeit 2,5</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>Haltedauer der Gesellschaftsanteile mind. 5 Jahre nach Fertigstellung 4,7</td>
<td>Haltedauer der Gesellschaftsanteile mind. 5 Jahre nach Fertigstellung 6</td>
<td>Haltedauer der Gesellschaftsanteile mind. 5 Jahre nach Fertigstellung 5,5</td>
<td>Informationsrecht der öffentlichen Hand bei Gesellschafterwechsel 3,5</td>
</tr>
</tbody>
</table>
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

| 5 | Veto-Recht der öffentlichen Hand bei Gesellschafterwechsel | Mindestbeteiligung von 20 % an der Projektgesellschaft über die gesamte Projektlaufzeit | Mindestbeteiligung von 20 % an der Projektgesellschaft über die gesamte Projektlaufzeit | 5,5 | Veto-Recht der öffentlichen Hand bei Gesellschafterwechsel |

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

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rang</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Bonität</td>
<td>Bonität</td>
<td>2</td>
<td>1</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Leistungsfähigkeit</td>
<td>Leistungsfähigkeit</td>
<td>2</td>
<td>1,5</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Regionale Ansässigkeit</td>
<td>Regionale Ansässigkeit</td>
<td>3</td>
<td>2</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>Erfahrung in der Zusammenarbeit</td>
<td>PPP-spezifisches Know-How</td>
<td>3,5</td>
<td>Erfahrung in der Zusammenarbeit</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>PPP-spezifisches Know-How</td>
<td>Erfahrung in der Zusammenarbeit</td>
<td>5,5</td>
<td>Bonität</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>Jahresumsatz</td>
<td>Anforderungen an Renditen bzw. Gewinnmargen</td>
<td>3,5</td>
<td>Regionale Ansässigkeit</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>Anforderungen an Renditen bzw. Gewinnmargen</td>
<td>Jahresumsatz</td>
<td>6,5</td>
<td>Anforderungen an Renditen bzw. Gewinnmargen</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### Konzerne

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rang</th>
<th>Finanzintermediäre Deutschland</th>
<th>Finanzintermediäre Großbritannien</th>
<th>Finanzintermediäre Italien</th>
<th>Finanzintermediäre Frankreich</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Leistungsfähigkeit</td>
<td>1,6 Bonität</td>
<td>1,5</td>
<td>1,5 Regionale Ansässigkeit</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>Bonität</td>
<td>1,9 Leistungsfähigkeit</td>
<td>1,5</td>
<td>2 Erfahrung in der Zusammenarbeit</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Erfahrung in der Zusammenarbeit</td>
<td>PPP-spezifisches Know-How</td>
<td>3</td>
<td>2 Leistungsfähigkeit</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>PPP-spezifisches Know-How</td>
<td>Anforderungen an Renditen bzw. Gewinnmargen</td>
<td>4</td>
<td>3,5 PPP-spezifisches Know-How</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Anforderungen an Renditen bzw. Gewinnmargen</td>
<td>Erfahrung in der Zusammenarbeit</td>
<td>6</td>
<td>3,5 Anforderungen an Renditen bzw. Gewinnmargen</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Jahresumsatz</td>
<td>5</td>
<td>Regionale Ansässigkeit</td>
<td>6,5</td>
</tr>
<tr>
<td>---</td>
<td>-------------------</td>
<td>---</td>
<td>------------------------</td>
<td>-----</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>Regionale Ansässigkeit</td>
<td>5,6</td>
<td>Jahresumsatz</td>
<td>7</td>
</tr>
</tbody>
</table>
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 Gesellschafters. |
| 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 Beteiligungsvolumina 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 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. |
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

<table>
<thead>
<tr>
<th>Finanzintermediäre</th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Frankreich</td>
<td>Keine Angabe.</td>
</tr>
</tbody>
</table>

20. Welche Unterschiede gibt es hinsichtlich der in Frage 16 genannten Kriterien zwischen mittelständischen Unternehmen und Baukonzernen als operativer Projektpartner?

<table>
<thead>
<tr>
<th>Finanzintermediäre</th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Großbritannien</td>
<td>Mittelständler müssen die gleichen Anforderungen wie Baukonzerne erfüllen.</td>
</tr>
<tr>
<td>Italien</td>
<td>Die Kreditwürdigkeit von Konzernmuttergesellschaften muss auf Tochtergesellschaften übertragen werden.</td>
</tr>
<tr>
<td>Frankreich</td>
<td>Keine Angabe.</td>
</tr>
</tbody>
</table>

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)?

<table>
<thead>
<tr>
<th>Finanzintermediäre</th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Deutschland</td>
<td>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.</td>
</tr>
<tr>
<td>Großbritannien</td>
<td>Investments werden nicht aus steuerlichen Gründen getätigt, besondere Vorteile oder Hindernisse bestehen nicht.</td>
</tr>
<tr>
<td>Italien</td>
<td>Die Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen auf Ebene der Projektgesellschaft ist in Italien auf 30 Prozent des EBITDA limitiert. Dies beeinflusst die Rendite der Investoren.</td>
</tr>
<tr>
<td>Frankreich</td>
<td>Keine Angabe.</td>
</tr>
<tr>
<td>Rang</td>
<td>Finanzintermediäre Deutschland</td>
</tr>
<tr>
<td>------</td>
<td>--------------------------------</td>
</tr>
<tr>
<td>1</td>
<td>Strategische Partnerschaften zwischen Finanzintermediären und Mittelstand für die Eigenkapitalfinanzierung über die gesamte Projektlaufzeit</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2,6</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2,7</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>Strategische Partnerschaften zwischen Finanzintermediären und Mittelstand für die Eigenkapitalrefinanzierung nach der Bauphase (Annahmen: EK-Stellung in Bauphase durch Mittelstand)</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>3,1</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>3,6</td>
</tr>
<tr>
<td>Phase</td>
<td>Etablierung einer föderalen Einrichtung für die Eigenkapitalfinanzierung nach der Bauphase</td>
</tr>
<tr>
<td>-------</td>
<td>----------------------------------------------------------------------------------------</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>Etablierung einer föderalen Einrichtung für die Eigenkapitalfinanzierung nach der Bauphase 5,7</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>Etablierung einer föderalen Einrichtung für die Eigenkapitalfinanzierung der gesamten Projektlaufzeit 5,9</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Phase</th>
<th>Etablierung einer föderalen Einrichtung für die Eigenkapitalfinanzierung nach der Bauphase</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>6</td>
<td>Etablierung einer föderalen Einrichtung für die Eigenkapitalfinanzierung der gesamten Projektlaufzeit 6,5</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Phase</th>
<th>Etablierung einer föderalen Einrichtung für die Eigenkapitalfinanzierung nach der Bauphase</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>4,5</td>
<td>Etablierung einer föderalen Einrichtung für die Eigenkapitalfinanzierung nach der Bauphase</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Phase</th>
<th>Etablierung einer föderalen Einrichtung für die Eigenkapitalfinanzierung der gesamten Projektlaufzeit</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>5</td>
<td>Etablierung einer föderalen Einrichtung für die Eigenkapitalfinanzierung der gesamten Projektlaufzeit</td>
</tr>
</tbody>
</table>

205
### Anhang 3: Beteiligungsinstrumente und ausgewählte Investoren

#### Deutschland:

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>Offene Immobilien-Publikumsfonds</th>
<th>Offene Immobilien-Spezialfonds</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen</td>
<td>Gesetzlich reguliert gemäß Investmentgesetz; § 67 InvG</td>
<td>Gesetzlich reguliert gemäß Investmentgesetz; von den Anlagegrenzen wie bei Offenen Immobilien-Publikumsfonds kann, sofern die Anleger zustimmen, abgewichen werden. Somit können auch Investitionen in ÖPP-Projektgesellschaften getätigt werden.</td>
</tr>
<tr>
<td>Investition in PPP</td>
<td>Bisher keine Beteiligungen bei PPP-Projekten</td>
<td>Bisher keine Beteiligungen bei PPP-Projekten</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>ÖPP-Publikumsfonds (Infrastruktur-Sondervermögen)</th>
<th>ÖPP-Spezialfonds (Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen</td>
<td>Gesetzlich reguliert gemäß Investmentgesetz; in § 90 b InvG abschließend aufgeführt, z.B. darf in ÖPP-Projektgesellschaften 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.</td>
<td>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.</td>
</tr>
<tr>
<td>Rendite-Risiko-Profil</td>
<td>Geringes Rendite-Risiko-Profil, aufgrund der Reglementierungen durch das Investmentgesetz.</td>
<td>Rendite-Risiko-Profil abhängig vom Investmentfokus; bei dem vergleichbar geplanten Immobilienspezialfonds <em>Immosafe</em> war eine jährliche Ausschüttung von 5,5 % vorgesehen.</td>
</tr>
<tr>
<td>Investition in PPP</td>
<td>Bisher keine Beteiligungen bei PPP-Projekten</td>
<td>Bisher keine Beteiligungen bei PPP-Projekten</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### Geschlossene Fonds

|----------------|--------------------------------------------------|
### Investition in PPP

### Real Estate Investment Trusts

#### Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen

#### 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 Nettoanfangsrenditen für Verwaltungsimmobilien ab 6 %.

### Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen

#### Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen
Gesetzlich reguliert gemäß Versicherungsaufsichtsgesetz und Anlageverordnung Trennung in gebundes und freies Vermögen; gebundes Vermögen darf nur so angelegt werden, dass eine möglichst große Sicherheit und Rentabilität bei jederzeitiger Liquidität gewährleistet ist.

#### Rendite-Risiko-Profil
Geringes Rendite-Risiko-Profil aufgrund der Verpflichtung, dass für das gebundene Vermögen eine möglichst große Sicherheit zu gewährleisten.

### weitere Beteiligungsinstrumente und Investoren:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen</th>
<th>REPE werden vorwiegend als Personengesellschaft gegründet. Es gibt keine gesetzlichen Vorgaben für Anlagegrenzen.</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Rendite-Risiko-Profil</td>
<td>Hohes Rendite-Risiko-Profil; Investitionen werden in risikoreiche Projekte wie Objekte in 1b-Lagen, Objekte mit unsicheren und schlechten Mieterhältnisse, notleidende Immobilienkredite oder insolvenzgefährdete Hotels getätigt.</td>
</tr>
<tr>
<td>Bisher keine Beteiligungen bei PPP-Projekten</td>
<td>Bisher keine Beteiligungen bei PPP-Projekten</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### Stadtentwicklungsfonds

### Stadtentwicklungsfonds
Für die Beteiligung von Stadtentwicklungsfonds gelten zwei Voraussetzungen:
- Projekte sollten eigene Mittelrückflüsse erwarten lassen
- aufgrund einer Rendite unterhalb des Marktniveaus bzw. eines erhöhten Risikoprofils, genügen die Anforderungen nicht einer rein privatwirtschaftlichen Realisierung.
### Großbritannien:

<table>
<thead>
<tr>
<th><strong>Offene Fonds</strong></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th><strong>Geschlossene Fonds</strong></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Rendite-Risiko-Profiler</td>
<td>Rendite-Risiko-Profil abhängig vom Investmentfokus, Primärmarktfonds fordern eine höhere Rendite als Sekundärmarktfonds.</td>
</tr>
<tr>
<td>Investition in PPP</td>
<td>Bedeutendes Beteiligungsinstrument in Großbritannien sowohl für den Primär- als auch Sekundärmarkt für PPP-Projekte.</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th><strong>Real Estate Investment Trusts</strong></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
</table>
| Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen | Die gesetzliche Grundlage für UK-REITs ist der Finance Act 2007. Zur Erfüllung des UK-REITs-Status müssen folgende Bedingungen und Anlagegrenzen eingehalten werden:  
- 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 unbeweglichem 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 sein,  
- mindestens 90 % der qualifizierenden Einkünfte müssen ausgeschüttet werden. |
| Rendite-Risiko-Profiler | K.A. |
| Investition in PPP | bisher keine Investitionen in PPP-Projekte |

<table>
<thead>
<tr>
<th><strong>Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen</strong></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen</td>
<td>K.A.</td>
</tr>
<tr>
<td>Rendite-Risiko-Profiler</td>
<td>I.d.R. geringes Rendite-Risiko-Profil, da auf langfristige stabile Ausschüttungen ausgerichtet.</td>
</tr>
<tr>
<td>Investition in PPP</td>
<td>Bedeutende indirekte Investoren für die Auflage von geschlossenen Fonds. Daneben erfolgen auch Direktbeteiligungen an PPP-Projekten.</td>
</tr>
</tbody>
</table>
### Weitere Beteiligungsinstrumente und Investoren: Banken

| 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 |
| Rendite-Risiko-Profil | Nettozielrendite: 5,0 % |
| Investition in PPP | Bisher nicht bekannt |

#### Immobilien Spezialfonds

| 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 | Infrastruktur fonds |
| Fonds nach italienischem Recht 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

<table>
<thead>
<tr>
<th>Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen</th>
<th>SIIQ (Società di Investimento Immobiliare Quotata)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>Besondere steuerliche Privilegierung: Einnahmen aus Vermietung sind von Körperschaft- und Regionalsteuer befreit</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Keine Projektentwicklungen möglich</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Investition auch in Bestandswohnimmobilien</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Bisher ein SIIQ am Markt aktiv</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Quellensteuer: 20% beim Anleger</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Ausschüttungen an andere SIIQ, italienische Pensions- und Investmentfonds sind von der Quellensteuer befreit</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rendite-Risiko-Profil</th>
<th>K.A.</th>
</tr>
</thead>
</table>

### Investition in PPP

<table>
<thead>
<tr>
<th>Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen</th>
<th>Brownfieldprojekte mit festen Mieteinkünften</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>Veräußerungsgewinne sind steuerpflichtig</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>---------------------------------------------------</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen</th>
<th>Langfristige und risikooriente Investitionen</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>Pensionsfonds: 1/5 des Anlagevermögens direkt oder indirekt in Immobilien investiert</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rendite-Risiko-Profil</th>
<th>K.A.</th>
</tr>
</thead>
</table>

### Investition in PPP

<table>
<thead>
<tr>
<th>Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen</th>
<th>Direkte (strategische Partnerschaften) oder indirekte Investitionen (Infrastrukturfonds) in PPP</th>
</tr>
</thead>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Weitere Beteiligungsinstrumente und Investoren: Stadtentwicklungsfonds</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>-----------------------------------------------------------------------</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen</th>
<th>Regionale und strukturelle Einschränkungen</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>Einbindung von (EU-)Fördermitteln in eine revolvierende Fondsstruktur</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Investition von öffentlichem und privatem Kapital</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rendite-Risiko-Profil</th>
<th>Für das oben genannte Beispiel Fondo Monteluce: Zielrendite 10 % p.a.</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>Wesentlicher Renditetreiber sind die zu erwartenden Verkaufserlöse nach einer Bestandssanierung. Fondslaufzeit: 4 Jahre</td>
</tr>
</tbody>
</table>

| Investition in PPP | Als möglicher Lösungsansatz, auch ein Vorschlag der EU-Kommission |
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

Frankreich:

| 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) |
<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Investition in PPP</td>
<td>Bisher sind keine Investitionen in PPP-Projekte bekannt.</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Real Estate Investment Trusts - Sociétés d'Investissement Immobiliers Cotées**


| Rendite-Risiko-Profil | SIIC investieren überwiegend in Büro- und Gewerbeimmobilien  
<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Investition in PPP</td>
<td>In der ursprünglichen Version, konnten SIIC nur in Projekte investieren, bei denen ein sogenanntes &quot;droit réel&quot;, ein dingliches Recht übertragen wurde. Eine Investition in Projekte die mittels &quot;occupation temporaire du domaine public&quot; realisiert wurden, war nicht möglich.</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen</th>
<th>Die gesetzlichen Regelungen erlauben Versicherungen Immobilieninvestitionen von maximal 40 Prozent ihres Deckungsstockes.</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Rendite-Risiko-Profil</td>
<td>K. A.</td>
</tr>
<tr>
<td>Investition in PPP</td>
<td>Direkte und indirekte Investitionen möglich. Bisher keine direkte Beteiligung bekannt.</td>
</tr>
</tbody>
</table>
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten

| Rendite-Risiko-Profil | SIIC investieren überwiegend in Büro- und Gewerbeimmobilien  
<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Investition in PPP</td>
<td>In der ursprünglichen Version, konnten SIIC nur in Projekte investieren, bei denen ein sogenanntes &quot;droit réel&quot;, ein dingliches Recht übertragen wurde. Eine Investition in Projekte die mittels &quot;occupation temporaire du domaine public&quot; realisiert wurden, war nicht möglich.</td>
</tr>
<tr>
<td>Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>
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 Investmenten möglich. Bisher keine direkte Beteiligung bekannt. |
| Weitere Beteiligungsinstrumente und Investoren: 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 Beteiligungsinstrumente und Investoren: Fonds commun de placement à risque |  
Gesetzliche Rahmenbedingungen und Anlagegrenzen  
Ein FCPR 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, Eigenkapital-beteiligungen 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?

Welches maximale Projektvolumen könnte eigenständig realisiert werden?

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 für den bestmöglichen Lösungsweg zur 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 Teilnahmemwettbewerb von der ausschreibenden Stelle geforderte PPP-Erfahrung im Zusammenhang mit Projektfinanzierungen, da sich ihre Erfahrungen zumeist auf Forfaitierungen mit Einredeverzicht beschränken.

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?

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-Know-how, kfm. Know-how)?
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?


7. Welche Aussagen können zu einer optimalen Risikoallokation bei PPP-Projektfinanzierungen unter Einbeziehung von Finanzintermediären getroffen werden?


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-Beteiligungs Instrumente/Investoren hinsichtlich Leistungen, Renditeanforderungen und Risikoübernahme?


9. Wie erfolgt die Kontaktaufnahme zu und wie bewerten sie strategische oder projektbezogene Partnerschaften mit Fremd- und Eigenkapitalgebern?

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 gemeinsamem Know-how, das 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


Alda, Willi; Lassen, Janpeter (2005), Kapitalanlagegesellschaften, in: Schulte, Karl-Werner; Bone-Winkel, Stephan; Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Investition, Köln 2005, S. 87-122.


Baccolini, Renzo; Baldini, Dario (2006), Il project finance in Italia, Bologna 2006.


Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten


**Becker, Martin; Bone-Winkel, Stephan; Sotelo, Ramón; Väth, Arno (2007),** Real Estate Investment Trusts, in: Schulte, Karl-Werner; Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien Portfoliomanagement, Köln 2007, S. 509-524.


**Benk, Kay; Haß, Helge Lars; Johanning, Lutz; Schweizer, Denis; Rudolph, Bernd (2008),** Offene Immobilienfonds als wesentlicher Baustein einer erfolgreichen Asset Allocation, BVI, Frankfurt 2008.


Berger, Matthias (2008), Vertragsgestaltung bei ÖPP-Projekten im Hochbau, in: Jacob, Dieter; Ring, Gerhard; Wolf, Rainer (Hrsg.), Freiberger Handbuch zum Baurecht, Köln 2008, S. 841-855.


Bergère, François; Bezancon, Xavier; Deruy, Laurent; Fiszelson, Roger; Fornacciari, Marc (2007), Le guide opérationnel des PPP, Éditions du Moniteur, Paris 2007.


Bitz, Michael (2005), Finanzdienstleistungen, München 2005.


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.


Böttcher, Jörg; Blattner, Peter (2006), Projektfinanzierung, München 2006.


Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten


Caselli, Stefano; Gatti, Stefano (Hrsg.) (2005), La finanza strutturata in Italia: operazioni e best practice, Bancaria Editrice, Rom 2005.


Dietrich, Diemo; Vollmer, Uwe (2005), Finanzverträge und Finanzintermediation, Wiesbaden 2005.


Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten


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
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten


Fontana, Marco (2009), Novara rilancia lo sport con le risorse dei privati, Il 24 ore, 04.03.2009.


Gesetz über deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen, Ausfertigungsdatum 28.05.2007.


Groupe Caisse d’Epargne (2005), Lancement du FIDEPPP, 1er fonds d’investissement français dans les partenariats public-privé.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten


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.


Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten


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; Schulte, Michael (2010), Wertorientierte Banksteuerung II: Risikomanagement, Frankfurt 2010.


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.


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.


Lindner Immobilien Asset Management (o. A.), Kurzvorstellung, unter: www.lindner-asset.de/index.html, Abruf: 03.03.2009.


Martini, Alfredo (o. A.), Il Project financing tra potenzialità e criticità, Il nuovo cantiere, Osservatorio Nazionale del Partenariato Pubblico Privato.


Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten


Mielke, Bernd; Fehlhaber, Alexandra (2009), Stadtentwicklungs fonds Nordrhein-Westfalen, in: Stadtentwicklungs fonds in Deutschland, ExWoSt-Informationen, Nr. 35/1, BBR, 2009, S. 7-10.


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.


Plankensteiner, Dirk; Rehbock, Tobias (2005), Die Bedeutung von Mezzanine-Finan-


Reichling, Peter; Beinert, Claudia; Henne, Antje (2005), Praxishandbuch Finanzierung, Wiesbaden 2005.


Riebeling, Klaus-Henner; Walther, Ursula (2010), Finanzinvestoren als Eigenkapitalgeber bei projektfinanzierten PPP-Vorhaben im deutschen Hochbau, in Corporate Finance biz, Jg. 1, Nr. 1, 2010.

RL 2004/17/EG (o. A.), Richtlinie zur Koordinierung der Zuschlagserteilung durch Auftraggeber im Bereich der Wasser-, Energie- und Verkehrsversorgung sowie der
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten


Salvadori, Federico; Giommoni, Fabio (2009), Novità Ias per il project financing, Italia Oggi, 5. Juni 2009.


Spremann, Klaus; Gantenbein, Pascal (2005), Kapitalkärte, Stuttgart 2005.


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.
Endbericht: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Projekten


**Verkehrswegebau und Stadtumbau (2006)**, in: Bauindustrie aktuell; Nr. 5-6, Berlin 2006.


**Wöhe, Günter; Bilstein, Jürgen; Ernst, Dietmar; Häcker, Joachim (2009)**, Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, München 2009.
