

PPP: Zu Finanzierungsformen, Kapitalmarktrelevanz und öffentlicher Verschuldung

Diplom-Volkswirt Kai Wohlfarth

Wissenschaftliche Arbeit zur Erlangung des akademischen Grades

doctor rerum politicarum

Eingereicht an der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät
der Universität Potsdam

Betreuer: Prof. Dr. Wilfried Fuhrmann

Online veröffentlicht auf dem
Publikationsserver der Universität Potsdam:
URN urn:nbn:de:kobv:517-opus4-90216
<http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:kobv:517-opus4-90216>

Inhaltsverzeichnis:

Abbildungsverzeichnis:	V
Tabellenverzeichnis:	VI
Abkürzungsverzeichnis:	VII
1 Ziele und Aufbau der Arbeit.....	1
1.1 Ziele der Arbeit	2
1.2 Aufbau der Arbeit	3
I. Teil – Public-Private-Partnership	4
2 Einordnung und Begriffsbestimmung	4
2.1 PPP als Fortsetzung von Privatisierung	4
2.2 Organisationsformen.....	12
2.3 Merkmale von PPP	14
3 Finanzierungsformen von PPP in Deutschland	18
3.1 Forfaitierung	19
3.1.1 Ablauf.....	19
3.1.2 Einrede-, Einwendungs- und Aufrechnungsverzicht.....	22
3.1.3 Verteilung der Risiken.....	24
3.1.4 Fragliche ökonomische Vorteile.....	27
3.1.5 Anreiz der öffentlichen Hand	29
3.2 Projektfinanzierung.....	33
3.2.1 Begriffliche Eingrenzung der Projektfinanzierung.....	33
3.2.2 Ablauf.....	36
3.2.3 Kapitalstruktur der Projektfinanzierung	40
3.2.4 Fremdkapitalgeber	41
3.2.5 Eigenkapitalgeber	45

3.2.5.1	Sponsoren	45
3.2.5.2	Finanzinvestoren.....	48
3.2.6	Verteilung der Risiken.....	51
3.2.7	Zusammenfassung	52
3.3	Unternehmensfinanzierung.....	54
3.4	Staatliche Finanzierungsgarantien	56
3.5	Anrechnung der Finanzierung auf den öffentlichen Verschuldungsgrad	58
3.5.1	Anrechnung gemäß Grundgesetz.....	58
3.5.2	Anrechnung gemäß Eurostat	62
3.5.3	Anrechnung gemäß IPSAS	69
3.6	Zwischenfazit erster Teil	79
II.	Teil – Kapitalmarktrelevanz von PPP	83
4	Refinanzierungsvorschriften für PPP-Kapitalgeber	83
4.1	Sonderstellung des Finanzsektors	83
4.2	Refinanzierungsanreize durch Eigenkapitalanforderungen	84
4.2.1	Internationale Harmonisierungen durch Basel I.....	85
4.2.2	Weiterentwicklung durch Basel II.....	89
4.2.2.1	Regelwerk Basel II	90
4.2.2.2	Risikogewichtung von PPP-Finanzierungen unter Basel II	96
4.2.2.3	Risikominderung innerhalb von Basel II.....	98
4.2.3	Weiterentwicklung durch Basel III.....	100
4.3	Refinanzierungsanreize durch Liquiditätsanforderungen.....	103
5	Gedekte Refinanzierungsinstrumente	113
5.1	Covered Bonds ausgewählter Länder	115
5.2	Forderungsbesicherte Wertpapiere	132
5.2.1	Historische Entwicklung von Asset Backed Securities.....	132
5.2.2	Struktur von Asset Backed Securities	136

5.2.3	Beispiel einer Verbriefung von PPP-Forderungen	141
6	Fazit	147
6.1	Ergebnisse der Arbeit.....	147
6.2	Beurteilung der Ergebnisse	151
6.3	Ausblick	155
	Fremdwörterverzeichnis:	161
	Literaturverzeichnis:	165

Abbildungsverzeichnis:

Abbildung 1: Lebenszyklen von PPP-Projekten	14
Abbildung 2: Risikoarten bei PPP-Projekten	16
Abbildung 3: Grundstruktur einer Forfaitierung mit Einredeverzicht.....	20
Abbildung 4: Übersicht der Anreize für PPP	31
Abbildung 5: Einfache Darstellung der Beteiligten einer Projektfinanzierung.....	37
Abbildung 6: Hauptverträge und Kapitalströme einer Projektfinanzierung.....	38
Abbildung 7: Definition des Baurisikos	63
Abbildung 8: Geplante Einführung der neuen Kapitalanforderungen für Banken.....	101
Abbildung 9: Laufzeitbänder gemäß Grundsatz II und LiqV.....	104
Abbildung 10: Liquidity Coverage Ratio (LCR).....	108
Abbildung 11: Net Stable Funding Ratio (NSFR)	109
Abbildung 12: Mindestanforderung für Covered Bonds.....	116
Abbildung 13: Varianten von ABS-Verbriefungen.....	138
Abbildung 14: Transaktionsstruktur: EPIC II	142

Tabellenverzeichnis:

Tabelle 1: PPP-Modelle in der Übersicht.....	13
Tabelle 2: Merkmale von PPP-Projekten	15
Tabelle 3: ausgewählte staatliche Garantien für PPP-Finanzierungen.....	56
Tabelle 4: haushaltsrechtliche Einordnung von PPP.....	59
Tabelle 5: Risikoübertragung bei PPP-Finanzierungen.....	64
Tabelle 6: Qualität der PPP-Datenerhebung in ausgewählten Ländern	68
Tabelle 7: Kontrollansatz bei PPP-Projekten	70
Tabelle 8: Risikogewichtung von Forderungen gegen Staaten (Basel I)	87
Tabelle 9: ratingbasierte Risikogewichtung von Forderungen gegen Staaten	92
Tabelle 10: ratingbasierte Risikogewichtung von Forderungen gegen Unternehmen ...	92
Tabelle 11: ratingbasierte Risikogewichtung von Spezialfinanzierungen	96
Tabelle 12: Risikogewichtung von PPP-Finanzierungen	97
Tabelle 13: Bewertung von Covered Bonds und Asset Backed Securities nach LiqV	106
Tabelle 14: Liquiditätswirkung eines Pfandbriefs nach Basel III	110
Tabelle 15: Einordnung der PPP Finanzierungen in die Basler Regularien.....	111
Tabelle 16: Sicherungsmechanismen gedeckter Wertpapiere.....	114
Tabelle 17: Pfandbriefe in Deutschland und Österreich mit öffentlicher Deckung	118
Tabelle 18: französische Covered Bonds mit öffentlicher Deckung.....	122
Tabelle 19: britischer Covered Bond mit öffentlicher Deckung	123
Tabelle 20: spanische Covered Bonds mit öffentlicher Deckung	125
Tabelle 21: italienischer Covered Bond mit öffentlicher Deckung.....	126
Tabelle 22: irische Covered Bonds mit öffentlicher Deckung	128
Tabelle 23: luxemburgische Covered Bonds mit öffentlicher Deckung	130
Tabelle 24: True-Sale vs. synthetische ABS-Struktur.....	139
Tabelle 25: Vorschlag zur Ausgestaltung eines Infrastructure Covered Bond	153
Tabelle 26: Vorschläge zur Infrastrukturfinanzierung	156
Tabelle 27: Vorschläge zur Ausgestaltung einer Infrastrukturgesellschaft.....	157

Abkürzungsverzeichnis:

A

ABCP - Asset Backed Commercial Paper

ACS - Asset Covered Securities

B

BAFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

BAKred - Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen

BAV - Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen

BAWe - Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel

BGB - Bürgerliches Gesetzbuch

BGBI - Bundesgesetzblatt

BHO - Bundeshaushaltsordnung

BIP - Bruttoinlandsprodukt

BWG - Bankwesengesetz

C

CDS - Credit Default Swap

CH - Cédulas Hipotecarias

CHR - Caisse de Refinancement de l'Habitat

CFF - Crédit Foncier de France

CLN - Credit Linked Notes

CP - Commercial Paper

CRD - Capital Requirements Directive (Richtlinie über Eigenkapitalanforderungen)

D

Difu - Deutsches Institut für Urbanistik

E

EIB - Europäische Investitionsbank

EDP - Excessive Deficit Procedure

ErbbauRG - Erbbaurechtsgesetz

EPEC - European PPP Expertise Centre

EPSAS - European Public Sector Accounting Standards

ESZB - Europäischen Systems der Zentralbanken

EU - Europäische Union

EWU - Europäische Währungsunion

EWR - Europäischer Wirtschaftsraum

EZB - Europäische Zentralbank

F

FBSchVG - Gesetz betreffend fundierter Bankschuldverschreibung

FCC - Fonds Commun de Créances

FHA - Federal Housing Administration

FSF - Fazilität für Strukturierte Finanzierungen

FTA - Fondo de Titulización de Activos

FTH - Fondso de Titulización Hipotecaria

G

GBP - Britisches Pfund

GG - Grundgesetz

GmbH - Gesellschaft mit beschränkter Haftung

H

HBG - Hypothekenbankgesetz

I

IFAC - International Federation of Accountants (IFAC)

IFRIC - International Financial Reporting Interpretations Committee

IPSASB - International Public Sector Accounting Standards Board

IPSAS - International Public Sector Accounting Standards

IRB - Internal Rating Based

J

K

KfW - Kreditanstalt für Wiederaufbau

KWG - Kreditwesengesetz

L

LCR - Liquidity Coverage Ratio

LGTT - Loan Guarantee Instrument for Trans-European Transport Network Projects

LiqV - Liquiditätsverordnung

M

MaRisk - Mindestanforderung an das Risikomanagement

N

NSFR - Net Stable Funding Ratio

O

OECD - Organisation for Economic Co-operation and Development

OF - Obligation Foncières

ÖPG - Gesetz über Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten

P

PfandBG - Pfandbriefgesetz

PFI - Private Finance Initiative

PH - Participaciones Hipotecarias

PPP - Public-Private-Partnership

Q

R

RD - United States Department of Agriculture Rural Development

RechKredV - Kreditinstituts-Rechnungslegungsverordnung

RFC - Reconstruction Finance Corporation

RMBS - Residential mortgage-backed securities

S

SCF - Sociétés de Crédit Foncier

SE - Societas Europaea

SFEF - Société de financement de l'économie française

SoFFin - Sonderfonds für Finanzmarktstabilisierung

S&P - Standard & Poor's

SME - Covered Bonds (backed by loans to small and medium-sized enterprises)

SolvV - Solvabilitätsverordnung

SPV - Special Purpose Vehicle

SPC - Special Purpose Company

T

TEN - Trans-European Networks

U

u.a. - unter anderem

UK - United Kingdom

USA - United States of America

V

VA - Department of Veterans Affairs, Home Loan Program for Veterans

VAG - Versicherungsanlagegesetz

W

X

Y

Z

1 Ziele und Aufbau der Arbeit

Im Zuge der europäischen Integration und der Installation eines einheitlichen Währungsraums wurden verschiedene Harmonisierungsschritte vollzogen. Da eine gemeinsame zentrale Finanz- und Fiskalpolitik politisch zu Beginn der Währungsunion nicht durchsetzbar war, beharrte speziell Deutschland auf einer Manifestierung einzelner Kriterien aus dem Vertrag von Maastricht. Diese zunächst als Konvergenzkriterien vereinbarten Rahmenbedingungen umfassten unter anderem eine Begrenzung der Verschuldung und des Haushaltsdefizits.

Neue Ansätze der Mittelgenerierung, aber auch der Kostensenkung, sind entwickelt und in der Öffentlichkeit nicht selten kontrovers diskutiert worden. Diese Arbeit hat das Ziel, die Sichtweise weg von der mikroökonomischen Perspektive einzelner Haushalte oder der rechtlichen Zulässigkeit hin zur makroökonomischen Bedeutung von entsprechenden Lösungsansätzen zu lenken. Dabei wird die Ernsthaftigkeit der europäischen Politiker hinsichtlich des Stabilitätspakts teilweise infrage gestellt. Im Mittelpunkt der Untersuchung steht dabei das Instrument der Public-Private-Partnership (PPP) und mögliche Informationsasymmetrien hinsichtlich der Verschuldung öffentlicher Haushalte.

Die Aktualität dieses Themenkomplexes zeigt sich in den Bestrebungen der EU-Kommission und der Bundesregierung in Deutschland die Investitionen innerhalb von Europa zu forcieren. Im November 2014 präzisierte Jean-Claude Juncker als EU-Ratspräsident in einer Mitteilung seine Investitionsoffensive. Der Juncker-Plan¹ zielt auf das Schließen der zu lokalisierenden Investitionslücken ab und soll das Wachstum in Europa stimulieren. Im April 2015 stellte zudem eine Expertenkommission im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie einen Bericht zur Stärkung von Investitionen in Deutschland vor.² Beide Initiativen heben ausdrücklich die Einbeziehung privater Investoren hervor. Die in der vorliegenden Arbeit analysierten

¹ Der Plan des EU-Kommissionspräsidenten soll mindestens 315 Milliarden Euro für Investitionen mobilisieren. Vgl. hierzu und im Folgenden: *Europäische Kommission, 2014*, S. 4f.

² Erarbeitet wurden Vorschläge zur Verbesserung der Investitionsneigung in Deutschland. Ein Bestandteil kann die intensivere Nutzung von privatem Kapital durch Öffentliche-Private-Partnerschaften darstellen. Vgl. *Fratzcher et al., 2015*, S. 3f.

Finanzierungs- und Refinanzierungsmöglichkeiten öffentlicher Infrastruktur sollten verstärkt für künftige Investitionsförderungen genutzt werden.

1.1 Ziele der Arbeit

Unterstützt durch die Internationalisierung und Liberalisierung des Kapitalverkehrs, insbesondere seit den 1980er Jahren, ergaben sich neue Möglichkeiten privates Kapital nutzensteigernd für die Gesellschaft einzusetzen. Ein hohes Maß an Standardisierung von Finanzinstrumenten sorgte für ein deutliches Abnehmen der Transaktionskosten. Es wurden neue Methoden und Ordnungsrahmen geschaffen, die den Einsatz privaten Kapitals institutionalisieren sollten. Zwar zählten zu konkreten Maßnahmen auch die Privatisierungen, insbesondere von Telekommunikations-, Post- oder Bahnunternehmen einzelner Staaten, allerdings wurden alternativ zur vollständigen Privatisierung vermehrt auch Mischlösungen gesucht, wie die Umsetzung der deutschen Autobahnmaut zeigt. Durch ein Konsortium aus privaten Unternehmen finanziert und betrieben, werden Gebühren für den Bund eingenommen – eine zweckbestimmte Partnerschaft zwischen Staat und privaten Akteuren.

Ziel der staatlichen Partner ist es, durch Marktmechanismen eine Nutzenmaximierung zu erzielen, aber auch Aufwendungen aus den öffentlichen Haushalten heraus hin zu den Nutzern zu verschieben. Bei der Umsetzung solcher Privatisierungslösungen sind gesetzliche Anforderungen zu berücksichtigen, zu denen der EWU-Stabilitäts- und Wachstumspakt sowie Wettbewerbsregeln zählen.

Bestandteil dieser Partnerschaften sind komplexe Finanzierungsinstrumente. Regulatorische Anforderungen für Kreditgeber und eingesetzte Refinanzierungsinstrumente sind zu beachten. Die Kernfrage dieser Arbeit beschäftigt sich mit der Kompatibilität der rechtlichen Anforderungen zur Haushaltsführung der öffentlichen Hand mit den regulierenden Vorschriften für Banken und dem Kapitalmarkt. Konkret wird der Sachverhalt betrachtet, ob eine Finanzierung, die nicht beim öffentlichen Auftraggeber verbucht werden muss, dennoch als Forderungen gegen die staatliche Institution am Kapitalmarkt refinanziert werden kann.

1.2 Aufbau der Arbeit

Die vorliegende Arbeit gliedert sich in zwei Teile. Der erste Teil umfasst die Kapitel 2 und 3, in denen zunächst die Begriffsbestimmung und Beschreibung von Public-Private-Partnerships sowie Finanzierungsalternativen von PPPs vorgenommen werden. Anschließend erfolgt die Darstellung von staatlichen Unterstützungen, wie Garantien, und die Einordnung der Finanzierungsalternativen in die öffentlichen Haushalte.

Im zweiten Teil der Arbeit werden im vierten Kapitel zunächst die kapitalmarktrelevanten Resultate der PPP-Finanzierungen mit den regulatorischen Anforderungen der Refinanzierung der Kapitalgeber in Verbindung gebracht. Geprüft werden Anhaltspunkte, nach denen Forderungen aus PPPs im Zuge eines Liquiditäts- und Risikomanagements zu refinanzieren sind. Dabei wird auf die Vorschriften des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht sowie die rechtliche Umsetzung auf europäischer und nationaler Ebene zurückgegriffen. Das Ergebnis des vierten Kapitels führt zur Betrachtung von speziellen Kapitalmarktinstrumenten.

Diese werden anschließend anhand unterschiedlicher Entwicklungen in ausgewählten europäischen Ländern beschrieben. Die Untersuchung ist fokussiert auf die aus Kapitel 3 hervorgegangenen Finanzierungsalternativen von PPP-Projekten.

Das sechste und letzte Kapitel hat zum Ziel, die Ergebnisse zusammenzutragen und abschließend zu beurteilen.

I. Teil – Public-Private-Partnership

2 Einordnung und Begriffsbestimmung

Die weite Verbreitung ihrer Nutzung verdankt die Public-Private-Partnership einer Neuausrichtung der sozialdemokratischen Parteien insbesondere in der letzten Dekade des letzten Jahrtausends. Ausgehend von Großbritannien wurde dieses Instrument in Kontinentaleuropa nach und nach übernommen.³ Für diese neuere Entwicklung der Partnerschaft zwischen öffentlichen und privaten Akteuren sind jedoch auch weiter zurückliegende Politiken mitverantwortlich.

2.1 PPP als Fortsetzung von Privatisierung

In den 80er Jahren des letzten Jahrhunderts war die Wirtschaftspolitik durch die ordoliberalen und monetaristischen Überzeugungen, insbesondere des US-Präsidenten Ronald Reagan und der britischen Premierministerin Margaret Thatcher, geprägt.

Zusammenfassender Ausdruck dieser angebotsorientierten wirtschaftspolitischen Ausrichtung ist der Washington Consensus.⁴ Bestandteile des 10-Punkte-Plans von John Williamson waren unter anderem fiskalische Disziplin zur Eingrenzung der Staatsdefizite, eine unabhängige Geldpolitik sowie Deregulierung und Privatisierung. Die Staatsausgaben sollten sich auf Wachstum fördernde und Armut bekämpfende Maßnahmen wie Bildung, Gesundheit und Infrastruktur konzentrieren. Mittel für Verwaltung, Subventionen und Staatsunternehmen sollten reduziert werden.⁵

³ Wenngleich Vorläufer insbesondere bei der Finanzierung von Straßen auch schon früher genutzt wurden. Vgl. exemplarisch *Allard & Trabant, 2008, S. 3, Allen, 2001, S. 10ff.* sowie *Mayer, 2006, S. 234.*

⁴ Dieser Begriff entstand im Zusammenhang mit empfohlenen Reformen für Latein-Amerikanische Staaten durch den britischen Wirtschaftswissenschaftler John Williamson. Vgl. hierzu und im Folgenden: *Williamson, 2003.*

⁵ Vgl. *Schweickert & Wiebelt, 2007, S. 371.*

Auch im europäischen Integrationsprozess findet sich diese wirtschaftspolitische Doktrin wieder.⁶

So verfolgt die europäische Wettbewerbspolitik das Ziel einen funktionierenden Wettbewerb innerhalb des EU-Binnenmarktes zu gewährleisten.⁷ Insbesondere staatliche Unternehmen sollen unabhängig von staatlichen Beihilfen am Wettbewerb teilnehmen.

Auch Anforderungen an die Haushaltsdisziplin wurden 1992 für die Mitgliedsländer der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion durch den Vertrag von Maastricht definiert und 1997 im Stabilitäts- und Wachstumspakt für die Zeit nach der Einführung der Gemeinschaftswährung fixiert.⁸

Folgen der angebotsorientierten Wirtschaftspolitik und des Integrationsprozesses in Europa waren ein Anstieg der Privatisierungen von staatlich kontrollierten Unternehmen im Telekom-, Verkehrs- oder Stromversorgungssektor sowie eine Deregulierung etwaiger geschützter Märkte.⁹ *Zohlnhöfer et al. (2005)* postulieren zudem ein engeres fiskalisches Korsett verbunden mit einer wachsenden Sanktionsmacht der internationalen Finanzmärkte.¹⁰

Die politische Umsetzung des Monetarismus verfolgte in Europa insbesondere Margaret Thatcher in Form von Deregulierungen und Privatisierungen sowie einer kontraktiven Fiskalpolitik. Die Privatisierungserlöse wurden zunächst benötigt um Steuererhöhungen zu vermeiden und spätere Steuersenkungen zu finanzieren.¹¹

⁶ Vgl. *Merkel et al., 2006*, S. 61ff. Regelungen zur Wettbewerbspolitik, der fiskalischen Disziplin und der unabhängigen Geldpolitik finden sich in dem Vertrag zur Arbeitsweise der europäischen Union. Vgl. Artikel 106 ff. sowie Artikel 126 ff. des Vertrags über die Arbeitsweise der europäischen Union in der Fassung vom 01.07.2013.

⁷ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Reichard & Ambrosius, 2003*, S. 187ff. Siehe auch Artikel 106 und 107 des Vertrags über die Arbeitsweise der europäischen Union in der Fassung vom 01.07.2013 sowie Richtlinie 2006/123/EG.

⁸ Vgl. *Rat der europäischen Union, EG 1466/97* sowie *EG 1467/97*. Das Defizit darf 3 Prozent und der öffentliche Schuldenstand 60 Prozent des nationalen Bruttoinlandsprodukts nicht überschreiten. Vgl. Artikel 1, des Protokolls Nr. 20 über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit. In der Fassung vom 02.10.1997. Das Protokoll liegt dem Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft bei.

⁹ Vgl. *Heilemann & Hillebrand, 2002*, S. 29ff. sowie *Zohlnhöfer & Obinger, 2002*, S. 603 sowie 613f. Die Erlöse aus Privatisierungen in OECD-Ländern wuchsen seit den 1980er Jahren stetig an. Deutliche Anstiege sind zwischen 1985 und 1987 sowie ab 1990 bis 1999 zu verzeichnen. Vgl. *Mayer, 2006*, S. 32.

¹⁰ Vgl. *Zohlnhöfer & Obinger, 2005*, S. 624.

¹¹ Vgl. *Mayer, 2006*, S. 72. Die Bilanz der Regierungszeit von Thatcher (1979 bis 1990) zeigt, dass 50 Prozent der staatlichen Unternehmen privatisiert wurden. Diese generierten Erlöse von 27,5 Milliarden Britischen Pfund (GBP) und transferierten 800.000 Arbeitsplätze in die Privatwirtschaft. Vgl. *Mayer, 2006*, S. 84. Zunächst wurden profitable und wettbewerbsfähige Unternehmen, wie British Petroleum privatisiert. Vgl. *Mayer, 2006*, S. 70f. Später folgten auch Unternehmen der Netzwerk Branche wie British Telecom. Vgl. *Mayer, 2006*, S. 77.

Auch der Nachfolger von Margaret Thatcher änderte die Grundprinzipien der Privatisierungspolitik nicht. Allerdings konnte John Major 1990 nur auf ein für die Entstaatlichung weniger attraktives Portfolio an verbliebenen Staatsunternehmen zurückgreifen und musste sich der wachsenden Kritik, aufgrund wettbewerbsrechtlich fragwürdiger Entscheidungen und einer Vernachlässigung der Infrastruktur, stellen.¹² Weiterhin erschwerte die angespannte Haushaltslage, verursacht durch eine Rezession zu Beginn der Regierungszeit, notwendige Investitionen.¹³ Um dennoch die Infrastruktur ohne die Ausweitung der Staatsschulden zu erneuern, sollte privates Kapital generiert werden. Hierfür schuf die Regierung das Instrument der Public Finance Initiative (PFI).¹⁴

Nach über einem Jahrzehnt konservativ geprägter Politik suchte zum Ende der 1990er Jahre insbesondere die britische Labor Party nach einer Antwort auf die Frage, wie sich traditionelle Werte der „linken“ Politik mit den Anforderungen der globalisierten Welt verbinden ließen.¹⁵ Im Zuge des Wahlerfolgs der Labour Party in Großbritannien verfasste Anthony Giddens im Jahr 1998 unter dem Titel „Der dritte Weg“¹⁶ ein Manifest für die Zukunft der Sozialdemokratie. Bestandteil dieser Neuausrichtung ist auch eine neue gemischte Wirtschaft in der die Dynamik des Marktes für öffentliche Interessen genutzt wird.¹⁷

Die britische Labour Party versprach in ihrem Wahlkampf 1997 unter anderem eine makroökonomische Stabilität. Aus Sicht der Partei konnte die britische Volkswirtschaft ein stabiles Wachstum in der globalisierten Welt nur durch geringe Inflationsraten und

¹² Auch eine Privatisierung von Unternehmen der öffentlichen Daseinsvorsorge wurde von der Öffentlichkeit zunehmend kritisch gesehen. Vgl. *Mayer, 2006*, S. 84f.

¹³ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Mayer, 2006*, S. 86ff., *Merkel et al., 2006*, S. 147 sowie *Allen, 2001*, S. 10.

¹⁴ Die PFI ist ein Vorläufer der späteren Public-Private-Partnership. Auch die PFI dient der Aktivierung privaten Kapitals für Investition in öffentliche Infrastruktur mit dem Ziel die öffentliche Daseinsvorsorge zu erhalten oder zu verbessern. Neben der Finanzierung ist auch die Planung, der Bau und der Betrieb öffentlicher Einrichtungen durch den privaten Partner Bestandteil der Partnerschaft. *Allen, 2001*, S. 10ff.

¹⁵ Vgl. *Giddens, 2000*, S. 16f. Die treibende Kraft der globalisierten Welt ist dabei nach der Ansicht von *Giddens (2000)* die Revolution der Kommunikation. Vgl. *Giddens, 2000*, S. 13. *Merkel et al., 2006*, postulieren den allgemeinen sozialen Wandel als Herausforderung für die Sozialdemokratie. Dieser basiert ebenfalls auf der Tertiarisierung der Industriegesellschaft zur wissensbasierten Dienstleistungsgesellschaft aber auch auf weiteren Effekten wie dem demographischen Wandel. Vgl. *Merkel et al., 2006*, S. 73ff.

¹⁶ Vgl. *Giddens, 1999*, S. 80ff. *Giddens (1999)* stellt in seinem Werk eine notwendige Neuausrichtung der Sozialdemokratie als Reaktion auf die globalisierte Wirtschaft als dritten Weg dar. Siehe auch: *Giddens, 2000*, S. 16. Giddens bezieht sich zwar vornehmlich auf Großbritannien, besteht aber auf eine Allgemeingültigkeit seiner Argumente. Vgl. *Giddens, 1999*, S. 12.

¹⁷ Vgl. *Giddens, 1999*, S. 117. Staatliche Institutionen sollen reformiert werden und dadurch flexibler, dynamischer und individueller handeln können. Vgl. *Giddens, 2000*, S. 18f.

niedrige Defizite erreichen.¹⁸ Um dennoch in die weiterhin sanierungsbedürftige Infrastruktur zu investieren, suchte die Labour Party nach ihrem Wahlsieg 1997 ebenfalls privates Kapital. Unter der Führung von Tony Blair vollzog sich ein rasanter Anstieg der Partnerschaften zwischen Staat und Privaten und determiniert die neue Form der gemischten Wirtschaft.¹⁹ Mit den hierfür genutzten Public-Private-Partnerships (PPP) wurde zunächst die Finanzierung von Investitionen im Gesundheitswesen vorgenommen.²⁰ Mayer (2006) konstatiert, dass es sich hierbei um eine Fortsetzung der Entstaatlichungspolitik im neuen Gewand handelt.²¹ Allerdings wird die PPP auch als Bestandteil der staatlichen Reformen verstanden, die im Sinne Giddens zu einer Modernisierung und Ökonomisierung von Staat und Verwaltung führen.²² Nach der Veräußerung von Beteiligungen des Staates rückt somit die Daseinsvorsorge in den Mittelpunkt der Privatisierungsbestrebungen.

Eine vergleichbare Entwicklung der Privatisierungspolitik konnte auch in weiteren europäischen Ländern ausgemacht werden.

So war die Regierungszeit von Helmut Kohl in Deutschland zunächst von einer moderaten Privatisierungspolitik gekennzeichnet.²³ Dies änderte sich nach der deutschen Wiedervereinigung, getrieben durch fiskalpolitische Bestrebungen die Kosten der Einheit zu finanzieren.²⁴ Weiteren An Schub erhielt die Privatisierungs- und Deregulierungspolitik im Zuge der fortschreitenden europäischen Integration. Insbesondere die Konvergenz-Kriterien aus dem Maastrichter Vertrag bauten Konsolidierungsdruck auf.²⁵ Bereits 1994 beschloss die damalige Regierung ein Gesetz, das die private Finanzierung von Fernstraßen ermöglichte.²⁶

Nachdem 1998 die rot-grüne Koalition unter Führung von Gerhard Schröder die Regierungsverantwortung übernahm, veränderte sich die Privatisierungspolitik nicht.²⁷

¹⁸ Unter anderem sollten die Staatsschulden mittelfristig unter 40 Prozent des jährlichen Bruttoinlandsproduktes (BIP) fallen. Vgl. *Merkel et al., 2006*, S. 124.

¹⁹ Vgl. Anhang A in: *HM Treasury, 2012*.

²⁰ Vgl. *Merkel et al., 2006*, S. 146f.

²¹ Wengleich die PPP nicht einer vollständigen Privatisierung entspricht. Vgl. *Mayer, 2006*, S. 94ff.

²² *Budäus (2003)* sieht die PPP als Bestandteil der externen Strukturreform, infolge der EU-Wettbewerbsregelungen hinsichtlich der öffentlichen Daseinsvorsorge und deren nutzerorientierten Finanzierung. Vgl. *Budäus, 2003*, S. 216f. siehe auch: *Giddens, 1999*, S. 146.

²³ Vgl. *Mayer, 2006*, S. 217.

²⁴ Dabei wurden nicht nur Vermögenswerte und Beteiligungen aus dem Bestand der ehemaligen DDR privatisiert, sondern auch Beteiligungen der alten Bundesrepublik. Vgl. *Mayer, 2006*, S. 219ff.

²⁵ Vgl. *Mayer, 2006*, S. 228ff.

²⁶ Vgl. FStrPrivFinG.

²⁷ Allerdings waren in der kurzen Amtszeit von Finanzminister Oskar Lafontaine die Beweggründe arbeitspolitischer Natur. Sein Nachfolger, Hans Eichel, fokussierte die Finanzpolitik stärker auf die

Die Politik der sozialdemokratischen Partei richtete sich jedoch am dritten Weg von Giddens aus. So wurde bereits im Koalitionsvertrag das Leitbild des aktivierenden Staates propagiert.²⁸ Im späteren Regierungsprogramm hieß es dazu: Der Staat solle künftig

„... weniger Entscheider und Produzent, als vielmehr Moderator und Aktivator der gesellschaftlichen Entwicklungen ...“ sein.²⁹

Die moderne staatliche Verwaltung muss hierfür den Maßstäben der Effizienz und des wettbewerblichen Leistungsvergleichs entsprechen.³⁰

Zu den verschiedenen Leitprojekten des Regierungsprogramms zählte auch die Schaffung eines rechtlichen Rahmens für Public-Private-Partnership-Verträge.³¹ Die rot-grüne Bundesregierung integrierte auf diese Weise die Privatisierungspolitik in eine Staatsmodernisierung, wie sie von Giddens gefordert wurde.³²

Der weiterhin vorhandene fiskalische Druck, der sich aus den Kosten der deutschen Einheit, einer Steuerreform aber insbesondere auch durch den europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakt ableitete, veranlasste die Bundesregierung zu einer verstärkten Konsolidierungspolitik.³³ Einnahmen aus der monetären Privatisierung von Staatsunternehmen dienten zum Ausgleich des Haushaltes.³⁴ Allerdings sollten auch die Belastungen im Haushalt sinken, wofür Partnerschaften zwischen der öffentlichen Hand und Privaten zur Erfüllung der Daseinsvorsorge ausdrücklich gewünscht waren.

Konsolidierung des Haushaltes, effizientere Strukturen der öffentlichen Verwaltung und einer Stärkung des Kapitalmarktes wofür auch das Instrument der Privatisierung genutzt wurde. Vgl. Mayer, 2006, S. 240f.

²⁸ Vgl. Kapitel IX, Nr.11 im Koalitionsvertrag von SPD und Grünen 1998. Siehe: *Sozialdemokratischen Partei Deutschlands & BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN, 1998.*

²⁹ Vgl. *Bundesregierung Deutschland, 1999, S. 2.*

³⁰ Vgl. *Bundesregierung Deutschland, 1999, S. 3f.*

³¹ Vgl. *Bundesregierung Deutschland, 1999, S. 7.*

³² Vgl. Giddens, 1999, S. 146 sowie Mayer, 2006, S. 240.

³³ Die Relevanz lässt sich auch im Koalitionsvertrag erkennen. Die Sanierung der Staatsfinanzen wird an oberster Stelle des Vertrages gesetzt. Vgl. Kapitel I, Nr. 1.2. Siehe: *Sozialdemokratischen Partei Deutschlands & BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN, 1998.*

³⁴ Veräußert wurden unter anderem Anteile der Deutschen Telekom AG, der Postbank AG sowie Flughafenbeteiligungen. Das makroökonomische Umfeld und ungünstige Situation auf dem Kapitalmarkt nach dem Platzen der Spekulationsblase zur Jahrtausendwende erschwerten allerdings die Privatisierungsbemühungen. Vgl. Mayer, 2006, S. 241ff.

Weitere Beispiele für Privatisierungsbestrebungen aufgrund des aufkommenden fiskalischen Drucks im Zuge der europäischen Integration sind die beiden großen EU-Länder Frankreich und Italien.³⁵

In **Frankreich** setzte die sozialistische Regierung seit 1981 zunächst eine Verstaatlichungspolitik um, welche sich jedoch binnen kurzer Zeit umkehrte. Nach zwischenzeitlicher konservativer Regierung forcierten die Sozialisten in Frankreich ab 1990 aufgrund europäischen Wettbewerbsdrucks abermals die Privatisierung von Netzwerkunternehmen. Auch in den folgenden Jahren war die Privatisierungspolitik fiskalisch – insbesondere durch den Maastrichter Vertrag sowie den Stabilitäts- und Wachstumspakt – getrieben.³⁶

In **Italien** lies das politische Umfeld erst ab 1990 eine systematische Politik der Liberalisierung und Privatisierung zu. Eine starke Privatisierungswelle setzte ein, die ebenfalls vorwiegend durch die europäische Integration getrieben war.³⁷

Aber auch in Spanien erfuhren Deregulierung und Privatisierung seit 1996 einen An Schub nachdem die spanische Volkspartei Partido Popular (PP) die Wahlen gegen die 14 Jahre lang regierenden Sozialisten (Partido Socialista Obrero Español) gewann und mit José María Aznar den neuen Regierungspräsidenten stellte.³⁸

Die Privatisierung der Daseinsvorsorge rückte in vielen Ländern erst spät in den Fokus der Politik. Zum einen waren Beteiligungen schneller und einfacher zu monetarisieren, zum anderen mussten Bedenken der Wähler und insbesondere der Gewerkschaften berücksichtigt werden.³⁹ Nachdem ein Großteil der veräußerbaren Staatsbetriebe privatisiert war, wurden neue Wege gesucht Einnahmen zu generieren oder Kosten zu senken. Es war die Regierung von Tony Blair, die als erstes die Möglichkeiten der partiellen Privatisierung durch Partnerschaften mit privaten Kapitalgebern flächendeckend nutzte. Basierend auf Giddens' dritten Weg wurde die Public-Private-Partnership eine Basis der neuen gemischten Wirtschaft, in der staatliche Institutionen und Private Partner gemeinsam die Daseinsvorsorge unterhielten. Immanent war eine schnelle Optimierung der Daseinsvorsorge (credit claiming) bei

³⁵ In den vier Ländern Großbritannien, Deutschland, Frankreich und Italien sind 1997 und 1998 Mitte-Links-Koalitionen in die Regierungsverantwortung gewählt worden, die entgegen ihrer früheren politischen Natur Teile der angebotsorientierten Wirtschaftspolitik vertraten. Vgl. Mayer, 2006, S. 151.

³⁶ Vgl. Mayer, 2006, S. 106ff.

³⁷ Vgl. Mayer, 2006, S. 159ff.

³⁸ Vgl. Allard & Trabant, 2008, S. 3.

³⁹ Vgl. Mayer, 2006, S. 82.

gleichzeitiger geringer Haushaltsbelastung (blame avoidance), da diese in die Zukunft verlegt wurde.⁴⁰ Gleichzeitig wurde somit ein Kompromiss zwischen einer vollständigen Privatisierung der Daseinsvorsorge – und den damit verbundenen Widerständen, insbesondere dem vollständigen Kontrollverlust⁴¹ – und der aus politischer Sicht zunehmend schwieriger zu finanzierenden Eigenrealisierung gefunden.

PPP erweist sich als eine nachhaltige Finanzierungsstruktur: Durch sozialdemokratisch geprägte Regierungen in Europa in den 1990er Jahren eingeführt wurden PPP auch von konservativen Regierungen weiter voran getrieben. Kritik äußerten zumeist Gewerkschaften mit Bezug auf mögliche Veränderungen für die Beschäftigten von betroffenen Unternehmen.⁴² Allerdings werden auch Umverteilungsargumente bemüht. Sowohl gegenüber einer vollständigen als auch der partiellen Privatisierung mittels PPP bestehen weiterhin Vorbehalte. Als Ursache für die Finanzierungsschwierigkeiten wird eine verfehlte Steuerpolitik ausgemacht, deren Folge Einsparungen und Privatisierungen sind. Privatisierte Infrastruktur sperrt in dieser Argumentationskette letztlich Geringverdiener von der Nutzung öffentlicher Güter aus.⁴³ Kausal ist daher die Forderung der Gewerkschaften Investitionen durch Eigenrealisierungen umzusetzen und dafür die Neuverschuldung und gegebenenfalls auch Steuern zu erhöhen. PPP werden abgelehnt, da höhere Kosten zu Lasten der öffentlichen Hand und der Nutzer kolportiert werden.

Als weiterer Grund gegen Privatisierungen jeglicher Art wird eine vermehrte Rekommunalisierung angeführt. Dieser Trend ist in den letzten Jahren vorwiegend bei kommunalen Energie- oder Wasserversorgung aber auch der Abfallentsorgung und Straßenreinigung zu beobachten.⁴⁴ Begründet wird dieser Schritt oftmals mit dem Nichterreichen von Erwartungen speziell hinsichtlich der Effizienz und Kostenersparnis aber auch durch umwelt-, sozial- oder strukturpolitische Überlegungen. Weniger

⁴⁰ Vgl. Mayer, 2006, S. 97. Credit claiming und blame avoidance sind anschaulich von den Autoren Bonoli & Natali (2012) erläutert worden und beziehen sich auf politische Entscheidungen. Während erstgenannter Begriff sinngemäß mit „den Erfolg in Anspruch nehmen“ übersetzt werden kann, bedeutet der zweite Begriff die „politische – beziehungsweise im Rahmen der PPP die finanzpolitische – Verantwortung zu vermeiden“, da die Kosten erst in der Zukunft zum Tragen kommen. Vgl. Bonoli & Natali, 2012, S. 93ff.

⁴¹ Vgl. Reidenbach et al., 2008, S. 382f. Die Daseinsvorsorge ist beispielsweise im Bezug auf die Trinkwasserversorgung eine gesetzlich verankerte Pflichtaufgabe der öffentlichen Hand. Vollständige Privatisierungen könnten – wenn überhaupt – nur mit großen Einschränkungen des privaten Partners umgesetzt werden, was die Attraktivität des Projektes für den Privaten schmälern kann.

⁴² Vgl. Matecki, & Schulten, 2013, S. 14f.

⁴³ Vgl. hierzu und im Folgenden: Fratzscher et al., 2015, S. 13f.

⁴⁴ Vgl. hierzu und im Folgenden: Matecki, & Schulten, 2013, S. 11f sowie Bundeskartellamt, 2014, S. 18f.

Beachtung findet das Argument von fiskalischen Anreizen der Rekommunalisierung. So ist insbesondere die kommunale Energieversorgung hoch profitabel.⁴⁵

Das Bundeskartellamt kritisiert im Jahresbericht 2014 zudem die Gefahr einer Flucht weg von privaten Wasserpreisen hin zu öffentlich rechtlichen Gebühren, die nicht mehr der Kartellaufsicht unterliegen.⁴⁶

International wird aktuell über ein „Trade in Services Agreement“ (TiSA) verhandelt. Ziel dieses internationalen Abkommens ist die Verbesserung des Marktzugangs im Dienstleistungssektor.⁴⁷ Kritiker befürchten, dass ein solches internationales Abkommen die öffentliche Daseinsvorsorge durch Liberalisierungsvorgaben tangieren könnte.⁴⁸ Allerdings erklärt die Deutsche Bundesregierung, dass weder eine Pflicht zur Privatisierung der Daseinsvorsorge noch eine Unterbindung der Rekommunalisierung vorgesehen sind.

Die vielfältige Einsetzbarkeit der PPP erschwert eine einheitliche Definition. Viele Autoren grenzen den Begriff daher für die eigenen Zwecke ein. Diese Abgrenzungen sind geprägt durch die jeweilige Zielsetzung der Untersuchung und abhängig vom wissenschaftlichen Themengebiet. Zu unterscheiden sind in diesem Sinne Publikationen, in denen sich der Thematik aus Sicht ökonomischer Risiken oder juristischer Zulässigkeit angenähert wird.

In der deutschsprachigen Literatur ist zudem synonym die Bezeichnung Öffentlich-Private Partnerschaft (ÖPP) zu finden. Beide Begriffe stehen für die Zusammenarbeit in Form einer dauerhaften Verantwortungs- und Risikoteilung zwischen öffentlichen (public) und privaten (private) Personen oder Institutionen.⁴⁹

Die Darstellung dieser Kooperation erfolgt zumeist nach der Organisationsform, der Art der Aufgabenübertrag sowie den Merkmalen.

⁴⁵ Vgl. *Matecki, & Schulten, 2013*, S. 13 sowie *Bundeskartellamt, 2014*, S. 18.

⁴⁶ Vgl. *Bundeskartellamt, 2015*, S. 35.

⁴⁷ Vgl. *Deutscher Bundestag, 2014*, 1.

⁴⁸ Vgl. *Deutscher Bundestag, 2014*, 2ff.

⁴⁹ Vgl. *Frenz, 2007*, S. 701 sowie *Sack, 2009*, S. 14. Die Kooperation kann eine vollständige Übertragung der zu erbringenden Leistung auf Dritte bedeuten für deren Sicherstellung der Staat zwar verantwortlich ist, jedoch nicht zwingend für die Erstellung. Hierbei handelt es sich um eine Privatisierung der Daseinsvorsorge. Vgl. *Bundesregierung Deutschland, 1999*, S. 2 sowie *Bremer, 2005*, S. 82.

2.2 Organisationsformen

Die Organisationsform einer öffentlichen privaten Partnerschaft ist für viele Autoren das entscheidende Kriterium für die Einordnung eines Projektes als PPP. Allerdings herrscht keine Einigkeit, welche Formen allgemeine Gültigkeit haben. So unterscheidet *Sack (2009)* drei grundsätzliche Formen von PPP: die organisatorische, die vertragliche sowie die selbstverpflichtende.⁵⁰ Dabei definiert er die organisatorische PPP als gekennzeichnet durch eine dauerhafte Zusammenarbeit in einer Organisation, wofür sowohl privatrechtliche Gesellschaften als auch Vereine infrage kommen. Die vertragliche PPP stellt hingegen eine Verbindung autonomer Akteure durch Verträge dar. Die selbstverpflichtende PPP versteht *Sack (2009)* als einen losen Verbund, wie Konferenzen oder Foren, in denen sich die öffentliche Hand privater Partner bedient.

Reidenbach et al. (2008) unterscheiden vier Formen und fügen statt der selbstverpflichtenden PPP die beiden Varianten der projektbezogenen und der städtebaulichen Public-Private-Partnership hinzu.⁵¹ In Abgrenzung zu vorgenannten Autoren unterscheidet *Schetter (2010)* in lediglich zwei Varianten von PPP. Er definiert diese als Organisations- oder Projekt-PPP.⁵²

Weiterhin nimmt auch die Europäische Kommission innerhalb des Grünbuchs zu PPP, ebenso wie die Bundesregierung in Deutschland, die Position einer lediglich in zwei Formen zu unterscheidende PPP ein. Beide Institutionen nutzen die vertragliche sowie die institutionalisierte Kooperation zur begrifflichen Abgrenzung.⁵³

Allen Definitionen gemein ist die Bedeutung der rechtlichen Grundlage, auf welcher die beteiligten Akteure miteinander in Interaktion treten. Für den weiteren Verlauf dieser Arbeit wird die von der EU-Kommission und der Bundesrepublik Deutschland verwandte Unterscheidung präferiert. Es erfolgt somit eine Typisierung nach institutioneller (durch eigenes Rechtssubjekt) sowie formaler (vertraglicher) Ausgestaltung.⁵⁴ Letztere lassen sich weiterhin nach Vertragstypen untergliedern.⁵⁵

⁵⁰ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Sack, 2009*, S. 20f. Ähnlich argumentieren *Ziekow & Windoffer (2008)*, jedoch wird die selbstverpflichtende PPP als informelle Kooperation titulierte. *Ziekow & Windoffer, 2008*, S. 20.

⁵¹ Vgl. *Reidenbach et al., 2008*, S. 400.

⁵² Vgl. *Schetter, 2010*, S. 19, vgl. auch *Hanisch, 2008*, S. 54.

⁵³ Vgl. *Europäische Kommission, 2004b*, S. 9 sowie *Regierung der Bundesrepublik Deutschland, 2004*, S. 5.

⁵⁴ In Abgrenzung zur institutionellen Partnerschaft, also durch eine für das Projekt genutzte juristische Person und dadurch besiegelte Kooperation, entstehen formale Partnerschaften durch Vertragsabschluss. Dazu exemplarisch *Ziekow & Windoffer, 2008*, S. 20ff. sowie *Europäische Kommission, 2004b*, S. 9.

Tabelle 1: PPP-Modelle in der Übersicht

	Betreibermodell ⁵⁶	Konzessionsmodell	Betriebsführungsmodell
Umfang der Partnerschaft	Planen, Bauen, Finanzieren, Betreiben	Planen, Bauen, Finanzieren, Betreiben	Betreiben
Eigentumsübertragung ⁵⁷	Möglich	Möglich	Objekt verbleibt in der öffentlichen Hand
Vergütung der Leistung	durch öffentliche Hand	durch Nutzer	durch öffentliche Hand oder Nutzer

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: *Regierung der Bundesrepublik Deutschland (2004)*.⁵⁸

Während die institutionalisierte PPP durch ein individuelles Rechtssubjekt als Vertragspartner identifizierbar ist, lassen sich formale Partnerschaften in einer Gruppe von drei Arten wiederfinden. So unterscheidet die Bundesregierung Deutschlands diese PPP-Modelle auf Vertragsbasis in Betreiber-, Konzessions- und Betriebsführungsmodell.⁵⁹

⁵⁵ Auch die Vertragstypen sind in der Literatur nicht einheitlich beschrieben. Häufig genutzte Begriffe sind das Inhabermodell, das Erwerbermodell, das Mietmodell sowie das Leasingmodell. Eine erläuternde Übersicht findet sich unter anderem bei: *Bundesministerium für Verkehr, Bau- und Wohnungswesen (BMVBW), 2003*. Siehe auch: *Regierung der Bundesrepublik Deutschland, 2004, Ziekow & Windoffer, 2008* sowie *Schede & Pohlmann, 2006*.

⁵⁶ In der englischsprachigen Literatur ist für diese Modellgruppe auch die Abkürzung BOT zu finden, welche für die Termini „Build, Operate and Transfer“ steht. Auch Erweiterungsformen der BOT-Modelle, angelehnt an Begriffe wie Design, Own, Finance, sind in der Literatur zu finden und beschreiben einzelne Vertragsarten. Hierzu: *Ziekow & Windoffer, 2008, S. 21, Schede & Pohlmann, 2006, S. 102f.* sowie *Gatzke, 2010, S. 37*. Anderer Ansicht sind *Rehm & Tholen (2008)*, die BOT-Modelle vielmehr als Kurzläufer-Variante der Betreibermodelle beschreiben, welche eine (durch Optionsrecht) verkürzte Laufzeit von 5 – 8 Jahren vorweisen. Vgl. *Rehm & Tholen, 2008, S. 227*

⁵⁷ Je nach Vertragsausgestaltung ist eine Eigentumsübertragung zu Beginn der Partnerschaft auf den Privaten denkbar. Zudem ist bei Beendigung der Partnerschaft auch eine Übertragung zu Gunsten der öffentlichen Hand möglich.

⁵⁸ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Regierung der Bundesrepublik Deutschland, 2004, S. 5f.*

⁵⁹ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Regierung der Bundesrepublik Deutschland, 2004, S. 5*. Die in der Praxis relevanten PPP-Vertragstypen lassen sich sowohl einer der im Folgenden beschriebenen PPP-Finanzierungsvarianten als auch einer der drei hier beschriebenen Modelle zuordnen.

2.3 Merkmale von PPP

Für Public-Private-Partnership-Verträge kommen grundsätzlich alle Bereiche der öffentlichen Aufgabenerfüllung in Betracht, die unter Zuhilfenahme von privaten Partnern effizienter erstellt werden könnten.⁶⁰

PPP-Projekte der letzten Jahre lassen sich in den Bereichen des Straßen- und Brückenbaus sowie beim Bau oder bei der Sanierung von Schulen, Verwaltungsgebäuden, Gefängnissen, Krankenhäusern oder Kultureinrichtungen finden.⁶¹ Innerhalb der Verwaltung entstanden PPPs meist in Verbindung mit der Erstellung oder Sanierung von Gebäuden und deren anschließendem Betreiben. Aber auch die Administration von Fuhrparks oder Kommunikationssystemen können Grundlagen für PPP-Projekte darstellen. Letztlich sind alle Bereiche der Daseinsvorsorge für eine PPP denkbar, solange der politische Wille vorhanden und ein erzielbarer Cashflow gegeben ist. Dabei kann ein durch PPP erstellter oder sanierter Infrastrukturgegenstand auch weiterhin als öffentliches Gut zur Verfügung stehen.⁶²

Abbildung 1: Lebenszyklen von PPP-Projekten



Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: *Grabow et al. (2005)*.⁶³

Der Umfang der Partnerschaft misst sich an den übertragenen Aufgaben. In der Literatur findet daher eine Aufteilung des gesamten Lebenszyklus des Projektes statt.⁶⁴ Hierfür werden zumeist die in *Abbildung 1* dargestellten Wertschöpfungsstufen definiert.

⁶⁰ Eine sehr weitreichende Analyse hat *Bressler (2009)* verfasst, in welcher er unter anderem prüft, inwieweit die verwaltungsrechtliche Institution der Beleihung eine PPP darstellt. *Bressler (2009)* beschreibt als Beispiel für jemanden, der mit einer Verwaltungstätigkeit beliehen ist, den Prüfeningenieur, der bei der Erteilung oder Verweigerung der Prüfplakette für Kraftfahrzeuge eine hoheitliche Aufgabe ausführt. *Bressler (2009)* kommt zu dem Schluss: „... die Beleihung [reicht sich, *Anm. des Verf.*] als wesentliche Kooperationsalternative in die Gruppe der Public Private Partnerships ein.“, schränkt jedoch ein „... dass eine Public Private Partnership nur bei der Beleihung eines privaten (nicht lediglich eines privatrechtlichen) Subjektes vorliegt.“ Vgl. *Bressler, 2009*, S. 37. Diese Schlussfolgerung wird im weiteren Verlauf dieser Untersuchung nicht weiter berücksichtigt.

⁶¹ Siehe hierzu und im Folgenden: *Bremer, 2005*, S. 82, *Sack, 2009*, S. 20, *Gatzke, 2010*, S. 13.

⁶² Beispielhaft sei das Verfügbarkeitsmodell im Tiefbau genannt. Die Vergütung erfolgt auf Basis der Verfügbarkeit beispielsweise einer Autobahn direkt durch die öffentlichen Hand. Diese stellt das Gut den Nutzern in gleicher Weise zur Verfügung, wie eine eigen realisierte Straße.

⁶³ Vgl. *Grabow et al., 2005*, S. 13.

Hervorzuheben ist die Phase der Finanzierung, der innerhalb dieser Arbeit besonderes Augenmerk gilt.

Die Identifizierung eines Projektes als PPP anhand übertragener Lebensphasen kann nicht eindeutig vorgenommen werden. Notwendig ist zumeist die Übertragung einer bestimmten Anzahl von Phasen an den privaten Partner.⁶⁵ Von größerer Relevanz sind besondere Merkmale, die innerhalb des gesamten Lebenszyklus erfüllt sein müssen. Als charakteristische Merkmale hält die Europäische Kommission die in *Tabelle 2* aufgezählten Elemente fest.

Tabelle 2: Merkmale von PPP-Projekten

1. Beteiligung des privaten Wirtschaftsteilnehmers an verschiedenen Phasen des Projektes in wichtiger Rolle.
2. Finanzierung des Projektes erfolgt zum Teil über die Privatwirtschaft. ⁶⁶
3. Risikoteilung zwischen öffentlicher Hand und privatem Partner.
4. langfristig angelegte Projektbeziehung.

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: *Europäische Kommission (2004b)*.⁶⁷

Gebietskörperschaften des Bundes, der Länder und der Gemeinden, öffentlich-rechtliche Körperschaften, Anstalten und Stiftungen des öffentlichen Rechts sowie

⁶⁴ Vgl. *Schetter, 2010, S. 63f., Boll, 2007, S. 92f., Jacob & Stuhr, 2006, S. 2* sowie *Rakel & Weber, 2007, S. 10*.

⁶⁵ Siehe hierzu: *Gatzke, 2010, S. 17*. *Gatzke (2010)* ordnet ein Projekt einer PPP zu, wenn wenigstens die vier Phasen Planung, Bau, Finanzierung und Betrieb von einem privaten Partner übernommen werden. Demgegenüber erscheint *Mühlenkamp (2010)* die Existenz von mindestens zwei aufeinander folgenden Prozessschritten als relevant, um die Zuordnung eines Projektes als PPP zu ermöglichen. Vgl. *Mühlenkamp, 2010, S. 5*. *Grabow et al. (2005)* definieren in einer Studie eine „PPP im engeren Sinne“ durch das Einbeziehen von mindestens 3 Lebenszyklusphasen. Vgl. *Grabow et al., 2005 S. 14*. Allerdings unterscheidet *Grabow & Schneider (2009)* in einer weiteren Studie einige Jahre später in „echte“ und „unechte PPP“ und grenzt die „echte“ in der Form ab, dass alle Lebenszyklusphasen von dem privaten Partner zu verantworten sind. *Grabow & Schneider, 2009, S. 4*.

⁶⁶ Der genaue Wortlaut der Kommission weist auf die – in dieser Arbeit noch zu betrachtenden – Finanzierungsstrukturen hin, die oft komplex sind: „Die Finanzierung eines Projekts wird zum Teil von der Privatwirtschaft getragen, manchmal über komplizierte Konstruktionen, an denen verschiedene Akteure beteiligt sind. Eine solche private Finanzierung kann jedoch durch öffentliche Mittel manchmal beträchtlich ergänzt werden.“ *Europäische Kommission, 2004b, S. 3*.

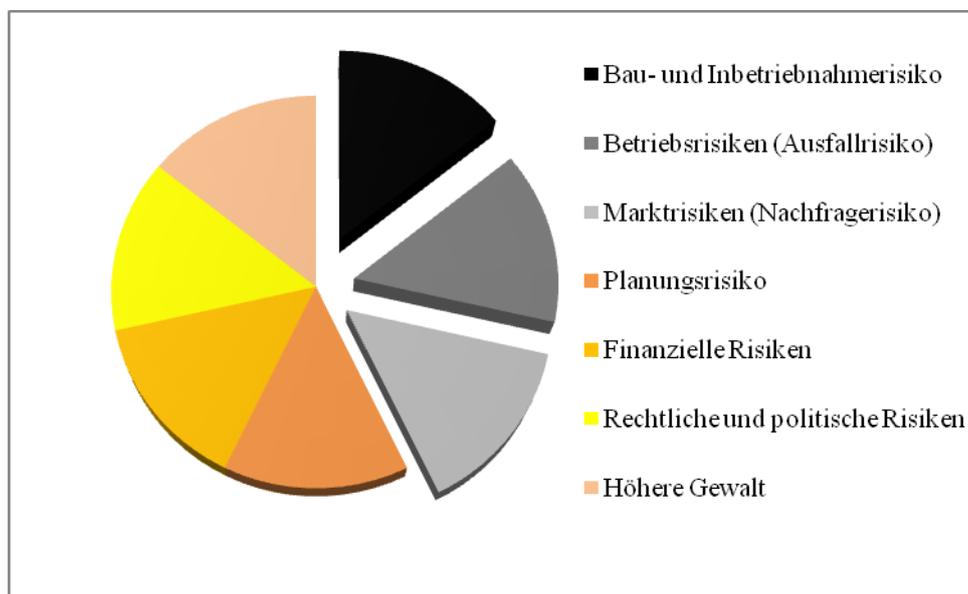
⁶⁷ Vgl. *Europäische Kommission, 2004b, S. 3*. Die in *Tabelle 2* dargestellten Merkmale lassen sich in vergleichbarer Weise bei unterschiedlichen Autoren finden. So ist für *Gatzke (2010)* und *Ziekow & Windoffer (2008)* das Einordnen eines Projektes als PPP nur möglich, wenn mindestens ein öffentlicher und mindestens ein privater Partner beteiligt ist. Vgl. *Ziekow & Windoffer, 2008, S. 25f* sowie *Gatzke, 2010, S. 13*.

öffentliche Unternehmen gelten in dieser Kooperationsform als öffentliche Partner.⁶⁸ Des Weiteren müssen die Identitäten der Partner intakt bleiben und genügend Kompetenzen übertragen werden, um dem Privaten eine ausreichende Einflussnahme zu ermöglichen.⁶⁹ Ein öffentliches Unternehmen der Privatwirtschaft ist hingegen ausdrücklich nicht als Privater Partner zu werten.

Die Erfüllung der Aufgaben muss zudem einem Effizienzvergleich gegenüber einer Eigenrealisierung standhalten. Der öffentliche Partner geht davon aus, dass der Private die Leistung günstiger anbieten kann als er selbst oder aber für den gleichen Ressourcenaufwand eine bessere Leistung erhält.⁷⁰

Von großer Relevanz für den weiteren Verlauf dieser Untersuchung ist das Merkmal der Risikoteilung. Eine effiziente Verteilung der Risiken ist im Interesse der öffentlichen Hand.⁷¹ Typische Projektrisiken können in jeder Lebensphase auftreten. Dabei lassen sich die in *Abbildung 2* dargestellten Kategorien unterscheiden:⁷²

Abbildung 2: Risikoarten bei PPP-Projekten



Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: *Boll (2007)*.⁷³

⁶⁸ Vgl. *Schetter, 2010*, S. 19.

⁶⁹ Vgl. *Bremer, 2005*, S. 82, *Sack, 2009*, S. 20 sowie *Gatzke, 2010*, S. 13.

⁷⁰ Vgl. *Mühlenkamp, 2010*, S. 6f., *Gatzke, 2010*, S. 15 sowie *Schetter, 2010*, S. 22f.

⁷¹ Siehe hierzu und im Folgenden: *Europäische Kommission, 2004b*, S. 3, *Ziekow & Windoffer, 2008*, S. 28f., *Gatzke, 2010*, S. 15 sowie *Pfnür et al., 2010*, S. 7.

⁷² Für eine ausführliche Beschreibung der Risiken und des Risikomanagements siehe beispielhaft: *Boll, 2007*, S. 129ff., *Schetter, 2010*, S. 140ff. sowie *Weber et al., 2006b*, S. 528ff.

⁷³ Vgl. *Boll, 2007*, S. 159.

Insbesondere das Bau-, das Ausfall- sowie das Nachfragerisiko haben Einfluss auf die Bilanzierung der Finanzierung.⁷⁴

⁷⁴ Anhand dieser Risiken wird bemessen, welchem Partner der Vermögensgegenstand der PPP und – damit verbunden – die Kreditaufnahme zuzurechnen ist. Vgl. Kapitel 3.5.2 „Anrechnung gemäß Eurostat“.

3 Finanzierungsformen von PPP in Deutschland

Auf das Zustandekommen einer PPP hat die Art der Finanzierung einen entscheidenden Einfluss. Die Finanzierungskosten sind aufgrund der langen Laufzeiten und der Kapitalintensität der Projekte ein essentieller Bestandteil der Gesamtkosten.

Gatzke (2010) geht davon aus, dass neben einer Vielzahl von Gründen für das grundsätzliche Eingehen einer PPP als Hauptargument die Finanzierungsnot der öffentlichen Haushalte herangezogen werden muss.⁷⁵

Ausgehend von der Gesamtkapitalstruktur und der präferierten Risikoverteilung haben sich in Deutschland zwei Finanzierungsformen für Public-Private-Partnership-Projekte herausgebildet.⁷⁶ Während bei der Projektfinanzierung auf den Cashflow der PPP zurückgegriffen wird, basiert die Forfaitierung auf der Bonität der öffentlichen Hand; gegebenenfalls wird letztere ergänzt um einen Einreदेverzicht.⁷⁷ Eine dritte Form der Finanzierung, die Unternehmensfinanzierung, spielt in Deutschland bisher keine nennenswerte Rolle.

Eine optimale Finanzierung einer PPP setzt sich aus verschiedenen, teilweise konträren, Interessenlagen und Intentionen zusammen und ist folglich nicht nur komplex, sondern auch individuell.

Das aufzubringende Projektkapital kann sowohl aus Eigenkapital als auch Fremdkapital bestehen. Eigenkapitalgeber werden dabei in der Literatur als Sponsoren bezeichnet.⁷⁸ Denkbare Sponsoren können Industrieunternehmen oder Finanzinvestoren sein.⁷⁹ Je nach Interessenlage dieser, unterscheiden sich die Risiko- und

⁷⁵ Als weitere Gründe für das Eingehen einer PPP führt *Gatzke (2010)* die Europäische Union, die Ineffizienzhypothese öffentlicher Verwaltung, Lobbyismus, Value for Money und die Flucht aus dem Verwaltungsrecht an. Vgl. hierzu und im Folgenden: *Gatzke, 2010*, S. 18f. sowie im Kapitel 3.1.5 „Anreize der öffentlichen Hand“. Siehe auch: *Sack, 2009*, S. 146ff., *Eppinger, et al., 2008*, S. 345ff., *Miksch, 2007*, S. 5f., wenngleich letzterer Effizienzsteigerung als Triebfeder angibt und zudem auf wirtschaftspolitische Effekte, wie zum Beispiel die Förderung des Mittelstands, hinweist. Indirekt erklären auch *Sester und Bunsen (2006)* die Finanzierung neben der Effizienz als maßgeblich; um diese hat sich primär der Auftragnehmer zu kümmern, sie also der öffentlichen Hand abzunehmen. *Sester & Bunsen, 2006*, S. 436.

⁷⁶ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Braune, 2006*, S. 263, *Schetter, 2010*, S. 37ff. sowie S.57, *Gatzke, 2010*, S. 53, *Weber et al., 2006*, S. 608 sowie 624, *Grabow & Schneider, 2010*, S. 25, *Miksch, 2007*, S. 13.

⁷⁷ Dieser Verzicht durch den Auftraggeber bezieht sich auf Ansprüche gegenüber dem Privaten auf Grundlage der eingegangenen Verträge innerhalb der PPP.

⁷⁸ Vgl. exemplarisch: *Riebeling, 2009*, S. 39, *Weber et al., 2006*, S. 601 sowie *Braune, 2006*, S. 269.

⁷⁹ Vgl. *Riebeling, 2009*, S. 39. *Riebeling (2009)* grenzt rein renditeorientierte Investoren von operativ tätigen Bauunternehmen ab. Hierzu auch: *Weber et al., 2006*, S. 604 sowie *Schetter, 2010*, S. 71ff.

Renditeerwartungen, aber auch die Refinanzierung des aufgewandten Kapitals. Zu erkennen ist dies anhand des Zeitpunkts der Kapitalbereitstellung innerhalb des Lebenszyklus einer PPP.

Die gewünschte Finanzierung und Risikoverteilung beeinflusst auch die Wahl der Rechtsform einer Partnerschaft. Zumeist wird eine rechtlich und wirtschaftlich selbstständige Zweck- beziehungsweise Projektgesellschaft (SPV) als Partner gegründet, die in der Haftung beschränkt ist.⁸⁰

3.1 Forfaitierung

Die Forfaitierung stellt eine in Deutschland gängige Finanzierungsform für PPP-Projekte dar.⁸¹ Dabei handelt es sich um einen Forderungsverkauf durch den mit der Finanzierung beauftragten Privaten an eine Bank oder andere Investoren. Bereits in der Ausschreibung gibt der öffentliche Auftraggeber die präferierte Finanzierungsvariante vor.⁸²

In Abgrenzung zu einem Darlehen und den gesetzlichen Regelungen im Bürgerlichen Gesetzbuch (BGB) und dem Kreditwesengesetz (KWG) hinsichtlich der Rechte und Pflichten der Beteiligten, handelt es sich bei dem Forderungsverkauf um einen Kaufvertrag nach §§ 433ff. BGB.⁸³ Innerhalb dieses Vertrages erwirbt der Käufer Rechte des bisherigen Gläubigers, die dieser beispielsweise auf Grundlage von Kauf-, Kredit- oder Werkverträgen innehat. Diese Rechte entspringen den Verträgen innerhalb der PPP und können sich auf alle Phasen des Lebenszyklus der Partnerschaft beziehen.⁸⁴

3.1.1 Ablauf

Der Forderungsverkäufer (Forfaitist) verkauft regresslos Forderungen oder Teile dieser an den Forderungskäufer (Forfateur), zumeist eine Bank.⁸⁵ Dieser zahlt den

⁸⁰ Vgl. *Eppinger, 2008*, S. 355 sowie *Boll, 2007*, S. 90f.

⁸¹ Vgl. *Grabow & Schneider, 2010*, S. 25f.

⁸² Vgl. *Weber et al., 2004*, S. 19 sowie *Miksch, 2007*, S. 18f.

⁸³ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Miksch, 2007*, S. 16.

⁸⁴ Vgl. *Eppinger, 2008*, S. 366.

⁸⁵ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Schetter, 2010*, S. 40f.

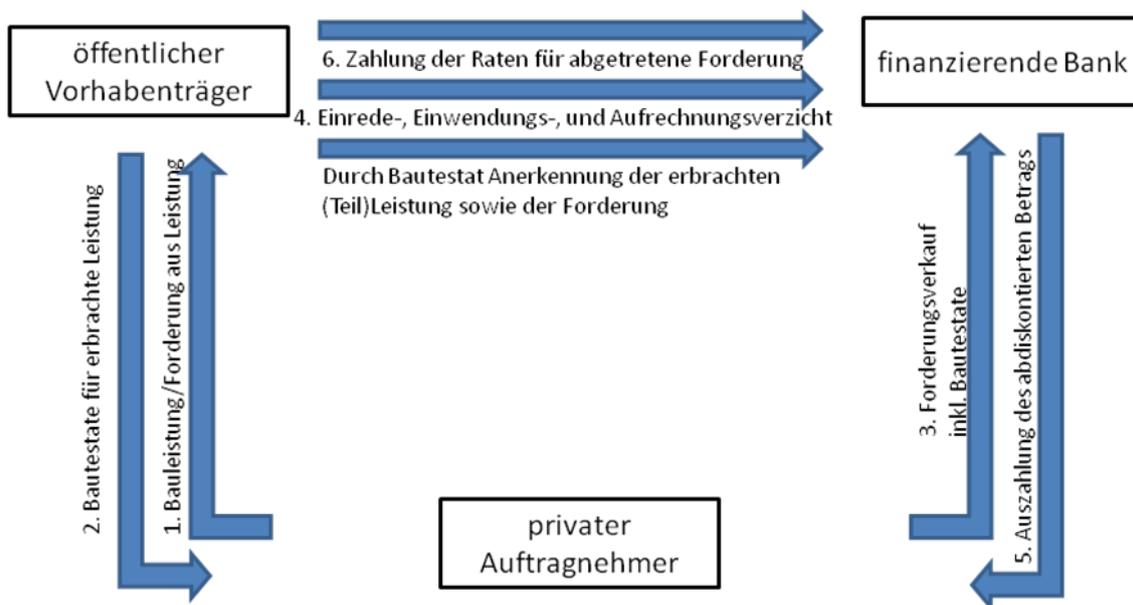
Gegenwert der auf den Stichtag abdiskontierten Forderung an den Forfaitist und bekommt im Gegenzug die Rechte übertragen.

Der Forderungsschuldner bleibt – mit Ausnahme des Gläubigerwechsels – zunächst unberührt von der Transaktion. Alle Rechte und Pflichten aus dem der Forderung zugrunde liegenden Rechtsgeschäft bleiben für ihn bestehen.

Unterschieden wird bei dieser Transaktion zwischen einer echten und einer unechten Forfaitierung. Entscheidend für eine Einordnung ist der Übergang des Ausfallrisikos auf den Forfaiteur. Findet dieser statt, handelt es sich um eine echte, andernfalls um eine unechte Forfaitierung. Beim Forfaitist verbleibt lediglich die Haftung für den tatsächlichen Bestand der ursprünglichen Forderungen.⁸⁶

Ergänzend stellt die öffentliche Hand ein Testat für die erbrachten Leistungen aus. Je nach Vertragsmodell können diese entweder während der Bauphase für einzelne Abschnitte oder zum Ende der Bauphase erstellt werden.⁸⁷

Abbildung 3: Grundstruktur einer Forfaitierung mit Einredeverzicht



Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: *Weber et al. (2004)*.⁸⁸

⁸⁶ Diese Gewähr, auch als Veritätshaftung bezeichnet, entspringt der Regelung der §§ 433ff. BGB. Demnach hat der Verkäufer einer Sache – hier der Forderung – diese frei von Sach- und Rechtsmängeln zu übergeben. Vgl. *Brink, 1998*, S. 42ff.

⁸⁷ Vgl. *Littwin & Schöne, 2006*, S. 101. Durch die Abgabe der Testate während des Baus fallen Risiken zum Teil auf die öffentliche Hand zurück. Diese Vorgehensweise wird als Morgendorfer Modell bezeichnet. Vgl. *Schede & Pohlmann, 2006*, S. 134f.

⁸⁸ Vgl. *Weber et al., 2004*, S. 53.

Der private Auftragnehmer weist mittels der erstellten Testate gegenüber der Bank nach, dass die Leistung erbracht wurde und die Forderung besteht. Der Forfateur zahlt den abdiskontierten Betrag im Rahmen des Forfaitierungsvertrags an den Auftragnehmer aus und ist nunmehr neuer Gläubiger. Bei Bedarf erklärt die öffentliche Hand einen Einrede-, Einwendungs- und Aufrechnungsverzicht gegenüber dem Forfateur und begründet ein abstraktes Zahlungsverprechen.⁸⁹ Der Ablauf dieses Veräußerungsgeschäfts ist in *Abbildung 3* schematisch dargestellt.

Die Forfaitierung ist im Wesen verwandt mit dem Factoring und der Asset Backed Finanzierung.⁹⁰ Der Begriff Forfaitierung entstammt allerdings der Exportfinanzierung.⁹¹ Nach Meinung von *Schetter (2010)* ist dieser jedoch im Zusammenhang mit der Kapitalausstattung von PPP-Projekten mangels Präzision ungeeignet. Als Vorschlag für eine treffendere Bezeichnung bietet er die Terminologie „staatsgarantierte Forderung“ an,

„... wann immer die unmittelbaren Finanzierungsbedingungen auf die Solvenz des Vorhabenträgers [der öffentlichen Hand, *Anm. des Verf.*]...“ abgestellt werden.⁹²

Dies ist schlüssig, garantiert doch der öffentliche Auftraggeber unbedingt die Zahlung. Dennoch wird die in der breiten Literatur verwendete Bezeichnung der Forfaitierung innerhalb der vorliegenden Arbeit verwendet, jedoch als Synonym für die von *Schetter (2010)* vorgeschlagene Terminologie.

Schetter (2010) grenzt mit seiner Präzisierung zudem die Forfaitierung dahingehend ein, dass per se von einem Forderungsverkauf mit Einrede-, Einwendungs- und Aufrechnungsverzicht auszugehen ist – kurz, Forfaitierung mit Einredevorzicht.⁹³ Erst in dieser Form wandelt sich der Forderungsverkauf in ein abstraktes Zahlungsverprechen der öffentlichen Hand gegenüber dem Forderungsankäufer. Dies

⁸⁹ Zum Einrede-, Einwendungs- und Aufrechnungsverzicht siehe nachfolgend Kapitel 3.1.2 „Einrede-, Einwendungs- und Aufrechnungsverzicht“.

⁹⁰ Vgl. *Fahrholz, 1998*, S. 215.

⁹¹ Vgl. *Braune, 2006*, S. 300.

⁹² Vgl. *Schetter, 2010*, S. 41.

⁹³ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Schetter, 2010*, S. 40, dies ist insoweit nachvollziehbar, als dass *Schetter (2010)* die vom ihm untersuchten Vertragsformen vorab eingrenzt. Allerdings weist er somit auch darauf hin, dass auf alle denkbaren Einsprüche gegen eine Zahlung seitens der öffentlichen Hand verzichtet wird und nicht ausschließlich auf die Einrede, wie die Kurzform suggeriert. Forderungsverkäufe finden sich in der Praxis jedoch auch ohne oder mit einem teilweisen Einredevorzicht. Vgl. *Grabow & Schneider, 2010*, S. 26.

ermöglicht es den Fremdkapitalgebern, Diskontkonditionen anzubieten, die denen für Kommunaldarlehen sehr nahe kommen.⁹⁴ Als Forfateur treten zumeist Banken in Erscheinung.⁹⁵

3.1.2 Einrede-, Einwendungs- und Aufrechnungsverzicht

Der Einrede-, Einwendungs- und Aufrechnungsverzicht ist eine zwingende Bedingung zur Erzielung von kommunalkreditähnlichen Konditionen. Als Grundlage für die Geltendmachung etwaiger Rechte seitens des Schuldners dient auch gegenüber dem neuen Gläubiger der § 404 BGB.⁹⁶ Der aus Bankensicht risikoarme Ankauf einer Forderung kommt erst zustande, wenn alle Risiken ausgeschlossen sind. Lediglich das Bonitätsrisiko der öffentlichen Hand wird durch die Bank getragen.

Das Aussprechen des Einredevverzichts ist im Rahmen der PPP formal geregelt. So ist der Auftraggeber vertraglich verpflichtet ein Bautestat zu erstellen, nachdem eine vereinbarte Leistung erbracht und ausführlich geprüft wurde. Bis auf die Sonderform des Morgendorfer Modells sind die Testate und der Verzicht auf die Einreden erst nach Vollendung der Bauphase vorgesehen, was das Risiko von Mängeln auf ein Minimum reduziert.⁹⁷

Für Fremdkapitalgeber erzeugt das abstrakte Zahlungsverprechen der öffentlichen Hand zusätzliche Sicherheit. Dies hat zur Folge, dass die Finanzierung nahezu ohne Eigenkapital auskommt. Es wird kein oder nur ein geringer Teil an Sicherheiten verlangt, was die Kapitalkosten insgesamt verringert.⁹⁸ Die Einbringung von Haftungskapital kann auf das Hinterlegen des Mindesteigenkapitals⁹⁹ oder die

⁹⁴ Die günstigen Kreditkonditionen ergeben sich aus den Refinanzierungsbedingungen der kreditgebenden Banken. Wie zu zeigen ist, sind einredefreie Forderungen gegen die öffentliche Hand deckungsstockfähig, was eine Refinanzierung mittels Pfandbrief zulässt. Vgl. Kapitel 6.2 „Deckungswerte von Covered Bonds“.

⁹⁵ Hierbei eine hervorgehobene Rolle spielen die öffentlich-rechtlichen Banken und deren Hypothekenbanktöchter. Vgl. *Hauptverband der Deutschen Bauindustrie e.V., 2011*.

⁹⁶ Mögliche Einreden, beispielsweise wegen Nichterfüllung oder Mängeln, ergeben sich aus dem Werkvertragsrecht der §§ 631ff. BGB gegenüber dem privaten Auftragnehmer. Vgl. auch *Sester & Bunsen, 2006*, S. 444.

⁹⁷ Vgl. *Kleinlein & Stein, 2007*, S. 100.

⁹⁸ Vgl. *Weber et al., 2006*, S. 624, *Boll, 2007*, S. 81 sowie *Schetter, 2010*, S. 42. Fremdkapitalkosten sind gemeinhin günstiger als Eigenkapitalkosten, da Kapitalgeber auf eine risikoadäquate Rendite bestehen und das Risiko der Kapitalklasse Eigenkapital höher ist als das der Klasse Fremdkapital.

⁹⁹ Bezug wird hierbei auf die gesetzliche Mindestkapitalausstattung von Kapitalgesellschaften, wie zum Beispiel der GmbH, genommen. Vgl. *Schetter, 2010*, S. 42.

Verpflichtung zum Halten von Barreserven beschränkt werden.¹⁰⁰ In Bezug auf das Gesamtkapital ist dies jedoch als marginal zu vernachlässigen.

Die Forderungen, die innerhalb dieser Partnerschaft entstehen, basieren auf dem gesamten Lebenszyklus, konkret auch auf den Dienstleistungsvertrag in der Betriebsphase. Der Kapitalbedarf der PPP bemisst sich hingegen lediglich am Investitionsaufwand. Der Literatur sind daher die Termini der Teil- und Voll-Forfaitierung zu entnehmen.¹⁰¹ Eine vollständige Veräußerung der Forderungen würde es bei gleichzeitigem Einredevorzicht dem Auftraggeber unmöglich machen, das Entgelt für unzureichende Leistungen während der Betriebsphase sanktionierend zu kürzen. Entsprechend kritisch ist die Vollforfaitierung zu bewerten.

Denkbar sind jedoch auch zweigeteilte Forfaitierungen. Während der Investitionsteil der Forderung um einen Einredevorzicht ergänzt wird, bleibt dieser für die Forderung aus der Betriebsphase unberücksichtigt. Darin übereinstimmend, spricht sich auch der Verband der Deutschen Bauindustrie für die Annahme aus, dass bei einer Forfaitierung mit Einredevorzicht von einem lediglich die Investitionskosten betreffenden Teil der veräußerten Forderung ausgegangen werden kann.¹⁰²

Diese Argumente für eine lediglich die Investitionskosten umfassende Forfaitierung sind um den Aspekt der Überfinanzierung erweiterbar. Die Bewirtschaftungsleistung durch den privaten Partner erzeugt keinen vorweg aufzubringenden Mittelbedarf.¹⁰³ Ein Forderungsverkauf erscheint somit aus der Perspektive der Finanzierung nicht notwendig.

Allerdings muss davon ausgegangen werden, dass der Forderungsinhaber im Rahmen seiner unternehmerischen Tätigkeit ein Nutzenmaximierer ist. Sobald der abdiskontierte Barwert der Dienstleistungsforderungen durch Investition in ein alternatives Projekt eine höhere Rendite als das Halten der Ansprüche verspricht, wird

¹⁰⁰ Vgl. *Miksch, 2007*, S. 174.

¹⁰¹ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Weber et al., 2004*, S. 52, *Braune, 2006*, S. 301f. Nicht ganz eindeutig werden beide Formen in einer Studie des Deutschen Instituts für Urbanistik beschrieben, in welcher ein Einredevorzicht per se auf die Bauleistungen bezogen wird. Allerdings ergeben sich aus dem zugrunde liegenden Fragebogen und der daraus resultierenden Auswertung keine Anhaltspunkte, ob die Angaben zur Finanzierungsart (unter anderem Forfaitierung mit, ohne oder teilweise Einredevorzicht) auf das Gesamtprojekt oder lediglich die Bauleistung bezogen werden sollen. Insofern sind die Antworten der teilnehmenden Kommunen ohne nennenswerte Erkenntnis, ob praktische Relevanz für die Annahme einer Voll-Forfaitierung vorliegen. *Grabow & Schneider, 2010*, S. 25f. sowie Fragebogen im Anhang.

¹⁰² Vgl. *Hauptverband der Deutschen Bauindustrie e.V., 2006*, S. 3.

¹⁰³ Vgl. *Schetter, 2010*, S. 43.

dieser eine Minimierung der Opportunitätskosten anstreben.¹⁰⁴ Feststellend gibt es zunächst jedoch keinen Anhaltspunkt für einen Forderungsverkauf, der über die Refinanzierung der Investitionskosten hinausgeht und durch einen Einrede-, Einwendungs- und Aufrechnungsverzicht abzusichern ist.

3.1.3 Verteilung der Risiken

Durch den Verzicht auf die Rechte aus dem § 404 BGB im Rahmen der Forfaitierung mit Einredeverzicht verliert die öffentliche Hand ein Sanktionsrecht gegen den Auftraggeber und trägt in der Folge einzelne Risiken des Projektes.¹⁰⁵

Diese Risiken waren zunächst an den privaten Partner übertragen worden und gehen durch Abgabe des Einredeverzichts erneut an den öffentlichen Auftraggeber über.¹⁰⁶ Konkret stellt sich dieses Risiko als Partnerrisiko dar. Sollte der Private die vereinbarte Leistung nicht erbringen wollen oder können, ergeben sich dadurch wirtschaftliche Nachteile für die öffentliche Hand.¹⁰⁷ *Braune (2006)* konstatiert:

„... sie [die öffentliche Hand, *Anm. des Verf.*] muss ohne Wenn und Aber die Forderungen des Forderungskäufers bedienen.“¹⁰⁸

Aus Sicht des Auftraggebers ist eine erneute Übertragung der Risiken an den privaten Auftragnehmer notwendig, da sonst ein entscheidender Vorteil gegenüber der Eigenrealisierung des Projektes verloren ginge.¹⁰⁹ Wesentliche Risiken während der Bauphase stehen dabei im Vordergrund. Diese können für die öffentliche Hand aus

¹⁰⁴ Vgl. Kapitel 3.2.5 „Eigenkapitalgeber“. Verwiesen sei auf die Absichtserklärung der Hochtief AG im Jahresabschluss 2010, die bilanzierten Beteiligungen unter Berücksichtigung des Barwerts veräußern zu wollen.

¹⁰⁵ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Braune, 2006*, S. 301. Eine umfangreiche Liste von Risiken stellt *Miksch (2007)* zur Verfügung. Vgl.: *Miksch, 2007*, S. 37ff. Siehe auch Kapitel 2.3, *Tabelle 2* „Merkmale von PPP-Projekten“.

¹⁰⁶ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Schetter, 2010*, S. 150f.

¹⁰⁷ Praktisch ist diese Situation jedoch lediglich bei einer Insolvenz des Partners denkbar. Vgl. *Boll, 2007*, S. 80.

¹⁰⁸ Vgl. *Braune, 2006*, S. 301.

¹⁰⁹ *Miksch (2007)* umschreibt die in einen Vertrag eingebaute Risikobegrenzung zugunsten des Auftraggebers als Vertragselemente mit ökonomischen Sicherheiten. Diese werden von *Miksch (2007)* im Einzelnen als Kontrollsystem, Garantiesystem und Belohnungs- beziehungsweise Bestrafungssystem bezeichnet. Vgl. *Miksch, 2007*, S. 172.

Kostenüberschreitungen, Terminverzögerungen und Qualitätsabweichungen erwachsen.¹¹⁰

Das Risiko der Kostenüberschreitung ist bereits vorab durch Verträge allozierbar.¹¹¹ Mängel in der erbrachten Leistung führen hingegen zu einer zeitlichen Verzögerung der Inbetriebnahme, da eine Abnahme erst nach ordnungsgemäßer Leistungserbringung erfolgen sollte. Somit ist für den Auftraggeber die Absicherung etwaiger Schäden aus einer verspäteten Inbetriebnahme vorrangig. Kleinere Mängel müssen jedoch nicht zwangsweise eine Verweigerung der Abnahme und Testierung der erbrachten Leistung bewirken. Mit Bauabnahme wandelt sich die vertragliche Bauerichtungspflicht in eine der Betriebsphase zuzuordnende vertragliche Bauerhaltungspflicht und damit der Mangelanspruch in einen primären Erfüllungsanspruch.¹¹² Zur Beseitigung etwaiger Mängel bleibt die Projektgesellschaft weiter verpflichtet, auch über eine durch die Bauabnahme beginnende Verjährungsfrist hinaus.¹¹³ Diese Risiken werden also von der Bauphase in die Betriebsphase, nicht jedoch vom privaten Partner hin zur öffentlichen Hand übertragen.

Kann eine Inbetriebnahme wegen Mängeln dennoch nicht rechtzeitig stattfinden, ist eine Absicherung hinsichtlich des Risikos dieser zeitlichen Verzögerung durch Vertragsstrafen, Vertragserfüllungsbürgschaften oder Patronatserklärungen zugunsten der öffentlichen Hand möglich.¹¹⁴ Derartige Absicherungsvereinbarungen werden ebenfalls bereits bei Vertragsschluss integriert.¹¹⁵

Ein sehr entscheidendes Instrument zur Übertragung des Risikos einer verspäteten Inbetriebnahme ist die Vertragsstrafe. Diese verpflichtet den Auftragnehmer, eine vereinbarte Zahlung an den Auftraggeber zu leisten, sollte die vereinbarte Bauleistung nicht rechtzeitig erbracht werden.¹¹⁶ Der daraus resultierende negative Anreiz für den privaten Partner der PPP wird ergänzt durch die übliche Vereinbarung, dass

¹¹⁰ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Miksch, 2007*, S. 42f.

¹¹¹ Vgl. *Schöne & Schäfer, 2005*, S. 62.

¹¹² Vgl. hierzu und im Folgenden: *Miksch, 2007*, S. 43f. sowie *Schöne & Schäfer, 2005*, S. 70.

¹¹³ Der Erfüllungsanspruch basiert dabei auf dem Betreibervertrag, während der Mangelanspruch aus dem Bauerichtungsvertrag abgeleitet wird.

¹¹⁴ Vgl. *Gatzke, 2010*, S. 57 sowie *Miksch, 2007*, S. 91ff. sowie 159ff. Letzterer führt alle denkbaren Sicherheiten auf. Die Vertragserfüllungsbürgschaft ist konsequenterweise auf die Laufzeit des Vertrags beschränkt (akzessorische Sicherheit), wodurch bei einer auf die Bauleistung zu beziehenden Bürgschaft bei Abnahme des Objekts als einseitig erfüllt betrachtet werden kann. Durch die Ausgestaltung als selbstschuldnerische Bürgschaft verzichtet der Bürge auf die Einrede der Vorausklage.

¹¹⁵ Vgl. *Schöne & Schäfer, 2005*, S. 37f. sowie 62.

¹¹⁶ Vgl. *Schöne & Schäfer, 2005*, S. 66, *Miksch, 2007*, S. 42f.

Entgeltzahlungen für erbrachte Leistungen erst nach Fertigstellung in der Betriebsphase geleistet werden.¹¹⁷

Vertragserfüllungsbürgschaften werden von den Bürgen, zumeist Banken, auf der Grundlage der Bonität des Auftragnehmers, zumeist Bauunternehmen, ausgesprochen.¹¹⁸ Die Höhe des eingegangenen Risikos bestimmt den Preis der Bürgschaft. Erfüllungsbesicherungen erhöhen infolgedessen die Herstellungskosten, die final wiederum direkten Einfluss auf den Preis der zu erstellenden Leistung haben.

Die Kosten der Risikoabsicherung werden im Vergleich zu einer Finanzierung ohne Forfaitierung mit Einredeverzicht weg vom Fremdkapitalzins, hin zu den Absicherungskosten transformiert.¹¹⁹ Folglich sehen die Kapitalgeber keinen zwingenden Anlass, das Risiko des Projektes intensiv durch eine Due Diligence¹²⁰ zu bewerten und während der Laufzeit zu überwachen.¹²¹ Diese kostenintensive Vorabprüfung ist somit kein Bestandteil der Gesamtkosten. Zudem ist der Risikoaufschlag, den die Fremdkapitalgeber in den Kreditzins integrieren, geringer.

Eine weitere Möglichkeit der erneuten Risikoübertragung stellt die Einbeziehung der Subunternehmen dar. Die Projektgesellschaft kann zur Umsetzung einzelner Teilleistungen oder des gesamten Bauvorhabens Subunternehmen mit der Ausführung beauftragen. Die Rechte aus den Werk- oder Kaufverträgen zwischen der zu finanzierenden Projektgesellschaft und den Subunternehmen können indes durch Drittbegünstigungen auch an den öffentlichen Auftraggeber weitergereicht werden.¹²² Somit steht das Subunternehmen dem Auftraggeber gegenüber mit allen Konsequenzen in der Erfüllungspflicht so, als ob dieser das ausführende Unternehmen selbst beauftragt

¹¹⁷ Vgl. *Weber et al.*, 2004, S. 50.

¹¹⁸ Vgl. *Miksch*, 2007, S. 172.

¹¹⁹ Während *Schetter (2010)* konstatiert, dass die Finanzierungskosten der Projektgesellschaft mit zunehmenden Risiken beziehungsweise abnehmender staatlicher Absicherung überproportional steigen, stellt *Miksch (2007)* fest, dass die Risiko- und Controllingkosten der öffentlichen Hand vice versa, also bei Absenkung des Haftungsumfangs der Projektgesellschaft, steigen. Ergo fallen diese bei abnehmenden Risiken aufseiten der öffentlichen Hand, während die Fremdkapitalkosten der SPV steigen. Vgl. *Schetter, 2010*, S. 124 sowie *Miksch, 2007*, S. 173.

¹²⁰ Due Diligence ist der in der Finanzbranche genutzte Terminus für eine sorgfältige Prüfung.

¹²¹ Vgl. *Braune, 2006*, S. 277f., *Miksch, 2007*, S. 178 sowie *Boll, 2007*, S. 80.

¹²² Vgl. *Schetter, 2010*, S. 148. *Schetter (2010)* stellt die Drittbegünstigung als typische Vertragsklausel dar. Die Drittbegünstigung ist auch bei einer Umsetzung ohne Projektgesellschaft denkbar, bei der dennoch Subunternehmen zum Einsatz kommen. Gleichwohl stellt die beschriebene Konstellation unter Einbezug einer Projektgesellschaft nach Meinung von *Schetter (2010)* eine gängige Praxis dar. Siehe auch: *Schöne & Schäfer, 2005*, S. 32. Rechtliche Grundlage für die Drittbegünstigung ist der § 311 Abs. 3 BGB.

hätte. Allerdings tritt diese Regelung erst dann in Kraft, wenn der originäre Projektvertrag endet, beispielsweise durch Insolvenz des privaten Partners.¹²³

Dies befreit zwar die Projektgesellschaft nicht aus den vertraglichen Pflichten gegenüber der öffentlichen Hand, kann aber für letztere als zusätzliche Sicherheit gewertet werden, um den Anreiz zu erhöhen, einem Einrede-, Einwendungs- und Aufrechnungsverzicht zuzustimmen. Der Verzicht auf diese Rechte wird lediglich gegenüber der zu finanzierenden Projektgesellschaft, nicht jedoch in Bezug auf das Subunternehmen, ausgesprochen.

Eine Drittbegünstigung kommt letztlich einer Form der Bürgschaft gleich, welche von einem Subunternehmen ausgestellt wird. Im Fall der dargestellten Insolvenz der Projektgesellschaft muss dieses Unternehmen die vertraglich vereinbarten Leistungen gegen Bezahlung vollenden.¹²⁴ Forderungen aus bereits erbrachten Leistungen muss das Subunternehmen jedoch gegenüber dem eigentlichen Vertragspartner, also der Projektgesellschaft, geltend machen; Einreden und Ansprüche können nicht gegen die öffentliche Hand vorgebracht werden. Der öffentliche Partner der PPP trägt jedoch auch in diesem Fall das Insolvenzrisiko in Bezug auf das erstellende Subunternehmen.¹²⁵ Die Drittbegünstigung hat somit das Potenzial, zumindest das Baurisiko zu mindern. Die Bedeutung der Übertragung dieses speziellen Risikos wird in Kapitel 3.5.2 „Anrechnung gemäß Eurostat“ erläutert. Sie hat Auswirkungen auf die Bilanzierung der Investition aufseiten der öffentlichen Hand und somit auf die Verschuldung im Sinne des Stabilitäts- und Wachstumspakts.

3.1.4 Fragliche ökonomische Vorteile

Im vorherigen Abschnitt wurde die Risikoverteilung beschrieben. Gleichzeitig erfolgte der Hinweis, dass durch einen Einredevorzicht einzelne Risiken auf den Auftraggeber zurückfallen. Um diese dennoch abzusichern, sind zusätzliche Instrumente nötig, die jedoch Einfluss auf die gesamten zu betrachtenden Kosten des Projektes haben.

¹²³ Vgl. *Schöne & Schäfer, 2005*, S. 34.

¹²⁴ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Schöne & Schäfer, 2005*, S. 34.

¹²⁵ Vgl. *Schetter, 2010*, S. 150f. Ergänzend sei darauf verwiesen, dass das Insolvenzrisiko des Subunternehmens erst nach Ziehen der Drittbegünstigung auf die öffentliche Hand übergeht.

Die zugunsten der öffentlichen Hand ausgesprochenen Bankbürgschaften für die erneute Übertragung der Risiken können aus Effizienzgründen nur einen Teil des möglichen Maximalverlusts abdecken. *Miksch (2007)* erläutert, dass eine Vollabdeckung der Risiken über Bürgschaften eine Substitution des Projektkredits durch Eventualverbindlichkeiten darstellt, die letztlich dem risikobehafteten Darlehen einer Projektfinanzierung gleich kommt.¹²⁶ Zudem erklärt er, dass die Tendenz einer Übersicherung problematisch ist,

„... da die Sicherungsmaßnahmen über einen Großteil der Laufzeit weit über das maximale Schadensmaß hinausreichen sowie nicht marktfähige und damit prohibitive Höhen erreichen.“¹²⁷

Folglich ist davon auszugehen, dass Bürgschaften nicht für alle erdenklichen Risiken zur Verfügung stehen, da dies die Effizienzvorteile der PPP deutlich schmälern oder gar in Frage stellen würde.

Zusätzlich besteht somit die Notwendigkeit, auch auf Seiten des Auftraggebers die Risiken, die aus dem Einredeverzicht resultieren, zu kontrollieren. Hierfür kommt ein intensiviertes Projektmonitoring in Frage.¹²⁸ Die für diesen Zweck aufzuwendenden Ressourcen verursachen Kosten, die für einen fairen Vergleich zwischen den Finanzierungsalternativen hinzugerechnet werden müssen.

Miksch (2007) kommt zu dem Schluss, dass der Kostenvorteil der Forfaitierung mit Einredeverzicht in Folge der zusätzlichen Absicherungskosten nahezu vollständig kompensiert wird.¹²⁹ Letztlich räumt er ein, dass es wirtschaftspolitische Interessen seitens der öffentlichen Hand geben kann, die Risiken zu tragen und diese lediglich

¹²⁶ *Miksch (2007)* benennt die Vollabsicherung als ein Konzept maximaler Sicherheiten. Die Kosten der Bürgschaft als Substitut für eine Kreditfinanzierung sind mit den auf den Cashflow abstellenden Finanzierungskosten der Projektfinanzierung gleichzusetzen. Dies eliminiert jedoch den Kostenvorteil der Forfaitierung mit Einredeverzicht. Vgl. hierzu und im Folgenden: *Miksch, 2007*, S. 169.

¹²⁷ Vgl. *Miksch, 2007*, S. 169. Die unwahrscheinliche Bereitschaft von Banken, Garantien über 30 Jahre zugunsten von Bauunternehmen zu übernehmen, bezweifelt auch *Braune (2006)*. Vgl. *Braune, 2006*, S. 303.

¹²⁸ Vgl. *Schetter, 2010*, S. 50. Bei einer Projektfinanzierung übernimmt die Bank das Monitoring, da dies für das eigene Risiko-Controlling relevant ist. Vgl. *Boll, 2007*, S. 80f.

¹²⁹ Vgl. *Miksch, 2007*, S. 176ff.; *Miksch (2007)* erläutert mit Hilfe der Kostengesamtbarwerte die Vorteilhaftigkeit der Forfaitierung mit Einredeverzicht und der Projektfinanzierung gegenüber der Eigenrealisierung und stellt zugleich fest, dass sich in Abhängigkeit von den anzunehmenden Risikocontrollingkosten die Vorteilhaftigkeit zwischen den beiden PPP-Finanzierungsvarianten nur marginal unterscheidet. Durch jeweils kleine Veränderungen in der Kalkulation kann sich die Vorteilhaftigkeit eines der beiden Modelle gegenüber dem anderen umkehren. Ähnlich positionieren sich *Braune, 2006* und *Schetter, 2010*. Vgl. *Braune, 2006*, S. 301ff. sowie *Schetter, 2010*, S. 132.

minimal absichern zu wollen, beziehungsweise selbst zu überwachen.¹³⁰ Zu berücksichtigen ist zudem die Wirkung einer optisch günstigen Finanzierung. Etwaige indirekte Kosten aus dem Verlauf einer PPP sind oft kein Bestandteil der öffentlichen Diskussionen vor oder während der Entscheidungsfindung.

Die Forfaitierung mit Einredevorzicht wird aus dieser Perspektive neben der reinen Finanzierungsfunktion um die Aufgabe eines politischen beziehungsweise politökonomischen Werkzeugs erweitert.

Ergänzend bleibt festzuhalten, dass auch das Projektvolumen Einfluss auf die Wahl der Finanzierung hat. Im Rahmen einer alternativen Projektfinanzierung wird eine Due Diligence seitens der finanzierenden Banken vorgenommen. Dadurch entstehen jedoch Fixkosten, die eine Mindestgröße des Projektes erfordern. Somit bleibt für kleinere Projekte oft lediglich die Finanzierungsform der Forfaitierung mit Einredevorzicht, um die Effizienzvorteile der PPP nutzen zu können. Wie eine Studie des Deutschen Instituts für Urbanistik zeigt, entscheidet sich ein Großteil der deutschen Kommunen für diese Finanzierungsalternative.¹³¹ Somit muss für die Entscheidung, diese Finanzierungsart zu wählen, eine gewisse Anreizwirkung bestehen.

3.1.5 Anreiz der öffentlichen Hand

Im Vordergrund der Entscheidung eine Public-Private-Partnership einzugehen, steht das Ziel der effizienten Erfüllung der Daseinsvorsorge. Im Sinne Giddens soll diese im Rahmen einer gemischten Wirtschaft durch staatliche Stellen und private Partner erstellt werden. Ziel ist die – soweit möglich – nutzerbasierte Finanzierung sowie der Abbau des Investitionsstaus in der Infrastruktur.¹³² Zudem reicht der finanzielle Spielraum der öffentlichen Hand oft nicht aus, den Investitionsrückstand – der vielfältige Gründe hat –

¹³⁰ Vgl. *Miksch, 2007*, S. 173 sowie 176. Diese Interessen können sowohl ordnungspolitisch (wettbewerbsfördernd) als auch strukturpolitisch (Marktentwicklung) geprägt sein. Hervorzuheben ist, dass diese Finanzierungsalternative speziell mittelständischen Bauunternehmen entgegenkommt, da dort meist lediglich eine knappe Eigenkapitalausstattung vorhanden ist. Vgl. *Boll, 2007*, S. 81.

¹³¹ In dieser Studie sind von 86 Projekten 34 durch eine Forfaitierung mit Einredevorzicht finanziert worden, lediglich 20 – als zweithäufigste Variante – durch Projektfinanzierung. Vgl. *Grabow & Schneider, 2010*, S. 25f.

¹³² Zur Gewährleistung der Daseinsvorsorge werden einzelne, nicht als essentiell erscheinende, Investitionen aufgeschoben. Der Investitionsbedarf ist in den letzten Jahren bis einschließlich 2010 auf circa 75 Milliarden Euro angewachsen. Vgl. exemplarisch *Grabow & Schneider, 2010*, S. 37f. Das Deutsche Institut für Urbanistik beziffert den Investitionsbedarf im Zeitraum von 2006 bis 2020 auf circa 704 Milliarden Euro. Vgl. *Reidenbach et al., 2008*, S. 19.

durch Eigenrealisierung zu beheben.¹³³ Die PPP ist eine politisch gewollte Alternative zur klassischen Finanzierung von Infrastrukturprojekten die anders als eine vollständige Privatisierung zeitlich befristet ist und eine vertraglich definierte Einflussnahme der öffentlichen Hand gewährleisten kann.¹³⁴

In der Literatur wird sehr häufig das Argument der günstigen Kapitalkosten durch die kommunalkreditähnlichen Konditionen bei der Finanzierungsvariante der Forfaitierung aufgeführt.¹³⁵ Zwei Hauptargumente werden in diesem Zusammenhang extrahiert. Zum einen können die Kreditgeber auf die Bonität des öffentlichen Vorhabenträgers abstellen und somit günstige Kreditkonditionen anbieten.¹³⁶ Zum anderen können dadurch die benötigten Mittel nahezu vollständig durch Fremdkapital aufgebracht werden, ein Risiko tragendes Eigenkapital ist nicht zwingend notwendig.

Aber auch wirtschaftspolitische Argumentationen werden für die Wahl der Forfaitierungsfinanzierung angeführt. So ist die Förderung des Mittelstands – aus kommunaler Sicht präzisiert, die Unterstützung des regionalen Mittelstands – ein willkommener Effekt einer Public-Private-Partnership.¹³⁷ Die oft mit geringen Eigenkapitalmitteln ausgestatteten Unternehmen sollen in die Lage versetzt werden, dennoch an einer PPP-Ausschreibung teilzunehmen. Die Einbeziehung von regionalen Unternehmen entspricht dabei strukturpolitischen Zielen der öffentlichen Hand und manifestiert sich in künftigen Gewerbesteuererinnahmen oder neuen Arbeitsplätzen. Durch das Forcieren des Wettbewerbs auf der Bieterseite schafft der Auftraggeber zudem attraktive Marktbedingungen für künftige Projekte.¹³⁸ Auch für eine etwaige Überzeugungsarbeit hinsichtlich der Notwendigkeit eines Projektes gegenüber dem Wähler sind diese Argumente nützlich.

Die Allokation der Projektrisiken ermöglicht einen weiteren und entscheidenden Anreiz für den öffentlichen Partner der PPP:

¹³³ Vgl. *Fratzscher et al., 2015*, S. 5ff. sowie 20ff.

¹³⁴ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Gatzke, 2010*, S. 18ff. *Gatzke (2010)* umschreibt als weitere Anreize die restriktiv wahrgenommenen Felder des Haushaltsrechts und Dienstrechts sowie dem Besoldungsrecht. *Gatzke, 2010*, S. 22f. Siehe auch Kapitel 2.1 „PPP als Fortsetzung der Privatisierung“.

¹³⁵ Hierzu und im Folgenden: exemplarisch: *Boll, 2007*, S. 79, *Schetter, 2010*, S. 50 sowie *Sester & Bunsen, 2006*, S. 443f.

¹³⁶ Hiermit wird auf die Risikogewichtung der Aktiva im Rahmen der Eigenkapitalvorschriften für Banken verwiesen. Vgl. Kapitel 4.2 „Refinanzierungsanreize durch Eigenkapitalanforderungen“. Des Weiteren ist zu berücksichtigen, dass eine Refinanzierung gegebenenfalls mittels Covered Bonds und – damit verbunden – mit geringeren Kapitalkosten möglich ist. Auf diese wird konkret in Kapitel 5.1 „Deckungswerte von Covered Bonds“ eingegangen.

¹³⁷ Vgl. *Miksch, 2007*, S. 5f.

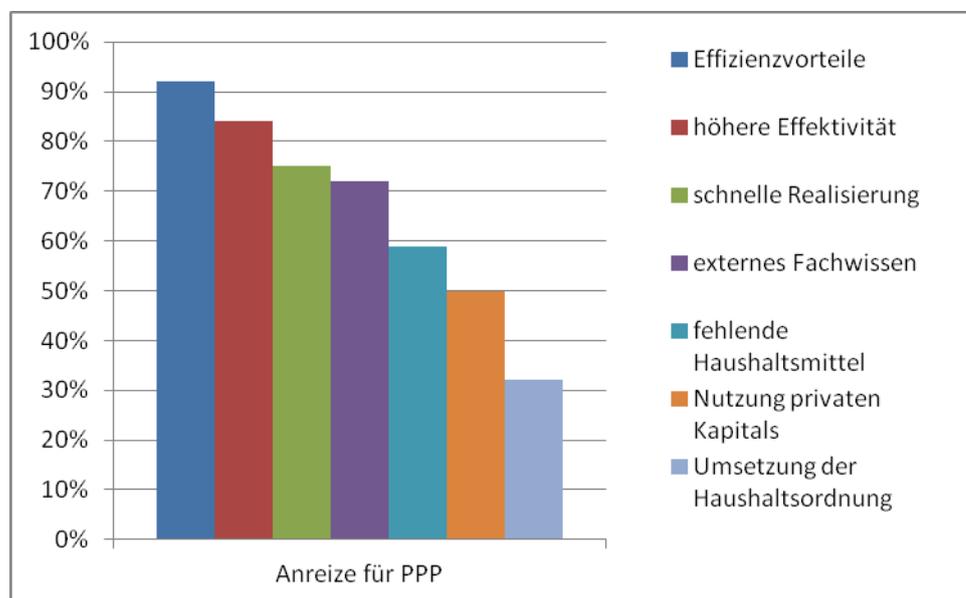
¹³⁸ Vgl. *Miksch, 2007*, S. 185.

Eurostat, das statistische Amt der Europäischen Gemeinschaft, veröffentlichte am 11.02.2004 eine Entscheidung zur Verbuchung von PPPs innerhalb des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung (ESVG). Daraus geht hervor, dass Vermögensgegenwerte, die Gegenstand einer PPP sind, nicht zu Lasten des öffentlichen Haushalts bilanziert werden sollen, wenn die Bedingung erfüllt ist, dass das Baurisiko sowie das Ausfall- oder Nachfragerisiko auf den Privaten übertragen wird.¹³⁹ Daraus folgt, dass auch die Finanzierungen der Vermögensgegenstände nicht anzurechnen sind.

Da die Vorgaben von Eurostat, der von Destatis gemeldeten Verschuldung sowie der aus dem Grundgesetz ableitbaren Regelungen innerhalb der Bundesrepublik Deutschland nicht übereinstimmen, wird der Betrachtung ein separates Kapitel gewidmet.¹⁴⁰

In welcher Gewichtung die aufgezählten Anreize Entscheidungen der Auftraggeber beeinflussen, lässt sich lediglich individuell feststellen. Indizien zeigt eine Studie des Deutschen Instituts für Urbanistik auf. Darin bezeichnen die teilnehmenden öffentlichen Auftraggeber die in *Abbildung 4* aufgeführten Aspekte als wichtig oder sehr wichtig.¹⁴¹

Abbildung 4: Übersicht der Anreize für PPP



Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: *Grabow et al. (2009)*.

¹³⁹ Vgl. *Europäische Kommission, 2004b*, S. 4 sowie *Bautier, 2004*, S. 1.

¹⁴⁰ Vgl. Kapitel 3.5 „Anrechnung der Finanzierung auf den öffentlichen Verschuldungsgrad“.

¹⁴¹ Den Zahlen liegt eine Datenbasis von 541 Befragten auf Bundes-, Landes und kommunaler Ebene zugrunde. Die Differenz zu 100 Prozent teilen sich auf die weiteren Antworten: „weniger wichtig“, „unwichtig“ sowie „weiß nicht“ auf. Vgl. *Grabow & Schneider, 2010*, S. 16f.

Zu den Hauptanreizen zählen Effizienz, Effektivität, schnelle Umsetzung, Fachwissen und der Finanzierungsaspekt. Kein Hinweis ist zur Wahl der Finanzierung zu finden, wenngleich in der genannten Studie von 96 Projekten 44 durch Forfaitierung mit Einredevorzicht, weitere 9 mit teilweise oder keinem Einredevorzicht und lediglich 20 Projekte durch Projektfinanzierung verwirklicht wurden.¹⁴² Eine Präferenz für Vorteile, die speziell durch die Forfaitierung generiert werden können, kann durch diese Studie unterstellt werden.

¹⁴² Die restlichen Projekte teilen sich auf weitere Finanzierungsmodelle auf, zu denen Kommunalkredite, grundschulbesicherte Immobilienfinanzierungen sowie Cross Border Leasing zu zählen sind. Vgl. *Grabow & Schneider, 2010, S. 25f.*

3.2 Projektfinanzierung

Eine zweite, in Deutschland weniger häufig genutzte, Finanzierungsvariante für PPP stellt die Projektfinanzierung dar.¹⁴³ In Abgrenzung zur Forfaitierung mit Einredeverzicht, werden die Finanzierungsbedingungen nicht auf die Bonität der öffentlichen Hand abgestellt. Das Projekt und die daraus resultierenden Kapitalrückflüsse stehen im Mittelpunkt der Bewertung. Die Projektfinanzierung wird in der Literatur häufig als opportune Variante der Kapitalbeschaffung neben der Forfaitierung beschrieben. Allerdings handelt es sich bei der Forfaitierung um ein Instrument, das auch im Rahmen einer Projektfinanzierung zum Tragen kommen kann. Im Zuge dieser Arbeit ist es daher notwendig, die Projektfinanzierung begrifflich einzugrenzen.

3.2.1 Begriffliche Eingrenzung der Projektfinanzierung

Die Projektfinanzierung im Rahmen einer PPP beschreibt die Kapitalausstattung einer sich selbst tragenden und rechtlich abgegrenzten Wirtschaftseinheit.¹⁴⁴ Die Finanzierung dieses selbstständigen Rechtssubjekts ist aufgrund einer zu geringen Haftungsmasse nicht auf Grundlage der Bonität darstellbar. *Boll (2007)* ordnet daher einer Projektfinanzierung folgende charakteristische Merkmale zu: Eine Finanzierung erfolgt immer unter den Gesichtspunkten des Cashflow-Related-Lending, Limited-Recourse-Financing sowie dem Risk Sharing.¹⁴⁵

Im ersten Fall vertrauen Kapitalgeber ausschließlich auf den Erfolg des Projektes. Dieses muss in der Lage sein, das zur Verfügung gestellte Kapital zuzüglich erwarteter Renditen aus den laufenden Einnahmen zurückzuzahlen. Die finanzierenden

¹⁴³ Vgl. *Grabow & Schneider, 2010, S. 25f. Schetter (2010)* analysiert, auf Grundlage von Daten der deutschen Bauindustrie, dass von 98 PPP-Projekten circa 60 Prozent (bei rund 38 Prozent des gesamten Investitionsvolumens) über die Forfaitierung mit Einredeverzicht und lediglich circa 22 Prozent (rund 53 Prozent des Investitionsvolumens) via Projektfinanzierung mit Kapital ausgestattet wurden. Vgl. *Schetter, 2010, S. 58*. Die Datenbank des Hauptverbands der Deutschen Bauindustrie e.V. zeigt mit Stand 01.06.2011, dass von 163 Hochbauprojekten mit 73 Prozent (bei rund 51 Prozent des Investitionsvolumens) der Projekte ebenfalls eine höhere Anzahl durch Forfaitierung finanziert wurde. 17 Prozent wurden hingegen durch Projektfinanzierung finanziert, bei 39 Prozent des gesamten Investitionsvolumens. Quelle: *Hauptverband der Deutschen Bauindustrie e.V., 2011*.

¹⁴⁴ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Miksch, 2007, S. 13, Weber et al., 2006, S. 608ff., Schetter, 2010, S. 44*.

¹⁴⁵ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Boll, 2007, S. 88ff.*

Unternehmen ermitteln die Kredit- und Investitionswürdigkeit auf Grundlage des zu erwartenden Kapitalrückflusses des Projektes und nicht anhand der Bonität der Auftraggeber oder Auftragnehmer (**Cashflow-Related-Lending**).

Das zweite Merkmal beschreibt die Eigenständigkeit der Projektgesellschaft. Diese wird unter Zuhilfenahme einer SPV durch eine bewusst gewählte Rechtsform hergestellt.¹⁴⁶ Die gegründete Gesellschaft ist lediglich auf die aus der PPP resultierenden Aufgaben beschränkt. Die Ausstattung mit Eigenkapital wird durch externe Kapitalgeber, auch als Sponsoren oder Finanzinvestoren bezeichnet, vorgenommen. Die Finanzierung des Projektes kann aus der Sicht der Investoren off-balance-sheet erfolgen, belastet nicht die Bilanz der projekttragenden Unternehmen und schafft somit Freiraum für weitere Projekte.¹⁴⁷ Innerhalb des bundesdeutschen Rechtsraums treten häufig zwei Rechtsformen der Zweckgesellschaft in Erscheinung, die GmbH sowie die GmbH & Co. KG. Dieser Typus einer Gesellschaft ermöglicht die Haftungsbeschränkung (**Limited-Recourse-Financing**). Zudem kann mit einer solchen Kapitalgesellschaft die Institutionalisierung eines Sponsorenkonsortiums und gegebenenfalls eine Beteiligung des öffentlichen Auftraggebers an der SPV vollzogen werden.¹⁴⁸ Das Einbringen von Stammkapital implementiert daneben eine Rechengröße für die Verteilung der Stimm- und Vermögensrechte.¹⁴⁹

Die Beschränkung der Haftung auf das Kapital einer eigenständigen juristischen Person verhindert einen Durchgriff der Gläubiger der SPV auf das Vermögen der Sponsoren der PPP.¹⁵⁰ Diese Struktur der Haftungsbeschränkung, lediglich auf das Kapital der SPV, wird in der Literatur auch als Non-Recourse oder Limited-Recourse-Financing bezeichnet.¹⁵¹

Die Non-Recourse-Finanzierung hat jedoch nahezu keine praktische Relevanz, vielmehr ist davon auszugehen, dass mittels einzelner Risikoübernahmen potenzielle Kontraktpartner interessiert werden sollen, aber auch versucht wird, die Kapitalkosten

¹⁴⁶ Vgl. *Hopfe et al., 2009*, S. 177.

¹⁴⁷ Vgl. *Miksch, 2007*, S. 19, *Jacob & Stuhr, 2006*, S. 131f. Wenngleich zu beachten ist, dass lediglich unter besonderen Umständen eine Konsolidierung in der Bilanz des Sponsors nicht stattfindet. Die Off-Balance-Sheet-Finanzierung ist je nach Rechtskreis an bestimmte Bedingungen geknüpft. Entscheidend ist zumeist der unternehmerische Einfluss auf die Projektgesellschaft. Siehe hierzu: *Boll, 2007*, S. 90f.

¹⁴⁸ Die Beteiligung der öffentlichen Hand kann Bestandteil der Vergabebedingungen durch selbige darstellen und beruht auf der hohen Bedeutung der zu übertragenden Aufgabe für die Daseinsvorsorge. Vgl. *Boll, 2007*, S. 93f., *Weber et al., 2004*, S. 20.

¹⁴⁹ Vgl. *Sester & Bunsen, 2006*, S. 440.

¹⁵⁰ Vgl. *Schetter, 2010*, S. 38 sowie 44.

¹⁵¹ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Weber et al., 2006*, S. 610, *Fahrholz, 1998*, S. 257f., *Jacob & Horsch, 2010*, S. 24, *Boll, 2007*, S. 89f. sowie *Hopfe et al., 2009*, S. 176f.

niedrig zu halten. Eine erhöhte Haftung kann beispielsweise durch die Übernahme einer separaten Fertigstellungsverpflichtung seitens eines oder mehrerer Sponsoren generiert werden. Risiken, wie Vertragsstrafen durch Bauverzögerungen, fallen in der Folge nicht mehr zu Lasten der SPV an. Der Fremdkapitalgeber muss dieses Finanzierungsrisiko nicht mehr berücksichtigen.¹⁵² Dabei folgt die Risikoübertragung der Logik, dass derjenige das Risiko tragen sollte, der es am besten kontrollieren und beeinflussen kann.¹⁵³ Dieses, von *Boll (2007)* als dritte Eigenschaft beschriebene, **Risk Sharing** ermöglicht es, Risiken effizient aufzuteilen; Ziel ist das Erzeugen einer tragbaren Finanzierungsstruktur mit wettbewerbsfähigen Konditionen. Das somit letzte der drei Merkmale stellt *Boll (2007)* als grundlegend für eine erfolgreiche Projektfinanzierung und zugleich als das bedeutsamste der drei Charakteristika dar.

Sester & Bunsen (2006) hingegen nehmen eine Unterscheidung in die klassische Projektfinanzierung und die Projektfinanzierung im weiteren Sinne vor.¹⁵⁴ Sie differenzieren die Finanzierung in Abhängigkeit vom übertragenen Nachfragerisiko. Sobald der Cashflow abhängig ist von der Nachfrage, handelt es sich um eine klassische Projektfinanzierung. Diesen Fall ermitteln sie im Zusammenhang mit PPP-Projekten ausschließlich bei der Anwendung des Konzessionsmodells, während die restlichen Modelle, ohne übertragenes Nachfragerisiko, lediglich einer Projektfinanzierung im weiteren Sinne entsprechen können.¹⁵⁵ Diese sind in der Folge nur durch zwei Finanzierungsformen zu realisieren, die klassische Darlehensfinanzierung oder die Forfaitierung.¹⁵⁶

Eine andere Definition von Projektfinanzierung im weiteren Sinne nutzt *Schetter (2010)*. Er umschreibt diese als Full-Recourse-Financing. Die Kreditgeber können darin vollständig auf das Vermögen der Sponsoren zurückgreifen.¹⁵⁷

Innerhalb dieser Arbeit erfolgt eine Unterscheidung in die auf die Bonität des Auftraggebers abstellende Forfaitierung mit Einredeverzicht, sowie die auf den

¹⁵² Vgl. *Fahrholz, 1998*, S. 258.

¹⁵³ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Boll, 2007*, S. 88f.

¹⁵⁴ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Sester & Bunsen, 2006*, S. 438f., vgl. auch *Eppinger, 2008*, S. 357.

¹⁵⁵ Zur Beschreibung der PPP-Modelle siehe: Kapitel 2.2 „Organisationsformen“.

¹⁵⁶ Dies ist nachvollziehbar, da *Sester & Bunsen (2006)* die klassische Projektfinanzierung spezifisch definieren als auf den nachfrageabhängigen Cashflow bezogen. Im weiteren Sinne einer Projektfinanzierung sind demnach auch alle Forfaitierungsmodelle, die auf einer Zweckgesellschaft zur Durchführung basieren, als solche zu klassifizieren. Vgl. *Sester & Bunsen, 2006*, S. 439. Diese Annäherung aus gesellschaftsrechtlicher und betriebswirtschaftlicher Sicht ist schlüssig und deckt sich mit der oben bereits beschriebenen Definition der Forfaitierung von *Schetter (2010)*. Vgl. Kapitel 3.1 „Forfaitierung“.

¹⁵⁷ Vgl. *Schetter, 2010*, S. 44.

Cashflow abstellende Projektfinanzierung bei differenzierten Rückgriffsmöglichkeiten auf die Sponsoren. Die Full-Recourse-Finanzierung wird im weiteren Verlauf unberücksichtigt gelassen, da dem Wesen der Projektfinanzierung widersprechend und hinsichtlich der Besicherung und der Konditionen einer Unternehmensfinanzierung entsprechend¹⁵⁸.

Im Folgenden wird nun zunächst der idealtypische Ablauf einer Projektfinanzierung skizziert und im Anschluss die übertragenden Risiken betrachtet.

3.2.2 Ablauf

Zu Beginn der PPP steht die öffentliche Hand mit der Ausschreibung des Vorhabens, hierzu kann bereits ein Vertragsentwurf nach den Vorstellungen der öffentlichen Hand zählen.¹⁵⁹ Darin strukturiert der Auftraggeber das Projekt nach seinen Vorstellungen und formuliert Anforderungen und Vorgaben bis hin zur präferierten Finanzierungsvariante.¹⁶⁰ Diese Unterlagen stellen für den privaten Bieter den Ausgangspunkt für die Angebotserstellung dar. Nach Vergabe des Auftrags umfasst die Aufgabe der öffentlichen Hand lediglich die Vertragsüberwachung hinsichtlich der vereinbarten Leistungen.¹⁶¹ Leistungsstörungen können von der öffentlichen Hand sanktioniert werden, hierfür sind vertraglich festgehaltene Mechanismen vorgesehen. Diese können bis zur Kündigung des Projektvertrags führen – mit Auswirkungen auf alle an dem Projekt beteiligten Akteure.¹⁶² *Abbildung 5* zeigt die Beteiligten einer Projektfinanzierung.

Der sich für eine Ausschreibung bewerbende Sponsor oder die Sponsorengemeinschaft prüft zunächst die aus dem Vorhaben allgemein resultierenden Risiken. Diese sind von herausragender Bedeutung für das angestrebte Finanzierungskonzept.¹⁶³ Zudem führen die Eigenkapitalgeber eine intensive Projektkalkulation durch. Berücksichtigung finden hierbei beauftragte Wirtschafts-, Rechts- und Versicherungsberater sowie die Besonderheiten der staatlichen

¹⁵⁸ Vgl. Schetter, 2010, S. 44.

¹⁵⁹ Vgl. Hopfe et al., 2009, S. 179.

¹⁶⁰ Vgl. Weber et al., 2004, S. 19, Miksch, 2007, S. 18f. Die Vorgabe der Finanzierungsvariante bereits in der Ausschreibung des Projektes deckt sich mit den Erkenntnissen hinsichtlich der Anreize der öffentlichen Hand, PPP-Projekte zu initiieren. Vgl. Kapitel 3.1.5 „Anreize der öffentlichen Hand“.

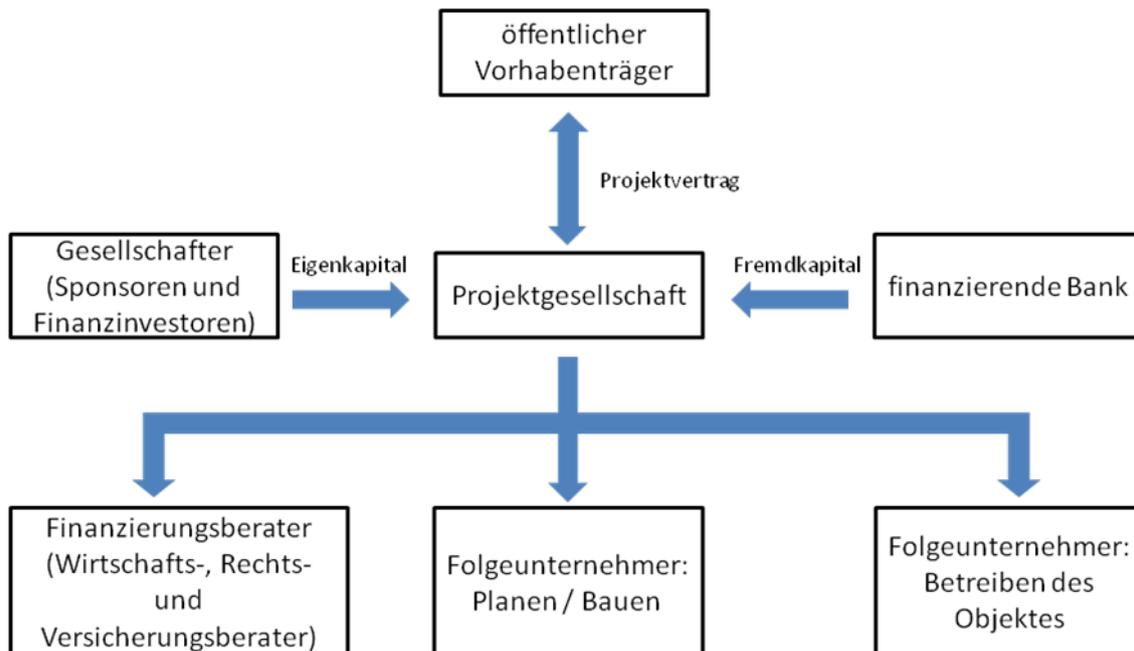
¹⁶¹ Vgl. Boll, 2007, S. 93.

¹⁶² Vgl. Weber et al., 2004, S. 21.

¹⁶³ Vgl. Miksch, 2007, S. 13, Weber et al., 2004, S. 19.

Aufgabenerfüllung.¹⁶⁴ Bereits zu diesem Zeitpunkt werden potenzielle Fremdkapitalgeber, zumeist Banken, einbezogen. Diese dienen entweder lediglich als Finanzierungsberater gegen Zahlung einer Gebühr (Arranging Fee, Syndication Fee, Success Fee), oft jedoch auch zusätzlich als Kapitalgeber des Projektes.¹⁶⁵

Abbildung 5: Einfache Darstellung der Beteiligten einer Projektfinanzierung



Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: *Miksch (2007)* sowie *Weber et al. (2004)*.¹⁶⁶

Die finanzierende Bank bewertet das Projekt mittels einer Due Diligence. Gleichzeitig nimmt sie innerhalb der Projektfinanzierung eine zentrale Rolle bei der Finanzplanung und Vertragsgestaltung ein.¹⁶⁷ Die im Rahmen dieser Wirtschaftlichkeitsprüfung im Vordergrund stehenden Aspekte sind der Cashflow und die Fähigkeit, daraus die Zins- und Tilgungsleistungen zu erbringen. Gegebenenfalls werden durch die Fremdkapitalgeber Anforderungen an das Vertragswerk gestellt, um dem Prinzip des Risk Sharing Rechnung zu tragen.¹⁶⁸ Die Bonität des Gläubigers, also der Projektgesellschaft, spielt eine untergeordnete Rolle. Diese, beziehungsweise die ausführenden Unternehmen oder Subunternehmen, müssen jedoch in der Lage sein, das

¹⁶⁴ Vgl. *Boll, 2007*, S. 91.

¹⁶⁵ Vgl. *Lenz & Zinell, 2001*, S. 72.

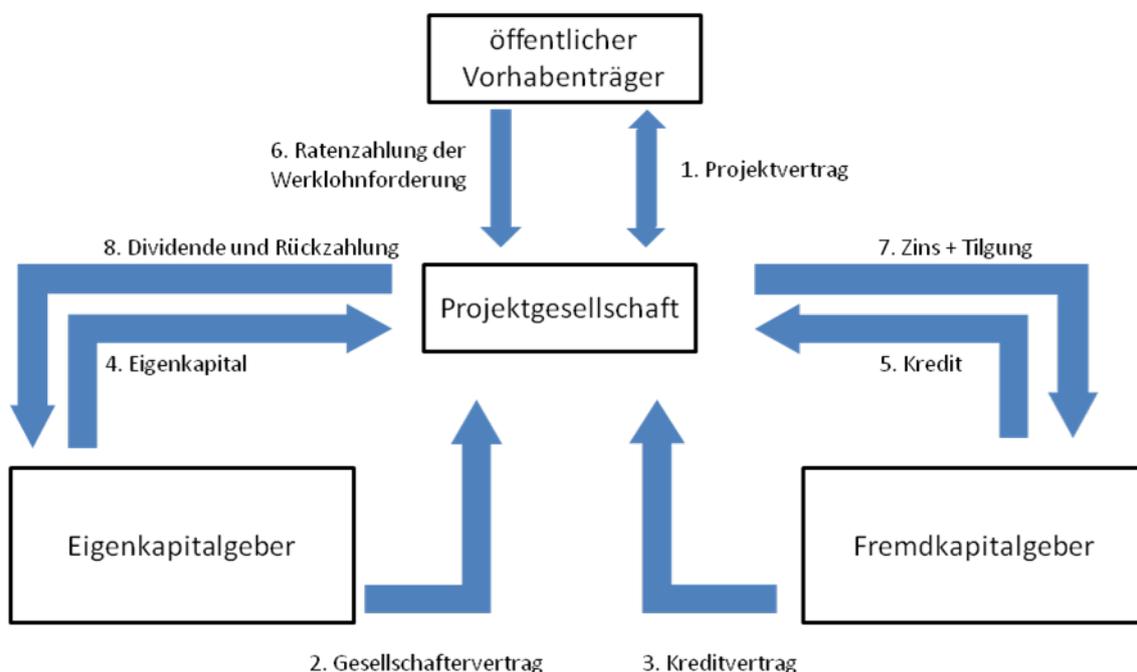
¹⁶⁶ Vgl. *Miksch, 2007*, S. 12 sowie *Weber et al., 2004*, S. 19.

¹⁶⁷ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Hopfe et al., 2009*, S. 176ff., *Weber et al., 2004*, S. 37.

¹⁶⁸ Vgl. *Weber et al., 2004*, S. 22f.

Projekt fachlich umsetzen zu können.¹⁶⁹ Expertisen und Referenzen können sich in diesem Zusammenhang positiv auf die risikogewichteten Kapitalkosten auswirken.¹⁷⁰ Subunternehmen sind jedoch häufig die Sponsoren der Projektgesellschaft selbst, deren originäres Interesse das Akquirieren des Bau- beziehungsweise Unterhaltungsauftrags ist.¹⁷¹ In dieser Konstellation sind nicht nur fachlich geeignete Unternehmen an der Erstellung beteiligt, sondern selbige zugleich als risikotragende Eigenkapitalgeber involviert.

Abbildung 6: Hauptverträge und Kapitalströme einer Projektfinanzierung



Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: *Miksch (2007)*.¹⁷²

Abbildung 6 zeigt eine vereinfachte Struktur der Hauptverträge¹⁷³ und den daraus resultierenden Zahlungsverpflichtungen. Durch die Analyse der Zahlungsströme innerhalb des Projektes wird eine für die Kapitaldienste optimierte Finanzierungs-, Tilgungs- und Laufzeitstruktur erarbeitet. So sollen potenzielle Finanzierungsrisiken durch Zahlungsschwierigkeiten vermieden werden und dennoch eine kosteneffiziente und konkurrenzfähige Finanzierungsstruktur entstehen. Gleichzeitig soll das

¹⁶⁹ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Miksch, 2007*, S. 13, *Hopfe et al., 2009*, S. 180f.

¹⁷⁰ Vgl. Kapitel 4.2.2.1 „Regelwerk Basel II“.

¹⁷¹ Siehe auch Kapitel 3.2.5 „Eigenkapitalgeber“.

¹⁷² Vgl. *Miksch, 2007*, S. 15.

¹⁷³ *Boll (2007)* erläutert, dass bei einem PPP-Projekt zumindest ein Projektvertrag, ein Gesellschaftervertrag und ein Kreditvertrag geschlossen werden, ergänzt um Generalunternehmer- und Betreiberverträge zwischen der Projektgesellschaft und Subunternehmen. Vgl. *Boll, 2007*, S. 101.

ausgezahlte Annuitätendarlehen spätestens zum Ende der Projektlaufzeit vollständig getilgt sein.¹⁷⁴ Dabei ist die entwickelte Struktur nicht per se über die gesamte Laufzeit fixiert und kann im Projektverlauf variieren. Denkbar sind ein höherer Eigenkapitalanteil der Sponsoren während der Bauphase und eine – beispielsweise durch Gewinnrücklagen getragene – Rückzahlung der Gesellschafterdarlehen oder Eigenkapitalanteile während der Betriebsphase. Damit ließe sich speziell das Baurisiko zunächst von den Sponsoren tragen, da sie als Bauunternehmen dieses am besten kontrollieren können.¹⁷⁵ Die optimale Kapitalstruktur für die Projektgesellschaft berücksichtigt somit sowohl die durch die Ausschreibung exogen vorgegebenen, als auch die endogenen Anforderungen der SPV.¹⁷⁶

Die Sicherstellung des störungsfreien Kapitaldienstes erfolgt während der Laufzeit durch ein fortwährendes Monitoring.¹⁷⁷ Speziell die ordnungsgemäße Leistungserbringung gegenüber der öffentlichen Hand ist in diesem Zusammenhang relevant. Eine Minderleistung kann zu Kürzungen der Zahlungsleistung oder gar vorzeitigem Vertragsende führen und würde den Cashflow tangieren. Umfangreiche Sicherungsmaßnahmen sollen einen solchen Fall verhindern.¹⁷⁸

Eine konkrete Ausgestaltung der Projektfinanzierung ist von den individuellen Anforderungen des Projektes sowie den verschiedenen Interessen der beteiligten Partner abhängig. Auch das zur Finanzierung benötigte Kapital unterscheidet sich in den bilanzrechtlichen Eigenschaften und wurde bisher lediglich in die Kapitalarten Eigen- und Fremdkapital aufgeteilt. Im Rahmen dieser Arbeit sind die Eigenschaften des aufgenommenen Kapitals jedoch in Bezug auf die mögliche Refinanzierung seitens der Kapitalgeber relevant. Im folgenden Abschnitt wird daher eine Unterteilung der in Frage kommenden Kapitalarten vorgenommen.

¹⁷⁴ Vgl. *Schetter, 2010*, S. 46. Ein zeitlicher Sicherheitspuffer zwischen Ende der Kreditlaufzeit und Vertragsende des Projektes ist häufig Bestandteil der Finanzierung. Siehe hierzu: *Weber et al., 2006*, S. 605f.

¹⁷⁵ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Miksch, 2007*, S. 14.

¹⁷⁶ Zu den endogenen Anforderungen der SPV zählen auch die Vereinbarungen innerhalb von Bieterkonsortien sowie die Bedingungen der Kapitalgeber.

¹⁷⁷ Vgl. *Weber et al., 2004*, S. 15f., siehe auch Kapitel 3.2.4 „Fremdkapitalgeber“.

¹⁷⁸ Die Besicherung ist insbesondere für Fremdkapitalgeber von höchstem Interesse. Siehe Kapitel 3.2.4 „Fremdkapitalgeber“.

3.2.3 Kapitalstruktur der Projektfinanzierung

Der Kapitalbedarf für die PPP-Projektfinanzierung bemisst sich am Investitionsaufwand des Projektes. Die Finanzierungsstruktur wird in erheblichem Maße durch die Fremdkapitalgeber mitbestimmt, um eine hohe Sicherheit für das zur Verfügung gestellte Kapital zu erzielen; zugleich sollen die Finanzierungskosten möglichst gering sein.¹⁷⁹ Zentrales Gerüst der Struktur stellt die gegründete Projektgesellschaft dar. Diese bestimmt formal die Verteilung der Risiken und die Risikobegrenzung. Darauf basierend, werden Anforderungen der Kapitalgeber formuliert und gegebenenfalls weitere Sicherungsinstrumente installiert.

Eine entscheidende Rolle für die Bestimmung der Relation zwischen Fremd- und Eigenkapital nimmt erneut der Cashflow ein. Die Fähigkeit zur selbstständigen und reibungslosen Zins- und Tilgungszahlung an die Gläubiger muss aus dem Projekt heraus gewährleistet sein. Somit können sich aus den erwarteten Einnahmen der SPV bereits Restriktionen für die Fremdkapitalbeschaffung ergeben.

Gegebenenfalls muss weiteres Kapital in Form von Eigenkapital in das Projekt eingebracht werden. Dieser Anteil sollte aus Sicht der Fremdkapitalgeber in der Lage sein, kurzzeitige Leistungsstörungen des Kreditvertrags zu kompensieren und wird in der Literatur auf 5 – 30 Prozent der gesamten aufzubringenden Mittel beziffert.¹⁸⁰

Eine Zwischenform beider Kapitalklassen ist das Mezzanine-Kapital, das weder dem Eigen- noch dem Fremdkapital zugeordnet werden kann; es trägt Eigenschaften von beiden Kapitalarten. Geeignete Instrumente, die auch bei PPP-Projektfinanzierungen zum Einsatz kommen, sind beispielsweise Nachrangdarlehen sowie Eigenkapitalbrückenfinanzierungen.¹⁸¹ Der Einsatz kommt vor allem bei einer Finanzierungslücke zwischen Eigen- und Fremdkapital in Betracht.

Die genannten Kapitalklassen zusammen decken das Investitionsvolumen zuzüglich der anfallenden Kosten für die Finanzierung und Implementierung des Projektes ab. Haftendes Kapital in die Projektgesellschaft einzubringen, hat jedoch nicht ausschließlich die Kompensation einer Finanzierungslücke zum Ziel. Zusätzlich

¹⁷⁹ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Jacob & Horsch, 2010, S. 47.*

¹⁸⁰ Vgl. *Sester & Bunsen, 2006, S. 439, Hopfe et al., 2009, S. 176ff.* sowie *Eppinger, 2008, S. 347.* Zur Eigenkapitaleinbringung finden sich in der Literatur jedoch auch höhere Zahlen (bis zu 50 Prozent). Vgl.: *Schetter, 2010, S. 46.*

¹⁸¹ Gesellschafterdarlehen können als eine Brückenfinanzierung, aber auch nachrangig als Substitut für Eigenkapital zur Verfügung stehen. Vgl. *Weber et al., 2006, S. 603f., Jacob & Horsch, 2010, S. 11f.* sowie *50* sowie *Eppinger, 2008, S. 345f.*

signalisiert die Bereitschaft der Sponsoren, sich an der Haftung zu beteiligen, auch das Vertrauen in das Projekt.¹⁸² Allerdings stehen die Investoren auch hier vor einem Optimierungsproblem, da haftendes Kapital mit einer höheren Renditeerwartung einhergeht. Die optimale Risikoverteilung hat somit Einfluss auf die gesamten Finanzierungskosten. Auch steuerliche Aspekte fließen in die Überlegungen der optimalen Finanzierungsstruktur ein. Zu erwähnen sei hier der Leverage-Effekt.¹⁸³

Da die Interessen von Fremd- und Eigenkapitalgebern nicht kongruent sind, werden beide Kapitalklassen im Folgenden getrennt voneinander erläutert, wobei das Fremdkapital eine gesonderte Rolle einnimmt. Vorweggenommen sei der Hinweis auf die Refinanzierung der Hauptkapitalgeber, die Banken, mittels derer die Finanzierungen von PPP-Projekten auf den Kapitalmarkt gelangen können.¹⁸⁴

3.2.4 Fremdkapitalgeber

Als Fremdkapitalgeber im Rahmen einer PPP-Projektfinanzierung treten vorrangig Kreditinstitute und institutionelle Anleger auf. Letztere sind vorwiegend durch Investmentgesellschaften, Versicherungen und Pensionsfonds vertreten.¹⁸⁵ Kreditinstitute hingegen unterscheiden sich in kommerzielle sowie staatliche und supranationale Institutionen sowie Förderbanken. Neben diesen Unterscheidungen der Kapitalgeber ist auch eine Differenzierung nach Interessen möglich. Während die institutionellen Anleger und kommerzielle Banken nach Kapitalanlagemöglichkeiten suchen, besteht das Interesse der Förderbanken darin, Anreize für Investoren zu schaffen.¹⁸⁶

Die Ausgabe von **Fördermitteln** zur PPP Finanzierung wird in Deutschland durch Programme der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), Investitionsbanken der

¹⁸² Vgl. *Jacob & Horsch, 2010, S. 38.*

¹⁸³ Leverage ist aus dem Englischen übernommen und bedeutet sinngemäß Hebelwirkung. Ziel ist, die Eigenkapitalrentabilität zu erhöhen, sofern sich die Investition mit Fremdkapital finanzieren lässt. Solange die erwartete Rendite der Investition über den Fremdkapitalkosten liegt, wirkt der Hebel positiv. Allerdings ergeben sich durch einen hohen Fremdkapitalanteil auch hohe abschreibungsfähige Finanzierungskosten, welche die Steuerlast mindern, beziehungsweise in die Zukunft verlagern und somit einer Steuerstundung gleichkommen. Für weiterführende Erläuterungen zur optimalen Kapitalstruktur siehe beispielhaft: *Maier & Graf, 1999, S. 133.*

¹⁸⁴ Vgl. Kapitel 4.2 „Refinanzierungsanreize durch Eigenkapitalanforderungen“.

¹⁸⁵ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Weber et al., 2006, S. 605f.*

¹⁸⁶ Vgl. *Lenz & Zinell, 2001, S. 71ff., Littwin, 2010, S. 45ff.*

Länder,¹⁸⁷ aber auch der Europäischen Investitionsbank (EIB) forciert. Der Vorteil dieser Kreditart liegt zumeist in einem – gemessen am Kapitalmarktniveau – günstigen Zinssatz für das aufgenommene Fremdkapital. Fördermittel können oft nur einen begrenzten Teil einer Finanzierung ausmachen und sind vom Volumen her nicht selten limitiert. Zudem sind Förderprogramme häufig zeitlich befristet. Letztlich sind Förderkredite ein Teil des Fremdkapitals und werden im Rahmen dieser Arbeit lediglich als solches betrachtet.¹⁸⁸

Den Hauptteil des Fremdkapitals stellen die **Geschäftsbanken** zur Verfügung.¹⁸⁹ Zu den Kreditgebern zählen in Deutschland neben den privaten Banken vor allem die öffentlich-rechtlichen Landesbanken, aber auch größere Sparkassen und Volksbanken. *Riebeling (2009)* erläutert, dass unter diesen Universalbanken die öffentlich-rechtlichen Banken bei der Bereitstellung von Fremdkapital hervorstechen.¹⁹⁰

Unter den kommerziellen Banken finden sich zunehmend internationale Institute wieder, die auf den deutschen Markt drängen.¹⁹¹ Diese Banken konnten teilweise in ihren Heimatmärkten umfangreiche Erfahrungen mit PPP-Finanzierungen sammeln und nutzen diese für den Einstieg in den deutschen Markt. Der harte Wettbewerb erzeugt teils sehr geringe Margen für die Kreditinstitute. Innerhalb der Markteintrittsphase sind diese von einzelnen Marktteilnehmern mit dem Ziel der Verdrängung bewusst niedrig gehalten worden.¹⁹²

Je nach Ausgestaltung und Umfang der PPP-Finanzierung treten die Fremdkapitalgeber nicht allein auf. Bei großvolumigen Projekten ist es üblich, eine syndizierte Projektfinanzierung vorzunehmen.¹⁹³ Die beteiligten Banken schließen sich

¹⁸⁷ Beispielhaft sei hier die NRW-Bank genannt. Vgl. *NRW Bank, Stand: 03.11.2013*.

¹⁸⁸ Anders verhält es sich mit ausgesprochenen Garantien seitens der Förderbanken. Diese werden im Rahmen von staatlichen Garantien in Kapitel 3.4 „Staatliche Finanzierungsgarantien“ separat aufgegriffen und in den Kontext dieser Arbeit eingebettet.

¹⁸⁹ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Weber et al., 2006*, S. 605.

¹⁹⁰ Weiterhin erläutert *Riebeling (2009)* dass auch bei der Bereitstellung von Eigenkapital ein Trend weg von industriellen Sponsoren hin zu Finanzintermediären, darunter viele Tochtergesellschaften öffentlicher Institute, zu verzeichnen ist. Vgl. *Riebeling, 2009*, S. 62. Die Aussagen von *Riebeling (2009)* lassen sich auch anhand der Daten der deutschen Bauindustrie nachvollziehen. Von 98 Hochbauprojekten mit Angaben zum Kapitalgeber waren an 63 Projekten öffentlich-rechtliche Institute beteiligt. Vgl. *Hauptverband der Deutschen Bauindustrie e.V., 2011*. Zu beachten ist jedoch, dass sich diese Aussage auf alle PPP-Finanzierungsvarianten bezieht und nicht lediglich auf die Projektfinanzierung.

¹⁹¹ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Braune, 2006*, S. 266 sowie *Boll, 2007*, S. 138.

¹⁹² Diese geringen Margen beeinflussen gegebenenfalls die Refinanzierung. Das Institut ist möglicher Weise auf Instrumente mit einem geringen Risikoaufschlag (Spread), wie beispielsweise Pfandbriefe, angewiesen, was eine Präferenz der Forfaitierung mit Einredeverzicht erklären könnte. Vgl. Kapitel 5 „Gedekte Refinanzierungsinstrumente“.

¹⁹³ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Weber et al., 2004*, S. 36 sowie *Eppinger, 2008*, S. 357ff. Als relevante Größe werden Projekte mit mehr als 25 Millionen Euro angegeben.

hierfür zu Konsortien zusammen mit dem Ziel der Risikoaufteilung auf mehrere Kapitalgeber, entweder aus regulatorischen oder Diversifizierungsgründen.

Auch die Kreditvergabe von zunächst einer Bank oder einer kleinen Gruppe von Banken ist denkbar. Allerdings erfolgt zumeist zu einem späteren Zeitpunkt eine Ausplatzierung an einen breiteren Kreis von Kreditgebern.¹⁹⁴ Diese Weitergabe der Darlehensrisiken ist sowohl durch Garantieübernahmen, beispielsweise in Form von Kreditderivaten, aber auch durch die vollständige Übertragung auf andere Institute oder etwa auf Zweckgesellschaften möglich. Für die veräußernden Banken ist neben einem gewünschten Liquiditätszufluss vor allem die Risikominderung in der eigenen Bilanz aus regulatorischen Gründen erstrebenswert.¹⁹⁵

Für Fremdkapitalgeber bieten sich unterschiedliche Möglichkeiten, das Kapital in die zu finanzierende Projektgesellschaft einzubringen. Zum einen bedienen sich die Kapitalgeber der klassischen Darlehen in mannigfacher Form. Hierbei sind Ausgestaltungen der Darlehen in Form von nachrangiger Bedienung im Insolvenzfall, mit festen oder variablen Zinsen sowie mit oder ohne Tilgung, aber auch Förderkredite beispielhaft zu nennen. Gesellschafterdarlehen können ebenso derart ausgestaltet werden, dass diese klar dem Fremdkapital zugeordnet werden können.

Für größere Projektfinanzierungen besteht die Möglichkeit, dass auf dem Kapitalmarkt nach Kapitalgebern gesucht wird. Um eine Platzierung von Anleihen umzusetzen, ist nach Ansicht von *Weber et al. (2006)* ein Mindestvolumen von circa 100 Millionen Euro nötig.¹⁹⁶ Für die Emission am Kapitalmarkt ist in der Regel die Unterstützung einer Bank nötig, die ihre Leistung gegen Gebühr zur Verfügung stellt. Je nach Art der Anleihebegebung kommen unterschiedliche Zeichner in Frage. Bei einer privaten Platzierung werden Interessenten direkt angesprochen, die erneut innerhalb der institutionellen Investoren zu finden sind.¹⁹⁷ Eine öffentliche Platzierung hingegen ermöglicht es auch anderen Interessierten, an der Emission zu partizipieren.

Die Wahl der Finanzierungsinstrumente, vor allem aber deren Ausgestaltung, ist maßgeblich bestimmt durch die individuelle Risikoverteilung innerhalb eines Projektes.

¹⁹⁴ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Röver, 2001*, S. 239.

¹⁹⁵ Vgl. Kapitel 4.2 „Refinanzierungsanreize durch Eigenkapitalanforderungen“ sowie Kapitel 4.3 „Refinanzierungsanreize durch Liquiditätsanforderungen“.

¹⁹⁶ Vgl. *Weber et al., 2006*, S. 606.

¹⁹⁷ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Weber et al., 2004*, S. 67. In Frage kommen erneut Banken, Versicherungen und Pensionsfonds.

Das Abstellen der Darlehen innerhalb der Projektfinanzierung auf den Cashflow bedingt aus Sicht der Fremdkapitalgeber besondere Maßnahmen für eine ausreichende Absicherung der Finanzierungsrisiken. Durch die Konstruktion der PPP mittels einer SPV können Darlehen lediglich im Rahmen des Limited-Recourse-Financing vergeben werden. Im Interesse der Banken ist es daher möglichst viele Risiken auszuschließen und einen direkten Zugriff auf den Cashflow zu erlangen.¹⁹⁸ Neben weiteren Instrumenten ist die Sicherungsabtretung der den Cashflow bestimmenden Forderungen als wesentlich anzusehen. Das Erlangen der Eigentumsrechte an den Forderungen, beispielsweise durch Forfaitierung, stellt den höchsten Grad des Zugriffs auf den Cashflow dar.

Zunächst werden jedoch die zu erwartenden Risiken durch die Due Diligence identifiziert. Die darauf folgenden Anforderungen an die Höhe des Eigenkapitals stellt bereits ein erstes Sicherungsinstrument der Fremdkapitalgeber dar. Diese Instrumente können bis hin zur Abtretung oder Verpfändung von Anteilen an der Projektgesellschaft reichen.¹⁹⁹ Auch das Verbot von Dividenden- oder Kapitalauszahlungen ist regelmäßig Bestandteil von Sicherungsvereinbarungen. Weiterhin kann die Einrichtung von Reservekonten und der Abschluss von Versicherungen – ebenfalls inklusive einer Sicherungsabtretung – zur Sicherstellung des Kapitaldienstes über einen vorab vereinbarten Zeitraum gefordert werden. Neben diesen Realsicherheiten werden weitere Sicherheiten, wie das Bestellen von Grundschulden oder das Abtreten von Konzessionen, genutzt.

Allerdings sind auch Personalsicherheiten denkbar. Zu ihnen zählen Garantien, Bürgschaften und Patronatserklärungen seitens der Sponsoren oder ausführenden Unternehmen gegenüber den Kreditgebern.

Das Monitoring der Fremdkapitalgeber beinhaltet umfangreiche Kontroll- und Eingriffsrechte. Diese Rechte dienen der Erhaltung des Cashflows und somit der Absicherung des Engagements der Banken. Speziell das Eingriffsrecht ermöglicht unter bestimmten Umständen die Übernahme der Geschäftsführung durch die Kreditgeber oder einen von ihnen bestimmten Dritten. Ziel ist es eine Vertragsstrafe oder Kündigung der öffentlichen Hand zu vermeiden.²⁰⁰ Auch als Going-Project-Prinzip oder Step-in-

¹⁹⁸ Vgl. Röver, 2001, S. 188.

¹⁹⁹ Vgl. hierzu und im Folgenden: Jacob & Horsch, 2010, S. 50ff.

²⁰⁰ Denkbar ist eine vertraglich vereinbarte Kündigung bei Minderleistung. Vgl. Hopfe et al., 2009, S. 185, Boll, 2007, S. 99.

Rights bezeichnet, erfolgt eine vertragliche Fixierung der Eintrittsrechte im Rahmen des Darlehensvertrags oder mittels eines Direktvertrags.²⁰¹

3.2.5 Eigenkapitalgeber

Eigenkapitalgeber einer für die Projektfinanzierung gegründeten SPV entstammen zumeist aus zwei verschiedenen Interessengruppen. Zum einen sind strategische Investoren – als Sponsoren bezeichnet – mit einem originären Interesse am Projekt zu nennen.²⁰² Die zweite Gruppe hat an der eigentlichen Aufgabe der PPP lediglich ein nachgelagertes Interesse. Im Vordergrund dieser Finanzinvestoren steht eine angemessene Rendite auf das eingebrachte Eigenkapital.

Die jeweiligen Zielstellungen können Einfluss auf den Zeitpunkt der Beteiligung haben. So erscheint speziell die Planungs- und Bauphase besonders attraktiv für industrielle Sponsoren, wie nachfolgend am Beispiel der Hochtief AG verdeutlicht werden soll. Finanzinvestoren fokussieren jedoch häufig ein sicheres und wertsteigerndes Investment mit gleichbleibendem oder zumindest planbarem Cashflow – was erst in der Betriebsphase gegeben ist.

3.2.5.1 Sponsoren

Sponsoren haben ein inhärentes Interesse an der PPP oder an den mit der Ausschreibung verbundenen Aufträgen. Wie *Schetter (2010)* analysiert, teilten sich im Jahr 2008 die sechs in Deutschland führenden Bauunternehmen nach Investitionsvolumen rund 60 Prozent des Markts für Beteiligungsfinanzierungen im Rahmen einer PPP-Projektfinanzierung.²⁰³ Auch *Riebeling (2009)* bekräftigt, dass Eigenkapital im Zuge einer PPP-Projektfinanzierung in der Vergangenheit größtenteils

²⁰¹ Vgl. *Sester & Bunsen, 2006*, S. 491ff., *Jacob & Horsch, 2010*, S. 50, *Lenz & Zinell, 2001*, S. 72. Insbesondere die öffentliche Hand muss diesem Recht vorab zustimmen. Allerdings ist eine Fortführung der PPP beziehungsweise das Verhindern von Leistungsstörungen auch im Sinne des öffentlichen Auftraggebers.

²⁰² Vgl. hierzu und im Folgenden: *Eppinger, 2008*, S. 345ff. sowie *Hopfe et al., 2009*, S. 200.

²⁰³ Die mit etwas Abstand im Jahr 2008 führenden Unternehmen waren die Hochtief AG (16,1%), Strabag SE (13%), Bilfinger Berger SE (11,8%) sowie die Royal BAM Group (9,2%). Mit einem geringeren Anteil werden die Vinci SKE-Gruppe (6,7%) sowie die Goldbeck GmbH (2,3%) genannt. Vgl. hierzu und im Folgenden: *Schetter, 2010*, S. 58f.

durch industrielle Sponsoren bereitgestellt wurde.²⁰⁴ Diese Unternehmen können sämtliche Lebenszyklusphasen autark gewährleisten. Aus dieser Fähigkeit heraus lässt sich das vorrangige Interesse der Sponsoren, eine möglichst umfassende Partizipation an der Wertschöpfungskette der PPP, ableiten.²⁰⁵ Der unternehmerische Einfluss auf die Projektgesellschaft zielt auf die anschließende Auftragsvergabe ab, um sich selbst oder etwaige Tochterfirmen als Subunternehmer einbringen zu können.

Den restlichen Markt der Beteiligungsfinanzierung von PPP teilen sich andere Sponsoren, wie öffentliche Instanzen, Privatpersonen oder Eigentümer von Grundstücken, die durch einzelne Projekte betroffen sind.²⁰⁶ Die Motive von Sponsoren lassen sich insgesamt durch ein Interesse an einem Ausbau oder der Erschließung neuer Absatzmärkte, der allgemeinen Versorgungssicherung, lukrativen Investitionsmöglichkeiten oder der Erfüllung hoheitlicher Aufgaben zusammenfassen.

Die Bauwirtschaft zielt neben der Partizipation an der Bauphase auf die Erschließung neuer Geschäftsfelder.²⁰⁷ Dabei treten diese vermehrt als Betreiber, aber auch als Investoren mit dem Ziel der Wertsteigerung des Investments und einer späteren Veräußerung, auf.

Der Geschäftsbericht der Hochtief AG für das Jahr 2010 zeigt eine Bewertung von Beteiligungen mit einem Nettobarwert von rund 1,6 Milliarden Euro – bei einem eingezahlten Eigenkapital von circa 900 Millionen Euro.²⁰⁸ Auch die Bilfinger Berger SE wies für das gleiche Geschäftsjahr auf die Wertsteigerung der Investition hin – das eingezahlte Eigenkapital belief sich auf 160 Millionen Euro und stand einem Nettobarwert von 268 Millionen Euro gegenüber.²⁰⁹ Zudem werden die Geschäftsberichte genutzt um sehr ausführlich die Beteiligungen an PPP und deren Nutzen für das jeweilige Unternehmen zu erläutern.²¹⁰

Die Hochtief AG bündelte alle Konzessions- und Betreibergeschäfte in dem 2008 gegründeten Unternehmensbereich Hochtief Concessions.²¹¹ Dieses

²⁰⁴ Vgl. *Riebeling, 2009*, S. 62.

²⁰⁵ Vgl. *Weber et al., 2004*, S. 25.

²⁰⁶ Eigentümer von Grundstücken können durch eine Wertsteigerung, etwa bei Infrastrukturprojekten, zusätzlich von der PPP profitieren. Das Forcieren von Projekten als Sponsor dient somit dem Zweck der Gewinnerzielung. Vgl. hierzu und im Folgenden: *Lenz & Zinell, 2001*, S. 88.

²⁰⁷ Vgl. exemplarisch: *Strabag SE, 2010*, S. 21.

²⁰⁸ Vgl. *Hochtief AG, 2010*, S. 33f.

²⁰⁹ Vgl. *Bilfinger Berger SE, 2010*, S. 115.

²¹⁰ Vgl. exemplarisch: *Strabag SE, 2010*, S. 28ff., *Hochtief AG, 2010*, S. 31ff. sowie *Bilfinger Berger SE, 2010*, S. 114ff.

²¹¹ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Hochtief AG, 2009*, S. 92. Die Hochtief AG wird als weiterführendes Beispiel gewählt, da sie im Geschäftsbericht 2010 sehr konkret die Veräußerungsabsicht der

Unternehmenssegment wurde im November 2009 in eine AG umgewandelt und somit für eine Veräußerung vorbereitet. Die Absicht, eine Mehrheitsbeteiligung am Kapitalmarkt zu platzieren oder an Einzelinvestoren zu veräußern, ist dem Geschäftsjahresbericht 2010 zu entnehmen.²¹² Der Verkauf konnte jedoch nicht erfolgreich abgeschlossen werden, weshalb im Jahr 2012 die Bündelung der Beteiligung rückgängig gemacht wurde.²¹³ Die Hochtief AG veräußerte anschließend im Mai 2013 einen Teil der Hochtief Concessions.²¹⁴ Käufer der Flughafenbeteiligungen war eine Tochtergesellschaft des kanadischen Public Sector Pension Investment Board²¹⁵.

Die Beteiligungsquote der Hochtief AG bemisst sich bei der Mehrzahl der Projekte auf maximal 50 Prozent des Eigenkapitals.²¹⁶

Sowohl die Veräußerungsabsicht als auch der Grad der Beteiligung, lassen Rückschlüsse auf die Motive des Unternehmens oder verallgemeinert auf industrielle Sponsoren zu. Das eingesetzte Kapital ist aus Sicht der Sponsoren möglichst gering zu halten, um finanziellen und unternehmerischen Spielraum für weitere Projekte zu behalten, aber auch Risiken zu minimieren.²¹⁷ Hinzu kommt aus selbigen Beweggründen die Vermeidung der Kreditanrechnung durch eine bilanzverlängernde Vollkonsolidierung der Projektgesellschaft in der Bilanz der Sponsoren. Bilanzpolitische Überlegungen sind somit ein Bestandteil der Entscheidung für eine Eigenkapitalbeteiligung. Um einen bilanziellen Bewegungsfreiraum zu erreichen, muss eine Vollkonsolidierung der Projektgesellschaft in der Bilanz der Sponsoren vermieden werden. Auch die Hochtief AG praktiziert in dieser Form Bilanzpolitik.²¹⁸

Beteiligungen bekundete. Vergleichbare Aussagen werden jedoch auch, wenngleich weniger konkret, von anderen Unternehmen getroffen. Vgl. exemplarisch: *Bilfinger Berger SE, 2010*, S. 117.

²¹² Vgl. *Hochtief AG, 2010*, S. 34.

²¹³ Vgl. *Hochtief AG, 2012*, S. 30.

²¹⁴ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Hochtief AG, 2013*, S. 3.

²¹⁵ Das Public Sector Pension Investment Board ist ein Pensionsfonds für Mitarbeiter der öffentlichen Hand. „We invest funds for the pension plans (Plans) of the Public Service, the Canadian Forces, the Royal Canadian Mounted Police and the Reserve Force.“ Vgl. *Public Sector Pension Investment Board, Stand: 28.12.2013*.

²¹⁶ Vgl. *Hochtief AG, 2010*, S. 35ff.

²¹⁷ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Strabag SE, 2010*, S. 161 sowie *Lenz & Zinell, 2001*, S. 89f.; *Lenz & Zinell (2001)* weisen jedoch auch auf die kontrovers geführte Diskussion hinsichtlich der bilanziellen Entlastung hin. Vgl. auch: *Weber et al., 2006*, S. 609f.

²¹⁸ Vgl. *Hochtief AG, 2010*, S. 49. Das Unternehmen erklärt im Geschäftsbericht 2010, dass die überwiegende Anzahl der Beteiligungen der Hochtief Concession AG nicht vollkonsolidiert wird. Während § 294 des Handelsgesetzbuchs (HGB) die Konsolidierung vorschreibt, formuliert beispielsweise § 296 HGB mögliche Ausnahmen. Sowohl die Einschränkung der Rechte auf das Vermögen oder die Geschäftsführung kann durch geschlossene Verträge in Frage zu stellen sein. Damit verbunden, ergibt eine Minderheitsbeteiligung zumindest den Anlass, eine Rechteeinschränkung zu vermuten. Vgl. § 296 (1), Aufzählung 1 HGB. Ebenfalls zur Anwendung kommt der Absatz aus § 296 (1), Aufzählung 3 HGB,

3.2.5.2 Finanzinvestoren

Zu diesen Investoren zählen internationale Banken, Versicherungen und Pensionsfonds, aber auch Investmentfonds, Leasinggesellschaften, Immobilienaktiengesellschaften oder Private Equity²¹⁹ Gesellschaften.²²⁰ Vorrangiges Ziel dieser Investoren ist es, eine angemessene Rendite auf das eingebrachte Kapital zu erzielen.

Besonderer Wert wird dabei auf die langfristige Werthaltigkeit sowie die Stabilität und Nachhaltigkeit der Zahlungsströme gelegt.²²¹ Speziell **Versicherungen und Pensionsfonds** unterliegen restriktiven Gesetzesvorgaben hinsichtlich des Investitionshorizonts. Beide Institutionen verwalten ein nicht unerhebliches Vermögen, speziell zur Altersvorsorge.²²² Diese Altersvorsorgeeinrichtungen sind im Rahmen der geschlossenen Versicherungsverträge langfristige Verpflichtungen eingegangen und werden in Deutschland von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) überwacht.²²³ Das zur Anwendung kommende Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) verfolgt im Wesentlichen das Ziel der ausreichenden Wahrung der Belange der Versicherten. Hierzu ist auch die Sicherstellung der jederzeitigen Erfüllbarkeit der Verpflichtungen aus den Versicherungsverträgen zu zählen. Zudem wird das Anlegen in geeignete Vermögenswerte überwacht.²²⁴ Weiterhin schränkt das VAG im § 54 (2) den Anlagehorizont für das Sicherungsvermögen ein. Die hier als Anlageklasse in Frage kommenden Beteiligungen an PPPs erfüllen die Anforderungen des Gesetzgebers.²²⁵ Daneben stehen den langfristigen Verpflichtungen gut planbare und kontinuierliche Einnahmen während der langen PPP-Laufzeit gegenüber. Ergänzt um die bonitätsstarke öffentliche Hand als zahlender Nutzer des PPP-Projektes, bietet diese

nach der eine Vollkonsolidierung nicht vorgenommen werden muss, wenn die Anteile an der Tochter ausschließlich zum Zwecke der Weiterveräußerung gehalten werden.

²¹⁹ Landau (2011) führt an, dass Private Equity ein Synonym für Kapitalarten ist, die als Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Instrumente dem Unternehmen von außen zugeführt und nicht an den organisierten Kapitalmärkten gehandelt werden. Das Kapital wird von professionellen Finanzintermediären für einen mittel- bis langfristigen, aber vorab zeitlich begrenzten, Zeitraum zur Verfügung gestellt. Vgl. Landau, 2011, S. 21f.

²²⁰ Vgl. Weber et al., 2006, S. 605, Boll, 2007, S. 118.

²²¹ Vgl. Eppinger, 2008, S. 347.

²²² Vgl. hierzu und im Folgenden: Boll, 2007, S. 135f.

²²³ Die drei Bundesaufsichtsämter für das Kreditwesen (BAKred), den Wertpapierhandel (BAWe) und das Versicherungswesen (BAV) sind per 01.05.2002 zur Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verschmolzen worden. Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Stand: 28.05.2013.

²²⁴ Vgl. § 81 (1) Satz 2 sowie Satz 5 VAG. Fassung vom 01.01.2011.

²²⁵ Vgl. auch im Folgenden: Boll, 2007, S. 136.

Investitionsmöglichkeit eine angemessene Risikoausprägung im Sinne des VAG. Versicherungen und Pensionsfonds kommen somit als Investoren mit langfristigen Motiven in Betracht. Aufgrund der risikoaversen gesetzlichen Vorschriften wird die Investition erst in der Betriebsphase des Projektes vorgenommen. Hierin findet sich das inverse Interesse zum industriellen Sponsor, der seine Beteiligung gegebenenfalls nach Umsetzung der Bauphase mit Gewinn weiterveräußern möchte – wie das Beispiel der Flughafenbeteiligung von der Hochtief AG zeigt.

Banken treten hingegen in Deutschland im Rahmen von PPP-Finanzierungen vorrangig als Fremdkapitalgeber sowie Berater und Dienstleister auf.²²⁶ Allerdings zwingt der Wettbewerb zwischen den Banken auch diese, weitere Geschäftsfelder und Wachstumsmärkte zu erschließen. Speziell der deutsche PPP-Markt galt im Vergleich zu denen in anderen Industriestaaten lange als wenig entwickelt.²²⁷ Daraus ableitbare Anreize zum Ausbau der Marktanteile oder einem Markteintritt sind als Motiv auch für eine Eigenkapitalbeteiligung denkbar. Somit dient die Bereitschaft, Eigenkapital zur Verfügung zu stellen, auch dem Generieren von Beratungsmandaten und der Beteiligung an der Fremdkapitalfinanzierung.

Das Interesse der Banken ähnelt dabei denen der industriellen Sponsoren. Die Motivation das eigene Geschäftsfeld zu erweitern oder zu manifestieren, steht bei beiden Interessengruppen im Vordergrund. Zudem sind häufig Tochtergesellschaften der Kreditinstitute als Eigenkapitalgeber statt der Banken selbst involviert.²²⁸ Diese Leasing- oder Fondsgesellschaften treten als Finanzintermediäre auf. Erworbene Beteiligungen werden beispielsweise über geschlossene Fonds, den Kapitalmarkt oder durch Weiterveräußerung refinanziert. Eine Vermarktung von Fondsanteilen bei privaten oder institutionellen Investoren verspricht einen zusätzlichen Ertrag.

Auch **Private Equity Gesellschaften** treten als Finanzinvestoren am Markt für PPP Beteiligungen auf. An das von ihnen eingesammelte Kapital wurden seitens der Investoren ehrgeizige Anforderungen geknüpft. Um die Renditewünsche erfüllen zu können, wird das Kapital nicht nur in Firmen- oder Projektübernahmen investiert, sondern auch für lukrative Infrastrukturprojekte zur Verfügung gestellt. Allerdings steht

²²⁶ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Lenz & Zinell, 2001, S. 73*. Diese Aussage bezieht sich auf den deutschen PPP-Markt. Anders verhält sich die Beteiligung von Banken in Großbritannien. *Schetter (2010)* führt an, dass die Finanzbranche eine bedeutende Rolle bei der Bereitstellung von Beteiligungskapital für britische PFI-Projekte einnimmt. Vgl. *Schetter, 2010, S. 53*.

²²⁷ Vgl. *Weber et al., 2004, S. 28f*.

²²⁸ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Riebeling, 2009, S. 62* sowie *Schetter, 2010, S. 59f*.

die geplante Allokation des eingezahlten Kapitals zum Zeitpunkt der Eizahlungen nur zum Teil fest. Der Anleger investiert zum größten Teil in einen Blind-Pool, was die Renditeanforderungen prägt.²²⁹ Aus Sicht der Beteiligungsgesellschaften besteht die Aufgabe neben der Diversifizierung des Portfolios vor allem in dessen Ausweitung – damit verbunden – die Erschließung neuer Investitionsobjekte.

Private Equity Gesellschaften stellen das Eigenkapital meist zu Beginn der PPP zur Verfügung und gehen die damit verbundenen Risiken – speziell der Bauphase – bewusst ein. Üblicherweise beträgt der Anlagehorizont dieser Eigenkapitalgeber fünf bis acht Jahre. Im Anschluss werden die Beteiligungen zumeist weiter veräußert.²³⁰ Diese Investorengruppe setzt somit nicht auf den regelmäßigen, langfristigen und planbaren Cashflow, sondern vorrangig auf die mittelfristige Wertsteigerung der erworbenen Eigenkapitalanteile.²³¹ Im internationalen Vergleich nimmt die Private Equity Finanzierung von PPP-Projekten in Deutschland eher eine untergeordnete Rolle ein. Eine mögliche Ursache liegt darin, dass für Generalunternehmer der Finanzbranche in Deutschland bis zum Inkrafttreten des ÖPP-Beschleunigungsgesetzes am 01.09.2005 derartige Investments nicht möglich waren.²³² Der als wenig reif geltende PPP-Markt in Deutschland war infolgedessen nicht in der Lage, hinreichend spezialisierte Unternehmen hervorzubringen. Auch die Dominanz der Forfaitierung mit Einredeverzicht als Finanzierungsmodell für deutsche PPP-Projekte und – damit verbunden – eine geringe Ausstattung mit Eigenkapital hatte möglicherweise einen Einfluss auf die wenig ausgeprägte Beteiligungsfinanzierung. Darauf spezialisierte internationale Unternehmen beobachten zwar den deutschen PPP-Beteiligungsmarkt, dieser ist jedoch dominiert von der Bauwirtschaft.²³³

Anders strukturiert ist der Markt in Großbritannien. Auf PPP-Beteiligungen spezialisierte Unternehmen konnten sich auf dem PPP-Markt Großbritanniens etablieren. Einer der großen Marktteilnehmer ist die Innisfree Limited, die für ihre Beteiligungsquoten eine Spanne zwischen 25 und 100 Prozent angibt.²³⁴ Die Finanzierung des Eigenkapitalanteils erfolgt dabei in der Regel über ein

²²⁹ Vgl. *Boll*, 2007, S. 123.

²³⁰ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Hopfe et al.*, 2009, S. 199.

²³¹ Vgl. *Boll*, 2007, S. 122.

²³² Diese kritische Würdigung geht aus der Studie für das Bundesministerium für Verkehr hervor. Abhilfe wurde mit dem ÖPP-Beschleunigungsgesetz geschaffen. Vgl. *Bundesministerium für Verkehr, Bau- und Wohnungswesen (BMVBW)*, 2003b, S. 333ff.

²³³ Vgl. *Schetter*, 2010, S. 58ff. sowie *Boll*, 2007, S. 124.

²³⁴ Vgl. *Schetter*, 2010, S. 54ff. sowie *Innisfree Limited*, Stand: 07.07.2013a.

Sondervermögen, durch das für Investoren ein Anlagevehikel geschaffen wird. Die von Innisfree aufgeführten Kapitalgeber sind Versicherungen mit rund 20 Prozent und Pensionsfonds mit circa 75 Prozent des gesamten Fondsvermögens.²³⁵ Somit sind Versicherungen und Pensionsfonds erneut, jedoch indirekt, Investoren von Infrastrukturmaßnahmen.

3.2.6 Verteilung der Risiken

Die Projektgesellschaft bündelt zunächst alle Risiken auf sich selbst. Durch die Rechtsform der beschränkten Haftung gehen die Risiken zum Teil auf ihre Kapitalgeber über. Somit sind sowohl Fremdkapital- als auch Eigenkapitalgeber als Risikoträger auszumachen. Hinzu kommt die öffentliche Hand, die im Rahmen der Projektfinanzierung das Risiko trägt, dass der Partner der PPP den Verträgen nicht gerecht wird (das Partner- beziehungsweise Ausfallrisiko).²³⁶

Dies ist der Fall, sollte die SPV insolvent werden oder die vereinbarte Leistung nicht vertragsgerecht erbringen. In diesem Fall steht dem öffentlichen Auftraggeber die Entgeltkürzung oder gar Vertragskündigung zu. Aus dem Interesse der Fremdkapitalgeber, solche Vertragsstrafen zu vermeiden, resultiert unter anderem das Eintrittsrecht in die Geschäftsführung der SPV. Dies stellt einen Schnittpunkt der Interessen von öffentlicher Hand und Fremdkapitalgebern dar. Beide Projektbeteiligte haben ein Interesse am Fortbestand der PPP, da beide einen Teil des Ausfallrisikos tragen. Ist das Modell nicht im Rahmen einer Konzessionsvergabe zustande gekommen, kann auch das Auslastungs- beziehungsweise Nachfragerisiko beim öffentlichen Auftraggeber verbleiben. Weitere mit einer PPP verbundene Risiken²³⁷ werden nicht durch die öffentliche Hand getragen.²³⁸ Speziell das Baurisiko, das für die Kreditanrechnung nach den Vorgaben von Eurostat zu bewerten ist, liegt im Rahmen der Projektfinanzierung bei der SPV. Wie in Kapitel 3.5.2 „Anrechnung gemäß Eurostat“ gezeigt wird, ist somit eine wesentliche Bedingung erfüllt, die Finanzierung

²³⁵ Vgl. *Innisfree Limited, Stand: 07.07.2013b*.

²³⁶ Vgl. *Schetter, 2010*, S. 146.

²³⁷ Vgl. Kapitel 2.3 „Merkmale von PPP“.

²³⁸ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Bautier, 2004*, S. 1ff. In Teilen verbleiben einzelne Risiken beim Auftraggeber. Dies sind Risiken, die aus dem Baugrund (archäologische Funde, Kampfmittel, Kontamination), dem Genehmigungsverfahren, der Rechtsprechung oder aus steuerlichen Veränderungen (Beispielsweise erhöhte Umsatzsteuer) resultieren. Vgl. *Jacob & Horsch, 2010*, S. 51ff.

der Infrastrukturmaßnahme nicht als Kreditaufnahme der öffentlichen Hand zu verbuchen.

Alle auf die SPV übertragenen Risiken werden letztlich von den Kapitalgebern der haftungsbeschränkten Gesellschaft getragen. Die Allokation der Risiken innerhalb der Projektgesellschaft ist abhängig von den individuellen Verträgen. In vorderster Linie stehen die Eigenkapitalgeber. Diese haften – durch die Kapitalgesellschaft beschränkt – gegenüber allen Vertragspartnern der SPV für alle bei der Projektgesellschaft verbliebenden Risiken.

Die SPV kann einzelne Risiken aus dem Lebenszyklus an Nachunternehmer weiterzugeben.²³⁹ In diesem Fall trägt die Projektgesellschaft jedoch das Partnerrisiko in Bezug auf die beauftragten Unternehmen.

Auch alle Risiken der Finanzierung, wie das Kreditrisiko im allgemeinen, Zinsrisiken, Syndizierungs- und Platzierungsrisiken, das Risiko von Kapittücken oder mangelnder Folgefinanzierung, werden zunächst innerhalb der Projektgesellschaft identifiziert und an einzelne Projektpartner übertragen. Speziell die hier in Frage kommenden Fremdkapitalgeber sind bestrebt das eigene Risiko zu minimieren, dennoch tragen diese im Wesentlichen das Finanzierungsrisiko.²⁴⁰

3.2.7 Zusammenfassung

Es konnten zwei als wesentliche Ergebnisse der PPP-Projektfinanzierungen herausgearbeitet werden.

Die öffentliche Hand wird durch die Projektfinanzierung in die Lage versetzt, eine Finanzierung zu initiieren, bei der eine Anrechnung der Kreditaufnahme gemäß Eurostat nicht zu ihren Lasten erfolgen muss.²⁴¹

Zudem besteht eine Dominanz der finanzierenden Banken innerhalb der Verträge einer Projektfinanzierung; da die Fremdkapitalgeber die Risikoallokation innerhalb der Projektgesellschaft steuern, und halten damit Forderungen gegen eine Projektgesellschaft, deren Risikostruktur maßgeblich von ihnen gestaltet wurde. Bei den Darlehensgebern verbleiben die aus Kreditvergaben üblichen Finanzierungsrisiken wie

²³⁹ Vgl. Schetter, 2010, S. 146 sowie Jacob & Horsch, 2010, S. 52.

²⁴⁰ Vgl. Jacob & Horsch, 2010, S. 52.

²⁴¹ Vgl. Kapitel 3.5.2 „Anrechnung gemäß Eurostat“.

Kredit-, Zinsänderungs- aber auch Syndizierungs- und Platzierungsrisiken. Das Generieren von Beratungsverträgen im Zuge einer PPP dient der Erzielung von Einnahmen durch Gebühren und Honorare sowie dem Ausbau einzelner Geschäftsfelder von Banken. Die durchgeführte Due Diligence ist eine wesentliche Grundlage für die Steuerung dieser Risiken innerhalb der PPP-Projektfinanzierung.

Die kreditgebende Bank nimmt bei der PPP-Finanzierung ein durch Real- oder Personalsicherheiten besichertes Darlehen mit marktüblichen Restrisiken in die eigene Bilanz auf. Die Finanzierungsform der Forfaitierung ohne Einredeverzicht ist möglich. Denkbar sind somit sowohl Darlehensfinanzierungen, aber auch (Teil)Forfaitierungen²⁴² von Forderungen. Eine empirische Betrachtung auf die konkrete Ausgestaltung der in Deutschland vollzogenen Projektfinanzierungen ist aufgrund mangelnder Datenverfügbarkeit nicht möglich.

Die von Banken oder Sponsoren gehaltenen Forderungen aber auch Eigenkapitalanteile sind handelbar. Eine Veräußerung kann aus Renditeüberlegungen oder aus regulatorischen Gründen erfolgen. Die Kapitalmarktfähigkeit erfordert ein Mindestvolumen, was auch durch Bündelung mehrerer Projektfinanzierungen geschaffen werden kann.²⁴³

Auch für Sponsoren steht neben der Ausweitung des eigenen Geschäftsfeldes, wie dem Bau oder dem Betreiben der Projektgegenstände, die Gewinnerzielungsabsicht im Mittelpunkt. Dies wurde exemplarisch am Beispiel der Hochtief AG gezeigt.

Es gilt: die PPP-Projektfinanzierung hinterlässt zwei Arten von Aktiva in den Bilanzen der Kapitalgeber, nämlich Eigenkapitalanteile, die gegebenenfalls der Wertsteigerung unterliegen und Kreditforderungen gegenüber der SPV.

²⁴² Analog zum Forfaitierung mit Einredeverzicht bemisst sich der Kapitalbedarf am Investitionsvolumen. Die Forfaitierung aller Forderungen, also auch aus dem Betreibervertrag, würde über eine gewöhnliche Kreditabsicherung hinausgehen und eine Veräußerung von Bilanzwerten mit der Absicht einer Gewinnerzielung darstellen.

²⁴³ Vgl. *Weber et al., 2006*, S. 606f. Infrage kommen hierfür beispielsweise Asset Backed Securities. Weitergehende Analysen zur Refinanzierung der Fremdkapitalgeber folgen im Kapitel 5.2 „Forderungsbesicherte Wertpapiere“.

3.3 Unternehmensfinanzierung

Die Finanzierung einer PPP umfasst neben den bisher dargestellten Möglichkeiten auch die vollständige Kapitalbereitstellung durch ein Unternehmen auf eigene Rechnung. Es findet keine Off-Balance-Sheet-Finanzierung des privaten Partners statt.²⁴⁴ Die risikoadäquaten Kapitalkosten ergeben sich aus dem unternehmerischen Gesamtrisiko und dem Cashflow des Projektes. Die Kapitalstruktur lässt sich aus der strukturellen Ausgestaltung der Bilanzen von infrage kommenden Auftragnehmern ableiten.²⁴⁵

In dieser Konstellation der PPP-Finanzierung wird eine Zweckgesellschaft nicht zwingend benötigt, daher gilt für die Finanzierungsbeziehung auch die Rechtsform des Auftragnehmers selbst.²⁴⁶ Wenn dennoch eine SPV eingebunden wird, lässt sich deren Kapitalausstattung als Full-Recourse-Finanzierung einordnen. *Schetter (2010)* erläutert anhand der in Deutschland führenden PPP-Akteure, dass die Rechtsform der Auftragnehmer vorrangig in Form von großen Kapitalgesellschaften, speziell der Aktiengesellschaft und der GmbH, zu finden ist.²⁴⁷ Eine Kapitalstruktur vergleichbar der beiden dargestellten Finanzierungsalternativen lässt sich mangels einer projektspezifischen Zweckgesellschaft nicht ableiten. Ein Rückschluss auf die Eigenkapitalausstattungen der möglichen Auftragnehmer im Baugewerbe oder der Grundstücks- und Wohnungswirtschaft kann zwar Indizien anzeigen, jedoch ist die Quote statistisch weit gestreut. *Schetter (2010)* konstatiert:

„Vor diesem Hintergrund erscheint es fraglich, ob für die Untersuchung einer unternehmensfinanzierten PPP-Leistung sinnvollerweise eine typische Kapitalrelation des Auftragnehmers unterstellt werden kann und anders herum, welchen Informationswert diese eigentlich besitzt.“²⁴⁸

Somit bringt der Auftragnehmer die Finanzierung der PPP in der Relation, die dem Eigen- und Fremdkapitalanteil der eigenen Unternehmensbilanz entspricht, auf. So hat beispielsweise die deutsche Bauindustrie im Jahr 2008 ein durchschnittliches

²⁴⁴ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Schetter, 2010*, S. 68f.

²⁴⁵ Auch bei dieser Finanzierungsform sind sowohl Sponsoren als auch Finanzinvestoren denkbar.

²⁴⁶ Vgl. *Schetter, 2010*, S. 69.

²⁴⁷ Vgl. *Schetter, 2010*, S. 69.

²⁴⁸ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Schetter, 2010*, S. 69f.

Eigenkapital von 14 Prozent der Bilanzsumme ausgewiesen.²⁴⁹ Ein Rückschluss auf Kreditsicherheiten ist projektspezifisch nicht möglich. Das Finanzierungsrisiko liegt demnach bei den Auftragnehmern. Weitere Risiken einer PPP werden in Abhängigkeit der gewählten Vertragsform verteilt.

Die Relevanz der Unternehmensfinanzierung ist in Deutschland gering, wohingegen in Großbritannien ein kleiner aber nicht zu vernachlässigender Anteil von 10 Prozent der PFI-Projekte durch diese Finanzierungsart zustande kommt.²⁵⁰

Unabhängig von den vorab beschriebenen Finanzierungs- und Besicherungsformen besteht die Möglichkeit eines weiteren Bestandteils der Finanzierung. So können staatliche Garantien ausgesprochen werden, um Anreize für privates Kapital zu schaffen. Eine Sonderform dieser Finanzierungshilfe stellt die bereits beschriebene Forfaitierung mit Einredeverzicht dar. Allerdings bestehen europaweit unterschiedliche Möglichkeiten, staatliche Garantien zur Verfügung zu stellen.

²⁴⁹ Die deutsche Bauindustrie konnte im Jahr 2008 ein durchschnittliches Eigenkapital von 14 Prozent der Bilanzsumme ausweisen. Vgl. *Deutsche Bundesbank, 2011a*, S. 136.

²⁵⁰ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Schetter, 2010*, S. 53 sowie 57. *Schetter (2010)* bezieht sich auf die Studie: *Partnerships UK, 2007*, S. 19.

3.4 Staatliche Finanzierungsgarantien

Finanzierungen von PPP-Projekten können von staatlichen Engagements profitieren. Neben einer direkten Kapitalausstattung von Projekten kommen vor allem Garantien in unterschiedlichen Formen zum Einsatz.

Tabelle 3: ausgewählte staatliche Garantien für PPP-Finanzierungen

	Bürgschaft ²⁵¹	Zahlungsgarantie ²⁵²	Garantie für Gebietskörperschaft ²⁵³
Ausgestaltung	Kreditgarantie oder Refinanzierungsgarantie ²⁵⁴	Zahlungsversprechen durch Umsatz- oder Volumengarantie sowie Einredeverzicht, garantierte Abfindung oder Rückkauf nach Projektende	Bonitätsgarantie von Zentralstaaten gegenüber öffentlichen Auftraggebern mit schlechter Bonität
Garantiegeber	Zentralstaaten, Gebietskörperschaften, Förderbanken ²⁵⁵	Zentralstaaten, Gebietskörperschaften	Zentralstaaten
Rechtskreis ²⁵⁶	Frankreich, Italien, Spanien	Frankreich, Deutschland, Italien, Großbritannien, Spanien	Italien, Großbritannien

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: *European PPP Expertise Centre (2011)*.

Eine Studie des *European PPP Expertise Centre (EPEC)*²⁵⁷ aus dem Jahr 2011 hat Garantieinstrumente innerhalb der Europäischen Union untersucht.²⁵⁸ Zur

²⁵¹ Vgl. *European PPP Expertise Centre, 2011*, S. 13f.

²⁵² Vgl. *European PPP Expertise Centre, 2011*, S. 15ff.

²⁵³ Vgl. *European PPP Expertise Centre, 2011*, S. 17f.

²⁵⁴ Durch die Refinanzierungsgarantie wird die Rückzahlung für den Fall abgesichert, dass nach Kreditfälligkeit eine erneute Finanzierung am Markt nicht möglich ist. Vgl. *European PPP Expertise Centre, 2011*, S. 13f.

²⁵⁵ Vgl. *Europäische Investitionsbank, 2004b*, S. 6ff. sowie *European PPP Expertise Centre, 2011*, S. 13f. Die Europäische Investitionsbank (EIB) betreibt das Loan Guarantee Instrument for Trans-European Transport Network Projects, kurz LGTT. Dieses Programm ist speziell für PPP-Projekte in der Verkehrsinfrastruktur entwickelt worden. Zweck dieser Garantie ist es, Risiken zu minimieren, die sich zu Beginn der Betriebsphase aus zu geringen Einnahmen ergeben können. Konkret sichert das LGTT Kreditfazilitäten von Geschäftsbanken ab, die dazu dienen, während der Anlaufphase des Betriebs den Schuldendienst der vorrangigen Kredite sicherzustellen. Vgl. *Europäische Investitionsbank, Stand: 04.01.2013*.

²⁵⁶ Beispielhafte Länder in denen die Garantieform zur Anwendung kommt. Vgl. *European PPP Expertise Centre, 2011*, S. 33ff.

Rechtfertigung für den Einsatz von Staatsgarantien werden politische, finanzielle und Gründe der Risikoverteilung herangezogen.²⁵⁹ Als Intentionen gelten die Verbesserung der Bonitätsbewertung der Kreditnehmer ebenso wie die Reduzierung der Kapitalkosten oder ein Eingriff infolge von instabilen Kreditmärkten. Aber auch typische Risiken, wie das Bau-, Nachfrage- oder Ausfallrisiko, können durch Garantien vom Staat übernommen werden, was Einfluss auf die Bilanzierungszuordnung haben kann. *Tabelle 3* zeigte eine Auswahl staatlicher Garantien.

Garantien von Förderbanken sind als quasi staatlich anzusehen, da sich diese Institute zumeist im Besitz einzelner oder mehrerer Staaten befinden und über eine Deckungszusage verfügen. Neben nationalen Förderbanken wie der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), nimmt die Europäische Investitionsbank (EIB) eine besondere Stellung ein.²⁶⁰

Die EIB ist seit der Aufforderung des Europäischen Rates im Oktober 2003, Initiativen zur Forcierung von PPP weiterzuverfolgen, zu einem wichtigen Instrument bei der Förderung von PPP-Projekten geworden.²⁶¹ Das Institut sieht sich in diesem Zusammenhang selbst als Bank der Europäischen Union und vertritt somit deren Interessen.²⁶² Die EIB beteiligt sich an PPP-Projekten mit direkten Krediten oder Garantien.²⁶³

Alle untersuchten staatlichen Garantien können bei optimaler Ausgestaltung dem Kreditgeber ermöglichen die Finanzierung auf die staatliche Bonität abzustellen.

²⁵⁷ Das EPEC ist ein von der Europäischen Kommission, der Europäische Investitionsbank (EIB) und den EU-Mitgliedstaaten sowie Beitrittskandidaten gegründetes Kompetenzzentrum für PPP. Angesiedelt wurde dieses Zentrum innerhalb der EIB. Vgl. *European PPP Expertise Centre, Stand: 03.01.2013*.

²⁵⁸ Vgl. *European PPP Expertise Centre, 2011b*, S. 7ff.

²⁵⁹ Staatlich beeinflusste Risiken können beispielsweise die Umwelt-, Sicherheits- oder Qualitätsstandards sowie Änderungen der Steuergesetzgebung betreffen. Vgl. *European PPP Expertise Centre, 2011*, S. 11.

²⁶⁰ Vgl. *Europäische Investitionsbank, 2004b*, S. 6ff. Auf die EIB wird an dieser Stelle exemplarisch für die Institution Förderbank eingegangen. Nationale Pendanten können vergleichbare Fördermöglichkeiten anbieten, werden an dieser Stelle jedoch nicht weiter thematisiert.

²⁶¹ Vgl. *Europäische Investitionsbank, 2004b*, S. 2ff.

²⁶² Vgl. *Europäische Investitionsbank, Stand: 24.06.2015*. Dies wird durch die Tatsache untermauert, dass die Anteilseigner der Bank die 27 Mitglieder der Europäischen Union sind. Vgl. *Europäische Investitionsbank, Stand: 24.06.2015*.

²⁶³ Vgl. Artikel 154 des EG-Vertrags in der Fassung bis 30.11.2009. Das Äquivalent ist seit 01.12.2009 in den Artikeln 170 bis 172 im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union enthalten. Projekte, aus den Bereichen der Verkehrs-, Telekommunikations- und Energieinfrastruktur, werden auch als TEN-Projekte bezeichnet, was sich aus dem englischen „Trans-European Networks“ ableitet. Ein eigens für die Förderung dieser PPP-Projekte installiertes Garantieprogramm ist das Loan Guarantee Instrument for Trans-European Transport Network Projects (LGTT). Vgl. siehe auch: *Europäische Investitionsbank, 2004b*, S. 6ff. sowie *Europäische Investitionsbank, Stand: 04.01.2013*, S. 1f.

Alternativ zu den bisher üblichen Zahlungsgarantien schlagen *Chiara et al. (2013)* eine dynamische Einnahmerversicherung vor.²⁶⁴ Diese Versicherung würde die Risiken auf den Versicherer übertragen und zudem die Kosten der Absicherung senken.²⁶⁵

3.5 Anrechnung der Finanzierung auf den öffentlichen Verschuldungsgrad

Die Bewertung und Verbuchung von Vermögensgegenständen und – damit verbunden – des aufgenommenen Kapitals erfolgt nach nationalen sowie europäische Regelungen.

Während in Deutschland die Buchungsvorschriften durch das kameralistische Buchhaltungssystem geprägt sind und auf dem Grundgesetz basieren, werden auf europäischer Ebene die Grundsätze des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung (ESVG 95) berücksichtigt.

Allerdings erfolgt die Umsetzung der ESVG 95-Vorgaben in den EU-Staaten nicht einheitlich. Daher werden durch Eurostat Verfahren moniert und Vorschläge zur Verbesserung unterbreitet.

Kritische Aspekte der bisherigen Einordnung von PPP gemäß ESVG 95 werden durch neue Vorschläge aufgenommen. Diese finden sich in den Entwürfen des International Public Sector Accounting Standards Board wieder.

3.5.1 Anrechnung gemäß Grundgesetz

Die Verbuchung von PPP-Finanzierungen in Deutschland basiert auf den Vorschriften des deutschen Grundgesetzes (GG). Hierfür maßgeblich ist Artikel 115, verbunden mit 109 und 110 GG.²⁶⁶ In diesen ist die Kreditaufnahme der öffentlichen Haushalte geregelt.

Für die Beurteilung, ob PPP im Allgemeinen beziehungsweise einzelne Modelle oder Finanzierungsformen dem Schuldenstand hinzugerechnet werden müssen, ist die

²⁶⁴ Vgl. *Chiara & Kokkaew, 2013*.

²⁶⁵ Vgl. *Chiara & Kokkaew, 2013*, S. 294 ff.

²⁶⁶ Im Jahr 2009 wurde der Artikel 115 GG neu geregelt. Eine Neuverschuldung wurde weitgehend ausgeschlossen. Für die vollständige Erfüllung der Schuldenbremse durch die Bundesländer sind Übergangszeiten vorgesehen worden. Vgl. Artikel 143d GG sowie *Deutscher Bundestag, 29.07.2009*.

Zuordnung zum haushaltsrechtlichen Kreditbegriff relevant. Dieser umfasst Finanzschulden, die der Gewinnung von Einnahmen dienen. Eine Kreditaufnahme liegt dann vor, wenn dem Haushalt Geldmittel temporär, mittelbar oder unmittelbar zur Deckung der Haushaltsausgaben zugeführt werden.²⁶⁷

Tabelle 4: haushaltsrechtliche Einordnung von PPP

	Grundgesetz
Gesetzesgrundlage / Buchungsstandard	Artikel 109, 110 und 115
Krediteinordnung	Finanzschuld, wenn Geldmittel an öffentlichen Haushalt fließen, sonst Verwaltungsschuld
Anrechnung auf öffentliche Verschuldung	Ja, wenn Finanzschuld
Eventual- verbindlichkeit durch Einreदेverzicht	Nein, da lediglich die eigene Zahlungspflicht garantiert wird

Quelle: eigene Darstellung.

Das Eingehen von Waren- oder Dienstleistungsverträgen, die Forderungen nach sich ziehen, stellt hingegen keine Finanzschuld im haushaltsrechtlichen Sinne dar. Diese stellen abgrenzend eine Verwaltungsschuld dar, welche die Exekutive im Rahmen der Aufgabenerfüllung für Geschäfts- und Verwaltungstätigkeiten eingeht und werden als konsumtiv bewertet.²⁶⁸ Für die Einordnung der Finanzierung einer PPP ist daher relevant, ob durch das zugrunde liegende Rechtsgeschäft ein Mittelzufluss generiert

²⁶⁷ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Gatzke, 2010*, S. 109ff. sowie exemplarisch *Ministerium der Finanzen des Landes Brandenburg, 29.10.2008*, S. 2393. Dabei bedarf eine „Aufnahme von Krediten sowie die Übernahme von Bürgschaften, Garantien oder sonstigen Gewährleistungen, die zu Ausgaben in künftigen Rechnungsjahren führen können, [...] einer der Höhe nach bestimmten oder bestimmaren Ermächtigung durch Bundesgesetz.“ Vgl. Artikel 115 Absatz 1, Satz 1 GG, in der Fassung bis zum 01.08.2009.

²⁶⁸ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Gatzke, 2010*, S. 113f.; *Gatzke (2010)* führt aus, dass weitgehend Einigkeit besteht, Verwaltungsschulden nicht zu den Krediten gemäß Artikel 115 (1) GG (alte Fassung), zu zählen sind und demnach nicht zur Berechnung des Verschuldungsgrades heranzuziehen. Beispiele sind Miet- und Pachtzahlungen.

wurde, der zur Deckung des öffentlichen Haushalts dient.²⁶⁹ *Tabelle 4* stellt dies schematisch dar.

Dass die Bewertung einer möglichen Kreditaufnahme nicht trivial ist, zeigt das folgende Beispiel.²⁷⁰

Das Land Schleswig-Holstein wollte 1998 Immobilien in einer Sale-and-lease-back-Transaktion an die Investitionsbank Schleswig-Holstein veräußern. Neben einer Rücklage von 30 Prozent bei der Investitionsbank, sollte der Rest der Transaktionssumme zur Sanierung des Haushalts und zur Schuldentilgung aufgewandt werden. Die Transaktionssumme diente dem Land als Einnahmequelle zum Ausgleich des Haushalts und der Einsparung von Ausgaben. Gleichzeitig begründete die Transaktion eine Zahlungsverpflichtung aus dem Leasinggeschäft. Das Bundesverfassungsgericht stellte in Form einer einstweiligen Anordnung fest, dass der Veräußerungserlös als Einnahme aus Krediten zu behandeln sei.²⁷¹

Die Grundgesetzänderung im Jahr 2009 hatte keine Auswirkungen auf die Kreditbewertung von PPP-Finanzierungen. Allerdings wurde die Kreditaufnahme für öffentliche Haushalte begrenzt:

„Die Haushalte von Bund und Ländern sind grundsätzlich ohne Einnahmen aus Krediten auszugleichen.“²⁷²

Die vormals gültige Höchstgrenze für Kredite ist gestrichen worden. Die haushaltsrechtliche Definition des Kreditbegriffs wird in der neuen Fassung

²⁶⁹ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Gatzke, 2010*, S. 188ff.

²⁷⁰ Vgl. *Gatzke, 2010*, S. 113 sowie 195f.

²⁷¹ Das Bundesverfassungsgericht verwies zur endgültigen Klärung auf das Hauptsacheverfahren. Dieses fand jedoch aufgrund einer Umgestaltung der Transaktion nicht statt. Vgl. *Bundesverfassungsgericht, 17.09.1998*.

²⁷² Vgl. Artikel 109 Absatz 3, Satz 1 GG, in der Fassung vom 11.07.2012, gültig seit 01.08.2009. Ausnahmen sind im gleichen Artikel zu finden: „Bund und Länder können Regelungen zur im Auf- und Abschwung symmetrischen Berücksichtigung der Auswirkungen einer von der Normallage abweichenden konjunkturellen Entwicklung sowie eine Ausnahmeregelung für Naturkatastrophen oder außergewöhnliche Notsituationen, die sich der Kontrolle des Staates entziehen und die staatliche Finanzlage erheblich beeinträchtigen, vorsehen. Für die Ausnahmeregelung ist eine Tilgungsregelung vorzusehen.“ Vgl. Artikel 109, Absatz 3, Satz 2 GG, Fassung vom 11.07.2012. In der alten Fassung des Grundgesetzes war die Höhe der Kreditaufnahme an die Investitionen gebunden: „Die Einnahmen aus Krediten dürfen die Summe der im Haushaltsplan veranschlagten Ausgaben für Investitionen nicht überschreiten; Ausnahmen sind nur zulässig zur Abwehr einer Störung des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts.“ Vgl. Artikel 115 Absatz 1, Satz 2 GG, in der Fassung bis zum 01.08.2009.

beibehalten. PPP-Finanzierungen erzeugen somit im Regelfall weiterhin keine Finanzschuld.

Indes bedeutet die Neufassung für einzelne PPP-Varianten, die einen haushaltsrechtlichen Kredit generieren, dass damit gegen Artikel 115 GG verstoßen wird. Nicht mehr verfassungskonform sind fortan Modelle, bei denen ein Immobilienverkauf mit einem Mittelzufluss vollzogen wurde.²⁷³ Davon betroffen sind allerdings auch Investitionen der öffentlichen Hand, die ohne einen privaten Partner durchgeführt werden sollen. Diese müssen künftig im jeweiligen Haushaltsjahr in voller Höhe durch Einnahmen gedeckt sein. In der Folge erhöht sich der Anreiz für die öffentliche Hand, privat vorfinanzierte Finanzierungsmodelle zu nutzen. Auch *Gatzke (2010)* konstatiert, dass die PPP-Modelle durchaus geeignet sind, die bestehenden Grenzen der Schuldenbremse zu umgehen.²⁷⁴

Auch eine – der gesetzlichen Ermächtigung bedürftigen – Garantie oder Bürgschaft gemäß Artikel 115 Absatz 1, Satz 1 GG, wird durch die Abgabe des Einredeverzichts nicht erzeugt.²⁷⁵ Es wird lediglich die eigene Schuld abgesichert und somit keine Bürgschaft, Garantie oder sonstige Gewährleistung für einen Dritten übernommen. Eine gesetzliche Ermächtigung nach Artikel 115 GG ist nicht notwendig.²⁷⁶

Allerdings gilt eine PPP als kreditähnliches Rechtsgeschäft, wenn sie eine Zahlungsverpflichtung begründet.²⁷⁷ Unabhängig von einer Buchung im öffentlichen Haushalt hat dies zur Folge, dass es der Genehmigung der Rechtsaufsichtsbehörde in Form einer Verpflichtungsermächtigung²⁷⁸ bedarf.²⁷⁹

²⁷³ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Gatzke, 2010*, S. 246ff.

²⁷⁴ Vgl. *Gatzke, 2010*, S. 255.

²⁷⁵ Vgl. Artikel 115 Absatz 1, Satz 1 GG.

²⁷⁶ Vgl. Verfassungsgerichtshof Rheinland-Pfalz. Die Richter begründeten eine Entscheidung zur privaten Vorfinanzierung öffentlicher Investitionen wie folgt: „Dieser Einwendungsverzicht, der zu der erforderlichen Risikominimierung führt, wird zwar zugunsten eines „Dritten“ erklärt; das Land übernimmt dadurch aber nicht die Gewähr für eine fremde Zahlungsverpflichtung, sondern sichert nur eine eigene Schuld. Denn es erfüllt, indem es später an die Bank Zahlungen erbringt, eine eigene Verbindlichkeit aus abgetretenem Recht.“ Vgl. *Verfassungsgerichtshof Rheinland-Pfalz, 20.11.1996*, S. 147.

²⁷⁷ Vgl. *Hopfe et al., 2009*, S. 173 sowie *Ministerium der Finanzen des Landes Brandenburg, 29.10.2008*, S. 2404.

²⁷⁸ Siehe §§ 6, 16 und 38 Bundeshaushaltsordnung (BHO).

²⁷⁹ Vgl. exemplarisch § 120, Absatz 6 *NKomVG*. sowie Artikel 72, Absatz 1 der Gemeindeordnung für den Freistaat Bayern. Siehe: *Bayerischen Staatsministeriums des Innern, 16.02.2012*. Genehmigungsfähig sind alle Projekte, wenn sie zwei Bedingungen erfüllen: die Wirtschaftlichkeit des Projektes und die finanzielle Leistungsfähigkeit der Gemeinde. Vgl. Artikel 3.1.2 des Runderlass: „Kreditwirtschaft der kommunalen Körperschaften einschließlich ihrer Sonder- und Treuhandvermögen“. Siehe: *Ministerium für Inneres, Sport und Integration, 22.10.2008*, sowie *Landtag von Baden-Württemberg, 18.03.2008*, S. 4.

Es bleibt festzuhalten, dass die öffentlichen Verwaltungen im Regelfall durch PPP-Verträge keine Finanzschuld, sondern eine Verwaltungsschuld eingehen und die Verträge somit nicht den besonderen Bedingungen der Kreditaufnahme nach Artikel 115 Absatz 1 Satz 1 GG unterliegen.²⁸⁰

3.5.2 Anrechnung gemäß Eurostat

Die Einordnung von PPP-Finanzierungen auf europäischer Ebene basiert auf den Vereinbarungen zum Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung (ESVG 95).²⁸¹ Die Umsetzung wird durch Eurostat überwacht.²⁸²

Für die Buchung von PPP-Finanzierungen wurde von Eurostat erstmals am 11. Februar 2004 eine Anweisung kommuniziert.²⁸³ Darin wurden drei Kriterien benannt, anhand derer die Klassifizierung der Vermögensgegenstände vorzunehmen ist: das Baurisiko sowie das Ausfall- und Nachfragerisiko.²⁸⁴ Das Tragen dieser Risiken wird als Indiz für eine Zurechnung des Vermögensgegenstands gewertet, wenngleich eines der Kriterien hervorgehoben wird. Das Baurisiko ist von elementarer Bedeutung; wer dieses trägt, ist angehalten die Vermögenswerte zu bilanzieren.

Zudem ergeben sich die Grundsätze zur Wirtschaftlichkeit und Sparsamkeit aus der Bundeshaushaltsordnung (BHO). Siehe § 7 Abs. 1 BHO. Fassung: 15.07.2013.

²⁸⁰ Vgl. *Kleinlein & Stein, 2007*, S. 109.

²⁸¹ Ziel einer harmonisierten volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung ist die Beurteilung der Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Vgl. *Neumann & Szabados, 2006*, S. 164ff.

²⁸² Eurostat ist eine Dienststelle der Europäischen Union. Deren Aufgabe umfasst unter anderem die Erstellung der amtlichen europäischen Statistiken. Dabei greift Eurostat auf die Erhebungsdaten der nationalen statistischen Ämter zurück. In der Harmonisierung von statistischen Definitionen und Berechnungsmethoden ist dabei die Hauptaufgabe zu sehen. In diesem Zusammenhang werden zur Beurteilung der Einhaltung der EU-Konvergenzkriterien auch Vorgaben für die Berechnung der Verschuldung ausgegeben. Vgl. Artikel 2ff. der Verordnung (EG) Nr.322/97. Siehe: *Rat der europäischen Union, EG 322/97*, S. L52/2ff.

²⁸³ Vgl. *Bautier, 2004* sowie *Europäische Kommission, 2004a*. Den Einzug in das „Manual on Government Deficit and Debt“, den Buchungsvorschriften im Rahmen des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung, fanden diese Anordnungen in der Version vom 22. September 2010. Vgl. *Europäische Union, 22.09.2010*, S. 253ff.

²⁸⁴ Vgl. *Europäische Kommission, 2004a*, S. 9.

Das **Baurisiko** wird durch folgende Eventualitäten definiert:

Abbildung 7: Definition des Baurisikos



Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: *Bautier (2004)*.²⁸⁵

Das **Ausfallrisiko** wird hingegen umschrieben durch die Haftung,

„...die vertraglich vereinbarte Menge zu liefern oder die Sicherheitsnormen bzw. die öffentlichen Zertifizierungsstandards im Zusammenhang mit der Erbringung von Dienstleistungen an Endnutzer gemäß den vertraglichen Bestimmungen einzuhalten.“²⁸⁶

Dieses Risiko gilt als übertragen, wenn der öffentlichen Hand das Recht zusteht, bei Nichteinhaltung die Zahlungen zu kürzen.

Als drittes Kriterium dient die Übertragung des **Nachfragerisikos** auf den privaten Partner.²⁸⁷ Es umfasst Veränderungen der Nachfrage, beispielsweise durch Konjunkturschwankungen, und lässt sich auch als unternehmerisches Risiko beschreiben. Gemäß den Anforderungen von Eurostat genügt es, entweder das Ausfallrisiko oder das Nachfragerisiko neben dem Baurisiko zu übertragen. Der Träger dieser Risikokonstellation hat den Vermögenswert zu bilanzieren.²⁸⁸ Die Finanzierung

²⁸⁵ Vgl. *Bautier, 2004*, S. 1f.

²⁸⁶ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Bautier, 2004*, S. 1f. Dabei bezieht sich das Ausfallrisiko ausdrücklich auf die Betriebsphase, wie die Europäische Kommission konstatiert. Vgl. *Europäische Kommission, 2004a*, S. 9 sowie *Neumann & Szabados, 2006*, S. 166.

²⁸⁷ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Europäische Kommission, 2004a*, S. 9.

²⁸⁸ Allerdings erläutert Eurostat, dass als zusätzliches Entscheidungskriterium die Verwertung des PPP-Objekts herangezogen werden kann, wenn vorab die Kategorisierungen nicht eindeutig war. Die Bewertung erfolgt anhand der Rechte der öffentlichen Hand nach Beendigung des Vertrags. Konkret wird auf eine marktkonforme Preisbestimmung für das Objekt zum Zeitpunkt der Übertragung abgezielt. Wenn diese vertraglich ausgeschlossen ist, sollte eine Bilanzierung seitens der öffentlichen Hand erfolgen. Im

der Public-Privat-Partnership durch die öffentliche Hand erhöht in diesem Fall die für den europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakt relevante Kreditaufnahme und den Schuldenstand.²⁸⁹

Tabelle 5: Risikoübertragung bei PPP-Finanzierungen

	Projektfinanzierung	Forfaitierung mit Einredeverzicht
Baurisiko	trägt gewöhnlich der private Betreiber	trägt privater Betreiber, da ein Einredeverzicht erst nach Abnahme des Projektes ausgesprochen wird
Ausfallrisiko	trägt gewöhnlich der private Betreiber	trägt privater Betreiber, sofern der Einredeverzicht nicht auf die Betriebsphase ausgeweitet wurde ²⁹⁰
Nachfragerisiko ²⁹¹	trägt gewöhnlich der private Betreiber, sofern keine Mindestzahlung vereinbart wurde	trägt privater Betreiber, sofern keine Mindestzahlung vereinbart wurde

Quelle: eigene Darstellung.

Zur Beurteilung der Auswirkungen der vorgegeben Bedingungen von Eurostat lassen sich gegebenenfalls die Organisationsformen und Merkmale der PPP-Modelle in Bezug auf die Risikoübertragung heranziehen.²⁹² Auf Basis der Modelleigenschaften lässt sich

Mittelpunkt steht dabei die Verwertung des Wirtschaftsgutes. Vgl. *Europäische Kommission, 2004a*, S. 10f. sowie Part VI.5.3.3 Aufzählung 46ff in *Europäische Union, 2010*, S. 258f.

²⁸⁹ Vgl. Part VI.5.1 Aufzählung 5ff. in: *Europäische Union, 2010*, S. 253.

²⁹⁰ Es besteht kein Anlass den Einredeverzicht auf die Zahlungen aus der Betriebsphase zu erweitern. Anderer Ansicht ist *Boll, 2007*, S. 82ff. Er bezieht sein Argument jedoch auf die Vollforfaitierung, die nicht den Bedingungen von Eurostat entspricht, und begründet dies mit der mangelnden Möglichkeit, das Entgelt zu kürzen. Weiter führt er aus, dass bei einer Teilforfaitierung genau zu prüfen ist, welche Risiken auf den Privaten übertragen worden sind.

²⁹¹ Das Nachfragerisiko ist abhängig von der Art und somit Ausgestaltung der angestrebten Kooperationsprojekte. So ist es kaum möglich das Auslastungsrisiko bei Schul-Projekten auf den privaten Partner zu übertragen. Infrage kommt für diese daher lediglich das Betreiber- oder Betriebsführungsmodell. Bei Straßenbauprojekten ist jedoch durch das Konzessionsmodell die Weitergabe des Nachfragerisikos an den Betreiber anzunehmen. Ausschlaggebend sind jedoch immer die genauen Vertragsdetails. Vgl. *Miksch, 2007*, S. 14, *Hopfe et al., 2009*, S. 175 sowie *Kleinlein & Stein, 2007*, S. 108f.

²⁹² Das Betreiber-, das Konzessions- sowie das Betriebsführungsmodell sind im Kapitel 2.2 „Organisationsformen“ beschrieben.

zunächst eine Risikoübertragung jedoch nicht eindeutig identifizieren – die individuelle Ausgestaltung der Verträge ist ausschlaggebend.²⁹³

Allerdings kann die Verteilung der Risiken anhand der Finanzierungsform abgegrenzt werden. Innerhalb der Projektfinanzierung werden diese nahezu vollständig durch die SPV getragen, wohingegen bei der Forfaitierung mit Einredevorzicht davon nicht ausgegangen werden kann. *Tabelle 5* zeigt eine Gegenüberstellung der beiden Finanzierungsformen.

Eurostat bewertet jedoch Verträge kritisch, bei denen eine Reallokation der Risiken durch Garantien stattfindet.²⁹⁴ Als Grundlage dient die ESVG 95.²⁹⁵ Eine strenge Auslegung der Buchungsvorschrift kann dazu führen auch die Forfaitierung mit Einredevorzicht als staatliche Garantie zu werten. Dies wäre jedoch lediglich der Fall, wenn die Risiken durch einen Einredevorzicht vor Bauende wieder zurückübertragen werden.²⁹⁶ Speziell dieses Argument, das sich auf Part VI.5.3.5, Aufzählung 65 des ESVG 95-Handbuchs bezieht, führen Kritiker der Forfaitierung mit Einredevorzicht an:

“If at inception or during construction, government guarantees cover a majority of the capital cost of the PPP project, the asset is recorded in the government's balance sheet. It would be the same if a given return is insured to the partner in all circumstances.”²⁹⁷

Allerdings garantiert die abstrakte Zahlungsverpflichtung lediglich die Zahlung der eigenen Verbindlichkeiten für einen vorab geprüften Gegenstand.²⁹⁸ Somit ist nicht von einer Zahlung unter allen Umständen auszugehen. Von einer Risikoübertragung auf die öffentliche Hand kann nicht per se ausgegangen werden.

²⁹³ Vgl. *Kleinlein & Stein, 2007*, S. 110 sowie 112, siehe auch *Statistisches Bundesamt, 2011*, S. 15.

²⁹⁴ Eurostat beschreibt diesen Vorgang als nicht ungewöhnlich, wenngleich der öffentliche Sektor zunächst nicht an einer direkten Investition oder der damit verbundenen Kreditaufnahme interessiert ist. Vgl. hierzu und im Folgenden: *Europäische Kommission, 2004a*, S. 11f., siehe auch Part VI.5.3.4 Aufzählung 56ff. in *Europäische Union, 2010*, S. 259f. sowie *European PPP Expertise Centre, 2010a*, S. 18ff.

²⁹⁵ Vgl. hierzu und im Folgenden: Part VI.5.3.5 Aufzählung 60ff. in *Europäische Union, 2010*, S. 260f.

²⁹⁶ Der Einredevorzicht erfolgt jedoch erst im Anschluss an die Bauphase. Zusätzlich können weitere Mechanismen genutzt werden um das Baurisiko für die öffentliche Hand auszuschließen. Denkbare Mängel- oder Schadenersatzansprüche seitens des beauftragenden privaten Partners gegenüber dem Subunternehmen können an den öffentlichen Auftraggeber abgetreten werden. Hinzu kommen Sicherungsinstrumente wie Vertragserfüllungsbürgschaften durch den privaten Partner und Drittbegünstigung durch den beauftragten Subunternehmer während der Bauphase. Vgl. *Schöne & Schäfer, 2005*, S. 32f.

²⁹⁷ Vgl. Part VI.5.3.5 Aufzählung 65. Siehe: *Europäische Union, 2010*, S. 260.

²⁹⁸ Vgl. Kapitel 3.1.2 „Einrede-, Einwendungs- und Aufrechnungsverzicht“

Die Einordnung der Finanzierung durch die nationalen Statistikbehörden überprüft Eurostat im Rahmen des Verfahrens bei übermäßigem Defizit (EDP)²⁹⁹ in regelmäßigen Abständen. Eurostat stellte mehrfach fest, dass eine systematische Zusammenstellung der Informationen über PPP-Projekte auf nationaler Ebene nicht erfolgt:

„Eurostat noted that the situation in Austria is similar to some other countries on this issue, with a lack of systematic collection of information on PPPs.“³⁰⁰

Die Datenlage in Großbritannien aber auch in Deutschland kann vergleichsweise als komfortabel angesehen werden. Jedoch kann auch anhand der verfügbaren Daten keine Korrelation zwischen der gemeldeten Staatsverschuldung und eingegangener PPP-Projekte abgeleitet werden. Im Anschluss an die Klarstellung der Verbuchungsregelung durch Eurostat im Jahr 2004 konnte insbesondere in Deutschland ein stetiger Anstieg verzeichnet werden.³⁰¹ Für einen gleichzeitigen möglichen Rückgang der Staatsverschuldung waren die Volumina der eingegangenen PPP-Projekte zu gering. Auch eine Korrelation zur staatlichen Investitionstätigkeit kann aufgrund der Datenlage nicht überprüft werden.

In Deutschland entsprechen – ausgehend von einer offiziellen Gesamtanzahl von 200 Projekten per 30.04.2015 und einem Investitionsvolumen von circa 8,5 Milliarden Euro – PPP-Projekte einem Anteil von 0,3 Prozent des Bruttoinlandsproduktes von 2014 und 0,4 Prozent der Staatsverschuldung.³⁰² Diese Zahlen suggerieren einen geringen statistischen Einfluss von PPP auf die Staatsverschuldung. Problematisch ist jedoch das Verfahren der Datenerhebung. Zwar geht Eurostat davon aus, dass die durch Destatis gemeldeten PPP-Projektvolumina der Realität sehr nahe kommen. Validierbar sind die Daten allerdings nicht.³⁰³ Eine verpflichtende Meldung von neu eingegangenen

²⁹⁹ Excessive Deficit Procedure, Vgl. *Eurostat, Stand: 23.06.2015b*. Rechtliche Grundlage ist der Artikel 104 des EG-Vertrags, seit 01.09.2009 Artikel 126 des Vertrags über die Arbeitsweise der europäischen Union. Vgl. *Eurostat, Stand: 23.06.2015a*.

³⁰⁰ Vgl. *Eurostat, 31.01.2007*, S.17.

³⁰¹ Vgl. *PPP-Projektbank, Stand: 28.06.2015*. Weitere Unterstützung fand die PPP durch das ÖPP-Beschleunigungsgesetzes vom 01.09.2005.

³⁰² Es wird von einem Bruttoinlandsprodukt von rund 2,9 Billionen Euro und Schuldenstand von circa 2,1 Billionen Euro ausgegangen. Für die Datenbasis siehe: *Pressemitteilung 186/2015: „Bereitstellung der Daten zu Defizit und Schuldenstand 2014 – zweite Meldung“*, Eurostat, 21.10.2015 sowie *Eurostat: Bruttoverschuldung des Staates - jährliche Daten, Stand: 22.11.2015*. Vgl. auch: *PPP-Projektbank, Stand: 28.06.2015*.

³⁰³ Vgl. *Tabelle 6*.

Projekten erfolgt nicht. Aufgrund der Grundgesetzänderung und des hohen Investitionsstaus ist das Potential für einen Anstieg von PPP-Projekten groß. Deutschland gilt in diesem Zusammenhang als attraktiver Markt.

Vergleichsweise sei auf den als gesättigt geltenden Markt für Public-Private-Partnerships in Großbritannien verwiesen. Bis zum Ende des Jahres 2006 wurden über 790 Verträge, mit einem Kapitalwert von 54,5 Milliarden Britischen Pfund (GBP) eingegangen.³⁰⁴ Dies entspricht circa 4,4 Prozent des damaligen Bruttoinlandsprodukts. Die Anzahl der Verträge schwankte in den Jahren danach leicht. Im März 2014 waren es 728 Projekte mit einem Kapitalwert von 56,6 Milliarden GBP, rund 3,7 Prozent des Bruttoinlandsprodukts.³⁰⁵ Wie das britische Finanzministerium in einer Aufstellung³⁰⁶ zeigt, wurden von diesen Projekten lediglich 52 – mit einem Kapitalwert von rund 3,9 Milliarden GBP – als on-balance-sheet gemäß ESVG 95 verbucht. Weitere 187 Projekte waren als off-balance-sheet gekennzeichnet, während für alle restlichen keine Einordnung möglich war. Auch für Großbritannien kann keine Korrelation zwischen der Entwicklung von PPP und der Staatsverschuldung aufgezeigt werden. Zu groß sind die Einflüsse weiterer Variablen wie der Finanzkrise oder von Privatisierungen.

Tabelle 6 zeigt eine Zusammenfassung der qualitativen Bewertung durch Eurostat in den letzten Jahren von ausgewählten Ländern.

³⁰⁴ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Eurostat*, 22.06.2007, S. 13f.

³⁰⁵ Vgl. *HM Treasury*, 2014b, S. 3.

³⁰⁶ Das HM Treasury veröffentlicht jährlich im März eine Datenbank der PFI-Projekte. Vgl. *HM Treasury*, 2014a.

Tabelle 6: Qualität der PPP-Datenerhebung in ausgewählten Ländern

	Erfassungsprozess von PPP-Projekten	Bewertung durch Eurostat
Deutschland ³⁰⁷	durch Destatis auf Basis von Datenbanken des Bundesbauministeriums, des Baugewerbes sowie Pressemeldungen	seit 2007 werden alle bekannten PPP-Projekte als on-balance-sheet verbucht
Frankreich ³⁰⁸	keine zwingende zentrale Erfassung	Eurostat bezweifelt die Vollständigkeit der gemeldeten PPP-Projekte
Großbritannien ³⁰⁹	zentral durch HM-Treasury	Eurostat monierte mehrfach, lückenhafte Daten; 2011 empfahl Eurostat daher die Verbuchung aller PPP-Projekte als on-balance-sheet
Spanien ³¹⁰	seit 2009 versandt von Fragebögen an regionale Verwaltungen	kommunale und zentralstaatliche PPP sind fast vollständig on-balance-sheet. Zusammen mit den Autonomen Gemeinschaften sind jedoch über 50% der PPP off-balance-sheet
Italien ³¹¹	seit 2007 versandt von Fragebögen an die Regionen, seit 2009 Überwachung durch eine zentrale PPP Task Force ³¹²	2013 betonte Eurostat die konstruktive Arbeit zur Überwachung und Verbuchung von PPP in Italien
Österreich ³¹³	seit 2010 werden die Daten unregelmäßig durch die Statistikbehörde erhoben	zentrale Erhebung gewährleistet noch nicht die vollständige Einordnung aller Projekte im Rahmen der ESVG

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: *Eurostat, (31.01.2007)*.³¹⁴

³⁰⁷ Vgl. *Kuschel, 23.05.2012, Eurostat, 07.09.2007* sowie *Eurostat, 27.07.2011*, S. 20. Die Verbuchung aller PPP-Projekte als on-balance-sheet ist das Resultat mangelnder Transparenz der Projektverträge und somit nicht eindeutig den Risiken zuordenbar. Vgl.: *Fratzscher et al., 2015*, S. 28.

³⁰⁸ Vgl. *Eurostat, 15.10.2008*, S. 19. sowie *Eurostat, 26.04.2012*, S. 15. Die Zweifel an der Vollständigkeit der Daten werden durch unterschiedliche Datenquellen von PPP-Institutionen gestützt. Vgl. *Centre d'Expertise Français pour l'Observation des Partenariats Publics Privés, Stand: 28.06.2012* sowie *European PPP Expertise Centre, 2012*, S. 4.

³⁰⁹ Seit 2010 nutzt das Office for National Statistics die Rechnungslegungsvorschriften nach IFRS. Die Verbuchung von PPP basiert darin auf einem Kontrollansatz, wie in Kapitel 3.5.3 „Anrechnung gemäß IPSAS“ dargestellt. Dieser Ansatz hat zur Folge, dass verglichen mit dem Risikoansatz von Eurostat mehr PPP-Projekte on-balance verbucht werden müssen. Für die Meldungen an Eurostat wird jedoch weiterhin das „Manual on Government Deficit and Debt“ der Europäischen Union verwendet. Vgl. *Eurostat, 24.04.2009*, S. 19, *Eurostat, 10.05.2011*, S. 19, sowie *HM Treasury, 2010*, S. 4.

³¹⁰ Vgl. *Eurostat, 28.09.2009*, S. 21 sowie *Eurostat, 30.08.2013*, S. 29.

³¹¹ Vgl. *Eurostat, 19.09.2007*, S. 10 sowie *Eurostat, 27.09.2013*, S. 26f.

³¹² Vgl. *L'Unità Tecnica Finanza di Progetto, Stand: 16.02.2015*.

³¹³ Vgl. *Eurostat, 31.01.2007*, S. 17, *Eurostat, 08.11.2010*, S. 21 sowie *Eurostat, 08.01.2013*, S. 32f.

³¹⁴ Die Übersicht basiert auf der Auswertung der Final Findings der letzten Jahre, die bis zum 16.02.2015 veröffentlicht wurden. Vgl. *Eurostat, Stand: 16.02.2015*.

3.5.3 Anrechnung gemäß IPSAS³¹⁵

Zu den aktuellen Fortentwicklungen der Buchungsvorschriften der öffentlichen Haushalte, bezogen auf PPP-Verträge, zählt die in 2011 veröffentlichte „IPSAS 32, Service Concession Arrangements: Grantor“ des International Public Sector Accounting Standards Board (IPSASB)^{316, 317}. Erklärtes Ziel der Einführung der IPSAS ist es, die Buchhaltungsstandards für die öffentlichen Haushalte denen der Privatwirtschaft anzunähern.

Die zuletzt erarbeitete IPSAS 32 soll die bereits vorhandenen Regelungen ergänzen.³¹⁸ Zu den bisher auf PPP anwendbaren Standards zählen hauptsächlich die IPSAS 17 - Property, Plant and Equipment³¹⁹ sowie der Leasingansatz gemäß IPSAS 13 – Leases.³²⁰ Während die IPSAS 17 die Anforderungen an einen zu bilanzierenden Vermögenswert definiert, grenzt die IPSAS 13 das Finanzierungsleasing vom Operating-Leasing ab und nimmt anhand der zu tragenden Risiken eine Bilanzzuordnung vor.³²¹

Im Gegensatz zur Verfahrensweise von Eurostat basiert der IPSAS 32-Ansatz nicht auf der Risikoeinordnung, sondern auf dem Kriterium der Kontrolle.³²² Die entscheidenden Merkmale für die bilanzielle Zuordnung sind:³²³

³¹⁵ International Public Sector Accounting Standards (IPSAS) ist eine vom International Public Sector Accounting Standards Board (IPSASB) veröffentlichte Auslegung von Rechnungslegungsstandards für die öffentliche Hand.

³¹⁶ Das IPSASB ist unabhängiger Bestandteil der International Federation of Accountants (IFAC). Vgl. *International Public Sector Accounting Standards Board, 30.06.2010*, S. 2.

³¹⁷ Hierzu und im Folgenden: IPSASB Approves IPSAS 32-Service Concession Arrangements: Grantor and Annual Improvements Standards. Die IPSAS 32 fanden 2012 Einzug in das „2012 Handbook of International Public Sector Accounting Pronouncements“. Vgl. *International Public Sector Accounting Standards Board, 2012a*, S. 1403ff.

³¹⁸ Vgl. *Schuler et al., 2009*, S. 33. Wenngleich die meisten PPP-Formen mit den bestehenden IPSAS abzubilden sind. Der Fokus liegt nach Ansicht von *Schuler et al. (2009)* neben der vollständigen Abbildung der Risiken und Garantien, vor allem in der Bilanzierung der Infrastruktur als Vermögenswert. Vgl. *Schuler et al., 2009*, S. 5f.

³¹⁹ IPSAS 17 – Sachanlagen, vgl. *International Public Sector Accounting Standards Board, 2012a*, S. 481ff.

³²⁰ Zu den weiteren zählen IPSAS 6 bis 9 (Konsolidierung), IPSAS 15 (Finanzinstrumente), IPSAS 16 (als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien), IPSAS 19 (Rückstellungen, Eventualverbindlichkeiten und Eventualforderungen). Vgl. *Schuler et al., 2009*, S. 121.

³²¹ Vgl. IPSAS 13, §§ 15 und 16 *International Public Sector Accounting Standards Board, 2012a*, S. 346.

³²² Vgl. *European PPP Expertise Centre, 2010a*, S. 22. Der von Eurostat genutzte Ansatz basiert hingegen auf der Definition von Leasing. Analog der Differenzierung zwischen dem Finance Lease und dem Operating Lease gemäß IPSAS 13 §§ 8 und 15 vgl. *Schuler et al., 2009*, S. 122 sowie *International Public Sector Accounting Standards Board, 15.01.2012*, S. 342ff.

³²³ Vgl. hierzu und im Folgenden: § 9 der IPSAS 32, siehe: *International Public Sector Accounting Standards Board, 2012a*, S. 1408, siehe auch: *Schuler et al., 2009*, S. 36.

1. die Kontrolle über die Art der angebotenen Servicedienstleistungen, wer diese empfangen soll und zu welchem Preis.

2. Weiterhin ist die Kontrolle über den Restwert des Vermögensgegenstands zum Ende der Partnerschaft entscheidend.

Wenn diese Kombination von Kontrolle durch den Staat vorzuweisen ist, muss dieser den Vermögensgegenstand und die Finanzierung bilanzieren.

Tabelle 7: Kontrollansatz bei PPP-Projekten

	Umfang der Kontrolle durch die öffentliche Hand	Bilanzierung		
PPP-Vertrag	Kontrolle über Dienstleistung und Restwert	Bilanzierung bei öffentlicher Hand (IPSAS 32)		
	lediglich Dienstleistung kontrolliert	kein Finanzleasing	Bilanzierung bei privatem Partner (IPSAS 32)	
		Finanzleasing	Bilanzierung bei der öffentlichen Hand (IPSAS 13)	
	lediglich Restwert kontrolliert	BOOT-PPP ³²⁴ , zumeist als Finanzleasing	Bilanzierung bei der öffentlichen Hand (IPSAS 13), bei Eigentumsübertragung des Objektes Aktivierung bei der öffentlichen Hand (IPSAS 17)	
		Sanierung von bestehendem Wirtschaftsgut der öffentlichen Hand	Übertragung des Gutes an privaten durch Finanzleasing, Bilanzierung bei privatem Partner (IPSAS 13)	
Übertragung des Gutes an privaten Partner durch Verkauf ggf. mit Rückkaufoption, Bilanzierung bei privatem Partner (IPSAS 17)				

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: *Schuler et al. (2009)*.

Nach Ansicht des IPSASB wurde die Einführung dieser Auslegung für Rechnungslegungsstandards notwendig, da bisher bei Konzessionspartnerschaften die

³²⁴ Build-Own-Operate-Transfer.

Möglichkeit bestand, Vermögenswerte weder auf der privaten noch auf der öffentlichen Seite zu verbuchen.³²⁵ Zudem argumentiert das IPSASB, dass die Einordnung von Dienstleistungskonzessionen anhand der Risikozuordnung weniger den ökonomischen Aspekten entspricht und daher unangemessen ist.³²⁶

Für die öffentliche Hand ist die Wertung der beiden Kontrollkriterien und letztlich die Frage des wirtschaftlichen Eigentums ausschlaggebend.³²⁷ Wobei für eine Nichtanrechnung lediglich eines der Kriterien in Frage zu stellen ist. Somit stellt sich die Aufgabe, einzelne Konzessions-PPPs zu identifizieren, die entweder die Kontrolle der Dienstleistung oder des Restwerts aufseiten der öffentlichen Hand manifestieren.³²⁸

Sollte lediglich die **Kontrolle der Dienstleistung** auf staatlicher Seite vorhanden sein, ist zu prüfen, ob es sich gegebenenfalls um ein Finanzleasing handelt und gemäß IPSAS 13 verbucht werden muss. Der Leasinggeber stellt in diesem Fall den Vermögenswert zur Verfügung, betreibt diesen gegebenenfalls selbst und hat nach Beendigung der Partnerschaft weiterhin die Eigentumsrechte. Die öffentliche Hand bestimmt lediglich, wer die Dienstleistung zu welchem Preis empfängt. Das Feststellen der Leasingausprägung ist anhand der Kriterien von IPSAS 13 möglich. Konkret handelt es sich um ein Finanzierungsleasing, wenn nahezu alle Risiken, die mit dem Eigentum verbunden sind, auf den Leasingnehmer übertragen werden.³²⁹ Dies ist der Fall, wenn eines oder mehrere der folgenden Kriterien erfüllt sind:³³⁰

1. Am Ende des Leasingverhältnisses wird dem Leasingnehmer das Eigentum am Vermögenswert übertragen.

³²⁵ Vgl. IPSAS 32, Basis for Conclusions (BC) 2. *International Public Sector Accounting Standards Board, 2012a*, S. 1434.

³²⁶ Vgl. IPSAS 32, Basis for Conclusions (BC) 12. *International Public Sector Accounting Standards Board, 2012a*, S. 1436. Demgegenüber erläutern *Schuler et al. (2009)*, dass beide Ansätze wirtschaftliche Betrachtungsweisen widerspiegeln, allerdings der Kontrollansatz eindeutige Ergebnisse liefert. *Schuler et al., 2009*, S. 122ff.

³²⁷ Vgl. *Schuler et al., 2009*, S. 126.

³²⁸ Falls beide Kriterien für die öffentliche Hand verneint werden, handelt es sich um eine Privatisierung, also den vollständigen Transfer der Aufgabe und des Vermögensgegenstands. Vgl. *Schuler et al., 2009*, S. 7. Werden hingegen beide Kriterien bejaht, erfolgt die Zuordnung zwingend in der Bilanz der öffentlichen Hand. *Schuler et al., 2009*, S. 38. Dabei kann dann die Bilanzierung je nach Ausgestaltung der Verträge auch als Leasing erfolgen. Vgl. Anhang 1 „Leitfaden zur Bestimmung einer Dienstleistungskonzession“ in *Schuler et al. (2009)*.

³²⁹ Vgl. IPSAS 13, § 13, *International Public Sector Accounting Standards Board, 15.01.2012*, S. 345, siehe auch: *Schuler et al., 2009*, S. 42.

³³⁰ Vgl. IPSAS 13, § 15 *International Public Sector Accounting Standards Board, 15.01.2012*, S. 346 sowie *Schuler et al., 2009*, S. 42.

2. Der Leasingnehmer hat die Option, den Vermögenswert zu einem Preis zu erwerben, der erwartungsgemäß deutlich niedriger als der zum möglichen Optionsausübungszeitpunkt tatsächliche Wert des Vermögenswerts ist, sodass zu Beginn des Leasingverhältnisses hinreichend sicher ist, dass die Option ausgeübt wird.
3. Die Laufzeit des Leasingverhältnisses umfasst den überwiegenden Teil der wirtschaftlichen Nutzungsdauer des Vermögenswerts, auch wenn das Eigentumsrecht nicht übertragen wird.
4. Zu Beginn des Leasingverhältnisses entspricht der Barwert der Mindestleasingzahlungen im Wesentlichen mindestens dem tatsächlichen Wert des Leasinggegenstands.
5. Die Leasinggegenstände haben eine derart spezielle Beschaffenheit, dass nur der Leasingnehmer sie ohne wesentliche Veränderungen nutzen kann.
6. Die Leasinggegenstände sind nur schwer durch andere Vermögenswerte ersetzbar.

Ergänzt werden diese Kriterien durch weitere Indikatoren, die zu einer Bewertung als Finanzierungsleasing führen können. Diese sind:³³¹

1. Wenn der Leasingnehmer das Leasingverhältnis auflösen kann, werden die in Verbindung mit der Auflösung entstehenden Verluste des Leasinggebers vom Leasingnehmer getragen.
2. Gewinne oder Verluste, die durch Schwankungen des tatsächlichen Werts des Restwerts entstehen, fallen dem Leasingnehmer zu (beispielsweise in Form einer Mietrückerstattung, die einem Großteil des Verkaufserlöses am Ende des Leasingverhältnisses entspricht) und

³³¹ Vgl. IPSAS 13, § 16 *International Public Sector Accounting Standards Board, 15.01.2012*, S. 346 sowie *Schuler et al., 2009*, S. 43.

3. der Leasingnehmer hat die Möglichkeit, das Leasingverhältnis für eine zweite Zeitperiode zu einer Miete fortzuführen, die wesentlich niedriger als die marktübliche Miete ist.

Im Falle einer ausschließlichen Kontrolle über die Dienstleistung wird dies nicht zu einer Einordnung als Finanzierungsleasing führen; allerdings besteht noch die Möglichkeit der Eingruppierung als Sale-and-Lease-Back-Transaktion nach IPSAS 13, §§ 70ff.³³² Ebenso sind vertragliche Konstruktionen denkbar, nach denen der öffentliche Partner zwar während der Vertragslaufzeit die Kontrolle über den Vermögenswert hat, diese jedoch am Ende dem privaten Partner übergibt. Dies hätte eine Ausbuchung der Sachanlage nach IPSAS 17 zur Folge.³³³

Finden keine der bestehenden IPSAS Regelungen Anwendungen, gelten die Kontrollkriterien des IPSAS 32 für einen Konzessionsvertrag.³³⁴ Eine Buchung des Vermögenswerts aufseiten der öffentlichen Hand ist dann nicht zwingend, da annahmegemäß keine Kontrolle über den Restwert – und somit beide Kriterien – besteht. Die Gestaltung von PPP-Verträgen, die das Ziel haben, die Aktivierung auch der Mittelherkunft zu vermeiden, sollte sich somit an den oben genannten Kriterien orientieren.

Für den zweiten Fall der Kontrollaufteilung einer Dienstleistungskonzession – lediglich der **Restwert wird durch öffentliche Hand kontrolliert** – erläutern *Schuler et al. (2009)*, dass zunächst zu klären ist, ob es sich um eine neu geschaffene oder sanierte Sachanlage handelt.³³⁵ Sollte durch die PPP, beziehungsweise durch den privaten Partner, ein neuer Vermögenswert geschaffen worden sein, handelt es sich gegebenenfalls um eine Build-Own-Operate-Transfer-PPP. Der private Partner baut, besitzt, betreibt und überträgt den Vermögenswert zum Ende der Laufzeit an die öffentliche Hand. Diese zahlt hierfür den Kaufpreis; eine Aktivierung in der öffentlichen Bilanz muss zum Zeitpunkt der Übertragung erfolgen. Zwar müssen etwaige Vorauszahlungen, die ausdrücklich den Kauf betreffen, in beiden Bilanzen aktiviert werden, der eigentliche Vermögensübertrag würde jedoch erst nach Ende der

³³² Vgl. IPSAS 13, §§ 70ff. *International Public Sector Accounting Standards Board, 2012a*, S. 356f. sowie hierzu und im Folgenden: *Schuler et al., 2009*, S. 43f.

³³³ Konkret IPSAS 17, §§ 18ff., *International Public Sector Accounting Standards Board, 2012a*, S. 503f.

³³⁴ Vgl. *Schuler et al., 2009*, S. 40 sowie 36ff. Vgl. auch § 9 der IPSAS 32, siehe: *International Public Sector Accounting Standards Board, 2012a*, S. 1408.

³³⁵ Diese und die folgenden Ausführungen nehmen direkten Bezug auf: *Schuler et al., 2009*, S. 44f.

PPP-Laufzeit stattfinden. Dies gilt auch für die aufgewandten Mittel, was den politischen Entscheidungsträgern weiterhin das Phänomen der blame avoidance ermöglichen würde.

Allerdings ist zu prüfen, ob es sich bei dem Vertragsgegenstand um eine Sachanlage nach IPSAS 17 handelt. In diesem Fall würde IPSAS 17 - Property, Plant and Equipment § 14, vorschreiben, dass die Kosten einer Sachanlage als Vermögenswert zu bilanzieren sind. Eine Einordnung erfolgt, wenn:³³⁶

1. es wahrscheinlich ist, dass zukünftiger wirtschaftlicher Nutzen oder ein Dienstleistungspotenzial diesem Zusammenhang der Wirtschaftseinheit zufließt, und
2. die Anschaffungskosten oder der Marktwert der Anlage zuverlässig ermittelt werden können.

Beide Annahmen sollten bei einer Build-Own-Operate-Transfer-PPP erfüllt sein. So ist es hinreichend wahrscheinlich, dass der Vermögensgegenstand in Zukunft mit allen Rechten, die das Eigentum betreffen, der öffentlichen Hand zur Verfügung steht. Auch der Wert der Anlage lässt sich anhand der Erstellungskosten konkret beziffern. Allerdings ist ein Vermögensgegenstand gemäß IPSAS 17 durch IPSAS 1 § 7 definiert und erfordert die Kontrolle über den Gegenstand seitens der öffentlichen Hand.³³⁷ Letztlich obliegt eben diese, durch die Kontrolle der Dienstleistung während der Laufzeit, dem privaten Partner. Es handelt sich somit erst nach Ablauf des PPP-Vertrags um einen Vermögensgegenstand, der IPSAS 17 gerecht wird.

Auch eine Prüfung auf Vorliegen eines Finanzleasings muss abermals erfolgen. Der Tatsache geschuldet, dass die Sachanlage nach Abschluss des Vertrags in die öffentliche Hand und somit dem Leasingnehmer übergeht, erfüllt der Sachverhalt bereits die erste Bedingung der Kriterien des Finanzleasings. Eine Buchung muss nach IPSAS 13 erfolgen.

Anders verhält es sich bei einem bereits bestehenden Anlagegut. Ein solches befindet sich zumeist im Besitz der öffentlichen Hand. Die Übertragung auf den privaten Partner,

³³⁶ Vgl. IPSAS 17, § 14 *International Public Sector Accounting Standards Board, 2012a*, S. 490.

³³⁷ Vgl. IPSAS 1, § 7. Siehe: *International Public Sector Accounting Standards Board, 2012b*, S. 30f.

mit dem Ziel, diesem das Betreiben und somit das Erfüllen der Dienstleistungskonzession zu ermöglichen, kann in zwei Formen erfolgen.

Einerseits kann der öffentliche Partner als Leasinggeber auftreten und die Sachanlage zur Verfügung stellen. Hierbei ist erneut zwischen den beiden Leasingvarianten zu unterscheiden. Handelt es sich um ein Finanzleasing, muss der private Partner als Leasingnehmer die Anlage bilanzieren, während bei einem operativen Leasing die Bilanzierung des Vermögenswerts beim Leasinggeber, also der öffentlichen Hand, zu erfolgen hat.³³⁸ Andererseits kann der Vermögenswert auch ohne den Leasingcharakter als Sachanlage auf den privaten Partner übertragen werden. Der Vermögenswert ist aus der öffentlichen Bilanz zu buchen.³³⁹ Eine vertragliche Pflicht des Rücktransfers begründet Forderungen in der Bilanz der öffentlichen Hand gegenüber dem privaten Partner.

Auch Finanzgarantien, Rückstellungen und Eventualverbindlichkeiten sind nach IPSAS zu berücksichtigen. Explizit Erwähnung finden in IPSAS 15, § 19 Mindesteinnahmegarantien, die als finanzielle Verbindlichkeit zu buchen sind.³⁴⁰ Im Sinne der Definition eines Finanzinstruments nach IPSAS 19, § 9, stellt die finanzielle Verbindlichkeit die Gegenposition zu dem beim privaten Partner gebuchten finanziellen Vermögenswert dar.³⁴¹

Anhand verschiedener Fallbeispiele erläutern *Schuler et al. (2009)* die Anwendung der IPSAS-Vorschriften. Sie kommen zudem zum Schluss, dass von einer öffentlichen Kontrolle der Dienstleistung in den meisten Fällen auszugehen ist.³⁴² Wenn die Sicherung der Daseinsvorsorge eine Kernmotivation der öffentlichen Hand darstellt und nicht die Investition in eine Sachanlage, sollte der Umfang und die Empfänger der Dienstleistung ein vertraglicher Bestandteil der meisten Verträge sein. Somit ist für die Beurteilung der Bilanzierung die Kontrolle über den Restwert der ausschlaggebende Faktor.

³³⁸ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Schuler et al., 2009*, S. 44f.

³³⁹ Vgl. *International Public Sector Accounting Standards Board, Stand: 30.01.2013*.

³⁴⁰ Vgl. IPSAS 15, § 19, siehe: *International Public Sector Accounting Standards Board, 2012a*, S. 397.

³⁴¹ Vgl. IPSAS 15, § 9, siehe: *International Public Sector Accounting Standards Board, 2012a*, S. 394f.

³⁴² Vgl. *Schuler et al., 2009*, S. 126. *Engel et al. (2014)* plädieren dafür, dass die Projektgesellschaft immer auf Seiten der öffentlichen Hand zu bilanzieren sei. „..., our proposal argues that infrastructure procured via a PPP should be considered public. In our view, it should be indifferent whether the entity [SPV, *Anm. des Verf.*] performing the function is part of the public sector or privately owned.“ Vgl. *Engel et al., 2014*, S. 108.

In den Fallbeispielen von *Schuler et al. (2009)* wird allerdings jeweils der Zeitpunkt der Erfassung außer Acht gelassen.³⁴³ Dies kann jedoch unter Anwendung der IPSAS-Buchungsstandards ein entscheidender Anreiz für die öffentliche Hand sein, Investitionen mittels PPP umzusetzen. Die zu buchende Mittelherkunft könnte weit in die Zukunft verschoben werden und blame avoidance ein ausschlaggebendes Kriterium darstellen.

Des Weiteren räumen die Autoren ein, dass es sich um eine äußerst komplexe Darstellung in der Rechnungslegung handelt.³⁴⁴ Auch wird eine Eventualität beschrieben, die eine Buchung aufseiten der öffentlichen Hand nach IPSAS unmöglich macht.³⁴⁵

Für die Entscheidung der Zuordnung nach IPSAS 13, 17 oder 32 anhand der Kontrolle über die Dienstleistung, den Restwert und die daraus resultierenden bilanziellen Folgen, sind abermals die Details der Verträge von Bedeutung.³⁴⁶ Für die verpflichtende Ermittlung dieser Daten fehlt es aktuell allerdings an Vorschriften innerhalb einiger der Mitgliedsländer der Europäischen Union.

Im Vergleich zur Risikoordnung innerhalb der ESVG 95 hat der Kontrollansatz der IPSAS 32 Vorzüge. Bei einer Umsetzung wäre dieser ein entscheidender Schritt zu einer Harmonisierung der öffentlichen Buchungsvorschriften mit denen der privatwirtschaftlichen Unternehmen (IFRIC).

Im November 2011 wurde durch die Richtlinie *2011/85/EU* der Auftrag an die Europäische Kommission erteilt, die Frage zu bewerten, ob die IPSAS für die EU-Mitgliedstaaten geeignet sind.³⁴⁷ Der am 06.03.2013 vorgelegte Bericht befürwortet die Einführung, zeigt aber zugleich Hürden auf.

³⁴³ Vgl. *Schuler et al., 2009*, S. 52.

³⁴⁴ Vgl. *Schuler et al., 2009*, S. 120f.

³⁴⁵ Dabei handelt es sich um ein Konzessionsmodell, in welchem der Betreiber das Recht hat, das Nutzungsentgelt direkt von den Nutzern zu erheben. Darin wird kein Leasingentgelt erhoben und die öffentliche Kontrolle beschränkt sich lediglich auf die Dienstleistung, da der Restwert vom privaten Partner kontrolliert wird. In diesem Fall erfolgt keine Buchung in der öffentlichen Bilanz. Vgl. *Schuler et al., 2009*, S. 103.

³⁴⁶ *Schuler et al. (2009)* bieten im Anhang 1 ihrer Studie einen Leitfaden zur Bestimmung der Dienstleistungskonzession an, der den Prozess der Einordnung in die IPSAS-Vorschriften aufzeigt. Vgl. *Schuler et al., 2009*, S. 135f.

³⁴⁷ Vgl. § 16 Absatz 3 der Richtlinie 2011/85/EU. *Rat der europäischen Union, 2011/85/EU*, S. 47.

Durch die Kommission wird zunächst festgestellt, dass die Staatsschuldenkrise aufzeigt, wie wichtig der Nachweis der Finanzstabilität der einzelnen Regierungen ist. Hierfür sind

„... in der Berichterstattung über die öffentlichen Finanzen mehr Stringenz und Transparenz erforderlich...“³⁴⁸

Die Kommission beschreibt in der genannten Richtlinie die mangelhafte Qualität der an Eurostat übermittelten statistischen Daten zur Haushaltsüberwachung.³⁴⁹

Es sollen Maßnahmen ergriffen werden, die zur Behebung der

„... Mängel bei den bestehenden Rechtsvorschriften durch die Ausweitung und Verbesserung von haushaltspolitischer Überwachung, gesamtwirtschaftlichen Strategien und Strukturreformen...“ [beitragen sollen. *Anm. des Verf.*]³⁵⁰

Zu diesen Maßnahmen zählt auch die Einführung harmonisierter Rechnungsführungssysteme in allen EU-Mitgliedstaaten, die zudem international anerkannt sein sollen.

Die IPSAS-Vorschriften werden für die neu zu schaffenden European Public Sector Accounting Standards (EPSAS) als Bezugsrahmen genutzt.³⁵¹ Hervorzuheben ist die Unterteilung der 32 IPSAS-Artikel in drei Gruppen. Unterschieden werden diese in:³⁵²

1. Normen, die ohne oder mit nur geringfügigen Anpassungen umgesetzt werden können;
2. Normen, bei denen Anpassungen notwendig sind oder die selektiv umgesetzt werden sollten; und

³⁴⁸ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Europäische Kommission, 06.03.2013b*, S. 2.

³⁴⁹ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Europäische Kommission, 06.03.2013b*, S. 5f. sowie Kapitel 3.5.2 „Anrechnung gemäß Eurostat“.

³⁵⁰ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Europäische Kommission, 06.03.2013b*, S. 6f.

³⁵¹ Vgl. *Europäische Kommission, 06.03.2013b*, S. 10.

³⁵² Vgl. *Europäische Kommission, 06.03.2013b*, S. 13.

3. Normen, für deren Umsetzung Änderungen als notwendig erachtet werden.

Inwieweit speziell die Fragestellung einer transparenten Abbildung von PPP-Finanzierungen berücksichtigt wird, ist aus dem vorliegenden Bericht nicht ersichtlich.

3.6 Zwischenfazit erster Teil

Im ersten Teil der Arbeit wurde die Public-Private-Partnership als ein Finanzierungsinstrument für Infrastrukturinvestitionen beschrieben. Es konnte aufgezeigt werden, dass dieses Finanzierungsinstrument in der Lage ist, gezielt Lücken in den unterschiedlichen Bilanzierungsregeln zu nutzen.

Die allgemeinen Ziele der PPP-Förderung basieren auf der Erneuerung der Infrastruktur trotz der schlechten Finanzlage der meisten öffentlichen Haushalte. Damit einher geht die Schaffung oder Erhaltung von regionalen Arbeitsplätzen und der Daseinsvorsorge. Neben den Nationalstaaten in Europa forciert auch die Europäische Union die Weiterentwicklung und Modernisierung der Infrastruktur. Die Inanspruchnahme von privatem Kapital wird hierfür ausdrücklich begrüßt.

Der Anreiz für die öffentliche Hand, eine PPP einzugehen, ist bestimmt durch eine Vielzahl von Motiven. Die jeweilige Gewichtung der Beweggründe unterliegt den individuellen Interessen der politischen Entscheidungsträger. Elementar ist jedoch die Tatsache des eingeschränkten finanziellen Spielraums der öffentlichen Hand. Als ein wesentliches Motiv für das Eingehen einer PPP wird daher das Generieren von privatem Kapital angesehen. Hinzuzählen lässt sich die Möglichkeit, die Finanzierung derart auszugestalten, dass der Verschuldungsgrad der Auftraggeber nicht tangiert wird. Das Begleichen der Kosten wird gleichzeitig weit in die Zukunft verlagert und ermöglicht das Phänomen der blame avoidance. So konnte gezeigt werden, dass im Regelfall durch eine PPP für die öffentliche Hand keine Finanzschuld, sondern lediglich eine Verwaltungsschuld entsteht. Diese unterliegt jedoch nicht den Bedingungen der Kreditaufnahme nach Artikel 115 GG.³⁵³

Im Rahmen des Europäischen Systems volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung (ESVG 95) wurde durch Eurostat die Interpretation bezüglich der Verbuchung von PPP-Verträgen präzisiert. Dabei wird auf eine Risikobetrachtung abgestellt. Die Vorgaben von Eurostat definieren, welche Risiken einer PPP nicht von der öffentlichen Hand getragen werden dürfen, um auch nach diesen Buchungsvorschriften eine Off-Balance-Sheet-Finanzierung zu erreichen.³⁵⁴

³⁵³ Vgl. Kapitel 3.5.1 „Anrechnung gemäß Grundgesetz“.

³⁵⁴ Vgl. Kapitel 3.5.2 „Anrechnung gemäß Eurostat“.

Es bestehen allerdings berechtigte Zweifel, dass innerhalb der ESVG 95 alle PPP gemäß den Eurostat-Regeln verbucht sind. Hinzu kommen verschiedene staatliche Finanzierungsgarantien, die eine Reallokation der zunächst übertragenen Risiken bewirken können und zudem eine schnelle und unkomplizierte Einordnung erschweren. Eine konkrete Analyse und Zuordnung setzt folglich immer Detailkenntnisse aller PPP-Vertragsbestandteile voraus. Damit verbunden sind eine angemessene Datenanalyse sowie eine systematische Überwachung von PPP, für beides existiert kein einheitlicher Standard.³⁵⁵

Inwiefern neuere Ansätze wie die IPSAS und die Einführung der EPSAS eine harmonisierte Rechnungslegungsvorschrift für die Europäische Union erreichen können, bleibt abzuwarten. Die Einführung dieses Standards hätte entscheidende Auswirkungen auf den Verschuldungsstand und in der Folge auf die Nutzung der politisch gewollten Public-Private-Partnership.

Die Wahl der Finanzierung wird bereits bei der Ausschreibung der PPP getroffen, indem eine Präferenz durch den Auftraggeber definiert wird. Beeinflusst wird diese Überlegung zunächst durch die nominalen Kosten des Projektes, die neben der Risikoverteilung eine herausragende Stellung bei der Entscheidung für eine Finanzierungsvariante einnehmen. Die Kosten für das aufgenommene Kapital werden zusätzlich für den Effizienzvergleich herangezogen. Dabei konkurriert in Deutschland die Forfaitierung mit Einredeverzicht und den daraus resultierenden kommunalkreditähnlichen Konditionen mit den Kreditkonditionen der Projektfinanzierung.

Die günstigen Kreditkonditionen der Forfaitierung mit Einredeverzicht basieren auf ihrer Kerneigenschaft, dem abstrakten Zahlungsverprechen der öffentlichen Hand. Die Beliebtheit dieser Finanzierungsalternative beruht allerdings auch auf dem Erfahrungsaustausch der Kämmerer hinsichtlich bisheriger Projekte, Anweisungen der Kommunalaufsichten und dem empfehlenden Charakter einzelner PPP-Leitfäden.

Dank der Einbeziehung einer Projektgesellschaft werden bei der Projektfinanzierung die vorhandenen Risiken zunächst in dieser gebündelt und anschließend neu verteilt. Durch den Übergang der Risiken auf die SPV entstehen zunächst höhere Finanzierungskosten im Vergleich zu einer Eigenrealisierung oder der Forfaitierung mit

³⁵⁵ Vgl. Kapitel 3.5.2 „Anrechnung gemäß Eurostat“.

Einredeverzicht. Die Allokation der Risiken innerhalb der SPV wird anschließend maßgeblich durch die Fremdkapitalgeber, zumeist Banken, bestimmt.

Ein Vergleich beider Finanzierungsalternativen ist lediglich unter der Berücksichtigung aller Risikokosten möglich, was den zunächst angenommenen Vorteil der Forfaitierung mit Einredeverzicht egalisiert.

Durch beide Finanzierungsalternativen werden zwei Arten von Forderungen bei den Kapitalgebern erzeugt.³⁵⁶ Die Banken halten:

1. ein abstraktes Zahlungsverprechen der öffentlichen Hand durch die Forfaitierung mit Einredeverzicht oder
2. Kreditforderungen gegenüber der SPV, resultierend aus der Projektfinanzierung.

Sowohl die Forderungen gegen die öffentliche Hand als auch die gegen die Projektgesellschaft stellen einen Vermögenswert für die finanzierenden Institute dar. Die Höhe dieser Vermögenswerte in den Bankbilanzen richtet sich am Nominalwert der Forderungen aus. Das Halten der Forderungen generiert im Rahmen des gewöhnlichen Geschäftsbetriebs für die finanzierende Bank Erträge aus Zinszahlungen und gegebenenfalls Wertveränderungen der erworbenen Forderungen.

Banken halten diese Forderungen unter Berücksichtigung der regulatorischen Kosten. Ein aktives Management sowohl der Risiken als auch der Liquidität der Banken kann eine Verwertung der Forderungen zur Folge haben.³⁵⁷

Die Einordnung der Forderung aus der Forfaitierung mit Einredeverzicht kann aus drei verschiedenen Perspektiven erfolgen.

Aus **Sicht von Eurostat** ist im Sinne der ESVG 95 der Zeitpunkt des Einredeverzichts relevant. Erfolgt dieser vor Beendigung des Bauvorhabens – wie häufig unterstellt wird – und umfasst er den größten Teil der Kapitalkosten, handelt es sich um eine staatliche Garantie mit der Konsequenz einer Buchung in der öffentlichen

³⁵⁶ Eine dritte Form von Forderungen entsteht durch privat refinanzierte Projekte, beispielsweise durch Mauteinnahmen, die direkt von den Nutzern eingezogen werden. Diese Form der Finanzierung wird jedoch im Rahmen dieser Arbeit nicht näher betrachtet.

³⁵⁷ Vgl. Kapitel 4.2 „Refinanzierungsanreize durch Eigenkapitalanforderungen“ sowie 4.3 „Refinanzierungsanreize durch Liquiditätsanforderungen“.

Bilanz.³⁵⁸ Von praktischer Relevanz sind jedoch vielmehr abstrakte Zahlungsverprechen, die erst nach Bauabnahme entstehen.

Aus der **Perspektive des Pfandbriefgesetzes**³⁵⁹ sowie des **Kreditwesengesetzes**³⁶⁰ wandelt sich die unbedingte Zahlungszusage der forfaitierten Forderung in eine uneingeschränkte Forderung gegen die öffentliche Hand. Als solche wird sie bei der Refinanzierung und der Risikoanalyse der Banken berücksichtigt.

Die dritte Sicht tangiert das **Grundgesetz**. Die Forfaitierung mit Einreदेverzicht weder dem Kreditbegriff zugeordnet, noch handelt es sich um eine Eventualverbindlichkeit wie einer Bürgschaft oder Garantie.³⁶¹ Nach Auslegung des deutschen Rechts handelt es sich bei der Forfaitierung mit Einreदेverzicht lediglich um eine Verwaltungsschuld, bei der zudem die eigenen Zahlungen garantiert werden.

In welchem Umfang PPP-Forderungen aus dem gesamten Lebenszyklus in den Händen der Banken liegen, ist abhängig von den individuellen Interessen der beteiligten Partner. Es ist davon auszugehen, dass Kredite lediglich im Rahmen des Investitionsvolumens vergeben wurden. Das Recht aus den Vergütungsansprüchen der Dienstleistung wird zumeist von dem privaten Partner gehalten.

Auch diese Forderungen haben einen, durch Barwertrechnung identifizierbaren, Bilanzwert für die Sponsoren. Diese können ebenfalls eine Verwertung der Forderungen zur Bilanzoptimierung vornehmen. Möglich ist dies beispielsweise durch eine Verbriefung oder Forfaitierung, aber auch durch eine Veräußerung der gesamten Rechte am Projekt, wie am Beispiel der Hochtief AG gezeigt wurde.

³⁵⁸ Vgl. Kapitel 3.5.2 „Anrechnung gemäß Eurostat“.

³⁵⁹ Die Forderungen sind deckungsstockfähig. Vgl. Kapitel 5.1 „Covered Bonds ausgewählter Länder“.

³⁶⁰ Die Bonität der öffentlichen Hand wird für die Eigenkapitalunterlegung als Folge des abstrakten Zahlungsverprechens zugrunde gelegt. Als Schuldner der Forderung gilt der öffentliche Auftraggeber, gemäß § 19 Abs. 5 Satz 2 KWG. Vgl. auch 4.2.2.1 „Regelwerk Basel II“.

³⁶¹ Vgl. Kapitel 3.5.1 „Anrechnung gemäß Grundgesetz“.

II. Teil – Kapitalmarktrelevanz von PPP

4 Refinanzierungsvorschriften für PPP-Kapitalgeber

Ziel dieses Teils der Arbeit ist es, eine Verbindung zwischen der Finanzierung öffentlicher Infrastruktur durch Public-Private-Partnerships und dem Geld- und Kapitalmarkt zu prüfen. Hierfür ist es notwendig, auf die Herkunft und die Refinanzierung des als Kredit zur Verfügung gestellten Fremdkapitals einzugehen.

Im Folgenden wird zunächst die allgemeine Bedeutung des Finanzsektors für eine Volkswirtschaft skizziert. Daraus lässt sich die Relevanz einer Regulierung durch gesetzliche Rahmenbedingungen für Akteure in diesem Markt ableiten, die wiederum die Grundlage des Handelns und etwaiger Anreize für Kreditinstitute darstellen.

Ergänzt werden diese regulatorischen Anforderungen durch spezifische gesetzliche Vorgaben hinsichtlich ausgewählter Refinanzierungsinstrumente: den Covered Bonds und Asset Backed Securities.

4.1 Sonderstellung des Finanzsektors

Den verschiedenen Institutionen innerhalb eines Finanzsystems wie den Finanzmärkten, dem Zentralbanksystem sowie den Kreditinstituten und Versicherungen kommen unterschiedliche Aufgaben zu.³⁶²

So obliegt den **Finanzmärkten** die Aufgabe der Koordination der Kapitalanbieter und Nachfrager sowie der Allokation des Kapitals.³⁶³ Die Marktteilnehmer treffen im Modell des vollkommenen Marktes ohne Intermediär aufeinander und erzeugen durch Angebot und Nachfrage den Preis und ein Marktgleichgewicht.

Die **Zentralbank** als weiterer Akteur bestimmt in ihrem Währungsraum die monetäre Ordnungspolitik. Geld- und Währungspolitik unterliegen dabei vorgegebenen

³⁶² Versicherungen als Finanzintermediär werden im Folgenden nicht weiter thematisiert. Zur Definition des Finanzsystems vgl. *Gischer et al., 2012, S. 2* sowie *Hellwig, 2000, S. 3*.

³⁶³ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Langer & Weber, 2000, S. 202f.*

makroökonomischen Zielen, die durch verschiedene Instrumente der Zentralbank erreicht werden können.³⁶⁴

Geschäftsbanken verfolgen hingegen das mikroökonomische Ziel der Gewinnmaximierung. Mit Dienstleistungen wie Buchungs-, Abwicklungs- oder Bewertungsdiensten senken sie zugleich Transaktionskosten und reduzieren somit den Ressourceneinsatz für die Nachfrager.³⁶⁵ Da die Bedingungen des vollständigen Marktes außerhalb der Modelle nicht erfüllt sind, fungieren Banken zudem als Intermediär zwischen Geldnachfragern und Geldanbietern und generieren dabei Erträge aus Transformationsleistungen.³⁶⁶ Diese Transformationsfunktionen werden in Risiko-, Fristen- sowie Losgrößentransformation unterschieden.³⁶⁷

Das Funktionieren des Bankensystems hat direkten Einfluss auf die Produktionsleistung einer Volkswirtschaft. Dies anerkennend sind Ordnungsrahmen vorgegeben, welche die Sicherung des Systems zum Ziel haben und Einfluss auf die Geschäftspolitik der einzelnen Institute nehmen. Als elementar für das Fortbestehen einzelner Kreditinstitute wird die Fähigkeit gesehen, durch angemessene Ausstattung mit Eigenkapital und Liquidität endogene und exogene Risiken tragen zu können. Die Eigenkapitalvorschriften werden zusammen mit daraus resultierenden Anreizen zur PPP-Finanzierung im folgenden Abschnitt erläutert.

Für die Überwachung der Einhaltung der gesetzlichen Rahmen sind in Deutschland die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Bundesbank zuständig.³⁶⁸ Letztere ist zudem Bestandteil des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB). Die folgenden Ausführungen beziehen sich auf internationale Vorgaben und die nationalen Vorschriften am Beispiel Deutschlands.

4.2 Refinanzierungsanreize durch Eigenkapitalanforderungen

Die Fähigkeit von Kreditinstituten, jederzeit die fälligen Forderungen bedienen und die eingegangenen Risiken tragen zu können, ist von gesamtwirtschaftlichem Interesse. Die Liquiditätsbeschaffung innerhalb eines vollkommenen Marktes stellt kein zu

³⁶⁴ Vgl. Fuhrmann, 1994, S. 134ff.

³⁶⁵ Vgl. Fuhrmann & Sauer mann, 2000, S. 2.

³⁶⁶ Vgl. Hellwig, 2000, S. 15f. sowie Fuhrmann & Sauer mann, 2000, S. 2.

³⁶⁷ Vgl. Hellwig, 2000, S. 4f., Fischer & Rudolph, 2000, S. 376.

³⁶⁸ Vgl. §§ 6ff. KWG.

diskutierendes Problem dar. Alle Vermögensgegenstände sind perfekt handelbar, was eine Gleichsetzung von Vermögen und Liquidität bedeutet.³⁶⁹ Zudem sind alle Informationen frei verfügbar und somit Risiken stets transparent.

Das Vorhandensein von Friktionen und somit von unvollkommenen Märkten zeigt die Finanzmarktkrise seit dem Jahr 2007 eindrucksvoll auf.³⁷⁰ Die Marktteilnehmer haben in der Folge der Krise das Vertrauen in die Solvenz vieler Banken verloren. Die Sonderstellung des Bankensystems innerhalb der Volkswirtschaft lässt sich auch an den Rettungsmaßnahmen für Banken einzelner Regierungen ablesen, die anschließend die Überlastung einzelner öffentlicher Haushalte zur Folge hatten. Diese herausragende Bedeutung wird unter anderem auch von dem Basler Ausschuss für Bankenaufsicht als Rechtfertigung für eine Regulierung des Bankensektors mit dem Ziel einer Liquidität sichernden Finanzierung herangezogen.³⁷¹

Der Ordnungsrahmen für Kreditinstitute ist regional unterschiedlich, dynamisch und entwickelte sich bereits über einen langen Zeitraum.³⁷² Aus dieser historischen Entwicklung leiten sich heutige Liquiditäts- und Eigenmittelvorschriften ab, die Einfluss auf die Finanzierung und Kapitalausstattung von Banken haben. Ein aktives Liquiditäts- und Risikomanagement ist zur Erfüllung der Regularien unerlässlich.

Aus dem bestehenden Ordnungsrahmen lassen sich insbesondere Anreize für die Refinanzierung von PPP-Krediten ableiten.

4.2.1 Internationale Harmonisierungen durch Basel I

Auf internationaler Ebene befasst sich der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht mit den Kapitalanforderungen an Banken. Der Ausschuss wurde 1974 von den Bankaufsichten und den Zentralbanken der G10-Staaten gegründet.³⁷³ Im Jahr 1988

³⁶⁹ Vgl. *Hartmann-Wendels et al., 2010*, S. 485f.

³⁷⁰ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010b*, S. 1f.

³⁷¹ Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010b*, S. 2 sowie Kapitel 4.2.1 „Internationale Harmonisierung durch Basel I“.

³⁷² Der interessierte Leser findet zusammenfassende Ausführungen bezüglich der goldenen Bankregel, der Bodensatztheorie, der Shiftability Theory sowie der Maximalbelastungstheorie unter anderem bei *Hartmann-Wendels et al., 2010*, S. 468ff. sowie *Eilenberger, 2012*, S. 165ff.

³⁷³ Auslöser war die Insolvenz der deutschen Herstatt-Bank im Juni 1974. Das Ziel der Ausschussgründung bestand in einer Harmonisierung der internationalen Bankenaufsichten. Im Zuge der Verschlechterung der Kapitalausstattung der wichtigsten internationalen Banken zu Beginn der 1980er Jahre wurde zudem an einer stärkeren Konvergenz der Eigenkapitalvorschriften gearbeitet. Vgl. *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2009*. sowie *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006*, S. 1ff.

folgte das erste Basler Kapital-Abkommen (Basel I), das Banken eine Mindestkapitalunterlegung der risikogewichteten Aktiva von 8 Prozent³⁷⁴ vorschreibt. Die Vorgaben wurden in den Folgejahren erweitert und angepasst.

Die Kapitalanforderungen des Basler Ausschusses wurden im Zuge der Schaffung des gemeinsamen EU-Binnenmarkts als Ordnungsrahmen für die Europäische Gemeinschaft übernommen. Im Dezember 1989 erfolgte durch die Solvabilitätsrichtlinie 89/647/EWG die Einführung eines Solvabilitätskoeffizienten von 8 Prozent für Kreditinstitute mit Sitz in der europäischen Gemeinschaft.³⁷⁵ Die mit Eigenkapital zu hinterlegenden Risikoaktiva wurde anhand der Schuldner kategorisiert.³⁷⁶ Im Juni 1993 wurde die Kapitaladäquanzrichtlinie (93/6/EWG) über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten verabschiedet, die die Solvabilitätsrichtlinie ergänzte. Ist letztere auf die Adressausfallrisiken fokussiert, so wurden durch die Kapitaladäquanzrichtlinie die Marktrisiken in den Vordergrund gestellt.³⁷⁷ Nach mehrfachen Novellierungen mündeten diese schließlich im Juni 2006 in die Richtlinie 2006/48/EG und somit die Umsetzung von Basel II.³⁷⁸

In Deutschland wurden bereits 1992 verschiedene EG-Richtlinien in nationales Recht durch das Kreditwesengesetz (KWG) umgesetzt.³⁷⁹ Es folgten verschiedene Novellen des KWG, die der Harmonisierung mit europäischen Richtlinien dienten.³⁸⁰

³⁷⁴ Die prozentualen Angaben der Mindestkapitalausstattung beziehen sich im Folgenden immer auf die risikogewichteten Aktiva.

³⁷⁵ Vgl. *Rat der europäischen Gemeinschaft, 89/647/EWG* sowie *Jung & Schleicher, 1998, S. 27*.

³⁷⁶ Artikel 6 der Richtlinie definiert die qualifizierten Aktiva und die Gewichtung der Risikopositionen. Beispielsweise werden Forderungen gegenüber bestimmten Staaten oder deren Zentralbanken mit einem Gewicht von 0 Prozent bedacht, während andere Forderungen mit 100 Prozent des Nominalwerts zu berücksichtigen sind. Vgl. Artikel 6, 89/647/EWG. Weitere Erläuterungen zur Risikogewichtung folgen im Anschluss.

³⁷⁷ Vgl. *Jung & Schleicher, 1998, S. 38f.*

³⁷⁸ Vgl. *Europäisches Parlament, 2006/49/EG, S. 1.*

³⁷⁹ Umgesetzt wurden unter anderem die Eigenmittelrichtlinie (89/299/EWG) sowie die Solvabilitätsrichtlinie (89/647/EWG) Vgl. *Jung & Schleicher, 1998, S. 27* sowie hierzu und im Folgenden: *Eilenberger, 2012, S. 47*. Das KWG stellt dabei den Rahmen der Regulierungsmaßnahmen dar und regelt die Anforderungen an Kreditinstitute. Weitere Präzisierungen werden in Verordnungen vorgenommen.

³⁸⁰ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, 1997, S. 7* sowie *Jung & Schleicher, 1998*. Im Jahr 1997 wurden Drittrangmittel (kurzfristige nachrangige Verbindlichkeiten und Nettogewinne des Handelsbuches) als weitere Eigenmittelkategorie neu eingeführt. Diese können von Instituten, die als Handelsbuchinstitute gelten, zur Hinterlegung für Marktrisiken genutzt werden. Für die Einordnung als Handelsbuchinstitut muss eine Bagatellgrenze des Handelsbuches in Relation zu allen bilanz- und außerbilanziellen Geschäften überschritten werden. Vgl. *Jung & Schleicher, 1998, S. 39f.* Allerdings ist dies lediglich bis zu einer Höhe von maximal 250 Prozent des nicht zur Deckung von Adressausfallrisiken im Anlagebuch genutzten, also freien, Kernkapitals möglich. Vgl. *Deutsche Bundesbank, 1998a, S. 21*. Es besteht somit eine Verbindung zwischen dem Umfang des Eigenhandels im

Zu den Anpassungen an EG-rechtliche Vorgaben zählte auch die Bonitätsgewichtung aus § 13 des Grundsatzes 1.³⁸¹ In den Erläuterungen der Bundesbank, den neuen Grundsatz 1 betreffend, wird die Nullanrechnung der Risikoaktiva, deren Erfüllungsanspruch ausdrücklich von einer inländischen Gebietskörperschaft geschuldet oder gewährleistet wird, hervorgehoben. Diese Nullgewichtung erfahren jedoch auch Forderungen gegen vergleichbare Schuldner innerhalb der europäischen Union sowie von diesen garantierte Erfüllungsansprüche.³⁸² Forderungen gegen weitere Staaten werden mit einer Gewichtung von 20 Prozent berücksichtigt.

Wie der *Tabelle 8*³⁸³ zu entnehmen ist, unterliegen der weiteren Staffelung unter anderem grundpfandrechtl. besicherte Forderungen. Zahlungsansprüche, die sich nicht einordnen lassen, müssen mit 100 Prozent der Risikoaktiva gewichtet werden.

Tabelle 8: Risikogewichtung von Forderungen gegen Staaten (Basel I)

Schuldner	Zentralregierung oder Zentralbanken der Zone A ³⁸⁴	Regionale Regierungen der Zone A, Förderbanken	Realkredite	Darlehen an Bauspar-kassen	Sonstige Risikoaktiva
Risikogewicht	0 %	20 %	50 %	70 %	100 %

Quelle: § 13, Grundsatz 1.³⁸⁵

Handelsbuch und dem Eigenkapital bindenden Anlagebuch. Letztlich besteht somit ein Anreiz, das im Anlagebuch gebundene Eigenkapital zu befreien, um weitere Risikoaktiva auch im Handelsbuch generieren zu können. Vgl. *Deutsche Bundesbank, 1998b*, S. 64ff. Siehe auch *Jung & Schleicher, 1998*, S. 38f. sowie *Klement, 2007*, S. 164f.

³⁸¹ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Deutsche Bundesbank, 1998a*, S. 110ff. Der Grundsatz I präziserte die §§ 10 und 10a des KWG und wurde durch das damalige Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen erlassen. Vgl. *Deutsche Bundesbank, 1998a*, S. 6. Ergänzend regelt der Grundsatz II die Anforderungen an die Liquidität und konkretisiert somit § 11 KWG. Vgl. *Deutsche Bundesbank, 1999*, S. 6. Auf die Liquiditätsanforderungen wird in Kapitel 4.3 „Refinanzierungsanreize durch Liquiditätsanforderungen“ eingegangen.

³⁸² Unter gewissen Einschränkungen zählen auch OECD-Staaten und Mitgliedstaaten des europäischen Wirtschaftsraums zu dieser Gruppe von Schuldnern oder Garantiegebern. *Deutsche Bundesbank, 1998a*, S. 39f. sowie 112f.

³⁸³ Die Tabelle gibt die konkrete Einordnung der Risikoklassen nicht abschließend wieder. § 13 Grundsatz 1 formuliert diverse Sonderbedingungen, die hier im Einzelnen nicht abgebildet werden können. Vollumfänglich findet der interessierte Leser die Einordnung in § 13 Grundsatz 1, Vgl. *Deutsche Bundesbank, 1998a*, S. 39ff sowie 110ff.

³⁸⁴ Die Gewichtung für die Länder, in den von der Aufsichtsbehörde gruppierten Zonen, wird dynamisch angepasst. Sie umfassen unter anderem nahezu alle OECD-Staaten und Mitglieder der europäischen Union. *Deutsche Bundesbank, 1998a*, S. 110ff.

³⁸⁵ Vgl. *Deutsche Bundesbank, 1998a*, S. 39ff.

Auf Forderungen aus Public-Private-Partnerships angewandt, werden diese nur mit einer Risikogewichtung von Null berücksichtigt, wenn die Forderungen durch die Zentralregierung eines Mitgliedstaats der europäischen Union gewährleistet wird. Eine Gewichtung von 20 Prozent ist hingegen anzuwenden, wenn es sich um eine regionale Regierung innerhalb der EU handelt. Dies ist beispielsweise bei der Forfaitierung mit Einredeverzicht, aber auch bei der französischen *Cession Dailly* der Fall.³⁸⁶ Forderungen ohne staatliche Garantie, die zum Beispiel aus einer Projektfinanzierung resultieren, müssen mit 100 Prozent gewichtet werden.

Eine weitere, für diese Arbeit relevante, Anpassung der Bankenaufsicht in Deutschland wurde durch das Rundschreiben 4/1997 des damaligen Bundesaufsichtsamts für das Kreditwesen (BAKred) vollzogen. Durch dieses Schreiben wurde Banken, die der Aufsicht des BAKred unterlagen, der risikominimierende Einsatz von Asset Backed Securities gestattet.³⁸⁷ Ebenfalls durch ein Rundschreiben wurden im Jahr 1999 die Bedingungen definiert, unter denen der Einsatz von Kreditderivaten, wie Credit Default Swaps (CDS) und Credit Linked Notes (CLN), risikominimierend vollzogen werden kann.³⁸⁸ Im Anlagebuch werden im Sinne des Grundsatzes 1 CDS fortan als Garantie anerkannt, während CLN als Barsicherheit gewertet werden. Dies ermöglichte den Kreditinstituten eine eigenkapitalentlastende Refinanzierung mittels synthetischer Verbriefung.

Die Einführung dieser Refinanzierungsinstrumente hatte auch auf die Refinanzierung von PPP-Projekten Einfluss. Auf die Besonderheiten von True Sale und synthetischen Verbriefungen wird in Kapitel 5.2.2 „Struktur von Asset Backed Securities“ eingegangen.

³⁸⁶ Unter bestimmten Umständen, die durch § 13, Absatz 3, Satz 1, Aufzählung a des Grundsatz 1 definiert werden, wird die *Cession Dailly* mit 20 Prozent Risikogewichtung angerechnet. Vgl. *Deutsche Bundesbank, 1998a*, S. 40.

³⁸⁷ Vgl. Absatz 1, Satz 1 des Rundschreibens *BAKred 4/1997*. Auf die Entwicklung von ABS in Deutschland und deren Verbindung zu PPP-Finanzierungen wird in Kapitel 5.2 „Forderungsbesicherte Wertpapiere“ nochmals eingegangen.

³⁸⁸ Das Rundschreiben definiert für Credit Default Swaps, Total Return Swaps und Credit Linked Notes, unter welchen Voraussetzungen diese dem Handel- oder Anlagebuch zugeordnet werden sollen, ob sie auf die Eigenkapitalanforderungen angerechte werden können und ob die Markt- und Adressrisiken der Derivate mit Eigenkapital zu unterlegen sind. Vgl. hierzu und im Folgenden: *BaFin 10/1999* sowie *Klement, 2007*, S. 168.

4.2.2 Weiterentwicklung durch Basel II

Der Basler Ausschuss entschied im Juni 1999, die Anforderungen aus dem ersten Abkommen von 1988 komplett zu überarbeiten. Im Ergebnis wurde im Juni 2004 die erste Fassung von Basel II vorgelegt.³⁸⁹ Eine Einführung der neuen Regularien war für das Jahresende 2006 geplant, wenngleich Übergangsregelungen bis zur vollständigen Erfüllung durch die Kreditinstitute vorgesehen waren.³⁹⁰

Im Juli 2009 wurden Anpassungen vorgenommen, die der im Jahr 2007 begonnenen Finanzmarktkrise Rechnung tragen sollten.³⁹¹ Unter anderem wurden die Eigenkapitalvorschriften hinsichtlich komplexer Verbriefungstransaktionen, der Einbeziehung von außerbilanziellen Engagements in die bankenaufsichtliche Überwachung, der Offenlegung von Unterstützungen für die außerbilanzielle Zweckgesellschaften und erstmals die Behandlung von Liquiditätsrisiken angepasst.³⁹²

Die Einführung von Basel II auf europäischer Ebene erfolgte durch die Capital Requirements Directive (CRD)³⁹³, die seit 2006 die rechtliche Grundlage innerhalb der Europäischen Union darstellt. Diese umfasst die beiden Richtlinien 2006/48/EG (Bankenrichtlinie) und 2006/49/EG (Kapitaladäquanzrichtlinie).³⁹⁴

Während die Bankenrichtlinie die Aufnahme und die Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute beschreibt, gehen aus der Kapitaladäquanzrichtlinie die Anforderungen an eine angemessene Eigenkapitalstruktur von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten hervor.³⁹⁵ Die Rahmenvereinbarung des Basler Ausschusses hat lediglich einen empfehlenden Charakter, wohingegen die EU-Richtlinien geltendes Recht der europäischen Gemeinschaft darstellen und von den Mitgliedstaaten in nationales Recht umzuwandeln sind.³⁹⁶

³⁸⁹ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2009b*, S. 3f.

³⁹⁰ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006*, S. 1 sowie 15f.

³⁹¹ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2009b*, S. 4f. sowie *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2009a*.

³⁹² Vgl. *Deutsche Bundesbank, 2009*, S. 74. Die außerbilanziellen Zweckgesellschaften werden als Basis von ABS-Transaktionen betrachtet. Die Bedeutung für die Refinanzierung von PPP-Projekten wird im Kapitel 5.2.3 „Beispiel einer Verbriefung von PPP-Forderungen“ deutlich.

³⁹³ In deutscher Sprache: „Richtlinie über Eigenkapitalanforderungen“.

³⁹⁴ Vgl. *Europäische Kommission, 2014*. Beide Richtlinien lösten bereits vorab vorhandene Regelungen ab. So ersetzte die Bankenrichtlinie die Richtlinie 2000/12/EG und die Kapitaladäquanzrichtlinie ersetzte die Richtlinie 93/6/EWG. Vgl. *Europäisches Parlament, 2006/48/EG*, S. 1 sowie *Europäisches Parlament, 2006/49/EG*, S. 1.

³⁹⁵ Vgl. *Europäisches Parlament, 2006/48/EG*, S. 1 sowie *Europäisches Parlament, 2006/49/EG*, S. 1.

³⁹⁶ Die Implementierung von Basel II erfolgte somit zunächst durch Beschluss der Capital Requirements Directive (CRD), die die EU-Bankenrichtlinie (2006/48/EG) und die EU-Kapitaladäquanzrichtlinie

In Deutschland wurden im Zuge der Basel II-Umsetzung zwei neue Verordnungen erlassen: die Solvabilitätsverordnung (*SolvV*) und die Liquiditätsverordnung (*LiqV*).³⁹⁷ Die SolvV steuert als Nachfolgeregelung des bis Ende 2006 gültigen Grundsatzes I die Risikotragfähigkeit durch Definition einer Risikobegrenzung. Demgegenüber hat die LiqV die Aufgaben des vorherigen Grundsatzes II übernommen und lässt eine Liquiditätskennzahl ermitteln, um rechtzeitig eine Zahlungsunfähigkeit zu verhindern.³⁹⁸ Beide Verordnungen haben Auswirkungen auf die Refinanzierung von PPP-Forderungen in Deutschland.

4.2.2.1 Regelwerk Basel II

Die Anforderungen aus Basel II bestanden aus drei Säulen. Während die **erste Säule** der Weiterentwicklung der Mindestkapitalanforderungen von Basel I entsprach, wurden in der **zweiten Säule** Anforderungen an bankenaufsichtliche Überprüfungsverfahren implementiert. Zu diesen zählte auch die Einführung von geeigneten Verfahren für die Bewertung der Risiken in den Bankbilanzen. Ergänzt wurden zudem in der **dritten Säule** Anforderungen an die Offenlegung der Kapitalstruktur, der eingegangenen Risiken und deren Angemessenheit. Der Solvabilitätskoeffizient von 8 Prozent wurde nicht verändert und ist für die gewichteten Risikoaktiva, bestehend aus Kredit-, Marktpreis- und operationalen Risiken, vorzuhalten.³⁹⁹

Die erste Säule von Basel II ist im Vergleich zur vorherigen Mindestkapitalanforderung komplett überarbeitet worden. Eine deutliche Veränderung hat die Ermittlung der zu unterlegenen Risikoaktiva erfahren, was die Refinanzierung

(2006/49/EG) umfassten. Erst im Anschluss wurden diese durch die nationalen Gesetzgeber umgesetzt. Vgl. Romeike, 2007, S. 16, Europäische Kommission, 2012 sowie Europäisches Parlament, 2006/48/EG, S. 4. Da die europäischen und die deutschen Gesetzgebungen nicht wesentlich von den Basler Regularien abweichen, wird auf diese lediglich in den Fußnoten hingewiesen und etwaige Differenzen aufgezeigt. Unterschieden wird dabei in die europäische Umsetzung durch die Kapitaladäquanzrichtlinie 2006/49/EG und die deutsche Implementierung mittels Solvabilitätsverordnung (*SolvV*).

³⁹⁷ Konkret werden durch beide Verordnungen die Anforderungen an die Eigenmittel und die Liquidität präzisiert, die sich aus den §§ 10ff. des KWG ergeben. Die Verordnungen lösten zum 01.01.2007 die vorab gültigen Grundsätze I und II ab. Vgl. hierzu und im Folgenden: Romeike, 2007, S. 10ff.

³⁹⁸ Vgl. Deutsche Bundesbank, 2008, S. 69.

³⁹⁹ Vgl. Klement, 2007, S. 401, Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006, S. 2, Artikel 75 der Richtlinie 2006/48/EG sowie § 8 SolvV. Allerdings kann sich innerhalb des neu zulässigen bankinternen Ratings (IRB-Ansatz) im Vergleich zum Standardansatz ein geringeres Risikogewicht einzelner Risikokategorien und Forderungsklassen ergeben. Dies hat eine Absenkung der durchschnittlichen Eigenkapitalanforderung zur Folge. Vgl. Deutsche Bundesbank, 2006.

von PPP-Forderungen tangiert. So ist sowohl die Definition der zu unterlegenen Aktiva angepasst worden als auch das Verfahren zur Risikoermittlung.

Die Berechnung der zu gewichtenden Risikoaktiva ist in Basel II durch zwei unterschiedliche Herangehensweisen möglich.

So erlaubt der **Standardansatz** die Ermittlung des regulatorisch notwendigen Eigenkapitals auf Basis von Risikoeinschätzungen anerkannter Ratingagenturen.⁴⁰⁰ Die Einordnung der Aktiva erfolgt weiterhin in Risikogewichtungsklassen, allerdings in veränderter Struktur. Wurden Adressausfallrisiken vorab noch rudimentär nach Ländergruppen und Kreditarten unterteilt, erfolgt in den neuen Regelungen eine feinere Gliederung der Risikoklassen.

Für den Standardansatz erfolgt die Einteilung von Forderungen anhand Kreditnehmer:⁴⁰¹

- **Staaten,**
- sonstigen öffentlichen Stellen,
- multilateralen Entwicklungsbanken,
- Banken,
- Wertpapierhäusern,
- **Unternehmen,**
- Retail (Mengengeschäft),
- Forderungen aus Immobilienfinanzierungen (unterteilt in gewerblich und privat),
- Krediten in Verzug,
- Forderungen mit höherem Risiko,
- anderen Vermögenswerten und
- außerbilanziellen Positionen.

⁴⁰⁰ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Klement, 2007*, S. 177f.

⁴⁰¹ Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006*, S. 22ff. Die Unterteilungen in der Richtlinie 2006/48/EG sowie der *SolvV* erfolgen etwas präziser. Vgl. § 25 *SolvV* sowie Artikel 79 Richtlinie 2006/48/EG.

Innerhalb der einzelnen Cluster erfolgt zudem eine ratingbasierte Zuordnung der Risikogewichte, wie die *Tabellen 9 und 10* beispielhaft für Forderungen gegen Staaten und Unternehmen zeigen.⁴⁰²

Tabelle 9: ratingbasierte Risikogewichtung von Forderungen gegen Staaten

Rating (S&P) ⁴⁰³	AAA bis AA–	A+ bis A–	BBB+ bis BBB–	BB+ bis B–	unterhalb B–	Ohne Rating
Risikogewicht	0 %	20 %	50 %	100 %	150 %	100 %

Quelle: *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (2006)*.⁴⁰⁴

Tabelle 10: ratingbasierte Risikogewichtung von Forderungen gegen Unternehmen

Rating (S&P)	AAA bis AA–	A+ bis A–	BBB+ bis BBB–	unterhalb BB–	Ohne Rating
Risikogewicht	20 %	50 %	100 %	150 %	100 %

Quelle: *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (2006)*.⁴⁰⁵

Hervorzuheben ist, dass durch § 26, Aufzählung 2, der deutschen *SolvV* unter anderem alle Forderungen gegen die Bundesrepublik Deutschland, aber auch aller anderen Mitgliedstaaten des europäischen Wirtschaftsraums mit 0 Prozent zu gewichten sind. Dies gilt gemäß § 27, Aufzählung 1 der *SolvV* auch für Forderungen gegen Regionalregierungen und Gebietskörperschaften der genannten Staaten.

Für die Gewichtung einer PPP-Finanzierung im Standardansatz wird diese je nach Ausgestaltung entweder einer der in *Tabelle 9* dargelegten Ratinggruppen für Forderungen gegen Staaten zugeordnet oder einer Gruppe von Forderungen gegen

⁴⁰² Die Risikogewichtung von sonstigen öffentlichen Stellen, wie Ländern, Gemeinden und Kommunen, kann im Ermessen der Aufsichtsbehörden an ein jeweils eigenes Rating oder das des Zentralstaats gebunden werden. Vgl.: *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010b*, S. 23f. Die Richtlinie 2006/48/EG definiert die Gewichtung durch Bonitätsstufen, deren Zuordnung der nationalen Aufsichtsbehörde überlassen wird, im Anhang VI, Teil 1 der Richtlinie. Dabei lässt diese zu, Forderungen an den eigenen Zentralstaat mit Null zu gewichten, wenn diese auf Landeswährung lauten und in der gleichen Währung refinanziert werden. Vgl. Anhang VI, Teil 1, Aufzählung 1.2, Nummer 4 der Richtlinie 2006/48/EG. Innerhalb der *SolvV* werden die Risikoklassen in den §§ 25ff. definiert. Eine Zuordnung externer Ratings zu den Bonitätsstufen erfolgt gemäß § 54 *SolvV* durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Exemplarisch sei hier auf die Auslegungsentscheidung vom 09.05.2011 verwiesen. Vgl. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 2011*.

⁴⁰³ Für die Angaben des Ratings verwendet der Basler Ausschuss beispielhaft die Notation von Standard & Poor's (S&P). Vgl. *Klement, 2007*, S. 178. Die BaFin kann gemäß §§ 52 und 53 der *SolvV* weitere Ratingagenturen zulassen, wie beispielsweise die Creditreform Rating AG. Vgl. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 2011*.

⁴⁰⁴ Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006*, S. 22f.

⁴⁰⁵ Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006*, S. 26.

Unternehmen aus *Tabelle 10*.⁴⁰⁶ Letzteres ist der Fall, wenn weder eine staatliche Garantie ausgesprochen wurde, noch der Staat selbst die Forderungen schuldet. Im Allgemeinen ist hiervon bei der PPP-Projektfinanzierung auszugehen.

Eine alternative Vorgehensweise zum Standardansatz ist den Kreditinstituten bei der Ermittlung der Risikogewichte nach dem **internen Ratingansatz (IRB)** gestattet. So können die Institute das Kreditrisiko durch eine interne Einschätzung der Bonität ermitteln.⁴⁰⁷ Dieser interne Bewertungsprozess muss den Anforderungen der Bankenaufsicht entsprechen und wird von dieser ständig auf Angemessenheit geprüft.⁴⁰⁸ In die Risikoberechnung müssen dabei folgende Parameter einfließen:⁴⁰⁹

- die Ausfallwahrscheinlichkeit,
- die Verlustausfallquote,
- die Restlaufzeit,
- das ausstehende Forderungsvolumen bei Ausfall und
- die Kreditnehmergröße.

Weiterhin teilt sich der IRB-Ansatz in den Basisansatz sowie den fortgeschrittenen Ansatz auf.⁴¹⁰ Im Basisansatz kann die Ausfallwahrscheinlichkeit durch das Institut geschätzt werden.⁴¹¹ Die anderen Parameter werden hingegen durch die Aufsichtsbehörde vorgegeben, wenngleich diese ebenfalls auf Schätzungen beruhen. Der fortgeschrittene Ansatz ermöglicht weitere Risikoparameter bankintern zu ermitteln.⁴¹² Auf deren Basis werden Risikokennziffern für unterschiedliche Arten von Forderungen ermittelt.

⁴⁰⁶ Garantien von Staaten werden explizit Forderungen gegen Staaten gleichgesetzt. Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006*, S. 55f. Siehe auch: Artikel 117 der Richtlinie 2006/48/EG sowie §§ 26, 40, 162ff. *SolvV*.

⁴⁰⁷ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Romeike, 2007*, S. 21. Siehe auch: Artikel 84ff. der Richtlinie 2006/48/EG sowie § 55ff. der *SolvV*.

⁴⁰⁸ Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006*, S. 98ff.

⁴⁰⁹ Vgl. *Klement, 2007*, S. 192 sowie *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006*, S. 58, Anhang VII, Teil 1 der Richtlinien 2006/48/EG sowie § 55 *SolvV*.

⁴¹⁰ Eine dritte Variante gemäß Basel II, der Retailansatz, stellt eine Mischform der beiden genannten dar und wird im weiteren Verlauf dieser Arbeit nicht berücksichtigt. Vgl. *Klement, 2007*, S. 193.

⁴¹¹ Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006*, S. 67. Siehe auch: Artikel 84ff. in Verbindung mit Anhang VII, Teil 1 der Richtlinie 2006/48/EG sowie § 55ff., *SolvV*.

⁴¹² Vgl. *Klement, 2007*, S. 192, *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006*, S. 67 sowie *Romeike, 2007*, S. 21. Siehe auch: Artikel 87 und 88 in Verbindung mit Anhang VII, Teil 2 der Richtlinie 2006/48/EG sowie § 92ff. *SolvV*.

Letztlich werden auch für den internen Ratingansatz Forderungsklassen geschaffen, denen in unterschiedlicher Gewichtung die oben genannten und separat ermittelten Risikoparameter zugeordnet werden. Hierfür werden im IRB-Ansatz folgende Cluster unterschieden:⁴¹³

- **Staaten**
- Banken
- **Unternehmen**
- Retail (Privatkunden)
- Beteiligungen.

Während die ersten beiden Klassen der Definition und somit der Forderungszuordnung dem Standardansatz entsprechen, werden die anderen im IRB-Ansatz nochmals spezifiziert.⁴¹⁴

Hervorzuheben ist die Unterteilung der Forderungen gegen Unternehmen in Unterklassen, wie den Spezialfinanzierungen. Zu diesen zählen:⁴¹⁵

- die **Projektfinanzierung**,
- die Objektfinanzierung,
- die Rohstoffhandelsfinanzierung,
- die Finanzierung von Mietimmobilien und
- die Finanzierung hochvolatiler gewerblicher Realkredite.

Diese Bezeichnung Projektfinanzierung ist nicht zufällig gewählt. So definiert auch der Basler Ausschuss diese Finanzierungsart als Darlehen, bei denen hauptsächlich die aus dem Projekt erzielten Einkünfte zum Begleichen der Forderungen dienen und

⁴¹³ Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006*, S. 58f. *Klement (2007)* fügt in seiner Aufzählung noch die beiden Risikoklassen: verbriefte Forderungen und sonstige Risikoaktiva hinzu. Vgl. *Klement, 2007*, S. 196f. Analog zum Standardansatz sind auch die Risikoklassen des IRB-Ansatzes in Artikel 86, Absatz 1 der Richtlinie 2006/48/EG sowie § 73 der *SolvV* etwas präziser formuliert.

⁴¹⁴ Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006*, S. 58ff. sowie *Klement, 2007*, S. 192ff. Siehe auch: Artikel 86, Absatz 6 der Richtlinie 2006/48/EG sowie § 81 der *SolvV*.

⁴¹⁵ Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006*, S. 59 sowie *Klement, 2007*, S. 197. Eine vergleichbare Unterteilung wird sowohl in der Richtlinie 2006/48/EG, als auch in der *SolvV* nicht vollzogen. Vielmehr erfolgt eine Identifizierung anhand von Eigenschaften. Vgl. Artikel 86, Absatz 6, Aufzählung c, Richtlinie 2006/48/EG sowie § 81, Aufzählung 3, *SolvV*.

gleichzeitig als Sicherheit herangezogen werden.⁴¹⁶ Die Projektfinanzierung des IRB-Ansatzes entspricht somit jener für Infrastrukturprojekte verwendeten Finanzierungsform der Public-Privat-Partnership.

Die Risikogewichtung der Spezialfinanzierung innerhalb des IRB-Ansatzes ist aus Sicht des Basler Ausschusses deutlich schwieriger im Vergleich zu allgemeinen Unternehmensfinanzierungen.⁴¹⁷ So sollen Banken die Ausfallwahrscheinlichkeiten weiterhin selbst schätzen. Allerdings ist durch den Status als Spezialfinanzierung gegebenenfalls die historische Datenbasis nicht ausreichend, um die aufsichtlichen Anforderungen an das IRB zu erfüllen. Für diesen Fall gibt der Ausschuss Standardwerte vor, die zur Einordnung in eine von fünf Risikokategorien anzuwenden sind:

„Diese Variante wird als ‚auf aufsichtlichen Zuordnungskriterien basierender Ansatz‘ (‚supervisory slotting criteria approach‘) bezeichnet.“⁴¹⁸

Die Zuordnungskriterien führt der Basler Ausschuss in Anhang 6 der Rahmenvereinbarung konkret auf.⁴¹⁹ Zu diesen zählt die Bewertung der Finanzkraft des Projektes, die politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen, Transaktions- und Forderungsmerkmale, die Absicherung sowie die Stärke des Geldgebers oder des Projektträgers.

Nach erfolgter Eingruppierung gehört die zu gewichtende Finanzierung einer der in *Tabelle 11* dargestellten aufsichtlichen Kategorien an. Der Basler Ausschuss hat zur Vergleichbarkeit den jeweiligen Kategorien ein äquivalentes externes Rating zugeordnet.

⁴¹⁶ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006, S. 59.*

⁴¹⁷ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Klement, 2007, S. 209ff.*

⁴¹⁸ Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006, S. 67.* Siehe auch: § 97 in Verbindung mit Tabelle 14, Anlage 1 der *SolvV*.

⁴¹⁹ Vgl. hierzu und im Folgenden: Anhang 6, *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006, S. 316ff.* Die europäische Bankenrichtlinie bezieht das Kriterium der Stärke des Geldgebers oder des Auftraggebers explizit auf die Einkünfte aus PPP-Projekten, welche gegebenenfalls von der öffentlichen Hand beglichen werden. Vgl. Anhang VII, Teil 1, Nummer 6 der Richtlinie *2006/48/EG*. Durch § 97 Absatz 2, Satz 1, Nummer 4 der *SolvV* wird ebenfalls die Stärke des Projektes mit einem etwaigen öffentlichen Auftraggeber in Verbindung gebracht. Die Zuordnungskriterien werden mit leicht verändertem Terminus, jedoch im Grundsatz identisch, auch durch die *SolvV* in Tabelle 14 des Anhangs 1 der Verordnung beschrieben.

Tabelle 11: ratingbasierte Risikogewichtung von Spezialfinanzierungen

aufsichtliche Kategorie	sehr gut	gut	Mittel	schwach	ausgefallen ⁴²⁰
vergleichbares Rating	AAA bis BBB-	BB+ bis BB	BB- bis B+	B bis C-	-
Risikogewicht	70 %	90 %	115 %	250 %	0 %

Quelle: *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (2006)*.⁴²¹

Im Kontext dieser Arbeit verbleiben innerhalb des IRB-Ansatzes zwei Risikoklassen im Fokus: **Forderungen gegenüber Staaten** sowie **Forderungen gegen Unternehmen**, im Speziellen aus Projektfinanzierungen. Die Risikogewichtung zur Ermittlung der Höhe der Eigenkapitalunterlegung bemisst sich am bankinternen Rating. Als nützliche Orientierung dienen die Vorgaben des Standardansatzes aus den *Tabellen 9 und 10*, aber auch die für Spezialfinanzierung geltende aufsichtliche Kategorisierung der *Tabelle 11*.

4.2.2.2 Risikogewichtung von PPP-Finanzierungen unter Basel II

Für die beispielhafte Betrachtung der Risikoanrechnung einer PPP-Finanzierung gemäß Basel II muss zunächst definiert werden, welche Art von Finanzierung zu betrachten ist. Im Folgenden werden die beiden in Deutschland relevanten und im ersten Teil der Arbeit beschriebenen Finanzierungsformen herangezogen. Somit erfolgt eine Betrachtung anhand der Forfaitierung mit Einredeverzicht sowie der Projektfinanzierung.⁴²² Zudem wird für die Darstellung der Risikogewichtung die Auslegung des deutschen Rechtskreises von Basel II, vertreten durch das *KWG* und die Regelungen aus der *SolvV*, angewandt.

⁴²⁰ Einer ausgefallenen Forderung wird keine Risikogewichtung auferlegt. Es ist davon auszugehen, dass bereits eine Wertberichtigung in der Bilanz durchgeführt wurde. Vgl. *Klement, 2007*, S. 210.

⁴²¹ Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006*, S. 73f. Sowohl die Bankenrichtlinie als auch die *SolvV* nutzen den Spielraum des Basler Ausschusses aus Absatz 277. Demnach können die nationalen Aufsichtsbehörden unter bestimmten Bedingungen an die Kreditvergabe für die beiden besten Kategorien auch eine um jeweils 20 Prozent geminderte Risikogewichtung festsetzen, falls die Restlaufzeit der Kredite weniger als 2,5 Jahre beträgt. Vgl. Anhang VII, Teil 1, Nummer 6, Satz 2 der Richtlinie 2006/48/EG sowie Anhang 1, Tabelle 14, *SolvV*. Die dargestellte Tabelle bezieht sich lediglich auf vier der fünf Spezialfinanzierungen. Für hochvolatile gewerbliche Kredite gilt eine modifizierte, leicht erhöhte Risikogewichtung. Auf diese wird im Folgenden jedoch nicht eingegangen. Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006*, S. 73 sowie *Klement, 2007*, S. 210.

⁴²² Eine Forfaitierung ohne Einredeverzicht wäre in der Risikogewichtung einer Projektfinanzierung gleichzusetzen, da das Alleinstellungsmerkmal der staatlichen Garantie fehlt.

Tabelle 12: Risikogewichtung von PPP-Finanzierungen

	Forfaitierung mit Einredeverzicht	Projektfinanzierung (Standardansatz)	Projektfinanzierung (IRB-Ansatz)
primärer Projektträger	deutsche Gebietskörperschaft	deutsche Gebietskörperschaft	deutsche Gebietskörperschaft
Sicherheiten	Einredeverzicht	Forderungen der Projektgesellschaft	Forderungen der Projektgesellschaft
Haftung	Gebietskörperschaft	beschränkte Haftung der Projektgesellschaft	beschränkte Haftung der Projektgesellschaft
Sitz der Gesellschaft	Deutschland	Deutschland	Deutschland
relevantes Rating	Gebietskörperschaft	kein Rating	kein Rating
Gewichtungsansatz	Standardansatz	Standardansatz	IRB-Ansatz (supervisory slotting criteria approach)
Gewichtungsgrundlage (SolvV)	§§ 26,27 SolvV	§ 33 SolvV	§ 97 SolvV
Risikogewichtung	0 % ⁴²³	100 % ⁴²⁴	70 % ⁴²⁵

Quelle: eigene Darstellung.

Zur einfachen Darstellung wird angenommen, dass keine anderweitigen Kreditsicherheiten zur Anwendung kommen. Ein Rating für die Projektgesellschaft ist nicht vorhanden.⁴²⁶ Allerdings wird unterstellt, dass die Bewertung der Finanzkraft des Projektes, die politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen, Charakteristika des Geschäfts und des Objekts, die Absicherung sowie die Stärke des Geldgebers oder des

⁴²³ Vgl. § 26, Aufzählung 2 sowie § 27, Aufzählung 1 *SolvV*. Da die genannten Paragraphen auch vergleichbare Institutionen der Mitgliedstaaten des europäischen Wirtschaftsraums einbeziehen, gilt die Gewichtung von 0 Prozent auch für äquivalente Finanzierungsformen von PPP-Projekten in anderen Staaten. Genannt sei hier die französische *Cession Dailly*. Basel II gibt im Standardansatz eine Rating basierte Einordnung vor, wie in *Tabelle 5* zeigt.

⁴²⁴ Vgl. *Tabelle 6* sowie § 33, Aufzählung 2 *SolvV*.

⁴²⁵ Die Abweichung zum Standardansatz basiert auf der Annahme, dass die Kriterien nach § 97, Absatz 2 *SolvV* vollständig als ausgezeichnet bewertet wurden. In einem solchen Fall müsste für die Projektgesellschaft ein sehr gutes Rating angenommen werden, dies würde eine Gewichtung im Standardansatz auf 20 Prozent reduzieren.

⁴²⁶ Ergänzend sei darauf verwiesen, dass S&P nach Aussage von *Wilkins & Manley (2008)* im Jahr 2008 rückblickend rund 100 PPP-Projekte bewertet hat, von denen die Mehrzahl im BBB-Bereich eingeordnet wurde. Vgl. *Wilkins & Manley, 2008*, S. 525ff.

Trägers als ausgezeichnet gelten.⁴²⁷ Die Finanzierung hat eine Laufzeit von 25 Jahren. Als Träger des Projektes fungiert eine deutsche Gebietskörperschaft, etwa eine Kommune oder ein Landkreis.

Wenn die finanzierende Bank das Ziel einer Eigenkapitalentlastung verfolgt, besteht durch die Risikogewichtung der Aktiva einer Projektfinanzierung ein Anreiz, risikomindernde Instrumente wie zum Beispiel Verbriefungen zu nutzen. Inwieweit diese auch liquiditätswirksam werden, ist abhängig von der Ausgestaltung der Transaktion.⁴²⁸

Die Forfaitierung mit Einredeverzicht stellt für das bilanzierende Institut keine Eigenkapitalbelastung im Rahmen von Basel II dar. Dies hat zur Folge, dass bei der Kalkulation dieser PPP-Finanzierungsalternative keine Eigenkapitalkosten berücksichtigt werden müssen, was die kommunalkreditähnlichen Konditionen ermöglicht. Die Kreditkosten der Bank beziehen sich dann im Wesentlichen auf die Liquiditätskosten, also der Refinanzierung des Kredits.⁴²⁹ Für die liquiditätsorientierte Refinanzierung kommt das Instrument des Pfandbriefs infrage, da abstrakte Forderungen einer Gebietskörperschaft die Anforderungen des Pfandbriefgesetzes erfüllen.⁴³⁰ Diese, durch hinterlegte Vermögenswerte abgesicherte, Anleihe kann am Kapitalmarkt mit einem sehr geringen Risikoaufschlag im Vergleich zu Staatsanleihen platziert werden.

4.2.2.3 Risikominderung innerhalb von Basel II

Eine Unterschreitung des Solvabilitätskoeffizienten von 8 Prozent ist nicht zulässig. Ein zu geringes Eigenkapital muss die Bank durch frisches Kapital ergänzen. Alternativ können risikogewichtete Aktiva verkauft, Sicherheiten und Garantien eingeholt oder Kreditderivate genutzt werden.⁴³¹

⁴²⁷ Durch diese Annahme werden die Bedingungen der ratingbasierten Risikogewichtung von Spezialfinanzierungen im IRB-Ansatz (supervisory slotting criteria approach) erfüllt.

⁴²⁸ Weiterführende Erläuterungen folgen in Kapitel 5.2.2 „Struktur von Asset Backed Securities“.

⁴²⁹ Weitere Kosten wie beispielsweise die der Betriebsführung der Bank sind als marginal zu betrachten.

⁴³⁰ Konkret heißt es im deutschen Pfandbriefgesetz: „Zur Deckung öffentlicher Pfandbriefe dürfen nur Geldforderungen aus der Vergabe von Darlehen, Schuldverschreibungen, oder aus einem vergleichbaren Rechtsgeschäft oder andere [...] schriftlich als einredefrei anerkannte Forderungen benutzt werden.“ § 20 Absatz 1, Aufzählung 1, PfandBG. Fassung: 01.08.2012. Vgl. Kapitel 5.1 „Covered Bonds ausgewählter Länder“.

⁴³¹ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006, S. 36ff.* sowie *Klement, 2007, S. 222ff.* Credit Linked Notes, die mit Barmitteln unterlegt wurden und Forderungen aus dem

Der Verkauf kann dabei im klassischen Sinne durch Einigung und Übergabe erfolgen. Denkbar ist jedoch auch eine Verbriefung.

Innerhalb der Rahmenvereinbarung von Basel II nehmen Verbriefungen eine Sonderstellung ein, wenngleich der Fokus auf die Aktivseite der Bilanz und somit auf die gehaltenen Verbriefungspositionen gelegt wird.⁴³² Es werden Mindestanforderungen definiert, die sicherstellen sollen, dass die Risiken ausreichend ausgelagert wurden. Erst dadurch ist es dem verbriefenden Institut (Originator) möglich, die Aktiva von der Eigenkapitalunterlegung auszunehmen.⁴³³

Für die Nutzung von Garantien und Kreditderivaten gelten ebenfalls Mindestanforderungen. Die Sicherungszusagen müssen unmittelbar, ausdrücklich, unwiderruflich und unbedingt erfolgt sein.⁴³⁴ Denkbar ist der Kauf eines Credit Default Swaps der die Risiken des Kreditausfalls absichert, wobei der Verkäufer des Swaps bei Eintritt eines vorab definierten Kreditereignisses den Verlust ausgleicht.⁴³⁵ Über die Qualität des Swaps und der risikoentlastenden Wirkung bestimmt auch die Bonität des Verkäufers.

Innerhalb von Basel II wird den Instituten somit die Möglichkeit gegeben, durch Verbriefungen von risikogewichteten PPP-Forderungen, die Bilanz zu entlasten. So liegt bei einer Refinanzierung der Aktiva aus einer Projektfinanzierung die eigenkapitalbefreiende Wirkung durch Verbriefungen im Fokus des Originators. Auf den Liquiditätszufluss wird unter Umständen und je nach Verbriefungsform teilweise oder ganz verzichtet.⁴³⁶ Da eine Eigenkapitalbelastung einer forfaitierten Forderung mit Einredeverzicht im Standardansatz – je nach Garantiegeber – gegebenenfalls nicht

Anlagebuch verbrieft, werden als Barsicherheit gewertet. Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006*, S. 41, Fußnote: 41. Siehe auch Kapitel 5.2.2 „Struktur von Asset Backed Securities“.

⁴³² Die Vorgaben definieren die Eigenkapitalanforderung für Verbriefungen, die in den eigenen Bilanzen verbucht sind. Vgl. *Klement, 2007*, S. 252ff. sowie *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006*, S. 141f.

⁴³³ Beispielhaft seien hier die Anforderungen der Übertragung eines erheblichen Teils an Risiken auf einen Dritten sowie die Abgabe der tatsächlichen oder indirekten Kontrolle über die übertragenen Forderungen genannt. Vgl. hierzu und im Folgenden: *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006*, S. 138ff. Spiegelbildlich werden Bedingungen definiert, wie erworbene oder zurückbehaltene Verbriefungen auf der Aktivseite der Bilanz mit Eigenkapital zu unterlegen sind. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006*, S. 141ff.

⁴³⁴ Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2006*, S. 40.

⁴³⁵ Auch die Emission einer Credit Linked Note kann Risikobefreiend wirken. Beide Instrumente werden anhand eines Beispiels im Kapitel 5.2.3 „Beispiel einer Verbriefung von PPP-Forderungen“ erläutert.

⁴³⁶ Siehe Kapitel 5.2.2 „Struktur von Asset Backed Securities“.

vorhanden ist, basiert eine etwaige Refinanzierung lediglich auf dem Interesse der Liquiditätsbeschaffung.⁴³⁷

Die Ausgestaltungen der Regularien von Basel II zeigen, dass Anreize bestehen im Rahmen des Risikomanagements eine Refinanzierungstransaktion auch für PPP-Forderungen durchzuführen.

4.2.3 Weiterentwicklung durch Basel III

Die fortlaufende Weiterentwicklung der Eigenkapitalvorschriften durch den Basler Ausschuss für Bankenaufsicht hatten Basel III zur Folge. Dieser neue Standard wurde am 16.12.2010 veröffentlicht und ist in eine Kapital- und erstmals auch eine Liquiditätsrichtlinie unterteilt.⁴³⁸ Ergänzt wurden die bisherigen Vorschriften zudem um eine Höchstverschuldungsquote (Leverage Ratio).⁴³⁹ Änderungen im Vergleich zu Basel II betreffen unter anderem die Intensivierung der Eigenkapitalanforderungen für das Ausfallrisiko bei Derivaten, Pensionsgeschäften und Wertpapierfinanzierungsgeschäften und sollen Engagements gegenüber anderen Finanzinstituten besser abdecken.⁴⁴⁰

Ebenso erfolgten Anpassungen an Höhe und Qualität der Eigenkapitalbasis. In den Erläuterungen zu den vorgenommenen Veränderungen weist der Ausschuss darauf hin, dass konkret bilanzielle und außerbilanzielle Risiken aus Derivaten vorab nicht wirksam erfasst wurden. Weitere für diese Arbeit relevante Modifikationen in der Gewichtung der Aktiva fanden nicht statt.

⁴³⁷ Während die *SolvV* für Schuldner aus dem europäischen Wirtschaftsraum eine Gewichtung von 0 Prozent vorgibt, basiert die Einordnung in Basel II auf der Gewichtung des Garantiegebers beziehungsweise deren Rating. Vgl. § 26, Aufzählung 2 sowie § 27, Aufzählung 1 *SolvV* sowie Erläuterungen zur Tabelle 5.

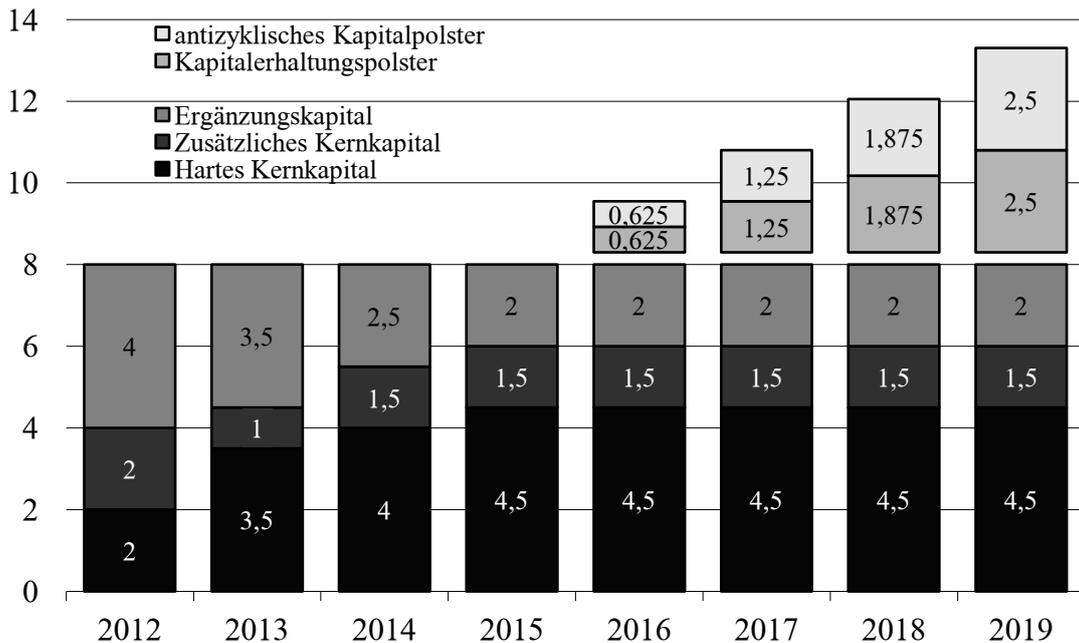
⁴³⁸ Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010a*. Die ausführliche Kapitalrichtlinie ist in deutscher Sprache im Internet einzusehen. Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010b*. Die Liquiditätsrichtlinie ist ebenfalls einsehbar. Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010c*. Siehe auch Kapitel 4.3 „Refinanzierungsanreize durch Liquiditätsanforderungen“.

⁴³⁹ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2013b*, S. 3. Dabei wird das Eigenkapital in Relation zur gesamten Bilanzsumme gesetzt und ein Grenzwert bestimmt. Eine weitere Präzisierung erfolgte im Juni 2013 durch den Basler Ausschuss. Demnach ist eine Höchstverschuldungsquote von zunächst drei Prozent der gesamten Aktiva einzuhalten. Hierzu zählen ausdrücklich auch die nicht gewichteten Aktiva in der Bilanz. Bei einer drohenden Unterschreitung muss das Eigenkapital erhöht oder die Bilanz gekürzt werden. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2013c*, S. 2.

⁴⁴⁰ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010b*, S. 3.

Die Mindestanforderung an das Gesamtkapital wird weiterhin durch den Solvabilitätskoeffizienten von 8 Prozent definiert.⁴⁴¹ Allerdings stellt die neue – zur Risikounterlegung anrechenbare – Eigenkapitalbasis einen gravierenden Umbruch dar.⁴⁴²

Abbildung 8: Geplante Einführung der neuen Kapitalanforderungen für Banken



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an: Deutsche Bundesbank (2011b).⁴⁴³

Wie *Abbildung 8* zeigt, wurden zunächst die Mindestanforderungen für das harte Kernkapital in Relation zu den risikogewichteten Aktiva schrittweise auf 4,5 Prozent angehoben.⁴⁴⁴ Die Anforderungen an das Kernkapital insgesamt stiegen ebenfalls, wodurch die Qualität des zu hinterlegenden Gesamtkapitals eine Verbesserung

⁴⁴¹ Die Diversifizierung der Kapitalklassen wird ebenfalls durch den Basler Ausschuss vorgenommen. Zu unterscheiden sind das harte Kernkapital, zu dem ausgegebene Stammaktien und einbehaltene Gewinne gehören sowie das Kernkapital insgesamt, zu dem nachrangige Emissionen mit weiter eingeschränkten Rechten, wie der gewinnabhängigen Kuponzahlung, zählen können. Letztlich steht ein Ergänzungskapital zur Verfügung. Das Gesamtkapital setzt sich somit aus der Addition der zulässigen Kapitalklassen zusammen. Die Zugehörigkeit von Kapitalinstrumenten wird ständig an die Entwicklung von Finanzierungsinstrumenten angepasst. Der hier beschriebene Vorschlag des Basler Ausschusses ist der ursprünglichen Fassung der Kapitalrichtlinie von Basel III zu entnehmen. Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010b*, S. 13ff.

⁴⁴² Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010b*, S. 13ff.

⁴⁴³ Vgl. *Deutsche Bundesbank, 2011b*, S. 19.

⁴⁴⁴ Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010b*, S. 30f.

erfuhr.⁴⁴⁵ Ergänzt werden diese Maßnahmen durch ein schrittweise einzuführendes Kapitalerhaltungspolster.⁴⁴⁶

Ab Januar 2019 ist ein Gesamtkapital von 10,5 Prozent der risikogewichteten Aktiva, inklusive des Kapitalerhaltungspolsters, vorzuhalten. Im Ermessen der nationalen Aufsichtsbehörden liegend, schlägt der Basler Ausschuss ein weiteres, antizyklisches Kapitalpolster vor.⁴⁴⁷

Die erhöhten Anforderungen an das harte Eigenkapital, lassen verschiedene Reaktionen der Banken zu. Zum einen können die Risikoaktiva reduziert werden, was auch eine Verringerung des Kreditbuchs bedeuten kann. Alternativ oder in Kombination besteht die Möglichkeit, das harte Eigenkapital zu erhöhen. In der Folge wird die Kreditvergabe insgesamt kostenintensiver, was einen Anreiz schafft, Risiken nur ausgewählt einzugehen oder diese nach Aktivierung zeitnah wieder aus der Bilanz zu entfernen. Zuletzt können die Kreditinstitute die höheren Kapitalkosten auch an die Kreditnehmer weiterreichen, was Einfluss auf den Wettbewerb zwischen den Banken haben sollte.

Allerdings sind die bereits in Basel II zulässigen Risikominderungsinstrumente weiterhin anwendbar, wenngleich auch diese präzisiert wurden.⁴⁴⁸

Mit Bezug auf die Gewichtung einer PPP-Finanzierung sind keine Änderungen durch Basel III zu erwarten. Die in *Tabelle 12* dargestellte Risikogewichtung behält auch unter Basel III ihre Gültigkeit. Indes sind durch die neu eingeführten Regelungen hinsichtlich des Liquiditätsrisikos einschneidende Änderungen zu den aktuellen aufsichtlichen Bestimmungen zu verzeichnen.

⁴⁴⁵ Vgl. *Deutsche Bundesbank, 2011b*, S. 9.

⁴⁴⁶ Dieses Polster dient der verbesserten Verlustabsorption und hat bei Inanspruchnahme Auswirkung auf die Ausschüttung von Gewinnen an die Eigner der Bank. So sind solche – je nach Grad der Reduzierung des Polsters – gar nicht oder nur eingeschränkt möglich. Vgl. hierzu und im Folgenden: *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010b*, S. 61ff.

⁴⁴⁷ Dieses kann zwischen 0 und 2,5 Prozent liegen und stellt ein dynamisches, von einem exzessiven Kreditwachstum abhängiges, Instrument der nationalen Bankenaufsichten dar. Vgl. hierzu und im Folgenden: *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010b*, S. 64ff.

⁴⁴⁸ Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010b*, S. 50f.

4.3 Refinanzierungsanreize durch Liquiditätsanforderungen

Die bisher dargestellten regulatorischen Anforderungen beziehen sich auf das vorzuhaltende Eigenkapital. Weiterhin bestehen jedoch auch Vorgaben hinsichtlich einer angemessenen Liquiditätsausstattung. In Deutschland werden diese durch die Liquiditätsverordnung (*LiqV*) der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (*BaFin*) definiert.

Allerdings entwickelte sich die *LiqV* nicht auf Basis internationaler Vorgaben. Vielmehr divergieren die aufsichtlichen Systeme zur Überwachung des Liquiditätsrisikos beträchtlich, wie die Deutsche Bundesbank noch im Jahr 2008 konstatierte, auch wenn der Basler Ausschuss bereits im Juni 2008 ein Konsultationspapier zum Management des Liquiditätsrisikos veröffentlicht hat.⁴⁴⁹

Das Papier hatte in der Folge auch Einfluss auf die europäische Bankenrichtlinie, in der das Liquiditätsrisiko im Anhang V deutlich präzisiert wurde.⁴⁵⁰ Intensiviert wurden insbesondere die Einbeziehung von Verbriefungstransaktionen, bei denen das Kreditinstitut als Anleger, Originator oder Sponsor beteiligt ist. Letztlich erfahren die Liquiditätsanforderungen seit dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehmann Brothers eine breite internationale Aufmerksamkeit. Eine internationale Harmonisierung der Liquiditätsvorschriften für Banken erfolgte durch die Einführung von Basel III. Im Folgenden werden zunächst die Regelungen in Deutschland erläutert, bevor im Anschluss auf die komplexen neuen internationalen Anforderungen eingegangen wird.

Die regulatorische Grundlage der vorzuhaltenden Liquidität stellt in Deutschland der § 11 *KWG* dar und wird durch die Liquiditätsverordnung (*LiqV*) präzisiert. Diese löste zum 01.01.2007 den bis dahin gültigen *Grundsatz II* ab.⁴⁵¹ Die *LiqV* führt dabei im Wesentlichen die Regelungen des *Grundsatzes II* fort. Ergänzt wurde die Möglichkeit der Verwendung interner Liquiditätsrisikomess- und steuerungsverfahren im § 10 *LiqV*. Da beide Verordnungen zudem den Betrachtungszeitraum dieser Arbeit tangieren, erfolgt eine Analyse parallel. Das Augenmerk liegt dabei auf zwei für die

⁴⁴⁹ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Deutsche Bundesbank, 2008, S. 72f.* In der endgültigen Fassung siehe: *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2008.*

⁴⁵⁰ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Deutsche Bundesbank, 2008, S. 74, Artikel 1, Aufzählung 1, der Änderungsrichtlinie 2009/83/EG sowie Aufzählung 30, der Begründung der Richtlinie 2009/111/EG.*

⁴⁵¹ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Deutsche Bundesbank, 2008, S. 69.*

Refinanzierung von PPP-Forderungen relevanten Instrumenten, dem Pfandbrief sowie der Forderungsverbriefung mittels Asset Backed Securities.⁴⁵²

Beiden Verordnungen gemein ist die Einordnung der ausreichenden Liquidität auf der Grundlage zeitlich gegliederter Erfassungsschemata. So werden jeweils im §2 des *Grundsatzes II* und der *LiqV* Laufzeitbänder definiert, die schematisch in *Abbildung 9* dargestellt werden.

Abbildung 9: Laufzeitbänder gemäß Grundsatz II und LiqV



Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: *Deutsche Bundesbank (2011b)*.⁴⁵³

Die regulatorisch relevante Liquidität wird als ausreichend angesehen, wenn im ersten Laufzeitband die verfügbaren Zahlungsmittel die Zahlungsverpflichtungen übersteigen.⁴⁵⁴ Der Quotient, in der Verordnung als Liquiditätskennzahl bezeichnet, aus beiden Werten muss somit größer als eins sein. Die weiteren Laufzeitbänder dienen der Berechnung von Beobachtungskennzahlen.⁴⁵⁵ Auch zu diesem Zweck werden erneut die im jeweiligen Zeitraum verfügbaren Zahlungsmittel den Zahlungsverpflichtungen gegenübergestellt. Die Berechnung erfolgt analog der Ermittlung der Liquiditätskennzahl. Überschüssige Zahlungsmittel eines Laufzeitbandes können im darauf folgenden Band angerechnet werden. Die Beobachtungskennzahl hat jedoch lediglich einen nachrichtlichen Zweck.⁴⁵⁶ Zwar zeigen die Beobachtungskennzahlen Tendenzen auf, allerdings ist das zwingend zu erfüllende Gebot die ausreichende Liquiditätskennzahl im ersten Laufzeitband.

⁴⁵² Vgl. Kapitel 5 „Gedekte Refinanzierungsinstrumente“ sowie Kapitel 5.2.3 „Beispiel einer Verbriefung von PPP-Forderungen“.

⁴⁵³ Vgl. § 2, Absatz 1 *LiqV*, *Deutsche Bundesbank, 2011b*, S. 405f. sowie § 2, Absatz 1 *Grundsatz II*, *Deutsche Bundesbank, 1999*, S. 16f. Im weiteren Verlauf wird lediglich auf die Paragraphen Bezug genommen, die Fundstellen sind dabei immer identisch zu den hier genannten.

⁴⁵⁴ Vgl. § 2, Absatz 2, Satz 3 *Grundsatz II* sowie § 2, Absatz 1, Satz 1 und 2 *LiqV*.

⁴⁵⁵ Vgl. hierzu und im Folgenden: § 2, Absatz 3 *Grundsatz II* sowie § 2, Absatz 2 *LiqV*.

⁴⁵⁶ Für die Aufsichtsbehörde deutet ein Wert von unter eins darauf hin, dass kurzfristig hineingenommene Gelder längerfristig angelegt werden und somit eine Fristentransformation vollzogen wird. Vgl. *Deutsche Bundesbank, 1999*, S. 39.

Für dieses erste Band werden zugelassene Zahlungsmittel in den jeweiligem § 3 der beiden Verordnungen definiert. Aufgezählt werden unter anderem:⁴⁵⁷

- Kassenbestände,
- Guthaben bei Zentralbanken,
- börsennotierte Wertpapiere.⁴⁵⁸

Zu letzteren lassen sich auch Forderungsverbriefungen wie Asset Backed Securities zählen. Pfandbriefe hingegen werden separat aufgeführt und unterliegen in der *LiqV* der Definition des § 20a *KWG*, der einen Verweis auf den Artikel 52, Absatz 4, der OGAW-Richtlinie 2009/65/EG enthält.⁴⁵⁹

Unabhängig von der Börsenzulassung werden Pfandbriefe als Liquidität für das erste Laufzeitband anerkannt. Hierzu zählen im Gegensatz zu anderen Schuldverschreibungen ausdrücklich auch selbst emittierte Pfandbriefe und Kommunalobligationen des bilanzierenden Instituts.⁴⁶⁰

Den verfügbaren Zahlungsmitteln stehen zu erfüllende Zahlungsverpflichtungen gegenüber. Diese werden aufgeteilt in täglich fällige sowie in solche mit Restlaufzeiten.

⁴⁵⁷ Einschränkungen der Wertpapiere basieren auf der Handelszulassung auf einem geregelten Markt vorgegebener Staaten. Vgl. § 3, Absatz 1, Nummer 5 und 6 *Grundsatz II* sowie § 3, Absatz 1, Nummer 5 und 7 *LiqV*. Schuldverschreibungen, die diese Anforderungen nicht erfüllen, sind gemäß ihrer Restlaufzeit als Zahlungsverpflichtung in die Laufzeitbänder einzuordnen. Vgl. § 3, Absatz 2, Nummer 6 *Grundsatz II* sowie *LiqV*.

⁴⁵⁸ Einschränkungen der Wertpapiere basieren auf der Handelszulassung auf einem geregelten Markt vorgegebener Staaten. Vgl. § 3, Absatz 1, Nummer 5 und 6 *Grundsatz II* sowie § 3, Absatz 1, Nummer 5 und 7 *LiqV*. Schuldverschreibungen, die diese Anforderungen nicht erfüllen, sind gemäß ihrer Restlaufzeit als Zahlungsverpflichtung in die Laufzeitbänder einzuordnen. Vgl. § 3, Absatz 2, Nummer 6 *Grundsatz II* sowie *LiqV*.

⁴⁵⁹ Vgl. § 3, Absatz 1, Nummer 7 *LiqV* sowie § 20a, Absatz 1, Nummer 2 und 3 *KWG*. Der Bezug zur OGAW-Richtlinie besteht auch im *Grundsatz II*, allerdings direkt und zur damals gültigen Vorgängerversion der Richtlinie 85/611/EWG, vgl. § 3, Absatz 1, Nummer 6 *Grundsatz II*. Weitere Erläuterungen zur OGAW-Richtlinie siehe Kapitel 5 „Gedekte Refinanzierungsinstrumente“. Als gedeckte Schuldverschreibungen im Sinne des KWG gelten somit alle Covered Bonds, die als Deckungswerte neben grundpfandrechtlichen Forderungen unter anderem auch Forderungen gegen Förderbanken, Staaten, Zentralbanken und Regionalregierungen höchster Bonität oder gegen vergleichbare Institutionen innerhalb der Europäischen Union verbrieft. Vgl. § 20a *KWG*. Fassung: 21.06.2013.

⁴⁶⁰ Vgl. *Deutsche Bundesbank*, 1999, S. 43. Zudem ergibt sich diese Sichtweise aus der Negation des § 3, Absatz 3 *Grundsatz II*, aus dem hervorgeht, welche Posten nicht zur Liquidität zu zählen sind. Dabei wird unter Nummer 3 lediglich von zurückgekauften ungedeckten Schuldverschreibungen eigener Emissionen gesprochen. Dies erfolgt ebenfalls in § 3, Absatz 3, Nummer 3 *LiqV* und stellt einen Unterschied zur anstehenden Regelung von Basel III dar. Vgl. Kapitel 4.3 „Refinanzierungsanreize durch Liquiditätsanforderungen“.

Dabei werden die täglich fälligen Verbindlichkeiten aufgrund unterschiedlicher Abflusswahrscheinlichkeiten gewichtet berücksichtigt.⁴⁶¹

Tabelle 13: Bewertung von Covered Bonds und Asset Backed Securities nach LiqV

	Pfandbrief	Asset Backed Securities
Zahlungsmittel im ersten Laufzeitband (Liquiditätskennzahl)	volle Anrechnung (auch Eigenemissionen)	volle Anrechnung, wenn börseneingeführt (nur Fremdemissionen)
Zahlungsverpflichtung im ersten Laufzeitband (Liquiditätskennzahl)	volle Anrechnung, wenn in 30 Tagen fällig	volle Anrechnung, wenn in 30 Tagen fällig
Zahlungsmittel in den Laufzeitbändern 2-4 (Beobachtungskennzahl)	volle Anrechnung (auch Eigenemissionen)	volle Anrechnung, wenn börseneingeführt (nur Fremdemissionen)
Zahlungsverpflichtung in den Laufzeitbändern 2-4 (Beobachtungskennzahl)	volle Anrechnung je nach Restlaufzeit	volle Anrechnung je nach Restlaufzeit

Quelle: eigene Darstellung.

Verbindlichkeiten mit längeren Restlaufzeiten gegenüber Banken und Kunden sowie verbriefte Verbindlichkeiten werden den jeweiligen Laufzeitbändern zugeordnet.⁴⁶² Je nach Restlaufzeit sind emittierte Pfandbriefe und andere verbriefte Verbindlichkeiten

⁴⁶¹ Verbindlichkeiten gegenüber anderen Kreditinstituten die in den nächsten 30 Tagen fällig sind, müssen mit 40 Prozent des Buchwerts als Zahlungsverpflichtung angerechnet werden. Weiterhin sind täglich fällige Verbindlichkeiten gegenüber Privatkunden, mit 10 Prozent und Eventualverbindlichkeiten aus Bürgschaften und Gewährleistungsverpflichtungen mit 5 Prozent des Buchwerts zu berücksichtigen. Vgl. hierzu und im Folgenden: *Deutsche Bundesbank, 1999*, S. 49ff. Siehe auch § 4, Absatz 1 *Grundsatz II* sowie § 4, Absatz 1 *LiqV*. Alle nicht aus § 4, Absatz 1 des *Grundsatzes II* sowie der *LiqV* hervorgehenden Zahlungsverpflichtungen sind anhand der Restlaufzeit einem der vier Laufzeitbänder zuzuordnen. Vgl. § 4, Absatz 2 *Grundsatz II* sowie § 4, Absatz 2 *LiqV*.

⁴⁶² Lediglich in der *LiqV* finden auch Liquiditätsfazilitäten für Verbriefungen Erwähnung. Diese sind unter bestimmten Umständen mit 20 Prozent des nicht in Anspruch genommenen Teils der Zusagen als Zahlungsverpflichtung anzurechnen. Vgl. § 4, Absatz 2, Nummer 12 *LiqV*.

somit als Zahlungsverpflichtung bei der Ermittlung der Liquiditätskennziffer oder der Beobachtungskennzahlen zu berücksichtigen.⁴⁶³

Im Gegensatz zur Eigenkapitalunterlegung der gewichteten Risiken, die aus Basel II und der Solvenzverordnung resultiert, sind im Grundsatz II und der Liquiditätsverordnung somit keine gravierenden Unterschiede der beiden Refinanzierungsformen von PPP-Finanzierungen auszumachen. Ein möglicher Anreiz für das finanzierende Institut lässt sich aus der Perspektive der Liquidität lediglich durch die Berücksichtigung von eigenen Pfandbriefen ableiten.

Der Basler Ausschuss hat im Rahmen des Basel III-Regelwerks erstmals zwei internationale Standards entwickelt, die von den Aufsichtsbehörden seit dem Jahr 2015 bei der Überwachung der Liquidität verwendet werden.⁴⁶⁴ Die Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio, LCR) dient der Sicherstellung der kurzfristigen, 30-tägigen, Liquidität. Zudem zeigt die strukturelle Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio, NSFR) die Relation von verfügbarer stabiler Refinanzierung und erforderlicher stabiler Refinanzierung für einen Zeitraum von einem Jahr auf.⁴⁶⁵ Beide Kennzahlen werden unter dem Aspekt von Stressszenarien betrachtet, die sich an der seit 2007 bestehenden Finanzkrise orientieren.⁴⁶⁶

Der LCR ist der Quotient aus dem Bestand an erstklassigen liquiden Aktiva und dem gesamten Nettoabfluss von Barmitteln in den kommenden 30 Tagen.⁴⁶⁷ Er muss einen Wert von größer als eins aufweisen.

⁴⁶³ Dabei folgen die Definitionen der genannten Passivposten denen der Kreditinstituts-Rechnungslegungsverordnung (*RechKredV*). Vgl. *Deutsche Bundesbank, 1999*, S. 48. Demnach sind unter verbrieften Verbindlichkeiten „Schuldverschreibungen und diejenigen Verbindlichkeiten auszuweisen [...], für die nicht auf Namen lautende Urkunden ausgestellt sind.“ Vgl. § 22, Absatz 1 *RechKredV*, Fassung: 09.06.2011. Insofern Asset Backed Securities im Einzelfall nicht der Definition entsprechen, werden diese als sonstige Forderungen gemäß § 4, Absatz 2, Nummer 11 *Grundsatz II*, beziehungsweise § 4, Absatz 2, Nummer 11 *LiqV* berücksichtigt.

⁴⁶⁴ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010c*, S. 3f.

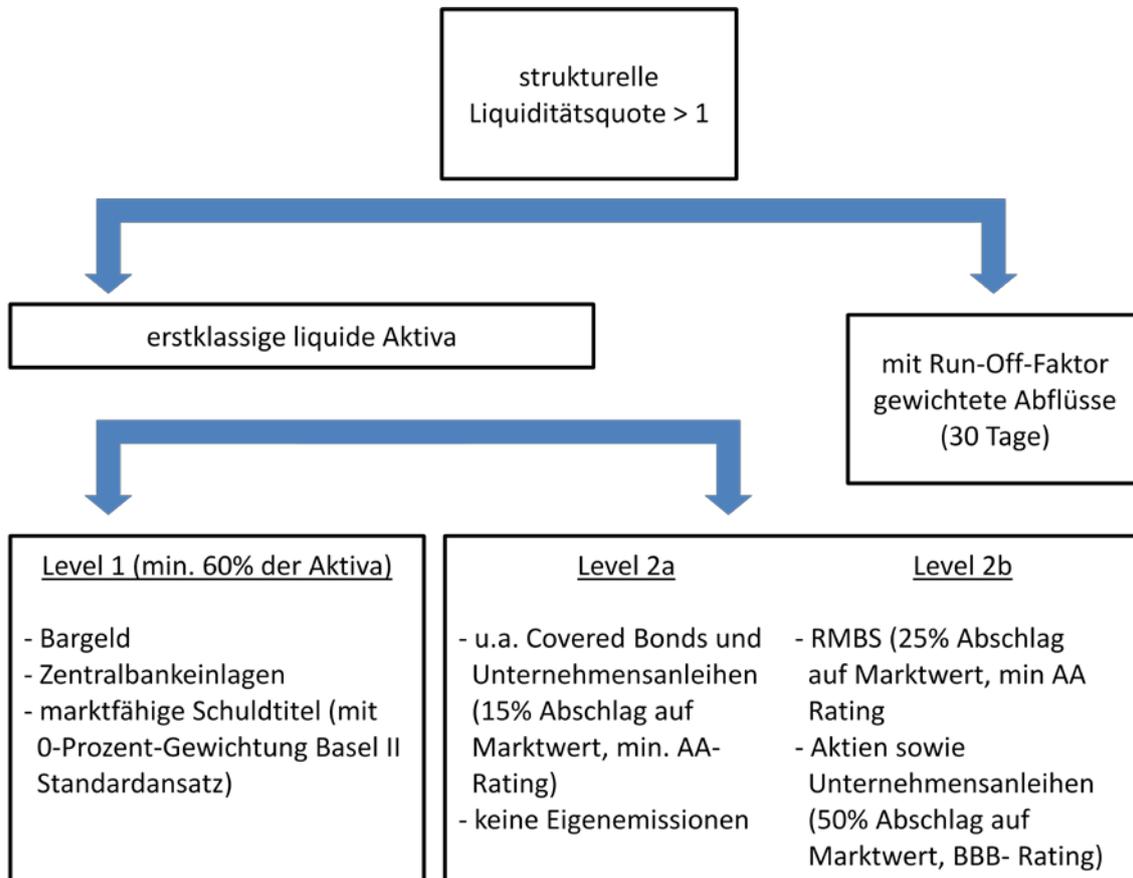
⁴⁶⁵ Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010c*, S. 28f. Anzumerken ist, dass der Basler Ausschuss an der finalen Version der NSFR noch arbeitet und diese im Jahr 2014 fertigstellen möchte. Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2013b*, S. 3.

⁴⁶⁶ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010c*, S. 4ff.

⁴⁶⁷ Es sei darauf verwiesen, dass die Fälligkeiten der kommenden 30 Tage anhand ihrer Einordnung in nachstehende Level gewichtet werden. Der Run-off-Faktor, also die Abflussquote des Kapitals, bemisst sich dabei an der Qualität der Aktiva. „Aufgrund der hohen Qualität von Aktiva der Stufe 1 [in dieser Arbeit als Level 1 bezeichnet, *Anm. des Verf.*] wird davon ausgegangen, dass die Verfügbarkeit von Finanzierungen, die mit solchen Aktiva gedeckt sind, nicht beeinträchtigt wird.“ Der Faktor ist 0 Prozent. Vgl. hierzu und im Folgenden: *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010c*, S. 20. Für Aktiva des Levels 2, wozu Pfandbriefe zählen, wird ein anzunehmender Mittelabfluss und somit ein Run-Off-Faktor von 15 Prozent unterstellt. Abflüsse aus Verbriefungen werden mit einem Faktor von 100 Prozent berücksichtigt.

Im Nenner finden sich die kumulierten und durch einen Run-Off-Faktor gewichteten Abflüsse, die innerhalb von 30 Tagen fällig werden.⁴⁶⁸

Abbildung 10: Liquidity Coverage Ratio (LCR)



Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (2013a)*.

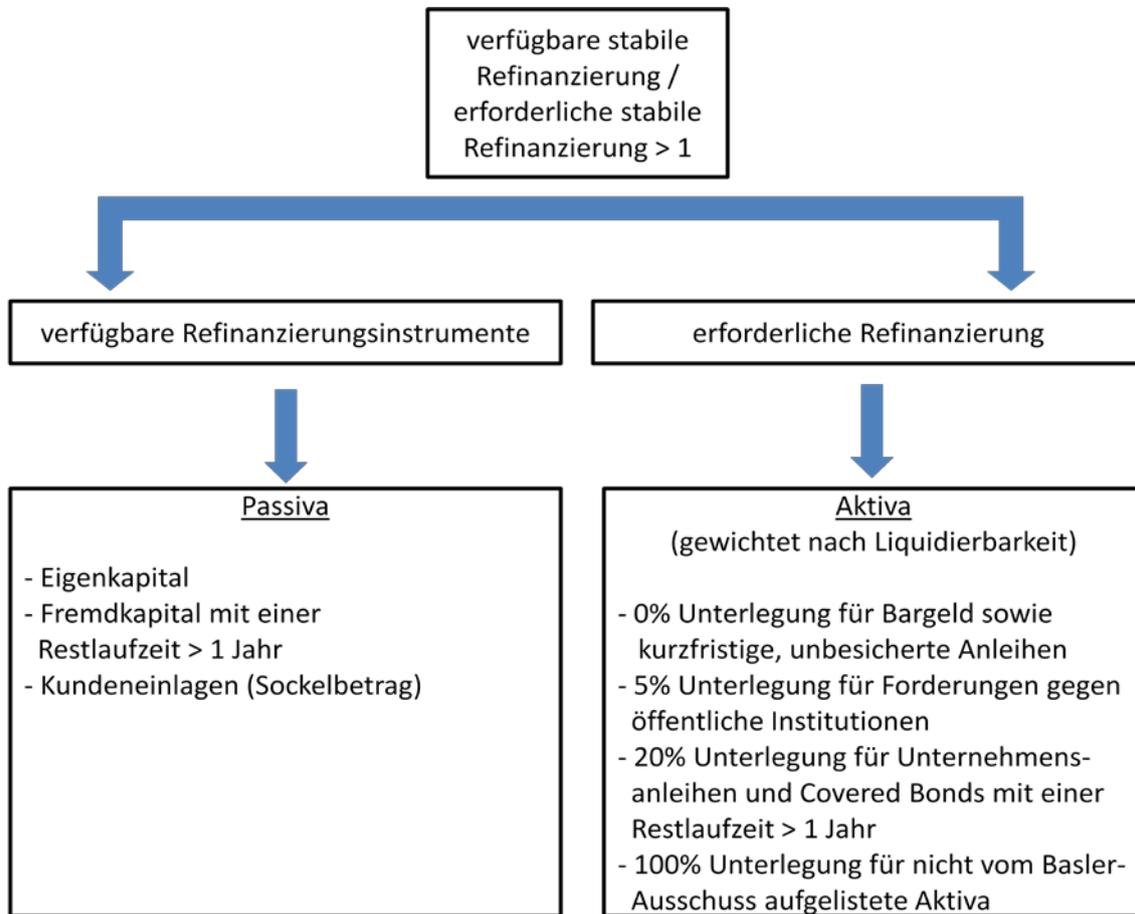
Die im Zähler anrechenbare erstklassige liquide Aktiva ist durch den Basler Ausschuss definiert. Als wesentliche Eigenschaft soll diese in Stresssituationen am Markt weiterhin liquide und im Idealfall notenbankfähig sein.⁴⁶⁹ Diese Aktiva wird in Level 1- und Level 2-Vermögenswerte unterteilt und ist mit einer unterschiedlichen

⁴⁶⁸ Im Falle einer Zuordnung der fälligen Verbindlichkeiten zu bestimmten Aktiva, wie bei Pfandbriefen, wird auch dieser Sachverhalt berücksichtigt. Dabei erkennt der Basler Ausschuss verschiedene Qualitäten der Aktiva an und somit unterschiedliche gute oder schlechte Refinanzierbarkeiten am Markt. Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010c*, S. 20.

⁴⁶⁹ Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010c*, S. 5f. Als notenbankfähig werden Aktiva gewertet, die die Zentralbank bei allen liquiditätszuführenden Geschäften und Intertageskrediten als Sicherheit anerkennt. Vgl. *Europäische Zentralbank, 2008*, S. 11.

Gewichtung der anrechenbaren Liquidität hinzuzuzählen.⁴⁷⁰ In *Abbildung 10* werden die wesentlichen Elemente der Liquidity Coverage Ratio grafisch dargestellt.

Abbildung 11: Net Stable Funding Ratio (NSFR)⁴⁷¹



Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (2010c)*.

Die strukturelle Liquiditätsquote (NSFR) nimmt im Gegensatz zur LCR einen Zeithorizont von einem Jahr zum Gegenstand der Betrachtung. So wird der Quotient aus der verfügbaren stabilen Refinanzierung sowie dem erforderlichen Betrag stabiler Refinanzierung gebildet, der ebenfalls größer als 100 Prozent sein soll. Die erforderliche Refinanzierung wird anhand der Aktiva ermittelt, wobei diese gewichtet wird.

⁴⁷⁰ Im Januar 2013 wurden durch den Basler Ausschuss die anrechenbaren Level 2-Vermögenswerte erweitert und in das Level 2a und 2b unterteilt. Vgl. hierzu und im Folgenden: *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2013a*, S. 11ff.

⁴⁷¹ Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010c*, S. 28ff.

Wie *Abbildung 11* zeigt, wird Bargeld mit einer Gewichtung von 0 Prozent belegt, da es jederzeit zur Verfügung steht. Anders verhält es sich mit Covered Bonds mit einer Restlaufzeit von mehr als einem Jahr, die Liquidierung ist abhängig von der Marktlage.

Die Liquiditätswirkung einer gedeckten Anleihe wie einem Pfandbrief für den Emittenten und für den Investor ist in *Tabelle 14* dargestellt.

Der Barmittelzufluss aus einer Emission verbessert die LCR des Emittenten und der Covered Bond, als Verbindlichkeit mit einer Restlaufzeit von mehr als einem Jahr stärkt die NSFR. Für beide Kennzahlen wird der Covered Bond zu 100 Prozent liquiditätswirksam.

Auf der anderen Seite steht eine investierende Bank, diese erwirbt den Pfandbrief und hat für diese Aktiva im Rahmen der NSFR 20 Prozent an liquiden Mitteln vorzuhalten. Zudem wird dieser Covered Bond zu 85 Prozent seines Marktwerts der Liquidität der LCR hinzugerechnet.

Tabelle 14: Liquiditätswirkung eines Pfandbriefs nach Basel III

	Emittent	Investor
LCR	Barmittelzufluss (100 %)	Anerkennung als liquide Aktiva (85 %)
NSFR	Anerkennung als verfügbare stabile Refinanzierung (100 %)	Notwendigkeit einer erforderlichen stabilen Refinanzierung (20 %)

Quelle: eigene Darstellung, in Anlehnung an: *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (2010c)*.

Mit Bezug auf Verbriefungstransaktionen ist anzumerken, dass ein Barmittelzufluss aufseiten des Emittenten lediglich generiert wird, wenn es sich um eine so genannte True-Sale-Transaktion⁴⁷² handelt. Da diese einen Verkauf von Forderungen darstellt, wird keine Verbindlichkeit generiert.⁴⁷³ Eine Anerkennung als verfügbare stabile Refinanzierung für die NSFR entfällt somit. Auch der Investor kann eine erworbene Tranche einer Verbriefung nicht als liquide Aktiva für die LCR anrechnen, da diese

⁴⁷² Diese steht in Opposition zur synthetischen Verbriefung, bei der lediglich die Risiken aus der Bilanz getilgt werden. Zur Erläuterung siehe: Kapitel 5.2.2 „Struktur von Asset Backed Securities“.

⁴⁷³ Zu berücksichtigen ist jedoch, dass Zweckgesellschaften, die für die Verbriefung genutzt werden und denen Liquiditätsfazilitäten zugesagt wurden, gegebenenfalls einen Bedarf an Liquidität auslösen können. Dieser ist dann durch die Bank zu berücksichtigen. Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010c*, S. 21f.

nicht als Level 1- oder Level 2-Vermögenswerte anerkannt sind.⁴⁷⁴ Allerdings muss der Investor für die von ihm somit gehaltenen Aktiva eine erforderliche stabile Refinanzierung in Höhe von 100 Prozent nachweisen.⁴⁷⁵

Tabelle 15: Einordnung der PPP Finanzierungen in die Basler Regularien

	Forfaitierung mit Einredeverzicht	Projektfinanzierung
Basel I	keine/ geringe Risikogewichtung	Risikogewichtung mit 100%
Basel II	keine/ geringe Risikogewichtung	IRB-Ansatz: Gewichtung 70%, Standardansatz: Gewichtung 100%
Basel III	keine/ geringe Risikogewichtung	IRB-Ansatz: Gewichtung 70%, Standardansatz: Gewichtung 100%, aber: Erhöhung der Eigenkapitalrelevanz
Liquiditätsanforderung	durch Covered-Bond-Verbriefung liquiditätsfördernd (bis Basel III auch gehaltene Eigenemissionen)	durch Asset-Backed-Securities-Verbriefung liquiditätsfördernd (nur Fremdemissionen)
Liquiditätsanforderung durch Basel III	gehaltene Covered-Bonds von anderen Emittenten zu 85% als Liquidität anrechenbar	keine Anrechnung als Liquidität

Quelle: eigene Darstellung.

⁴⁷⁴ Diese Wertung ergibt sich aus der Negation der Einordnung von Vermögenswerten durch den Basler Ausschuss. Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010c*, S. 9ff.

⁴⁷⁵ Vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010c*, S. 32f.

Im Zuge der Liquiditätsanforderungen innerhalb von Basel III haben gedeckte Schuldverschreibungen somit gegenüber Verbriefungen einen höheren Stellenwert. Dies kann Einfluss auf die von Banken angebotenen Finanzierungsstrukturen von PPPs haben.⁴⁷⁶

Tabelle 15 zeigt zusammenfassend die Einordnung der PPP-Finanzierung in die Basler Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften. In allen Regulierungsanforderungen des Basler Ausschusses ist eine Bevorzugung von staatsähnlichen PPP-Forderungen gegenüber anderen Forderungen zu erkennen.

⁴⁷⁶ Konkret kann eine durch ABS zu refinanzierende Projektfinanzierung im Vergleich zur Forfaitierung mit Einredeverzicht, die durch einen Pfandbrief refinanziert werden kann, in Zukunft weniger attraktiv sein. Allerdings kann die ABS-Struktur unter bestimmten Umständen eine Deckungsstockfähigkeit erzeugen, wie in Kapitel 5.2.3 „Beispiel einer Verbriefung von PPP Forderungen“ aufgezeigt wird.

5 Gedeckte Refinanzierungsinstrumente

Die Kosten für eine Refinanzierung von Banken richten sich nach dem Bonitätsrisiko des jeweiligen Instituts. Dies ist sowohl bei der Kredit- und der Kapitalmarktfinanzierung als auch bei einer Finanzierung durch Einlagen ersichtlich.⁴⁷⁷ Dabei gilt der Grundsatz, je höher das erwartete Risiko, desto höher der Preis für das Kapital. Der Risikoaufschlag kann jedoch durch Sicherheiten gesenkt werden.

Die in Frage kommenden Sicherheiten bei der Aufnahme von Fremdkapital können aus dem Vermögen des Kreditnehmers stammen.⁴⁷⁸ Zu diesen Aktiva gehören unter anderem Forderungen. Derartige Absicherungen sind bei einer Vielzahl von Geschäften, wie bei der Refinanzierungen mittels Interbankkrediten, Pensionsgeschäften⁴⁷⁹ oder der Emissionen von Wertpapieren denkbar. Im Falle einer Insolvenz des Kreditnehmers besteht bei besicherten Refinanzierungen für den Kreditgeber ein Vorrecht bei dem Zugriff auf den Vermögensgegenstand. Allerdings ist dieser mit Ausnahme des Pensionsgeschäftes zumeist an das Insolvenzverfahren gebunden. Anders kann sich dies jedoch bei einer Refinanzierung mittels gedeckter Wertpapiere darstellen.⁴⁸⁰

Diese Anleihen nehmen bei der Refinanzierung von PPP-Finanzierungen einen besonderen Stellenwert ein. Die teils staatlich garantierten Zahlungsströme können als Deckungswert angerechnet werden.

Der Umfang von Publikationen zu gedeckten Wertpapieren wurde im Zuge der Harmonisierung der Rechtsordnungen auf europäischer Ebene in den letzten Jahren erweitert. Die zumeist in die Rechtswissenschaften einzuordnenden Veröffentlichungen, sind vergleichende Analysen unter anderem von den Autoren: *Schmidt-Modrow (2010)*, *Kern (2004)* sowie *Bauersfeld (2008)*. Weiterhin lassen sich diverse Studien und Analysen von Banken finden. Ergänzt werden diese Studien durch Publikationen von Interessenvereinigungen, wie dem European Covered Bond Council.

⁴⁷⁷ *Thiry (2009)* konstatiert bezogen auf Einlagen als Fremdkapital: „...[seine Untersuchung, *Anm. des Verf.*] ermöglichte den Nachweis, dass Banken möglicherweise auch durch Privatanleger und Banken über Volumenbeschränkungen sanktioniert werden.“ Vgl. *Thiry, 2009*, S. 274.

⁴⁷⁸ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Kern, 2004*, S. 5.

⁴⁷⁹ Bei dieser Transaktion überlässt der Pensionsgeber gegen Zahlung eines Betrags dem Pensionsnehmer bestimmte Vermögenswerte bei gleichzeitiger Vereinbarung, gegen Entrichtung des empfangenen oder vorab vereinbarten Betrags diese Werte zu einem späteren Zeitpunkt zurückzunehmen. Vgl. § 340b, Absatz 1 *HGB*, Fassung: 01.07.2013.

⁴⁸⁰ Vgl. *Kern, 2004*, S. 5.

In der Literatur wird für unterschiedliche Spezialformen oder Ausprägungen, wie Asset Backed Securities (ABS), der englische Terminus Covered Bond verwendet. Zur besseren Abgrenzung werden für den Zweck dieser Arbeit die beiden Begriffe konkretisiert. **Covered Bonds** stehen somit als Synonym für grundpfandrechtlich oder durch Forderungen gegen die öffentliche Hand gesicherte und per Gesetz geregelte gedeckte Wertpapiere. **Asset Backed Securities** hingegen sind forderungsbesicherte Wertpapiere auf Vertragsbasis.

Tabelle 16: Sicherungsmechanismen gedeckter Wertpapiere

	Spezialisierung ⁴⁸¹	Privilegierung ⁴⁸²	Isolierung ⁴⁸³
Mechanismus	Spezialisierung des Emittenten	Privilegierung der Gläubiger	Isolierung der Deckungsmasse
Sicherheit	Gesamte Aktiva des Emittenten	Vorrangiges Zugriffsrecht auf die Aktiva des Emittenten im Konkursfall, ergänzt um ein Aufrechnungs- und Vollstreckungsverbot	Vermögenswerte werden Gläubigern direkt zugeordnet
Beispiel	spezialisierte Pfandbriefbank, Einzweckgesellschaft (SPV)	Emittenten spanischer Covered Bonds (Cédulas)	Deckungsregister, Sondervermögen oder Miteigentumslösung

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: *Kern (2004)*.

Zudem wird das englische Wort „cover“ im Sinne dieser Arbeit nicht lediglich als Deckung verstanden, sondern steht synonym für die Besicherung mit insolvenzsicherer Haftung. Deckungswerte dienen als Sicherheit der emittierten Anleihen, welche die Wertpapiergläubiger in eine Sonderstellung versetzen. Hierfür werden die Deckungswerte von exogenen Risiken isoliert und dem Zugriff anderer Gläubiger entzogen.⁴⁸⁴

Kern (2004) unterteilt zur Erlangung dieser Sonderstellung in drei Mechanismen, die den unterschiedlichen Erscheinungsformen gedeckter Wertpapiere gerecht werden. Er

⁴⁸¹ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Kern, 2004*, S. 136f.

⁴⁸² Vgl. hierzu und im Folgenden: *Kern, 2004*, S. 145 sowie *Bauersfeld, 2008*, S. 124.

⁴⁸³ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Kern, 2004*, S. 151ff.

⁴⁸⁴ Vgl. *Kern, 2004*, S. 135f. sowie *Uitz, 2010*, S. 50.

bezeichnet diese Grundmechanismen als Spezialisierung, Privilegierung und Isolierung.⁴⁸⁵

Tabelle 16 zeigt, dass je nach Rechtskreis einzelne oder kombinierte Formen dieser Sicherungsmechanismen angewandt werden.

5.1 Covered Bonds ausgewählter Länder

Zunächst in Preußen eingeführt, wurde dieses Instrument später von anderen Ländern kopiert und ein gesetzlicher Rahmen entwickelt.⁴⁸⁶ Allen gemein ist die Besicherung der emittierten Anleihe durch Hypothekendarlehen und eine gesetzliche Regelung hinsichtlich der Emissions- und Sicherungsbedingungen. Trotz der einheitlichen Vorreiterrolle des deutschen Pfandbriefs sind die Ausgestaltungen der jeweiligen nationalen Covered Bonds historisch bedingt sehr verschieden.

Im Zuge der europäischen Einigung sind auch Harmonisierungsbestrebungen für den Rechtsrahmen von Covered Bonds unternommen worden. Eine relevante Stellung für den Markt von Covered Bonds nimmt die OGAW-Richtlinie ein.⁴⁸⁷ Ursprünglich resultiert die Rechtsvorschrift für „Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)“ aus der Ansicht des europäischen Rates, dass die unterschiedlichen Rechtsvorschriften innerhalb der EU Wettbewerbsstörungen und unzureichenden Schutz für Anteilsinhaber zur Folge haben.⁴⁸⁸ Sie ist somit Bestandteil der Harmonisierung des europäischen Kapitalmarkts und bezieht sich vordergründig auf Sondervermögen von Investmentfonds.

Die Einführung der europäischen Gemeinschaftswährung hatte eine Gesetzgebungswelle innerhalb von Europa zur Folge. Ziel war es die den Anforderungen des Artikels 52, speziell des Absatzes 4, der OGAW Rechnung zu tragen.⁴⁸⁹ *Schmidt-Modrow (2010)* konstatiert, dass durch den einheitlichen

⁴⁸⁵ Vgl. *Kern, 2004*, S. 136.

⁴⁸⁶ Bereits im Jahr 1769 führte Friedrich der Große in Preußen mit den „schlesischen Landschaften“ eine Institution ein, die Pfandbriefe zur Finanzierung emittieren konnte. Umfassend beschrieben in: *Kern, 2004*, S. 12ff.

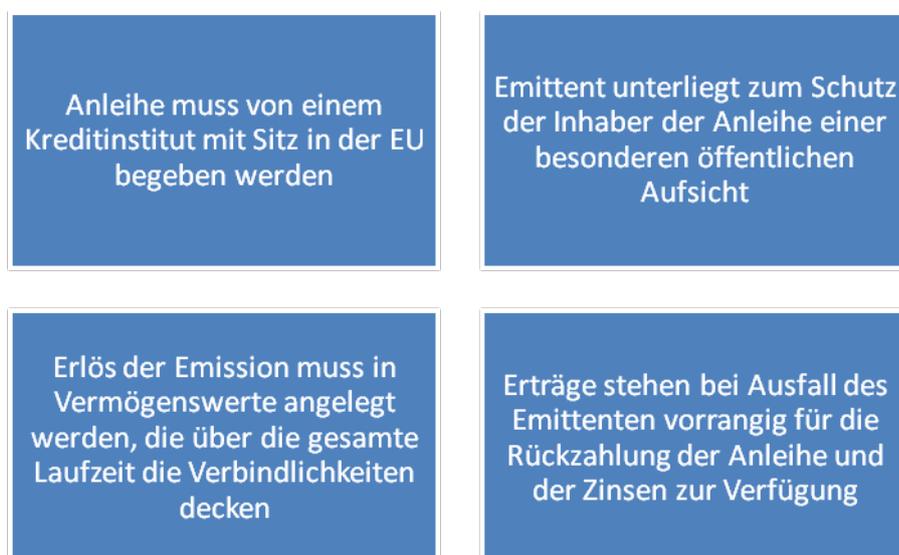
⁴⁸⁷ Vgl. Richtlinie 2009/65/EG. Im Englischen lautet der Name der Direktive: „Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS)“. Vgl. *European Covered Bond Council, 2011*, S. 33f.

⁴⁸⁸ Vgl. *Schmidt-Modrow, 2010*, S. 27.

⁴⁸⁹ In der Änderungsrichtlinie 2001/108/EG, die ursprüngliche Fassung 85/611/EWG betreffend, noch als Artikel 22 nummeriert, sind die Inhalte seit der erneut novellierten Richtlinie 2009/65/EG im Artikel 52 zu finden.

Kapitalmarkt die nationalen Währungen als Anlageinstrument wegfielen und die Investoren in der Folge zunehmend auf die Sicherheit und Liquidität der nationalen Hypothekenbanken achteten.⁴⁹⁰ Die Gesetzgeber waren daher bemüht, die Attraktivität des eigenen Hoheitsgebiets für Investoren durch einen umfassenden Gläubigerschutz zu erzeugen oder aufrechtzuhalten. Die Anforderungen des Artikels 52, Absatz 4 der OGAW stellen daher Mindestanforderungen für Covered Bonds in den nationalen Gesetzen dar.

Abbildung 12: Mindestanforderung für Covered Bonds



Quelle: eigene Darstellung.⁴⁹¹

Im Zuge der anstehenden Einführung von Basel II wurden im Jahr 2006 die Capital Requirements Directive (CRD) eingeführt.⁴⁹² Während die Kapitaläquivalenzrichtlinie (2006/49/EG), als ein Bestandteil der CRD, Anforderungen an die angemessene Eigenkapitalausstattung definiert, werden in der EU-Bankenrichtlinie (2006/48/EG) die Bedingungen für eine Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit als Kreditinstitut vorgegeben.⁴⁹³ Die Bankenrichtlinie konkretisiert auch die zulässigen Sicherungsinstrumente von gedeckten Schuldverschreibungen. Dieser Eingrenzung

⁴⁹⁰ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Schmidt-Modrow, 2010, S. 17.*

⁴⁹¹ Basis der Darstellung: Artikel 52 Absatz 4 *Europäisches Parlament: Richtlinie 2009/65/EG - für Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren, a. a. O., European Covered Bond Council, a. a. O., S. 33f. sowie Schmidt-Modrow, 2010, S. 27f.*

⁴⁹² Vgl. Kapitel 4.2.2 „Weiterentwicklung durch Basel II“.

⁴⁹³ Vgl. Richtlinien 2006/48/EG sowie 2006/49/EG.

folgend, kommen für die Einbringung in den Deckungsstock verschiedene Vermögenswerte wie Forderung gegen andere Geschäftsbanken, Hypothekendarlehen oder gedeckte Schiffkredite in Betracht.⁴⁹⁴ Für diese Arbeit von Relevanz sind insbesondere Forderungen gegen alle staatlichen Institutionen oder von diesen garantierten Zahlungsverpflichtungen.

Für eine vergleichende Analyse der Covered Bond Gesetze werden 6 große Länder innerhalb der Europäischen Union betrachtet. Die Länder Deutschland, Österreich, Großbritannien, Frankreich, Spanien und Italien verfügen über eigenständige Gesetze zur Regelung von Covered Bonds. Als weites Kriterium der Auswahl dient die aktive und umfangreiche Nutzung des Instruments der Public-Private-Partnership sowie das ausstehende Volumen von Public Covered Bonds.⁴⁹⁵ Ergänzt werden diese Länder um zwei kleinere EU-Mitglieder die sich durch besonders liberale Gesetze hervorheben: Irland und Luxemburg.

Der Pfandbrief dient in der deutschsprachigen Literatur häufig als Synonym für Covered Bonds. Der Begriff definiert zudem in den Ländern Schweiz, **Österreich und Deutschland** ein gesetzlich geregeltes Refinanzierungsinstrument von Hypothekenkrediten und Krediten an die öffentliche Hand.

In der Schweiz können Pfandbriefe allerdings lediglich mit Grundpfandrechten unterlegt werden. Öffentlichen Pfandbriefe dürfen durch die Pfandbriefbanken nicht emittiert werden, weshalb auf eine Darstellung verzichtet wird.⁴⁹⁶

Tabelle 17 zeigt die wesentlichen Eigenschaften von Pfandbriefen in den Rechtskreisen Deutschland und Österreich.

In der **Bundesrepublik Deutschland** wurden bis zur Gesetzesänderung vom 22.05.2005 Pfandbriefe durch drei verschiedene Gesetze reglementiert.⁴⁹⁷ Aus dem „Hypothekenbankgesetz“ (*HBG*), dem „Gesetz über Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten“ (*ÖPG*) sowie dem „Gesetz über Schiffspfandbriefbanken“ (*SchBG*) wurde das einheitliche „Pfandbriefgesetz“ (*PfandBG*). Zugleich wurde das Spezialbankenprinzip abgeschafft.

⁴⁹⁴ Vgl. Anhang 6, Aufzählung 68 der EU-Bankenrichtlinie (2006/48/EG).

⁴⁹⁵ Vgl. *European Covered Bond Council*, 2013, S. 544ff.

⁴⁹⁶ Vgl. Artikel 1 Absatz 1 sowie Artikel 19 Pfandbriefgesetz der Schweiz. Fassung: 01.06.2012.

⁴⁹⁷ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Kern*, 2004, S. 78ff., *Bauersfeld*, 2008, S. 199f., *Schmidt-Modrow*, 2010, S. 17ff.

Tabelle 17: Pfandbriefe in Deutschland und Österreich mit öffentlicher Deckung

	Deutschland	Österreich
begeben von:	Banken mit Pfandbrieflizenz	Banken und Spezialbanken
Deckungswerte	Forderungen gegen staatliche Einrichtungen im EWR der Schweiz, der USA und weiteren Industrieländern sowie von diesen garantierte Forderungen ⁴⁹⁸	Schuldverschreibungen und Forderungen gegen staatliche Einrichtungen im EWR und der Schweiz sowie von diesen garantierte Forderungen ⁴⁹⁹
Ersatzdeckung	maximal 10% Forderungen gegen Notenbanken und Geschäftsbanken in der EU, sowie max. 20% Forderungen gegen staatliche Institutionen ⁵⁰⁰	maximal 15% Guthaben bei Banken, Zentralbanken sowie Geld und Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand ⁵⁰¹
Beleihungswerte	100% ⁵⁰²	100% ⁵⁰³
Sicherungsmechanismus	Isolierung ⁵⁰⁴	Isolierung ⁵⁰⁵
Überdeckung	2% ⁵⁰⁶	2% ⁵⁰⁷
Risikogewichtung (Standardansatz)	10% ⁵⁰⁸	10% ⁵⁰⁹

Quelle: eigene Darstellung.

Vor 2005 war es traditionell drei Gruppen von Emittenten gestattet, Pfandbriefe zu emittieren: Hypothekenbanken nach *HBG*, öffentlichen Instituten nach *ÖPG* sowie

⁴⁹⁸ Im § 20 Absatz 1 PfandBG in Deutschland werden garantierte Forderungen definiert als „einredefrei anerkannte Forderungen“ gegen staatliche Stellen. Vgl. § 20 PfandBG in Deutschland. Fassung: 24.08.2012.

⁴⁹⁹ Vgl. *Uitz, 2010*, S. 61f. sowie § 7 PfandBG und § 41 HypBG jeweils in Österreich und § 1 Absatz 5 FBSchVG.

⁵⁰⁰ Vgl. § 19 Absatz 1 PfandBG in Deutschland. Fassung: 24.08.2012.

⁵⁰¹ Vgl. § 2 Absatz 3 PfandBG und § 6 Absatz 4 HypBG jeweils in Österreich und § 1 Absatz 7 FBSchVG.

⁵⁰² Die Beleihungsgrenze für grundpfandrechtlich gesicherte Immobilien-, Schiffs- und Flugzeugdarlehen beläuft sich auf 60 Prozent des festgesetzten Werts. Vgl. §§ 14, 22 Absatz 2 sowie 26b Absatz 2 PfandBG in Deutschland. Öffentliche Forderungen können zu 100 Prozent als Deckungsmasse verwandt werden. Vgl. § 20 Absatz 1, Aufzählung 3 PfandBG in Deutschland. Fassung: 24.08.2012.

⁵⁰³ Vgl. § 7 PfandBG und § 41 HypBG jeweils in Österreich, Absatz 1 und § 1 Absatz 5, Aufzählung 3 FBSchVG.

⁵⁰⁴ Vgl. *Bauersfeld, 2008*, S. 124, *Kern, 2004*, S. 80 sowie §§ 29ff. PfandBG in Deutschland, Fassung: 24.08.2012.

⁵⁰⁵ Vgl. § 6 Absatz 1 PfandBG in Österreich sowie § 35 Absatz 1 HypBG. Im Rahmen des FBSchVG handelt es sich bei dem Sicherungsmechanismus um eine Privilegierung. Vgl. § 2 Absatz 1 FBSchVG.

⁵⁰⁶ Vgl. § 4 Absatz 1 PfandBG in Deutschland, Fassung: 24.08.2012.

⁵⁰⁷ Vgl. § 2 Absatz PfandBG in Österreich sowie § 6 Absatz 1 HypBG in Österreich. Fassung jeweils: 01.08.2012.

⁵⁰⁸ Vgl. § 32 *SolvV*. Siehe auch: *European Covered Bond Council, 2012*, S. 323.

⁵⁰⁹ Vgl. *European Covered Bond Council, 2013*, S. 224.

Schiffsbanken nach *SchBG*. Bis auf die öffentlich-rechtlichen Institute handelte es sich um Spezialbanken, denen bis zur letzten Fassung der jeweiligen Gesetze die zulässigen Geschäfte vorgeschrieben waren.⁵¹⁰ Die öffentlich-rechtlichen Emittenten von Pfandbriefen waren Landesbanken, Sparkassen sowie öffentlich-rechtliche Grundkreditanstalten.⁵¹¹ Aufgrund der besonderen Sicherungsmaßnahmen in Form von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung war das zugrunde liegende *ÖPG* weniger streng gestaltet. Der Wegfall der staatlichen Garantien machte eine Neuordnung der gesetzlichen Grundlagen notwendig.⁵¹²

Mit Bezug auf die PPP-Finanzierungen ist es sowohl nach österreichischem als auch nach deutschem Recht möglich Forderungen, die von einer öffentlichen Institution garantiert werden, mittels Pfandbrief zu refinanzieren.⁵¹³ Insbesondere forfaitierte Forderungen mit Einredeverzicht können mit diesen Instrumenten am Kapitalmarkt refinanziert werden. Anwendung findet dies beispielsweise bei der Deutschen Pfandbriefbank AG.⁵¹⁴

Durch Nutzung von Derivaten kann, unter Anwendung des § 20, Absatz 2, *PfandBG*, auch eine PPP-Projektfinanzierung als Deckungsfähig berücksichtigt werden. Denkbar ist dies mittels Credit Default Swap einer öffentlichen Anstalt, wie zum Beispiel der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)⁵¹⁵, der ein spezielles Portfolio von PPP-Finanzierungen absichert.⁵¹⁶

⁵¹⁰ Vgl. §§ 1 und 5 *HBG* Deutschland. Fassung: 05.04.2004. Sowie § 1 *SchBG* Deutschland. Fassung: 22.08.2002. Eine Ausnahme lässt § 46 *HBG* für Hypothekenbanken zu, wenn diese bereits bei Inkrafttreten des Gesetzes (1.5.1898) ein umfangreiches Geschäft betrieben haben. Dies traf laut Bundesregierung im Jahr 2004 noch auf drei Hypothekenbanken zu. Vgl. *Bundesregierung Deutschland, 29.11.2004*, S. 1.

⁵¹¹ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Bauersfeld, 2008*, S. 119.

⁵¹² Ziel der Bundesregierung war es: „...bei Wahrung der hohen Qualität des Pfandbriefs – die Ausdehnung der Befugnis zur Pfandbriefbegebung auf alle Kreditinstitute, die bestimmten Anforderungen zum Schutz des Pfandbriefgeschäfts genügen und von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht eine Erlaubnis zur Pfandbriefbegebung erhalten.“ Vgl. *Bundesregierung Deutschland, 29.11.2004*, S. 1.

⁵¹³ Vgl. Tabelle 17.

⁵¹⁴ Die Deutsche Pfandbriefbank AG bestätigte auf Anfrage eine Indeckungnahme internationaler einredefreier PPP-Forderungen. Vgl. *Heuber, 06.09.2012*.

⁵¹⁵ „Die Kreditanstalt für Wiederaufbau (Anstalt) ist eine Anstalt des öffentlichen Rechts.“ Vgl. § 1 Absatz 1, Satz 1, des Gesetzes über die Kreditanstalt für Wiederaufbau. Fassung: 31.10.2006. Im Rahmen der ESVG 95 wird das Institut dem Sektor Finanzielle Kapitalgesellschaften zugeordnet und grenzt sich somit vom Sektor Staat ab. Vgl. Kapitel 1.28 der Verordnung *EG 2223/96*. Dabei wird die KfW im Rahmen der ESVG 95 nicht dem Sektor Staat zugeordnet, sondern befindet sich durch die Definition der Europäischen Zentralbank auf der Liste der Monetary Financial Institution (MFI) mit der MFI-ID: DE03467 wieder. Vgl. *Europäische Zentralbank, 2013*.

⁵¹⁶ Beispielhaft sei hier die EPIC-II-Verbriefung genannt. Durch diese nahm die Depfa Bank plc eine synthetische Verbriefung von PPP-Forderungen vor. Die eigentlichen Forderungen verblieben in der Bilanz, waren jedoch durch einen CDS von der KfW gegen einen Zahlungsausfall abgesichert und

Die Entwicklung von **französischen Covered Bonds** begann im Jahr 1852. Louis-Napoléon Bonaparte schuf die Möglichkeit Bodenkreditinstitute zu gründen somit die Grundlage zur Refinanzierung der grundpfandrechtlichen Kredite durch zinstragende Anleihen.⁵¹⁷ Nach anfänglichen dezentralen Neugründungen von Kreditinstituten wurde im Dezember 1852 eine Zentralisierung vorgenommen.⁵¹⁸ Die Tätigkeitsfelder der so entstandenen *Crédit Foncier de France* (CFF) wurden in den Folgejahren ausgedehnt. So konnten auch Kredite an öffentliche Institutionen wie Kommunen und *Départements* vergeben werden. Der Anteil der Kommunalobligationen betrug im Jahr 1940 rund 65 Prozent der ausstehenden Anleihen.⁵¹⁹

Die entscheidende gesetzliche Grundlage zur Liberalisierung des Covered Bond Marktes in Frankreich wurde im Jahr 1999 geschaffen.⁵²⁰ Diese erlaubte es Kreditinstituten Tochtergesellschaften zu gründen, die auf das Hypothekengeschäft spezialisiert sind. Diesen *Sociétés de Crédit Foncier* (SCF) ist als Spezialbanken lediglich die Vergabe oder der Kauf von grundpfandrechtlich besicherten Krediten, Darlehen an die öffentliche Hand oder diese Rechte verbriefenden Wertpapieren gestattet.⁵²¹ Zur Refinanzierung dürfen *Obligation Foncières* begeben werden.⁵²²

Französische Verbriefungsinstrumente für hypothekenbesicherte Kredite umfassten bis zum Jahr 2010: die *Obligation Foncières* (OF) der *Sociétés de Crédit Foncier* (SCF) und die auf Eigenwechsel basierenden Covered Bonds der *Caisse de Refinancement de l'Habitat* (CRH) sowie des *Société de Financement de l'Économie Française* (SFEF).⁵²³

Eine erneute signifikante Anpassung der Gesetzeslage erfolgte im Oktober 2010 und Februar 2011. Ziel der Gesetzesänderungen war es, einen einheitlichen Rahmen für

konnten somit im Sinne des PfandBG als staatlich garantiert gewertet werden. Die KfW als Garantiegeber verfügt über eine Garantie der Bundesrepublik Deutschland und eine Anstaltslast. Vgl. Anhang 6, Aufzählung 68 der EU-Bankenrichtlinie 2006/48/EG, siehe auch: Kapitel 5.2.3 „Beispiel einer Verbriefung von PPP Forderungen“.

⁵¹⁷ Das Dekret zur Gründung von Bodenkreditgesellschaften stammt vom 28.02.1852. Die erste Gründung einer solchen Institution wurde einen Monat später, am 28.03.1852, ebenfalls durch ein Dekret bestätigt. Vgl. *Reinecker, 1974*, S. 24 sowie hierzu und im Folgenden: *Schmidt-Modrow, 2010*, S. 34ff.

⁵¹⁸ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Bauersfeld, 2008*, S. 83 sowie *Reinecker, 1974*, S. 24f.

⁵¹⁹ Vgl. *Schmidt-Modrow, 2010*, S. 36.

⁵²⁰ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Nehls-Obégi, 22.02.1999*, S. 5 sowie *Schmidt-Modrow, 2010*, S. 40.

⁵²¹ Siehe hierzu und im Folgenden: *Code monétaire et Financier* Artikel L 515-13ff. Fassung: 24.10.2010.

⁵²² Aktuell sind sieben Emittenten von OF am Markt aktiv: *Compagnie de Financement Foncier*, *AXA Bank Europe SCF*, *BNP Paribas Public Sector SCF*, *Credit Mutuel Arkea Public Sector SCF*, *Dexia Municipal Agency SCF* (auch *DEXMA*), *General Electric SCF* sowie *Société Générale SCF*. Vgl. *Davies & Rusconi, 21.08.2012b*, S. 10ff.

⁵²³ Vgl. *European Covered Bond Council, 2011*, S. 221. Nicht berücksichtigt wurde die Titrisation, welche sich seit 1988 Parallel entwickelte und eine Form der Mortgage Backed Securities (MBS) darstellt. Für diese Verbriefung von Forderungen wurde das Instrument des *Fonds Commun de Créances* (FCC) geschaffen. Vgl. *Schmidt-Modrow, 2010*, S. 126.

französische strukturierte Covered Bonds, die durch Hypotheken auf Wohnimmobilien gedeckt sind, zu schaffen.

Covered Bonds wurden fortan von drei Institutsgruppen ausgegeben: Sociétés de Crédit Foncier (SCF), Caisse de Refinancement de l'Habitat (CRH) sowie Sociétés de Financement de l'Habitat (SFH) und lassen sich seitdem in folgende Wertpapiere unterteilen: die Obligation Foncières (OF), Obligations de Financement de l'Habitat (OH) sowie die Schuldverschreibungen der Caisse de Refinancement de l'Habitat (CRH).⁵²⁴

Während die Indeckungnahme von Darlehen an die öffentliche Hand bei der Obligations de Financement de l'Habitat auf die Ersatzdeckung von maximal 15 Prozent begrenzt sind, besteht bei Obligation Foncières die Möglichkeit der 100-prozentigen Deckung aus öffentlichen Forderungen. Da explizit auch staatlich garantierte Forderungen anrechenbar sind, kommen somit auch jene aus Public-Private-Partnership-Verträgen infrage, die mit der französischen Form der Forfaitierung mit Einredeverzicht, der Cession Dailly, ausgestattet sind.⁵²⁵

Tabelle 18 zeigt die wesentlichen Eigenschaften der französischen Covered Bonds mit öffentlichem Deckungsstock.

⁵²⁴ Vgl. *European Covered Bond Council, a. a. O.*, S. 229 sowie die Dekrete: Décret n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière und Décret n° 2011-205 du 23 février 2011 relatif aux sociétés de crédit foncier et aux sociétés de financement de l'habitat. Geregelt im Code monétaire et Financier Artikel L 515-34ff. Siehe auch: *European Covered Bond Council, 2011*, S. 226.

⁵²⁵ Dieser Auffassung ist auch der damalige Vorsitzende des Finanzausschusses im französischen Senat, M. Jean Arthuis: „Cet amendement a pour objet de permettre aux sociétés de crédit foncier de refinancer directement les projets de partenariat public-privé.“ Mit Bezug auf den Gesetzentwurf der Nationalversammlung zur Banken- und Finanzmarktregulierung (*LOI n° 2010-1249* du 22 octobre 2010): Vgl. Kommentar zum Änderungsantrag 178 *Französischer Senat, 2010*. Allerdings können maximal 80 Prozent der PPP-Finanzierung durch die SCF refinanziert werden. Vgl. L313-29-2 des *Code monétaire et Financier*. Fassung: 22.10.2010.

Tabelle 18: französische Covered Bonds mit öffentlicher Deckung

	Obligation Foncières (OF)	Obligations de Financement de l'Habitat (OH)
begeben von:	Sociétés de Crédit Foncier (SCF)	Sociétés de Financement de l'Habitat (SFH)
Deckungswerte	private erstrangige Hypothekendarlehen, RMBS, Darlehen an staatliche Institutionen oder von diesen garantierte ⁵²⁶	private erstrangige Hypothekendarlehen, RMBS ⁵²⁷
Ersatzdeckung	max. 15% Darlehen an staatliche Institutionen oder von diesen garantierte; sowie beliebige Anleihen mit mind. AA Rating ⁵²⁸	max. 15% Darlehen an staatliche Institutionen oder von diesen garantierte; sowie beliebige Anleihen mit mind. AA Rating ⁵²⁹
Beleihungswerte	Bis zu 100% ⁵³⁰	bis zu 100% ⁵³¹
Sicherungsmechanismus	Spezialisierung und Privilegierung ⁵³²	Spezialisierung und Privilegierung ⁵³³
Überdeckung	2% ⁵³⁴	2% ⁵³⁵
Risikogewichtung (Standardansatz)	10% ⁵³⁶	20% ⁵³⁷

Quelle: eigene Darstellung.

⁵²⁶ Zu den staatlich garantierten Forderungen zählen auch jene, die sich aus der Cession Dailly, dem Pendant zur deutschen Forfäitierung mit Einredeverzicht, ergeben. Vgl. Artikel L.515-21, L.515-21-1, Artikel L313-29 sowie Artikel L.515-15 Absatz II, Aufzählung 2 und 3 des *Code monétaire et Financier* Fassung: 22.10.2010. Siehe auch: *European Covered Bond Council, 2011, S. 222.*

⁵²⁷ Hypothekendarlehen sind aus allen Ländern mit einer Bonitätsnote von mindestens AA- zulässig. Auch von Banken oder Versicherungen garantierte Kredite sind Deckungsfähig. Vgl. *Davies & Rusconi, 21.08.2012b, S. 5.* Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) sind ebenfalls zulässige Deckungswerte, wenn zu 90 Prozent aus hypothekarisch besicherten oder garantierten Darlehen bestehen. Siehe auch: *European Covered Bond Council, 2011, S. 232.*

⁵²⁸ Vgl. *European Covered Bond Council, 2011, S. 225.*

⁵²⁹ Vgl. *Davies & Rusconi, 21.08.2012b, S. 5.*

⁵³⁰ Für Immobiliendarlehen kann der Beleihungsauslauf bei bis zu 80 Prozent liegen, sollten Garantien ausgesprochen worden sein, sind bis zu 100 Prozent möglich. Staatliche Forderungen können zu 100 Prozent in den Deckungsstock eingebracht werden. Vgl. *Kern, 2004, S. 101* sowie *European Covered Bond Council, 2011, S. 223f.*

⁵³¹ Vgl. *Davies & Rusconi, 21.08.2012b, S. 5.* Siehe auch: *European Covered Bond Council, 2011, S. 232.*

⁵³² Vgl. *European Covered Bond Council, 2011, S. 221, Davies & Rusconi, 21.08.2012b, S. 4* sowie *Kern, 2004, S. 101f.*

⁵³³ Die Deckungswerte können direkt auf die Emissionsbank übertragen werden oder in der Bilanz der kreditgebenden Bank verbleiben um dann im Falle der Insolvenz auf die Spezialbank, der SFH, übertragen zu werden. Vgl. *European Covered Bond Council, 2011, S. 230.*

⁵³⁴ Vgl. *European Covered Bond Council, 2011, S. 224.*

⁵³⁵ Vgl. *European Covered Bond Council, 2011, S. 234.*

⁵³⁶ Vgl. *European Covered Bond Council, 2011, S. 226.*

⁵³⁷ Vgl. *European Covered Bond Council, 2011, S. 236.*

Der Covered Bond Markt in **Großbritannien** weist eine Besonderheit in seiner Entwicklung auf. Im Jahr 2003 wurden die gesetzlichen Grundlagen für die Etablierung von Covered Bonds gelegt. Allerdings erfolgte erst im Jahr 2008 ein Gesetz, welches gesetzliche Anforderungen an die begebenen Wertpapiere definiert. In der Folge ist der britische Markt segmentiert, es existieren sowohl regulierte, als auch unregulierte – auf Vertragsbasis emittierte – Covered Bonds.⁵³⁸

Tabelle 19 zeigt die wesentlichen Eigenschaften gesetzlich reglementierter britischer Covered Bonds.

Tabelle 19: britischer Covered Bond mit öffentlicher Deckung

	Covered Bond
begeben von:	Banken
Deckungswerte	Forderungen gegenüber Zentralstaaten, Zentralbanken, öffentlichen Stellen, Regionalverwaltungen oder Gebietskörperschaften in der EU bestehen oder von diesen garantiert ⁵³⁹
Ersatzdeckung	-
Beleihungswerte	bis zu 100% ⁵⁴⁰
Sicherungsmechanismus	Privilegierung ⁵⁴¹
Überdeckung	-
Risikogewichtung (Standardansatz)	-

Quelle: eigene Darstellung.

⁵³⁸ Vgl. *European Covered Bond Council, 2013*, S. 495.

⁵³⁹ In der britischen Gesetzgebung wird direkter Bezug auf die EU-Bankenrichtlinie 2006/48/EG genommen. In dieser Richtlinie sind im Anhang 6, Aufzählung 68 deckungsfähige Sicherheiten aufgezählt zu denen neben Forderungen gegen die öffentlichen Hand auch grundpfandrechtl. gesicherte Hypothekendarlehen aus den Ländern des EWR zählen. Forderungen aus Public-Private-Partnerships sind im Gesetz explizit als Deckungsfähig genannt, wenn Eintrittsrechte für den Staat vertraglich zugesichert sind. Vgl. Part 1, Aufzählung 2a in "The Regulated Covered Bonds Regulations 2008" Vgl. *Parliament of the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland, 06.03.2008*. sowie Richtlinie 2006/48/EG.

⁵⁴⁰ Für die Beleihungsgrenze bezieht sich das britische Gesetz auf Anhang 6, Aufzählung 68 der EU-Bankenrichtlinie 2006/48/EG. Darin ist eine Beleihungsgrenze für Hypotheken auf Wohnimmobilien von 80 Prozent sowie auf Gewerbeimmobilien von 60 Prozent definiert. Forderungen gegen die öffentliche Hand unterliegen keiner Beschränkung in der Anrechnung für den Deckungsstock. Vgl. Part 1, Aufzählung 2a in "The Regulated Covered Bonds Regulations 2008" *Parliament of the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland, 06.03.2008* sowie Richtlinie 2006/48/EG.

⁵⁴¹ Vgl. Part 6, Aufzählung 27 in "The Regulated Covered Bonds Regulations 2008" *Parliament of the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland, 06.03.2008*.

Die regulierten Emissionen verfügen im europäischen Vergleich über umfangreiche Gestaltungsfreiheit. Im britischen Gesetzestext werden insbesondere Forderungen aus PPP-Projekten hervorgehoben, die in den Deckungsstock eingebracht werden können. Die Bedeutung von Public Sector Covered Bonds am Markt ist jedoch gering und sämtliche ausstehende Emissionen zählen zu den unregulierten Covered Bonds.⁵⁴²

In **Spanien** ist im 19. Jahrhundert die Basis für eine Refinanzierung von Hypothekenkrediten mittels Covered Bonds gelegt worden. Das Gesetz aus dem Jahr 1861 war an die deutschen Regelungen angelehnt.⁵⁴³ Im Jahr 1869 folgte ein weiteres Gesetz, das die Emission von hypothekenbesicherten Anleihen, den Cédulas Hipotecarias (CH), ermöglichte. Anschließend gründeten sich verschiedene Institute, bevor 1872 mit der Banco Hipotecario de España ein staatlich kontrolliertes Institut errichtet und 1875 mit einem Emissionsmonopol ausgestattet wurde. Diese Marktstellung bei der Emission von CH hatte Bestand bis 1981.

Zur Refinanzierung von öffentlichen Krediten standen bis zum Jahr 2002 keine Instrumente zur Verfügung. Erst durch das Gesetz „Ley 44/2002“⁵⁴⁴ wurde mit den Cédulas Territoriales eine Möglichkeit geschaffen die Indeckungnahme von Darlehen an die öffentliche Hand vorzunehmen.⁵⁴⁵ Forderungen die lediglich mit einer öffentlichen Garantie ausgestattet sind, können erst seit 2012 in die Deckungsmasse aufgenommen werden.⁵⁴⁶

Cédulas Territoriales sind ein relativ neues Instrument am spanischen Markt. Der Marktanteil ist verglichen mit Cédulas Hipotecarias gering.⁵⁴⁷ Staatlich garantierte Forderungen, welche aus einem PPP-Projekt stammen können, sind seit einer Gesetzesänderung im Jahr 2012 deckungsfähig. Aufgrund dieser späten Entwicklung sind spanische Covered Bonds mit öffentlichem Deckungsstock für diese Arbeit nicht relevant.

Eine Übersicht der wesentlichen Eigenschaften der Covered Bonds mit öffentlichem Deckungsstock zeigt *Tabelle 20*.

⁵⁴² Von den circa 189 Milliarden Euro ausstehendem Volumen im Jahr 2012 sind lediglich rund 4 Milliarden Euro mit öffentlichen Forderungen gedeckt. Vgl. *European Covered Bond Council, 2013*, S. 574.

⁵⁴³ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Bauersfeld, 2008*, S. 84 sowie *Kern, 2004*, S. 106.

⁵⁴⁴ Vgl. Artikel 13 des *Ley 44/2002*.

⁵⁴⁵ Vgl. *Kern, 2004*, S. 110f.

⁵⁴⁶ Vgl. Artikel 31 des *Real Decreto-ley 20/2012*.

⁵⁴⁷ Der Anteil von Cédulas Territoriales am Covered-Bond-Markt betrug 2012 circa 7,5 Prozent. Vgl. *European Covered Bond Council, 2013*, S. 571.

Tabelle 20: spanische Covered Bonds mit öffentlicher Deckung

	Cédulas Territoriales (ab 2002)	Cédulas Hipotecarias	Cédulas de Internacionalización
begeben von:	Kreditinstituten	Kreditinstituten	Kreditinstituten
Deckungswerte	Forderungen gegen Staaten, Regionen, sowie Kommunen eines EU-Mitgliedstaats ⁵⁴⁸	private erstrangige Hypothekendarlehen (seit 2007 aus dem gesamten EWU), die nicht für andere Covered Bonds reserviert sind ⁵⁴⁹	durch die spanische Kreditversicherung CESCE ⁵⁵⁰ oder europäische Exportversicherer garantierte Darlehen ⁵⁵¹
Ersatzdeckung	-	5% Cédulas Hipotecarias, MBS und ABS, Staatsanleihen von EU-Staaten, ⁵⁵²	-
Beleihungswerte	70% ⁵⁵³	bis zu 95% ⁵⁵⁴	70% ⁵⁵⁵
Sicherungsmechanismus ⁵⁵⁶	Privilegierung	Privilegierung	Privilegierung
Überdeckung	43% ⁵⁵⁷	25% ⁵⁵⁸	43%
Risikogewichtung ⁵⁵⁹	ab 10%	ab 10%	ab 10%

Quelle: eigene Darstellung.

⁵⁴⁸ Vgl. *Ley 44/2002*, Kapitel 2, Artikel 13, Absatz 1. Fassung: 22.11.2007. Seit 2012 sind auch von der öffentlichen Hand garantierte Forderungen zulässig. Vgl. Artikel 31, *Real Decreto-ley 20/2012*.

⁵⁴⁹ Vgl. *Ley 41/2007* vom 7.12.2007, konkret Kapitel 2, Artikel 2 die Änderungen des Artikel 5 des Gesetzes 2/1981 vom 25. März 1981.

⁵⁵⁰ Die CESCE ist vergleichbar mit der Euler Hermes SA. Vgl. *CECSE, 2009*.

⁵⁵¹ Vgl. Artikel 31 des *Real Decreto-ley 20/2012*. Siehe auch: *Davies & Rusconi, 25.07.2012a*, S. 7.

⁵⁵² Ersatzdeckung ist zulässig sofern diese Anleihen am Markt eingeführt sind und über ein Rating verfügen, das mindestens dem des spanischen Staates entspricht Vgl. *Davies & Rusconi, 29.08.2012c*, S. 4 sowie hierzu und im Folgenden: *European Covered Bond Council, 2011*, S. 364f.

⁵⁵³ Bezogen auf die in der eigenen Bilanz befindlichen Forderungen gegen deckungsfähige Schuldner. Vgl. *Davies & Rusconi, 25.07.2012a*, S. 4 sowie *European Covered Bond Council, 2011*, S. 362.

⁵⁵⁴ Der Beleihungsgrenze ist begrenzt auf 60 Prozent. Im Falle einer Finanzierung von Immobilien zur privaten Nutzung kann die Grenze 80 Prozent betragen. Durch Garantien beispielsweise einer Versicherung ist eine Anhebung der Grenzen auf bis zu 95 Prozent für private und 80 Prozent für gewerbliche Immobiliendarlehen möglich. Vgl. hierzu und im Folgenden: *European Covered Bond Council, 2011*, S. 362f. i.V.: *Bauersfeld, 2008*, S. 215 sowie *Davies & Rusconi, 29.08.2012c*, S. 4.

⁵⁵⁵ Bezogen auf die in der eigenen Bilanz befindlichen Forderungen gegen deckungsfähige Schuldner. Vgl. *European Covered Bond Council, 2013*, S. 452.

⁵⁵⁶ Vgl. *European Covered Bond Council, 2011*, S. 362, *Kern, 2004*, S. 145 sowie *European Covered Bond Council, 2013*, S. 455f.

⁵⁵⁷ Dieser Wert ergibt sich aus der Beleihungsgrenze von 70 Prozent.

⁵⁵⁸ Vgl. *Kern, 2004*, S. 107f. Für Emissionen von Cédulas Hipotecarias besteht eine Grenze von 80 Prozent aller zur Deckung in Frage kommenden Kredite. Diese Grenze besteht seit der Gesetzesänderung vom 7.12.2007, vgl. *Ley 41/2007*, Kapitel 2, Artikel 16. Zuvor galt eine Emissionsgrenze von 90 Prozent der qualifizierten Kredite. Vgl. *Bauersfeld, 2008*, S. 135 sowie *Bunkert & Eichert, 2006*, S. 47.

⁵⁵⁹ In Abhängigkeit der Risikogewichtung der Emittentin im Standardansatz werden die Covered Bonds mit einem Gewicht zwischen 10 Prozent und 100 Prozent berücksichtigt. Vgl. *European Covered Bond Council, 2013*, S. 457.

In **Italien** waren bis zur Einführung der *Obbligazioni Bancarie Garantite* (OBG) durch das Gesetz Nummer 80 vom 14. Mai 2005 (*Legge 80/2005*) Covered Bonds kein gängiges Refinanzierungsinstrument.⁵⁶⁰ Die vorab existierenden Regelungen behinderten die Emissionen von italienischen Covered Bonds. Banken nutzen zumeist Tochterunternehmen innerhalb der Europäischen Union um Covered Bonds zu emittieren.

Tabelle 21 zeigt die wesentlichen Eigenschaften der *Obbligazioni Bancarie Garantite*.

Tabelle 21: italienischer Covered Bond mit öffentlicher Deckung

	Obbligazioni Bancarie Garantite
begeben von:	Special Purpose Vehicle ⁵⁶¹
Deckungswerte	Hypothekenkredite sowie Forderungen gegen die öffentliche Hand innerhalb der EU und der Schweiz oder von dieser garantiert ⁵⁶²
Ersatzdeckung	-
Beleihungswerte	80% ⁵⁶³
Sicherungsmechanismus	Isolierung ⁵⁶⁴
Überdeckung	25% ⁵⁶⁵
Risikogewichtung (Standardansatz)	20% ⁵⁶⁶

Quelle: eigene Darstellung.

⁵⁶⁰ Vgl. *Arlt, 2009*, S. 545, *Kern, 2004*, S. 113 sowie *European Covered Bond Council, 2011*, S. 273.

⁵⁶¹ Die Deckungswerte werden durch Zession von der Bank auf die SPV übertragen, die zur Refinanzierung die *Obbligazioni Bancarie Garantite* begibt. Vgl. hierzu und im Folgenden: *Arlt, 2009*, S. 545f. sowie *Legge 130/1999* in Verbindung mit Art. 2, *Legge 80/2005*.

⁵⁶² Vgl. Art. 2, *Legge 80/2005*. Neben den Zentralstaaten sind als Schuldner auch Ministerien, Kommunen und Behörden sowie andere öffentliche Einrichtungen der genannten Rechtskreise zulässig. Vgl. Artikel 1, Aufzählung 1e sowie Artikel 2, Aufzählung 1c, Unterpunkt 1, *Decreto 310/2006*.

⁵⁶³ Der Beleihungswert von 80 Prozent gilt für privat genutzte Hypothekendarlehen, während bei gewerblichen Darlehen lediglich eine Grenze von 60 Prozent zulässig ist. Öffentliche Forderungen können zu 100 Prozent eingebracht werden. Vgl. einleitende Anmerkungen der Ausführungsverordnung *Decreto 310/2006*.

⁵⁶⁴ Vgl. *European Covered Bond Council, 2013*, S. 346.

⁵⁶⁵ Dieser Wert ergibt sich aus der Beleihungsgrenze von 80 Prozent.

⁵⁶⁶ Vgl. *European Covered Bond Council, 2013*, S. 346.

Das Volumen dieser Anleihen am Markt stieg anschließend von 4 Milliarden Euro im Jahr 2005 auf über 126 Milliarden Euro im Jahr 2012.⁵⁶⁷ Die *Obbligazioni Bancarie Garantite* ist geeignet Forderungen aus PPP-Projekten zu refinanzieren, wenn diese mit einer staatlichen Garantie ausgestattet sind.

In **Irland** können seit dem *Asset-Covered-Securities-Act* des Jahres 2001 Spezialbanken zur Emission von Covered Bonds nach irischem Recht gegründet werden.⁵⁶⁸ In Anlehnung an den Namen des Gesetzes werden die emittierten Anleihen als Asset Covered Securities (ACS) bezeichnet. Die Gesetzgebung hatte das Ziel, ein adäquates Pendant zu den in Europa bereits existierenden Covered Bond Gesetzen zu schaffen. Das deutsche Beispiel wurde als konkrete Vorlage auch in den Debatten des irischen Parlaments herangezogen.⁵⁶⁹

Das Gesetz von 2001 ist der damaligen deutschen Gesetzgebung insbesondere hinsichtlich des Spezialbankenprinzips sehr ähnlich. Mit der Lizenzierung als ACS-Emittent geht die Eingrenzung des Geschäftsfeldes auf die Finanzierung und Refinanzierung von Hypotheken oder öffentlichen Krediten einher.⁵⁷⁰ Die Banken

⁵⁶⁷ Vgl. *European Covered Bond Council, 2013*, S. 560.

⁵⁶⁸ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Kern, 2004*, S. 117.

⁵⁶⁹ “The Irish asset covered securities will be similar in nature to the famous German pfandbriefe securities.” Vgl. Redebeitrag des irischen Finanzministers Cullen im irischen Parlament: *Dáil Debates Official Report, 23.10.2001*. In diesem Zusammenhang konstatiert *Kern, 2004*, dass das irische Gesetz auch als Folge erfolgreicher Lobbyarbeit speziell deutscher Finanzinstitute und ihrer irischen Töchter anzusehen sei. Vgl. *Kern, 2004*, S. 117. Siehe auch: Redebeiträge von McDowell im irischen Parlament am 23.10.2001: “I would be interested to know the reason the German banks in the IFSC appear to be so anxious to get into this particular market based in Ireland since it is possible for them, through their parent companies based in Germany, to do more or less the same work.” Vgl. *Dáil Debates Official Report, 23.10.2001* sowie von J. Doyle im Senat am 06.12.2001: “I understand the pressure for this Bill comes from a German financial institution based in the Dublin International Financial Service Centre and I assume it has a special interest in this type of financial product.” Vgl. *Dáil Debates Official Report, 06.12.2001*. Die in der Folge gegründeten ACS-Banken untermauern diese Annahme; so war die Tochter der auf Staatsfinanzierung spezialisierten Depfa Bank plc, die Depfa ACS Bank, nicht nur der erste Emittent einer ACS-Anleihe im Jahr 2003, sondern auch der Emittent mit dem höchsten ausstehenden ACS-Volumen am Markt. Vgl. *Irish Banking Federation, Stand: 24.10.2012*. Der Geschäftsbericht 2002 der Depfa Bank plc datiert die erste ACS-Emission auf Februar 2003. Vgl. *Depfa Bank plc, 2002*, S. 15. Zu den ausstehenden Volumen sei exemplarisch auf das Jahr 2008 verwiesen. Während der Gesamtmarkt von ACS mit rund 75 Milliarden Euro beziffert wird, vgl. *European Covered Bond Council, 2011*, S. 267 gibt die Depfa Bank plc ein ausstehendes ACS-Volumen von 50 Milliarden Euro an. Vgl. *Depfa Bank plc, 2008*, S. 48. Andere Emittenten sind neben einer weiteren Tochter einer deutschen Bank, der EAA Covered Bond Bank plc (ehemals West LB Covered Bond Bank), vier irische Institute, die Irish Bank Resolution Corporation (ehemals Anglo Irish Mortgage Bank.), die Bank of Ireland Mortgage Bank, Allied Irish Mortgage Bank sowie die EBS Mortgage Finance. Vgl. *European Covered Bond Council, 2012*, S. 347.

⁵⁷⁰ Vgl. *European Covered Bond Council, 2011*, S. 261f.

werden in Designated Mortgage Credit Institution sowie Designated Public Credit Institution unterschieden.⁵⁷¹

Tabelle 22 zeigt die die wesentlichen Eigenschaften der irischen Public Sector ACS auf.

Tabelle 22: irische Covered Bonds mit öffentlicher Deckung

	Public Sector ACS
begeben von:	Designated Public Credit Institution
Deckungswerte	Nicht verbriefte Forderungen gegen die öffentliche Hand, von dieser garantierte Forderungen und Bürgschaften sowie indirekte oder Eventualverbindlichkeiten. ⁵⁷²
Ersatzdeckung ⁵⁷³	Einlagen bei anderen Kreditinstituten und EZB-fähige Anleihen
Beleihungswerte	100% ⁵⁷⁴
Sicherungsmechanismus ⁵⁷⁵	Spezialisierung und Privilegierung
Überdeckung ⁵⁷⁶	3%
Risikogewichtung (Standardansatz) ⁵⁷⁷	10%

Quelle: eigene Darstellung.

⁵⁷¹ Ein Institut kann auch beide Lizenzen gleichzeitig nutzen. Vgl. Kern, 2004, S. 117f.

⁵⁷² Vgl. Part 1, Section 3 und 5 des ACS Act. Siehe auch: *European Covered Bond Council, 2012*, S. 340. Auffällig ist die breite Definition von Forderungen gegen die öffentliche Hand: “For the purposes of this Act, public credit is any kind of financial obligation in respect of money borrowed or raised, where the person who has the obligation is... [following public debtors, *Anm. des Verf.*]”. Vgl. Part 1, Section 5 des ACS Act.

⁵⁷³ Vgl. Part 1, Section 6 ACS Act, in Verbindung mit der Definition von “tier 1 asset” in Part 1 section 3. Siehe auch: *Rusconi, 17.08.2012*, S. 8 sowie *European Covered Bond Council, 2012*, S. 341.

⁵⁷⁴ Vgl. Part 1, Section 47 ACS Act sowie *European Covered Bond Council, 2013*, S. 337.

⁵⁷⁵ Die Deckungswerte werden durch Eintrag in ein Deckungsregister separiert und stehen im Insolvenzfall den Gläubigern der ACS zur Verfügung. Vgl. *European Covered Bond Council, 2013*, S. 339 sowie Part 4, Section 38 und 54 des ACS Act.

⁵⁷⁶ Vgl. Part 4, Section 32 und 47 ACS Act sowie *European Covered Bond Council, 2013*, S. 337.

⁵⁷⁷ Vgl. *European Covered Bond Council, 2013*, S. 340.

Die neue Gesetzgebung wurde von den Emittenten rege genutzt, dass ausstehende Volumen von ACS-Anleihen stieg in kurzer Zeit. Hervorzuheben ist, dass bis einschließlich dem Jahr 2009 die Public Sector ACS am irischen Markt überwogen.⁵⁷⁸

Anhand des Jahresberichtes 2009 der Depfa Bank plc, die durch ihre Tochter Depfa ACS Bank, den ACS Markt dominierte, lässt sich erkennen, dass die Forderungen in dem Deckungsstock der Public Sector ACS international sind.⁵⁷⁹ Zudem sind 10 Prozent dieser Forderungen auf nicht näher beschriebene Infrastrukturprojekte zurück zu führen, zu denen auch PPP zählen können.

Die weitreichende Definition der Deckungswerte in dem Asset-Covered-Securities-Act ermöglicht den Emittenten das Refinanzieren von Forderungen aus PPP Finanzierungen. Das irische Gesetz lässt jede Form von finanziellen Verpflichtungen oder kreditähnlichen Forderungen der öffentlichen Hand bis hin zu Eventualverbindlichkeiten zu.

Die Basis für **luxemburgische Covered Bonds**, den Lettres de Gage, wurde mit dem Gesetz vom 5. April 1993 geschaffen. Die für eine Emission der Anleihen relevanten Artikel 12-1 bis 12-9 dieses *Financial-Sector-Act* wurden jedoch erst im Jahr 1997 vervollständigt.⁵⁸⁰ Das Gesetz wird durch Richtlinien ergänzt in denen die Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) Anforderungen zur Wertermittlung von Immobilien und an das Deckungsregister definiert.⁵⁸¹

Emittenten von Lettres de Gage unterliegen dem Spezialbankenprinzip.⁵⁸² Das Geschäft ist beschränkt auf die Finanzierung von Hypotheken und der öffentlichen Hand sowie der Refinanzierung durch Covered Bonds.⁵⁸³ Seit dem Jahr 2008 können zudem Finanzierungen von Mobilien, wie Schiffen, Flugzeugen oder Zügen

⁵⁷⁸ Von damals rund 80 Milliarden Euro ausstehenden Emissionsvolumen irischer ACS waren circa 50 Milliarden Euro mit öffentlichen Forderungen gedeckt. Vgl. *European Covered Bond Council, 2012*, S. 347 sowie 569. Zum Vergleich: Die Staatsverschuldung von Irland betrug in dem Jahr rund 100 Milliarden Euro.

⁵⁷⁹ Die Bank wurde als Beispielgeber ausgewählt, da sie eine marktdominierende Stellung einnimmt. Vgl. hierzu und im Folgenden: *Depfa Bank plc, 2009*, S. 34f.

⁵⁸⁰ Vgl. hierzu und im Folgenden: *European Covered Bond Council, 2011*, S. 281 sowie *Banques d'émission de Lettres de Gage*.

⁵⁸¹ Vgl. *Circular CSSF 01/42*. sowie *Circular CSSF 03/95*.

⁵⁸² Vgl. Artikel 12-1 des *Loi du 5 avril 1993*.

⁵⁸³ Vgl. hierzu und im Folgenden: *European Covered Bond Council, 2011*, S. 281f. sowie Artikel 12-1 des *Loi du 5 avril 1993*. Auch der Ankauf von Forderungen mit anschließender Refinanzierung ist dem Spezialinstitut gestattet. Vgl. Artikel 12-2 des *Loi du 5 avril 1993*.

vorgenommen und durch Lettres de Gage Mobilières refinanziert werden. Eine abermalige Erweiterung erfuhren die Lettres de Gage durch die Einführung der Verbundpfandbriefe im Juni 2013.⁵⁸⁴

Tabelle 23 zeigt die wesentlichen Eigenschaften der lettres de gage publiques auf.

Tabelle 23: luxemburgische Covered Bonds mit öffentlicher Deckung

	lettres de gage publiques
begeben von:	Banques d'émission de lettres de gage
Deckungswerte	Forderungen gegen die öffentliche Hand (EWR- und OECD-Staaten) sowie von diesen garantierte Forderungen ⁵⁸⁵
Ersatzdeckung ⁵⁸⁶	20% Zentralbankeinlagen oder Einlagen bei anderen Kreditinstituten des EWR oder der OECD
Beleihungswerte	100% ⁵⁸⁷
Sicherungsmechanismus ⁵⁸⁸	Spezialisierung
Überdeckung ⁵⁸⁹	2%
Risikogewichtung (Standardansatz) ⁵⁹⁰	-

Quelle: eigene Darstellung.

⁵⁸⁴ Vgl. *Banques d'émission de Lettres de Gage*. Die als Lettres de Gage Mutuelles bezeichneten Anleihen dienen der Verbriefung von Forderungen gegen Banken, die einer gemeinsamen Sicherungseinrichtung angehören.

⁵⁸⁵ Im Artikel 12-1, Absatz 1 werden alle Anleiheformen als mortgage bonds bezeichnet. Die konkrete Definition ergibt sich im Artikel 12-1, Absatz 3 des *Loi du 5 avril 1993* sowie *European Covered Bond Council, 2011*, S. 282.

⁵⁸⁶ Vgl. Artikel 12-5, Absatz 3 des *Loi du 5 avril 1993*.

⁵⁸⁷ Vgl. Artikel 12-5, Absatz 1a des *Loi du 5 avril 1993*.

⁵⁸⁸ Vgl. Artikel 12-1 des *Loi du 5 avril 1993*.

⁵⁸⁹ Vgl. Artikel 12-5, Absatz 4 des *Loi du 5 avril 1993*.

⁵⁹⁰ Der Rechtsrahmen in Luxemburg ist nicht ausreichend um für lettres de gage eine geringere Gewichtung zu rechtfertigen. Allerdings können die Emittenten den Deckungsstock begrenzen und somit die Anforderungen der Capital Requirements Directive erfüllen. Vgl. *European Covered Bond Council, 2013*, S. 359.

Trotz der umfangreichen Möglichkeiten, Lettres de Gage zu emittieren, wurden in den letzten Jahren nahezu ausschließlich Anleihen mit einer Deckung durch öffentliche Forderungen begeben.⁵⁹¹

Die gesetzlichen Vorgaben für Lettres de Gage sind im europäischen Vergleich wenig restriktiv. Lettres de Gage Publiques können analog der irischen Public Sector ACS durch eine Vielzahl von Formen öffentlicher Forderungen gedeckt sein. Auch staatlich garantierte Forderungen aus PPP-Projekten sind durch Lettres de Gage Publiques refinanzierbar.

⁵⁹¹ Das ausstehende Volumen der Lettres de Gage Publiques umfasste im Jahr 2008 über 35 Milliarden Euro und markierte einen Höchststand. Vgl. *European Covered Bond Council, 2012*, S. 572. Im Vergleich dazu belief sich der Schuldenstand von Luxemburg im gleichen Jahr auf circa 5,4 Milliarden Euro. Datenquelle: *Bloomberg* mittels code: „EUQDLU Index“ vom 14.08.2013.

5.2 Forderungsbesicherte Wertpapiere

Zur Refinanzierung von Forderungen aus PPP-Projekten kommt ein weiteres forderungsbesichertes Wertpapier in Betracht. Asset Backed Securities (ABS) basieren jedoch nicht wie Pfandbriefe auf eng gefasste gesetzliche Regelungen.⁵⁹² Sie stellen vielmehr auf vertragliche Vereinbarungen ab, die im Rahmen der unspezifischen Gesetzgebung zulässig sind. Vereint werden Covered Bonds und ABS durch das Ziel, Finanzaktiva in kapitalmarktfähige Wertpapiere zu transferieren.⁵⁹³ ABS ermöglichen jedoch auch das Verbriefen von Forderungen, die keine grundpfandrechtlichen Sicherheiten vorweisen.⁵⁹⁴

Den Besonderheiten dieses Refinanzierungsinstrumentes hat sich eine Vielzahl von Autoren angenommen. *Arlt (2009)*, *Bauersfeld (2008)*, *Emse (2005)*, *Kern (2004)*, *Kronenberg (2011)* und *Schmittat (2008)* bieten mit ihren Arbeiten einen umfangreichen Überblick.

5.2.1 Historische Entwicklung von Asset Backed Securities

Der Ursprung der heutigen ABS-Verbriefungen wird in der ersten Mortgage Backed Securities Emission (MBS) von 1970 in den USA gesehen.⁵⁹⁵ Die bis dahin gängige Praxis, Hypothekendarlehen durch Spareinlagen zu refinanzieren, geriet an ihre Grenzen. Durch das Verbriefen von zusammengefassten Forderungen konnte die Refinanzierung der Kredite fortan auch über Wertpapiere am Kapitalmarkt erfolgen. Diese Emissionen waren durch die Rückzahlungsansprüche aus den Hypothekendarlehen unterlegt und wurden zusätzlich mit Versicherungen oder Garantien abgesichert.⁵⁹⁶

⁵⁹² Vgl. hierzu und im Folgenden: *Kern, 2004*, S. 37.

⁵⁹³ Vgl. *The Boston Consulting Group GmbH, 2004*, S. 9.

⁵⁹⁴ Vgl. *Kern, 2004*, S. 39.

⁵⁹⁵ *Kern (2004)* fügt ein, dass bereits zu Beginn des 20. Jahrhunderts erste Vorläufer auftauchten, jedoch in Folge der Weltwirtschaftskrise in den 30er Jahren wieder verschwanden. Vgl. hierzu und im Folgenden: *Kern, 2004*, S. 38f.

⁵⁹⁶ Garantiegeber waren unter anderem die Federal Housing Administration (FHA), das Department of Veterans Affairs Home Loan Program for Veterans (VA), das Office of Public and Indian Housing (PIH) sowie das U.S. Department of Agriculture Rural Development (RD). Vgl. *Ginnie Mae, 24.06.2015*. Garant der ersten Transaktion 1970 war die staatliche Government National Mortgage Association (GNMA), auch bekannt als Ginnie Mae. Ginnie Mae tritt in diesem Zusammenhang lediglich als

Nach der erfolgreichen Markteinführung von Mortgage Backed Securities folgte 1985 die erste Verbriefung von Leasingforderungen.⁵⁹⁷ Es folgten Verbriefungen von Auto- und Flugzeugkrediten sowie Kreditkartenforderungen bis hin zu allen Vermögenswerten, die einen künftigen Cashflow beinhalten.

ABS-Strukturen im weiteren Sinne werden heute nach der Art der unterlegten Forderung voneinander unterschieden. *Schmittat (2008)* und *Emse (2005)* fassen die Strukturen in drei Gruppen zusammen und unterteilen in Mortgage Backed Securities (MBS), Collateralised Debt Obligations (CDO) und Asset Backed Securities (ABS) im engeren Sinne.⁵⁹⁸ In Abgrenzung zu den MBS sind CDO dadurch gekennzeichnet, dass die emittierten Obligationen entweder durch bereits bestehende Anleihen oder einfache Darlehen ohne Grundpfandrecht unterlegt sind.⁵⁹⁹ Alle weiteren denkbaren Forderungsverbriefungen werden als Asset Backed Securities im engeren Sinne bezeichnet.⁶⁰⁰

Großbritannien war im Jahr 1987 das erste europäische Land, das eine ABS-Transaktion hervorbrachte.⁶⁰¹ Im Jahr 1988 schuf dann der **französische Gesetzgeber** einen gesetzlichen Rahmen für dieses Finanzierungsinstrument, das in Frankreich als Titrisation bekannt ist.⁶⁰² Die **spanische Administrative** lehnte sich 1992 an das französische Vorbild an und installierte den Fondo de Titulización Hipotecaria (FTH) als Emissionsvehikel.⁶⁰³ Auch Italien hatte 1998 und 1999 Rechtsvorschriften für Verbriefungstransaktionen erlassen.⁶⁰⁴

Garantiegeber auf. Die Verbriefungstransaktion wird durch private Finanzintermediäre durchgeführt. Vgl. *Ginnie Mae, 24.06.2015* sowie *Kern, 2004*, S. 40f.

⁵⁹⁷ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Kern, 2004*, S. 45, *Bär, 2000*, S. 374 sowie *Schmittat, 2008*, S. 14.

⁵⁹⁸ MBS lassen sich zudem weiter anhand der hinterlegten Hypothekendarlehen nach privaten (Residential Mortgage Backed Securities, RMBS) oder kommerziellen (Commercial Mortgage Backed Securities, CMBS) Immobiliendarlehen unterteilen. Vgl. hierzu und im Folgenden: *Schmittat, 2008*, S. 17 sowie *Emse, 2005*, S. 11f.

⁵⁹⁹ Mit bestehenden Anleihen unterlegte CDO werden als Collateralised Bond Obligations (CBO) definiert, während Kreditunterlegte CDO als Collateralised Loan Obligations (CLO) bezeichnet werden. Als Darlehen geeignet sind auch Forderungen aus Infrastrukturprojekten. Vgl. hierzu und im Folgenden: *Forrester & Brown, 2008*, S. 310ff.

⁶⁰⁰ Eine Übersicht von ABS-Verbriefungen zeigt *Bär (2000)*, weist aber zugleich darauf hin, dass die Vielfalt fast nicht mehr überschaubar ist und eine fortlaufende Entwicklung stattfindet. Vgl. *Bär, 2000*, S. 127ff.

⁶⁰¹ Vgl. *Kern, 2004*, S. 125.

⁶⁰² Vgl. *Arlt, 2009*, S. 417ff., *Kern, 2004*, S. 103ff.

⁶⁰³ Zunächst konnten lediglich Hypothekenforderungen verbrieft werden, eine Gesetzesnovelle im Jahr 1998 – und des damit eingeführten Fondo de Titulización de Activos (FTA) – ermöglichte die beliebige Verbriefung der Vermögenswerte. Vgl. *Kern, 2004*, S. 111f., *Arlt, 2009*, S. 420ff.

⁶⁰⁴ Vgl. *Kern, 2004*, S. 114 sowie *Arlt, 2009*, S. 437ff.

Für die beiden bereits im Rahmen der Covered Bonds betrachteten Länder **Luxemburg und Irland** konstatiert *Kern (2004)* ein günstiges Umfeld als Heimat für Special Purpose Vehicles für Verbriefungstransaktionen.⁶⁰⁵ *Arlt (2009)* hält für das 2004 in Luxemburg verabschiedete Gesetz fest:

„Es stellt sich als ein sehr gelungener Kompromiss zwischen der Flexibilität der Verbriefungsinstrumente und dem Investorenschutz dar, bietet hohe Rechtssicherheit und Transparenz und gewährleistet die Steuerneutralität der Transaktionen.“⁶⁰⁶

Arlt (2009) bemerkt weiter, dass für deutsche Unternehmen diese Regelungen den Standort Luxemburg überaus interessant erscheinen lassen. Was an juristischen und rechtlichen Gemeinsamkeiten, vor allem aber an dem vorhandenen Doppelbesteuerungsabkommen liegt.

In **Deutschland** wurde 1990 die erste ABS-Transaktion emittiert, allerdings fehlte zunächst der gesetzliche Rahmen.⁶⁰⁷ Im Jahr 1997 stellte das damals, für die Bankbranche zuständige Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (*BAKred*) ein Rundschreiben zur Verfügung, das für die Institute fortan den Rahmen bildete. Aus dem Schreiben gingen die Bedingungen für ABS-Transaktionen hervor, die notwendig sind, um:

„... die veräußerten Forderungen den bankaufsichtlichen Kreditbegrenzungsnormen – insbesondere dem Grundsatz I – nicht mehr [zu, *Anm. des Verf.*] unterwerfen...“⁶⁰⁸

Das Interesse der deutschen Politik und der Wirtschaft, dieses Refinanzierungsinstrument intensiver zu etablieren, war groß. Zunächst legte im Jahr

⁶⁰⁵ *Kern (2004)* verweist unter anderem explizit auf steuerliche Vorteile in beiden Ländern. Vgl. *Kern, 2004*, S. 93f. & 119. Auch *Arlt (2009)* hebt für Irland eine steuerliche Sonderbehandlung für SPVs seit einer Gesetzesanpassung 1997 hervor. *Arlt, 2009*, S. 416 sowie 675.

⁶⁰⁶ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Arlt, 2009*, S. 431. Das Gesetz ermöglicht die Verbriefung sowohl im Rahmen von Miteigentumsrechten, also der Fondslösung, als auch der schuldrechtlichen Beteiligung durch Anleihen. Zudem wird die Verbriefung gesetzlich nicht als Forderungsübertragung, sondern als Risikotransfer definiert, was die Übertragung aller Risiken von materiellen und immateriellen Vermögensgegenständen zulässt, sofern diese einen bestimmbaren Wert besitzen und einen Zahlungsstrom generieren. Vgl. *Arlt, 2009*, S. 428.

⁶⁰⁷ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Arlt, 2009*, S. 553 sowie *Kern, 2004*, S. 81f.

⁶⁰⁸ Vgl. Absatz 1, Satz 1 in *BAKred 4/1997*.

2000 die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) als Anstalt des öffentlichen Rechts ein Programm zur Kreditverbriefung auf.⁶⁰⁹ Die als PROMISE (Program for Mittelstand Loan Securitisation) hinterlegte Marke dient der Verbriefung von Mittelstandskrediten. Im Jahr 2001 folgte ein zweites Programm namens PROVIDE (Provide-Residential Mortgage Securitisation), das zur Verbriefung von privaten Wohnungsbaudarlehen initiiert wurde. Erste Gesetzesanpassungen folgten 2002, bevor im Juli 2003 durch das Kleinunternehmerförderungsgesetz Hürden hinsichtlich der Umsatz- und Gewerbesteuer beseitigt wurden.⁶¹⁰ Auch auf privater Ebene wurde die Fortentwicklung des Verbriefungsmarkts in Deutschland intensiviert. Zunächst als Initiative aus 13 Banken, darunter die KfW, 2003 gegründet, entstand im Jahr 2004 die True Sale International GmbH (TSI).⁶¹¹ Die TSI entwickelte ihrerseits ebenfalls eine Verbriefungsplattform und forcierte die aus ihrer Sicht notwendigen Gesetzesanpassungen.⁶¹²

Die künftige Relevanz des ABS-Markts für die Refinanzierung von PPP-Projekten bekräftigte im Jahr 2006 der damalige Ministerialdirektor im Bundesministerium der Finanzen, Jörg Asmussen.⁶¹³ Im Folgenden wird zunächst die gewöhnliche Struktur der ABS erläutert, bevor anschließend anhand eines Beispiels die Relevanz für PPP-Refinanzierungen dargestellt wird.

⁶⁰⁹ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Kreditanstalt für Wiederaufbau, Verbriefungsaktivitäten der KfW, Stand: 25.02.2013* siehe auch: Krämer et al, 2005, S. 51.

⁶¹⁰ Vgl. *Kleinunternehmerförderungsgesetz, Emse, 2005*, S. 25 sowie *Arlt, 2009*, S. 554f. Zu weiteren Anpassungen zählte die Implementierung des Refinanzierungsregisters im Jahr 2005, das insolvenzrechtliche Hindernisse für Verbriefungen beseitigte. Vgl. *Gesetz zur Neuorganisation der Bundesfinanzverwaltung und zur Schaffung eines Refinanzierungsregisters* sowie *Asmussen, 2006*, S. 1017. Zudem findet sich die Neuordnung im Jahr 2005 zeitlich neben der Neueinführung des Pfandbriefgesetzes am 22.05.2005 und dem Wegfall der Gewährträgerhaftung sowie der Anpassung der Anstaltslast für öffentlich-rechtliche Kreditinstitute zum 18.07.2005 wieder. Auch die Umsetzung von Basel II wurde bereits durch Arbeitskreise vorbereitet. *Deutsche Bundesbank, 2005*, S. 107f., siehe auch: *Arlt, 2009*, S. 551f.

⁶¹¹ Ziel dieser Initiative war und ist die Förderung des deutschen Verbriefungsmarkts. „Eine weitere Zielsetzung besteht in der Etablierung einer Marke für deutsche Verbriefungstransaktionen mit einem hohen Standard hinsichtlich Transparenz, Investoreninformationen und Market Making. Des Weiteren geht es darum, eine Plattform für die deutsche Verbriefungsindustrie und ihre Themen zu schaffen und dabei auch die Brücke zu Politik und Wirtschaft zu schlagen.“ Vgl. *True Sale International GmbH, Stand: 25.02.2013* sowie *Kern, 2004*, S. 82.

⁶¹² Vgl. *Rudolph et al., 2007*, S. 59, *Arlt, 2009*, S. 555f.

⁶¹³ Vgl. *Asmussen, 2006*, S. 1018.

5.2.2 Struktur von Asset Backed Securities

Der Aufbau einer ABS-Struktur basiert auf einem Special Purpose Vehicle (SPV). Dieser, zumeist Kapitalgesellschaft, werden im Zuge der Transaktion Forderungen übertragen, für deren Refinanzierung das SPV Obligationen begibt.⁶¹⁴ Die Forderungen entstammen dem Aktivgeschäft des Veräußerers, dem Originator, oder wurden von diesem erworben. Den Gegenwert der Vermögenswerte erhält der Sponsor der SPV aus den Erlösen der Wertpapieremission.⁶¹⁵

Den Cashflow aus den Forderungen nutzt die SPV nach Abzug von Kosten für das Bedienen der Gläubiger.⁶¹⁶ Die Kapitalgesellschaft kann dabei lediglich für einen Originator installiert worden sein und würde in diesem Fall als Single Seller Conduit bezeichnet werden.⁶¹⁷ Im Gegensatz dazu können Multi Seller Conduits Forderungen von unterschiedlichen Originatoren refinanzieren.

Des Weiteren muss die Struktur dahingehend unterschieden werden, ob die Forderungen revolving oder lediglich einmalig aufgekauft (Term Deal) und refinanziert werden sollen. Eine revolving Refinanzierung wird im Gegensatz zum Term Deal als Asset Backed Commercial Paper Programm (ABCP) bezeichnet. Die Refinanzierung erfolgt über kurzfristige Geldmarktpapiere, den Commercial Paper (CP).⁶¹⁸

Die emittierten Wertpapiere sind vom Bonitätsrisiko des Originators losgelöst und stellen ausschließlich auf die Bonität der SPV und damit der Qualität der übertragenen

⁶¹⁴ Während die Obligationen schuldrechtliche Zahlungsansprüche verbrieften, besteht alternativ die Möglichkeit mittels Miteigentümerschaften zu partizipieren. Hierfür werden Anteile an der Refinanzierungsgesellschaft, einem Trust, emittiert. Hierzu und im Folgenden: *Bär, 2000*, S. 104ff. sowie *Kern, 2004*, S. 48ff. Auch Fondslösungen entsprechen dem Ansatz der Anteilseigner, der das Pendant zum Trust darstellt. Vgl. *Kern, 2004*, S. 104. Die Übertragung erfüllt dabei das Grundprinzip der Spezialisierung, wie im Rahmen der Deckungswerte bei Covered Bonds bereits erläutert wurde. Vgl. Kapitel 5.1 "Covered Bonds ausgewählter Länder".

⁶¹⁵ Vgl. *Arlt, 2009*, S. 72f.

⁶¹⁶ Vgl. *The Boston Consulting Group GmbH, 2004*, S. 9. Zu unterscheiden sind allerdings Pass-Through-Strukturen, bei denen Forderungsrückflüsse direkt an die Investoren durchgereicht werden, während Pay-Through-Strukturen ein Zahlungsstrommanagement zur Koordinierung übernehmen und die Zahlung der fälligen Kupons oder Rückzahlungen des Nennbetrages an die Investoren zu festen Terminen erfolgen. Vgl. *Emse, 2005*, S. 16f. sowie *Bär, 2000*, S. 130f. Auf beide Varianten wird im Folgenden nicht weiter eingegangen.

⁶¹⁷ Sind die jeweiligen Conduits zudem lediglich für eine konkrete Transaktion mit anschließender Abwicklung installiert worden, wird die Transaktion als Term Deal bezeichnet. Vgl. hierzu und im Folgenden: *Arlt, 2009*, S. 262ff., *Emse, 2005*, S. 36ff., *Schmittat, 2008*, S. 18ff. sowie *Kern, 2004*, S. 68ff.

⁶¹⁸ Vgl. *Arlt, 2009*, S. 267ff. sowie *Emse, 2005*, S. 36.

Forderungen ab.⁶¹⁹ *Kern (2004)* führt aus, dass die Investoren infolgedessen nicht ein dynamisch agierendes Unternehmen überwachen müssen, sondern lediglich der Pool aus Vermögenswerten zu analysieren ist.⁶²⁰ Sie geben sich daher mit einer geringeren Rendite zufrieden, als dies bei einer direkten Beteiligung am Originator der Fall wäre. Dadurch ist es auch Unternehmen mit einem schlechten Kreditrating möglich, sich günstig am Kapitalmarkt zu refinanzieren.⁶²¹

Neben der Liquiditätswirkung können ABS auch bilanzielle Vorteile für den Originator nach sich ziehen. Der Übertragung der Vermögenswerte stehen die erhaltenen Geldmittel gegenüber und somit ein Aktivtausch innerhalb der Bilanz des Originators.⁶²² Im Falle einer alternativen Refinanzierung des Originators mittels Krediten oder Anleihen würde die Passivseite der Bilanz tangiert und sowohl das Fremdkapital erhöht als auch die Bilanz selbst verlängert – mit Auswirkungen auf beachtete Rentabilitäts- und Liquiditätskennziffern und künftige Finanzierungskonditionen.

Die beschriebene Form der ABS wird als True-Sale-Transaktion bezeichnet, da die Forderungen mit allen Rechten an das SPV übertragen werden.⁶²³ Alternativ ist auch lediglich die Übertragung der Risiken aus den Vermögenswerten denkbar.⁶²⁴ Anreize

⁶¹⁹ Einschränkung sind etwaige Sicherheiten wie Fazilitäten oder SPV-Portfolios mit Anleihen bester Bonität zu nennen.

⁶²⁰ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Kern, 2004*, S. 51f.

⁶²¹ *Arlt (2009)* erläutert anhand des Modigliani-Miller-Theorem die Irrelevanz der Kapitalstruktur und stellt somit den Finanzierungsvorteil zunächst infrage. Ein reduzierter Zinssatz für die verbrieften Vermögenswerte bedeutet im vollkommenen Markt, dass die im Vergleich zum Gesamtvermögen hochwertigen Werte verbrieft wurden und folglich minderwertiges Vermögen in der Bilanz verbliebe. Dies hätte höhere Refinanzierungskosten an anderer Stelle zur Folge, die die Vorteile der Verbriefung kompensieren würden. *Arlt (2009)* zeigt im Anschluss das Vorhandensein von reduzierten Refinanzierungskosten anhand von Verletzungen einzelner Prämissen des Theorems auf. So nennt er unter anderem die unvollständige Markttransparenz und somit Informationsasymmetrien als ein Grund für den Refinanzierungsvorteil. Vgl. *Arlt, 2009*, S. 88ff.

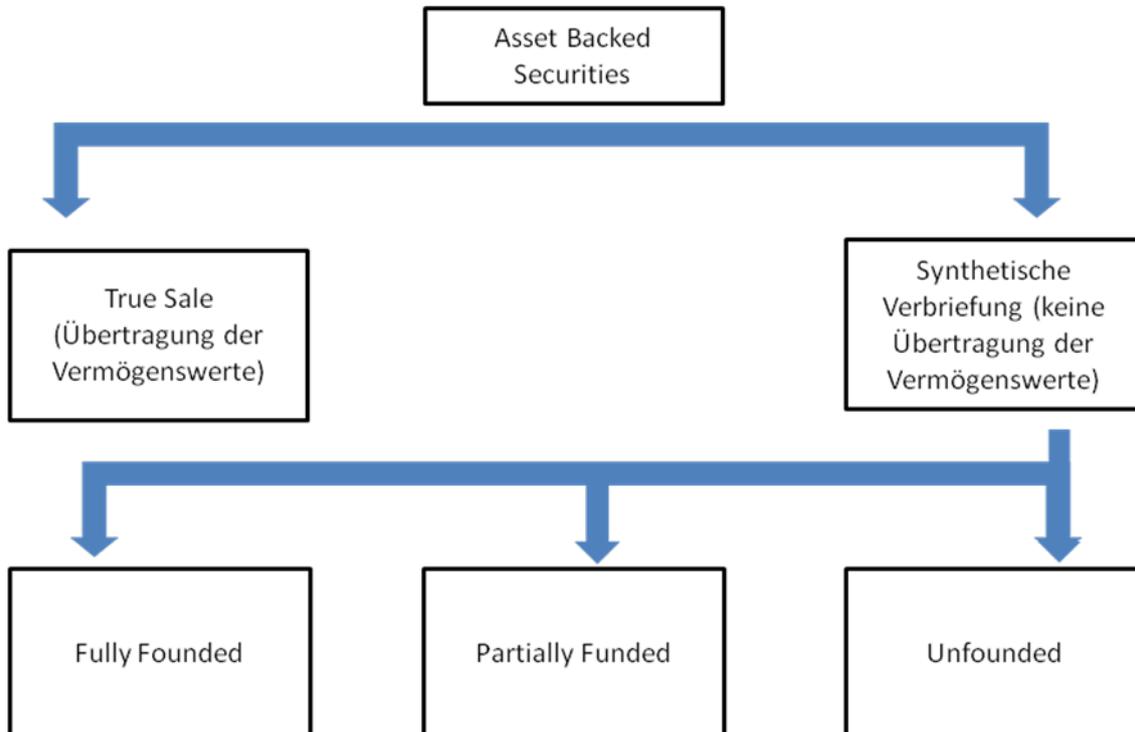
⁶²² Vgl. *The Boston Consulting Group GmbH, 2004*, S. 12 sowie *Kern, 2004*, S. 52f. *Arlt (2009)* fügt dem Argument der bilanziellen Vorteile hinzu, dass bei der Verbriefung der Vermögenswerte häufig ein Risikoabschlag erfolgt. Zudem ist eine etwaige Überkapitalisierung des SPV zu aktivieren und Rückgriffverpflichtungen zu passivieren. Insgesamt seien die Auswirkungen jedoch – verglichen mit anderen Finanzierungsarten – zu vernachlässigen. *Arlt, 2009*, S. 74.

⁶²³ *Schmittat (2008)* erläutert, dass der Begriff zunächst lediglich das Insolvenzrecht betraf, da im Falle einer Insolvenz die Verfügungsrechte auf Seiten der SPV lagen. Allerdings wird der Begriff auch als Synonym für einen Bilanzabgang des Vermögenswerts beim Originator verwendet, was vice versa einen Liquiditätszufluss bedeutet. Vgl. *Schmittat, 2008*, S. 18.

⁶²⁴ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Schmittat, 2008*, S. 18.

bestehen neben Reputationsgründen unter anderem durch Abtretungsverbote und hohen Kosten, vorrangig sind diese jedoch regulatorischer Natur.⁶²⁵

Abbildung 13: Varianten von ABS-Verbriefungen



Quelle: eigene Darstellung.

Diese, auch als synthetische Verbriefung bezeichnete, Transaktion erfolgt somit nicht auf Basis eines Forderungsverkaufs, sondern stellt eine Ausfallversicherung dar.⁶²⁶ Erzeugt wird die Risikoauslagerung entweder durch eine klassische Garantie oder durch ein Kreditderivat wie dem Credit Default Swap (CDS)⁶²⁷. Getauscht wird in diesem Fall das Kreditausfallrisiko gegen Geldmittel bei Eintritt eines vorab bestimmten Kreditereignisses.⁶²⁸

⁶²⁵ Vgl. Kern, 2004, S. 71 sowie Arlt, 2009, S. 298ff. Vgl. auch Kapitel 4.2.2.3 „Risikominderung innerhalb von Basel II“.

⁶²⁶ Vgl. hierzu und im Folgenden: Emse, 2005, S. 39f. Die ursprünglichen Forderungen werden weder aus der Bilanz entfernt noch wird ein Liquiditätszufluss generiert. Vgl. Emse, 2005, S. 13 sowie Rudolph et al., 2007, S. 25 Fußnote 30.

⁶²⁷ Für eine kurze und prägnante Beschreibung eines CDS siehe: Hüttemann, 1999, S. 31ff., Rudolph et al., 2007, S. 68 sowie Arlt, 2009, S. 328.

⁶²⁸ Unterschieden wird dabei zwischen einem Cash Settlement und dem Physical Settlement. Während bei ersterem eine Ausgleichszahlung in Höhe des Verlusts, der in Folge des Kreditereignisses eingetreten ist, erfolgt, werden im zweiten Fall die unterlegten Forderungen gegen Zahlung des ursprünglichen Nominalwerts an den Swap-Partner übertragen. Vgl. Hüttemann, 1999, S. 31f. Die Definition des Kreditereignisses obliegt den Beteiligten der Transaktion, wenngleich regelmäßig Standardvorgaben genutzt werden. Vgl. Hüttemann, 1999, S. 165.

Tabelle 24: True-Sale vs. synthetische ABS-Struktur

	True-Sale-Struktur	Synthetische-Struktur
Sicherheit für Originator	Verkauf der Forderungen	Credit Default Swap
Sicherungsgeber	SPV	SPV oder Finanzintermediär
Refinanzierung des Sicherungsgebers	vollständig	voll, teilweise oder gar nicht am Kapitalmarkt
Refinanzierungsinstrument	Asset Bucket Security	Credit Linked Note ⁶²⁹
Sicherheit für Wertpapiergläubiger (Collaterals)	auf das SPV übertragene Forderungen des Originators	Durch Emissionserlös erworbenes Sicherheiten-Portfolio, zumeist hoch liquide Wertpapiere mit sehr guter Bonitätsnote
Forderungsausfall/ Kreditereignis	Kapitalherabsetzung der emittierten Wertpapiere	Liquidierung der Sicherheiten zu Gunsten des Originator und Kapitalherabsetzung der CLN, alternativ: Fälligestellung der CLN und Übertragung der Restforderung oder deren Referenzwert an Gläubiger

Quelle: eigene Darstellung.

Der Originator ist nicht mehr der Verkäufer der Forderung, sondern Käufer eines Swaps. Als Sicherungsnehmer bezahlt dieser an den Sicherungsgeber eine einmalige oder periodische Swap-Gebühr.⁶³⁰ Die Qualität der Sicherung hängt von der Bonität des Sicherungsgebers ab.⁶³¹

Das SPV transferiert die durch den Swap übernommenen Risiken weiter auf den Kapitalmarkt. Hierbei sind drei verschiedene Möglichkeiten der Refinanzierung des SPV voneinander abzugrenzen: Fully Funded, Partially Funded sowie Unfunded.⁶³²

Als **Fully Funded** werden Transaktionen bezeichnet bei der die Ausfallrisiken des SPV komplett durch die Emission einer speziellen Inhaberschuldverschreibung, der

⁶²⁹ Für den Investor stellt die Credit Linked Note die synthetische Nachbildung einer Schuldverschreibung des oder der Referenzschuldner dar. Allerdings trägt dieser im Vergleich zu einer direkten Investition auch das Ausfallrisiko der Emittentin der CLN. Vgl. *Arlt, 2009*, S. 328, *Emse, 2005*, S. 41 sowie *Hüttemann, 1999*, S. 33f.

⁶³⁰ Vgl. *Arlt, 2009*, S. 328, *Hüttemann, 1999*, S. 31 sowie hierzu und im Folgenden: *Emse, 2005*, S. 39.

⁶³¹ Vgl. *Arlt, 2009*, S. 329 sowie *Rudolph et al., 2007*, S. 78. Weiterhin ist die Bonität ausschlaggebend für eine wirksame Risikominderung im Sinne der Eigenkapitalvorschriften für Banken. Vgl. im weiteren Sinne: *Rudolph et al., 2007*, S. 182ff. Siehe auch Kapitel 4.2.2.3 „Risikominderung innerhalb von Basel II“.

⁶³² Vgl. hierzu und im Folgenden: *Doede et al., 2008*, S. 7, *Bauersfeld, 2008*, S. 93, *Emse, 2005*, S. 12f. sowie *Rudolph et al., 2007*, S. 80f.

Credit Linked Note (CLN), am Kapitalmarkt refinanziert werden.⁶³³ Die Verbriefungsgesellschaft ist erst im Anschluss in der Lage, bei einem Eintreten des vereinbarten Kreditereignisses Zahlung zu leisten. Der Emissionserlös wird von der SPV verwaltet und meist in liquide, sichere Wertpapiere höchster Bonität investiert, die von einem Treuhänder überwacht werden.⁶³⁴ Diese Sicherung wirkt zweiseitig. Sowohl den Investoren als auch dem Originator stehen diese Wertpapiere als Colateral – also als Sicherheit – im Anspruchsfall zur Verfügung.⁶³⁵ Ziel ist es, beim Eintreten eines Kreditereignisses einen Teil oder das gesamte Portfolio der SPV schnell zu liquidieren, um die vereinbarten Geldmittel transferieren zu können.

Der Investor der CLN verliert in der Folge den Anspruch oder einen Teilanspruch auf Rückzahlung des Nennwerts und den vereinbarten Kupon.⁶³⁶ Je nach Ausgestaltung wird die CLN sofort fällig und der Investor erhält den verbliebenen Wert der Referenzforderung in bar oder die verbliebene Forderung selbst.⁶³⁷

Sollte hingegen kein Kreditereignis eintreten, hat der Investor Anspruch auf Rückzahlung des Nennwerts und die vereinbarte Verzinsung. Letztere ergibt sich nach Abzug etwaiger Kosten der SPV aus den Erträgen des SPV-Portfolios sowie den vereinnahmten Swap-Gebühren, nicht jedoch aus Zinszahlungen des unterlegten Kreditportfolios.⁶³⁸

Ähnlich der Full-Founded-Struktur ist die **Partially-Funded**-Struktur aufgebaut. Allerdings refinanziert das SPV das übernommene Ausfallrisiko am Kapitalmarkt lediglich partiell. Für diesen Teil werden CLN ausgegeben, durch die die Investoren die Kreditausfallrisiken tragen. Der verbleibende Risikoteil wird vom SPV durch einen

⁶³³ Einschränkung ist anzumerken, dass üblicherweise der zu verbriefende Forderungspool subordinated wird. Dabei werden drei Tranchen gebildet: Zunächst eine Senior-Tranche, die das höchste Niveau an Sicherheiten beziehungsweise das höchste Rating vorweist und via CDS oder Garantie an ein weiteres Finanzunternehmen gereicht wird. Weiterhin entsteht eine Junior oder Equity Tranche, die auch den „First Loss“ zu tragen hat. Diese trägt das höchste Ausfallrisiko und wird meist vom Originator selbst gehalten. Die dritte Tranche steht zwischen beiden vorgenannten und wird als Mezzanine bezeichnet. Üblicherweise erfolgt die Refinanzierung nach einer weiteren Tranchierung und stellt nach Ansicht von *Arlt (2009)* den eigentlichen Gegenstand der Verbriefung dar. Vgl. *Arlt, 2009*, S. 330ff. Im Falle eines Kreditereignisses erfolgt die Verlustzuweisung anhand der Rangfolge der Tranchen. Siehe auch: *Rudolph et al., 2007*, S. 51ff.

⁶³⁴ Vgl. *Doede et al., 2008*, S. 8f. sowie *Emse, 2005*, S. 40.

⁶³⁵ Infrage kommen beispielsweise Staatsanleihen von Industriestaaten oder Pfandbriefe. Vgl. hierzu und im Folgenden: *Emse, 2005*, S. 39 sowie *Rudolph et al., 2007*, S. 81. Ergänzend bestehen weitere Besicherungsmöglichkeiten, wie zum Beispiel Subordination, Übersicherung, Reservekonten, Garantien des Originators oder von weiteren Partnern oder Liquiditätsfazilitäten. Vgl. *Röchling, 2002*, S. 39ff.

⁶³⁶ Vgl. *Arlt, 2009*, S. 328.

⁶³⁷ Analog dem Cash Settlement oder Physical Settlement bei einem CDS. Vgl. Fußnote 628.

⁶³⁸ Vgl. *Bauersfeld, 2008*, S. 92f. sowie *Emse, 2005*, S. 40.

weiteren Garantiegeber oder CDS-Partner abgesichert.⁶³⁹ Da in dieser Struktur keine oder nur geringe Geldmittel an den Originator fließen, liegt in der Liquiditätsbeschaffung kein primäres Ziel.⁶⁴⁰ Das Interesse liegt vielmehr in der bilanziellen Ausgliederung der Ausfallrisiken, verbunden mit einer Entlastung des regulatorisch erforderlichen Eigenkapitals, und betrifft daher vornehmlich Kreditinstitute.⁶⁴¹

Die dritte synthetische Struktur bezieht sich lediglich auf das Absichern der Kreditausfallrisiken. „**Unfunded**“ bedeutet in diesem Kontext eine Absicherung des Portfolios durch Garantien oder CDS ohne ein Platzieren von Wertpapieren auf dem Kapitalmarkt. Eine liquiditätswirksame Refinanzierung findet nicht statt.

Emse (2005) weist darauf hin, dass die Wahl der Struktur von individuellen Interessen abhängt.⁶⁴² Hinzu kommen Überlegungen der aufzuwendenden Kosten. Diese sind bei einer Emission von Wertpapieren höher als die Absicherungskosten über einen CDS.

Die synthetische Struktur ist in allen drei Ausprägungen auch ohne SPV denkbar.⁶⁴³ Insofern eine Partially Funded oder Fully Funded Variante angestrebt wird, emittiert der Sicherungsgeber selbst die CLN.⁶⁴⁴ Für den Investor ergibt sich lediglich ein anderes Emittentenrisiko.

5.2.3 Beispiel einer Verbriefung von PPP-Forderungen

Die praktische Relevanz von ABS-Strukturen für die Refinanzierung von PPP-Projekten soll durch das folgende Beispiel illustriert werden. Die Auswahl dieser speziellen Verbriefung erfolgte aufgrund der beteiligten Partner. Als Originator tritt die irische Depfa Bank plc auf, als Sicherungsgeber fungiert die deutsche Kreditanstalt für

⁶³⁹ Vgl. *Emse, 2005*, S. 41. Beispielhaft sei hier auf die Struktur der Verbriefungsplattformen PROMISE und PROVIDE der KfW verwiesen. Die Bank führt aus, dass die Tranche mit dem geringsten Risiko (Super Senior Tranche) durch die Garantie (CDS) eines Dritten rückabgesichert wird. Die Risiken der darunter liegenden (subordinierte) Tranchen werden über die Ausgabe von Wertpapieren durch eine SPV auf den Kapitalmarkt transferiert. Vgl. *Krämer-Eis et al., 2005*, S. 45f. Siehe auch: *Rudolph et al., 2007*, S. 87f. Zur Veranschaulichung wird in Kapitel 5.2.3 „Beispiel einer Verbriefung von PPP-Forderungen“ ein konkretes Beispiel beschrieben, siehe *Abbildung 14*: „Transaktionsstruktur: EPIC II“.

⁶⁴⁰ Vgl. *Emse, 2005*, S. 13.

⁶⁴¹ Vgl. *Rudolph et al., 2007*, S. 23, siehe auch Kapitel 4.2.2.3 „Risikominderung innerhalb von Basel II“.

⁶⁴² Vgl. hierzu und im Folgenden: *Emse, 2005*, S. 13.

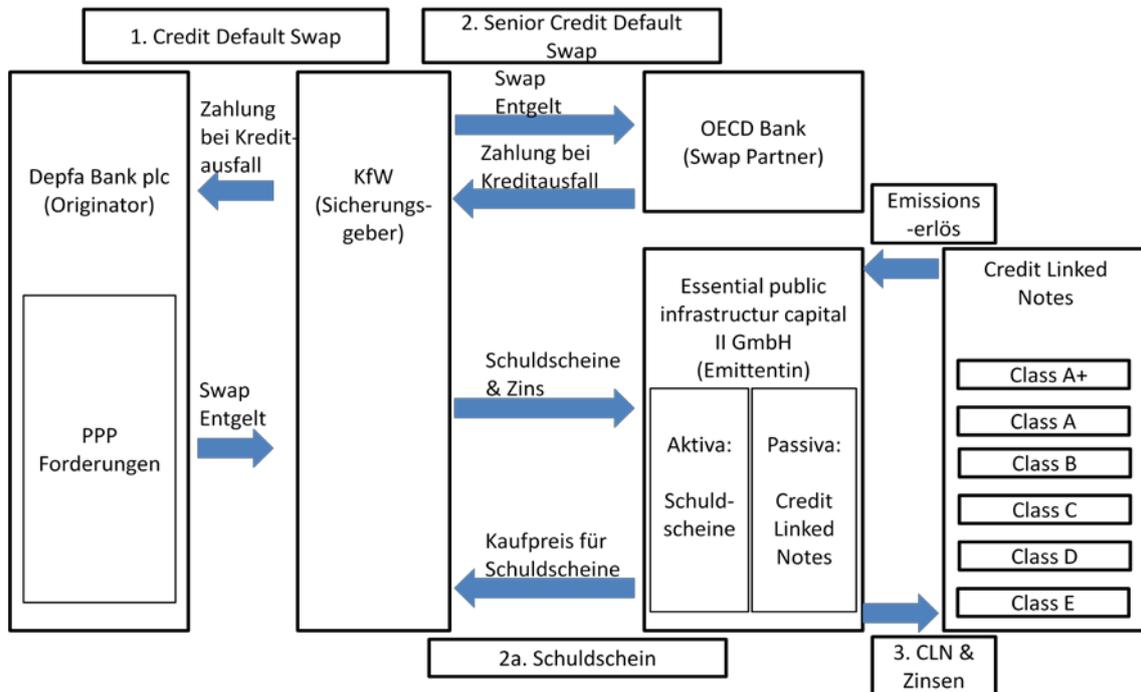
⁶⁴³ Vgl. *Emse, 2005*, S. 42f.

⁶⁴⁴ Vgl. *Arlt, 2009*, S. 331.

Wiederaufbau (KfW).⁶⁴⁵ Die Wahl dieses Swap-Partners hat Rückwirkungen auf bilanzpolitische Entscheidungen der Depfa Bank plc.⁶⁴⁶

Die folgenden Erläuterungen basieren auf den Strukturbeschreibungen des Emissionsprospekts der EPIC II⁶⁴⁷ sowie auf den Ausführungen von *Lund & Manley (2008)*⁶⁴⁸.

Abbildung 14: Transaktionsstruktur: EPIC II



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an: *Essential Public Infrastructure Capital II GmbH (2006)* sowie *Lund & Manley (2008)*.⁶⁴⁹

Bei der gewählten Verbriefung handelt es sich um eine Partially-Funded-CLO Struktur. Als SPV wurde die EPIC II (Essential Public Infrastructure Capital II GmbH) installiert, die eine Refinanzierung durch Anleihen am Kapitalmarkt vornimmt.⁶⁵⁰ Gleichzeitig dient die EPIC II als Namensgeber für die gesamte Transaktion.⁶⁵¹

⁶⁴⁵ Vgl. *Essential Public Infrastructure Capital II GmbH, 2006, S. 162ff.*

⁶⁴⁶ Vgl. *Essential Public Infrastructure Capital II GmbH, 2006, S. 171.* Die KfW verfügt als Anstalt des öffentlichen Rechts über eine Anstaltslast, die den Bund in die Position der Haftung, auch für Rechte aus Optionen bringt. Vgl. § 1a KfW-Gesetz (*KfWG*). Die Bonität des Sicherungsgebers entspricht somit der Bonität der Bundesrepublik Deutschland. Vgl. auch: *Essential Public Infrastructure Capital II GmbH, 2006, S. 170.*

⁶⁴⁷ Vgl. *Essential Public Infrastructure Capital II GmbH, 2006, S. 6ff.*

⁶⁴⁸ Vgl. *Lund & Manley, 2008, S. 308f.*

⁶⁴⁹ Vgl. *Lund & Manley, 2008, S. 308* sowie *Essential Public Infrastructure Capital II GmbH, 2006, S. 9.*

⁶⁵⁰ Das Emissionsvehikel wurde per 24.04.2006 von der Gründerin, der TSI Service GmbH, übernommen und in „Essential Public Infrastructure Capital II GmbH“ umbenannt. Die TSI hatte die SPV zuvor im

Das Forderungsportfolio, das die Depfa Bank plc als Originator in die Transaktion einbringt, umfasst ein Volumen von 718.054.749 Euro.⁶⁵² Dabei handelt es sich um Darlehen und Garantien für 32 verschiedene PPP-Projekte aus 11 Ländern. Finanziert wurde der Bau oder die Sanierung von Schulen, Krankenhäusern, Straßen und Brücken in unterschiedlichen Ländern der EU sowie Kanada, Australien und Japan.

Durch die synthetische und lediglich partiell refinanzierte Struktur der Transaktion ist davon auszugehen, dass der Originator zunächst nicht an der Liquidität, sondern vielmehr an einem Risikomanagement interessiert ist. Deutlich wird dies aus der Tatsache, dass der Originator die Absicherung des Risikoportfolios aus PPP-Verträgen durch den Kauf eines einzigen Credit Default Swap per 11.07.2006 vornimmt (*Schritt 1 in Abbildung 14*).⁶⁵³ Die Depfa Bank plc emittiert selbst keine Anleihen und generiert somit keinen Liquiditätszufluss.

Die Risiken sind infolge des Swap-Geschäfts komplett auf die KfW als Sicherungsgeber übergegangen und werden von dieser weiter allokiert.⁶⁵⁴ Ein Teil dieser Risiken wird von der KfW durch einen weiteren CDS transferiert (*Schritt 2 in Abbildung 14*). Dieser wird von einem weiteren Sicherungsgeber gegen Zahlung einer Gebühr begeben und als „Senior Swap“ bezeichnet.⁶⁵⁵ Der verbleibenden Teil der Risiken, die die KfW durch den ersten CDS übernommen hat, wird durch selbst emittierte Schuldscheine an die EPIC II GmbH übertragen (*Schritt 2a in Abbildung*

Oktober 2005 als „Provide 1 GmbH“ gegründet. Die Kapitalausstattung der GmbH beträgt 25.050 Euro und wird in gleichen Teilen von drei Stiftungen der KfW gehalten, eine Nachschusspflicht besteht nicht. Vgl. *Essential Public Infrastructure Capital II GmbH, 2006*, S. 156f.

⁶⁵¹ Die EPIC-II-Struktur findet sich in einer Reihe von weiteren Transaktionen wieder. Allein die KfW, als Betreiber zweier deutscher Verbriefungsplattformen ist mit EPIC-III, Stichting Profile Securitisation 1 und Smart PFI 2007-1 in drei vergleichbare Strukturen involviert. Vgl. *Kreditanstalt für Wiederaufbau: Smart PFI 2007-1, Stand: 22.03.2013, Kreditanstalt für Wiederaufbau: Stichting Profile Securitisation 1, Stand: 22.03.2013, Kreditanstalt für Wiederaufbau: Essential Public Infrastructure Capital III, Stand: 22.03.2013*.

⁶⁵² Vgl. *Lund & Manley, 2008*, S. 308 sowie *Essential Public Infrastructure Capital II GmbH, 2006*, S. 124ff.

⁶⁵³ Vgl. *Essential Public Infrastructure Capital II GmbH, 2006*, S. 190 sowie 194.

⁶⁵⁴ Einschränkung sei darauf hingewiesen, dass eine Verlustschwelle von 15,75 Millionen Euro des Gesamtportfolios gilt, die der Originator selbst zu tragen hat. Erst darüber hinausgehende Verluste sind mittels CDS durch die KfW abgedeckt. *Essential Public Infrastructure Capital II GmbH, 2006*, S. 26.

⁶⁵⁵ Inwiefern der Sicherungsgeber des Senior Swap seinerseits eine Auslagerung der Risiken vornimmt, kann anhand der vorliegenden Daten nicht überprüft werden. Auch dem Swap-Partner obliegt die Möglichkeit, diese Senior-Risiken durch CLN am Markt zu platzieren. Das Volumen des Swap umfasst dabei das restliche Portfolio von 805,25 Millionen Euro. Die Zahl ergibt sich dabei aus der maximalen Portfolioausstattung von 900 Millionen Euro, abzüglich der First Loss Position des Originators und den emittierten Schuldscheinen der KfW, beziehungsweise darauf folgend der CLN der Epic II. Vgl. *Fitch Rating, 2006*.

14).⁶⁵⁶ Zu diesem Zeitpunkt ist auch die KfW wieder von den vorab übertragenen Kreditrisiken befreit. Sie trägt fortan lediglich die Risiken der Bonität der Sicherungsgeber, weshalb für den Senior Swap eine OECD-Bank mit einem guten Rating gewählt wird.

Die Refinanzierung der in Schritt 2a auf die EPIC II GmbH übertragenen Schuldscheine erfolgte „Fully Founded“ mittels Credit Linked Notes über ein Gesamtvolumen von 79 Millionen Euro per 18.07.2006 (*Schritt 3 in Abbildung 14*).⁶⁵⁷ Die Sicherung dieser Papiere erfolgt durch Verpfändung der Ansprüche aus den Schuldscheinen der KfW.⁶⁵⁸ Die Absicherung des Emittentenrisikos der CLN-Investoren basieren somit, letztlich durch die Anstaltslast der KfW, auf der Zahlungsfähigkeit der Bundesrepublik Deutschland.⁶⁵⁹

Die CLN werden durch Subordination tranchiert. Die in der Folge von der EPIC II GmbH emittierten Credit Linked Notes teilen sich in sechs verschiedene Tranchen auf. Die Ausgestaltung der Anleihen beinhaltet einen variablen Kupon, eine Stückelung von 50.000 Euro sowie eine späteste Endfälligkeit im Oktober 2044.⁶⁶⁰ Zudem erfolgt für jede Tranche eine individuelle Bonitätseinschätzung. Diese – von der Ratingagentur Standard & Poor's (S&P) erteilten – Bonitätsnoten reichen von AAA bis BB und basieren auf der unterschiedlichen Verlustpartizipation der einzelnen Tranchen.⁶⁶¹ Aus

⁶⁵⁶ Durch die Anstaltslast haftet letztlich die Bundesrepublik Deutschland für die Schuldscheine. Vgl. Fußnote: 646.

⁶⁵⁷ Die CLN wurden zunächst vom Lead Manager der Emission, in diesem Fall der Merrill Lynch International, übernommen und anschließend nach und nach am Markt platziert. Vgl. *Essential Public Infrastructure Capital II GmbH, 2006*, S. 1.

⁶⁵⁸ Zur Verwaltung der Ansprüche wird ein Treuhänder (Trustee) eingesetzt, in diesem Fall die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Deloitte & Touche GmbH. Es erfolgen zwei Verpfändungen, zum einen gegenüber dem Treuhänder als Verwalter der Ansprüche, zum anderen ist ein nachrangiges, akzessorisches Pfandrecht an die ausgegebenen CLN gekoppelt. Dieses zweite Pfandrecht installiert eine doppelte Sicherheit für die Anleihegläubiger, für den Fall, dass der Trustee auf seines verzichtet hat, dieses aus irgendwelchen Gründen nicht mehr besteht oder kein bevollmächtigter Trustee im Sinne des Vertrags vorhanden sein sollte. *Essential Public Infrastructure Capital II GmbH, 2006*, S. 21f.

⁶⁵⁹ Dies hebt *Fitch Rating (2006)* im Rahmen der Analyse der Struktur hervor. Vgl.: *Fitch Rating, 2006*, S. 7.

⁶⁶⁰ Die geplante Fälligkeit der Anleihen liegt im Oktober 2042. Vgl. *Essential Public Infrastructure Capital II GmbH, 2006*, S. 223. Allerdings besteht die Möglichkeit, die Fälligkeit bis spätestens Oktober 2044 hinauszuzögern, für den Fall, dass einzelne Kredite aus dem Forderungspool noch ausstehen oder ein Kreditereignis eingetreten ist. Vgl. *Essential Public Infrastructure Capital II GmbH, 2006*, S. 208 sowie *Fitch Rating, 2006*, S. 4. Ergänzt werden die Emissionsbedingungen durch Kündigungsrechte des Emittenten unter bestimmten Begebenheiten. Zu diesen zählen die Endfälligkeiten der Schuldscheine sowie des Bank Swaps. Letzterer wurde im Juli 2011 fällig. Vgl. *Essential Public Infrastructure Capital II GmbH, 2006*, S. 16. Da keine Kündigung der CLN erfolgte, ist davon auszugehen, dass der Swap durch einen erneuten CDS ersetzt wurde. Der Senior CDS hingegen hat die gleiche Laufzeit wie die ausgegebenen CLN. Vgl. *Fitch Rating, 2006*, S. 11.

⁶⁶¹ Auch *Fitch Rating (2006)* erstellte ein Rating. Gleichzeitig stellt die Ratingagentur auch eine Strukturanalyse für interessierte Investoren zur Verfügung. Vgl. *Fitch Rating, 2006*.

dem Emissionsprospekt der EPIC-II-Transaktion gehen die Anleiheklassen A+, A, B, C, D und E hervor. Vice versa, beginnend mit der E-Tranche, verringern realisierte Verluste den Nominalwert der ausstehenden Anleihen.⁶⁶² Erst nachdem eine – innerhalb dieser Reihenfolge vorhergehende – Anleihe einen Nominalwert von einem Euro erreicht hat, wird der Wert der darauf folgenden Emission herabgesetzt. Die letzte Tranche (A+) ist aus Sicht der Investoren, aber auch der Ratingagentur, mit der geringsten Ausfallwahrscheinlichkeit behaftet und trug zum Zeitpunkt der Emission das S&P Rating AAA.⁶⁶³ Zudem ist diese Tranche bei der Verlustzuweisung mit dem Senior CDS gleichgestellt. Der variable Kupon der Anleihen hat den 3-Monats-Euribor als Basis und wird um einen Risikoaufschlag für jede Tranche erhöht.⁶⁶⁴ Alle Anleihen sind an der irischen Börse in Dublin börseneingeführt und frei handelbar.⁶⁶⁵

Lund & Manley (2008) erläutern die Anreize, die einer Verbriefung von PPP-Forderungen anhaften.⁶⁶⁶ Hierzu zählt aus Sicht des Originator die kapitalfreisetzende Wirkung für weitere Kreditgeschäfte. Eine geringere Bindung von regulatorisch gefordertem Eigenkapital bewirkt zudem eine Verbesserung der Eigenkapitalrendite.

Ein solches Resultat wird vorrangig bei Forderungen aus der Projektfinanzierung erzielt. Wie in Kapitel 4.2.2.2 „Risikogewichtung von PPP-Finanzierungen unter Basel II“ gezeigt wurde, ist die Risikogewichtung einer forfaitierten Forderung mit Einredeverzicht gering und liegt unter Umständen sogar bei 0 Prozent. Der Nutzen einer Verbriefung mit dem Ziel der Eigenkapitalentlastung ist somit kaum vorhanden.

Ein weiterer Anreiz die Verbriefung vorzunehmen, zeigt sich durch die Wahl der beteiligten Partner EPIC II GmbH. Aufgrund der Einbeziehung der KfW als Sicherungsgeber erfüllen die weiterhin in der Bilanz der Depfa Bank plc vorhandenen Forderungen nach der synthetischen Verbriefung die Bedingungen des

⁶⁶² Vgl. hierzu und im Folgenden: *Essential Public Infrastructure Capital II GmbH, 2006*, S. 20. Erneut sei ergänzend auf die First Loss Position der Depfa Bank plc hingewiesen, die Verluste bis zu einem Schwellenwert von 15,75 Millionen Euro selbst trägt. Vgl. Fußnote: 654.

⁶⁶³ Vgl. *Essential Public Infrastructure Capital II GmbH, 2006*, S. 23.

⁶⁶⁴ Die Aufschläge umfassen eine Spanne von 0,38 Prozent für die beiden A-Tranchen und 4 Prozent für die E-Tranche. Hinzu kommen unterschiedliche Emissionsvolumina der jeweiligen Anleihen. Die beiden A-Emissionen stellen mit einem Volumen von 250.000 Euro bei der A+-Tranche und 45 Millionen Euro bei der A-Tranche gleichzeitig das kleinste und das größte Volumen der ausgegeben Credit Linked Notes dar. Beide Emissionen sind mit einem AAA-Rating von S&P ausgestattet worden, womit mehr als die Hälfte der Gesamtemission eine Bonität erster Klasse innehat. Vgl. *Essential Public Infrastructure Capital II GmbH, 2006*, S. 49 sowie 199.

⁶⁶⁵ Vgl. *Essential Public Infrastructure Capital II GmbH, 2006*, S. 180.

⁶⁶⁶ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Lund & Manley, 2008*, S. 309.

Pfandbriefgesetzes.⁶⁶⁷ Somit bestand im Anschluss an die EPIC-II-Transaktion die Möglichkeit der liquiditätswirksamen Refinanzierung mittels Pfandbrief durch die Konzerntochter Depfa Deutsche Pfandbriefbank AG.

Aber auch die Investoren können in dieser Form an PPP-Investitionen partizipieren und durch den Kauf der CLN eine risikodiversifizierte Investition vornehmen. Dies wäre durch eine direkte Kreditvergabe an PPP-Projekte aufgrund der Losgrößen deutlich schwieriger. Hinzu kommen etwaige regulatorische Vorgaben an die Qualität der Investments einzelner Investorengruppen, wie beispielsweise Versicherungen oder Pensionsfonds. Die Tranchierung ermöglicht eine Investition in langfristige und mit guten Bonitätsnoten ausgestattete Anleihen.

⁶⁶⁷ Durch die Garantie der KfW und unter Anwendung des § 20, Absatz 2, PfandBG erlangen die verbrieften Forderungen Deckungsstockfähigkeit. Vgl. Kapitel 5.1 „Covered Bonds ausgewählter Länder“.

6 Fazit

Ziel dieser Arbeit war es, das Instrument der Public-Private-Partnership in die Thematik der staatlichen Verschuldung einzubeziehen und um die Kapitalmarktperspektive zu erweitern. Hierfür wurde das Instrument zunächst definiert und umschrieben. Finanzierungsalternativen wurden anhand der deutschen Variante von Public-Private-Partnerships analysiert und gegenübergestellt. Anschließend wurde die Einordnung der PPP in die staatlichen Bilanzierungsregelungen vorgenommen. Dabei wurde zwischen dem Europäischen System der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung und den Regelungen des deutschen Grundgesetzes unterschieden.

Im Anschluss wurde die Perspektive zu den finanzierenden Banken verschoben. Ziel dieses Abschnitts war es, die regulatorische Notwendigkeit einer Refinanzierung und die dafür präferierten Instrumente herauszuarbeiten. Es konnte aufgezeigt werden, dass zur Refinanzierung von PPP-Finanzierungen zwei spezielle Instrumente – die Covered Bonds sowie der Asset Backed Securities – bevorzugt herangezogen werden.

6.1 Ergebnisse der Arbeit

Im **ersten Teil** dieser Arbeit konnte gezeigt werden, dass verschiedene Anreize für die öffentliche Hand bestehen, eine Public-Private-Partnership einzugehen. Einer der wesentlichen Vorteile besteht in der Möglichkeit, Infrastruktur ohne direkten Investitionsaufwand zeitnah zu erstellen oder zu sanieren. Durch ein Betreiben des privaten Partners wird zudem die Bereitstellung der Daseinsvorsorge durch diesen übernommen. Ergänzt wird dies durch die Möglichkeit, die Finanzierung des Projektes aus Sicht der öffentlichen Hand „Off-Balance-Sheet“ zu gestalten.

Eurostat präziserte zu diesem Zweck im Jahr 2004 die Anforderungen im Rahmen der ESVG 95. Auf europäischer Ebene wird demzufolge auf eine Risikobetrachtung abgestellt. Somit hat derjenige Partner den Vermögenswert und – damit verbunden – die Finanzierung zu bilanzieren, der die meisten Risiken trägt. Die europäische Statistikbehörde hat die Bedingungen definiert, die zu erfüllen sind um eine Off-Balance-Sheet-Finanzierung zu erreichen.

Ebenso konnte gezeigt werden, dass aus Sicht des deutschen Grundgesetzes die Finanzierung einer PPP lediglich als Finanzschuld gewertet werden kann, wenn tatsächlich ein Zahlungsstrom zu Gunsten der öffentlichen Hand zu verzeichnen ist. Eine solche Zahlung findet jedoch im Allgemeinen im Rahmen einer PPP nicht statt. Die Verbindlichkeiten, die aus den vertraglichen Pflichten entstehen, sind jedoch als Verwaltungsschuld zu buchen; dies ist der Definition des Kreditbegriffs geschuldet. Der Kreditbegriff wurde auch im Zuge der Grundgesetzänderung nicht verändert, was zu einer identischen Bewertung der **Einordnung der PPP-Finanzierungen** führt. Es bleibt festzuhalten, dass:

1. ein Abstellen der bilanziellen Zuordnung durch Eurostat auf die Risikoverteilung grundsätzlich eine Off-Balance-Finanzierung von PPP für die öffentliche Hand ermöglicht und
2. im Sinne des Grundgesetzes eine PPP-Finanzierung im Allgemeinen nicht zu einer Erhöhung der Finanzschulden führt.

Der **zweite Teil der vorliegenden Arbeit** galt der Refinanzierung der Kapitalgeber von Public-Private-Partnership-Verträgen. Die entstandenen Zahlungsverpflichtungen aus der Finanzierung von PPP-Projekten werden von Banken gehalten. Diese **Forderungen** variieren anhand der gewählten Finanzierungsart und teilen sich auf in:

3. ein abstraktes Zahlungsverprechen der öffentlichen Hand, durch die Forfaitierung mit Einredevorzicht sowie
4. Kreditforderungen gegenüber der SPV, resultierend aus der Projektfinanzierung.

Die Forderungen stellen für die finanzierenden Banken einen Bilanzwert dar. Ein solcher muss im Rahmen der regulatorischen Anforderungen an das Eigenkapital einer **Risikobewertung** unterzogen werden.

Bis zur Einführung von Basel II im Jahr 2006 waren Forderungen gegen Zentralregierungen oder Zentralbanken fast aller OECD-Staaten mit einer Gewichtung von 0 Prozent mit Eigenkapital zu unterlegen. Die Vergabe von Krediten an entsprechende Einrichtungen hatte also keine Auswirkung auf die Bindung von Eigenkapital in der Bilanz. Mit einer Gewichtung von 20 Prozent wurden regionale Regierungen oder Förderbanken berücksichtigt und sonstige Aktiva mussten mit 100 Prozent des Bilanzwerts der Risikoberechnung hinzugefügt werden.⁶⁶⁸

Die Einführung von **Basel II** brachte für die Risikogewichtung eine Reihe von Neuerungen mit sich. Zahlungsansprüche gegen Staaten waren fortan gemäß des Ratings – beispielsweise von der Ratingagentur Standard & Poor's (S&P) – zu gewichten. Allerdings konnten auch weiterhin Darlehen an Staaten mit höchster Bonität mit einer Risikogewichtung von 0 Prozent berücksichtigt werden. Dies traf für staatliche Kreditnehmer zu, die ein S&P-Rating von AAA bis AA- vorweisen konnten.⁶⁶⁹ Gefolgt von diversen Abstufungen waren schließlich Forderungen gegen Staaten, die von S&P schlechter als B- bewertet wurden, mit einer Gewichtung von 150 Prozent zu berücksichtigen. Eine vergleichbare Staffeln besteht für die Anrechnung von Forderungen gegen unterschiedliche Kreditnehmer, wie beispielsweise Unternehmen, Banken oder Privatkunden.

Der Bezug zum übergeordneten Thema dieser Arbeit wurde in Kapitel 4.2.2.2 „Risikogewichtung von PPP-Finanzierungen unter Basel II“ hergestellt. Ist die Einordnung und Analyse der Forfaitierung mit Einredeverzicht als staatliche Forderung vergleichsweise einfach, so stellt sich bei der Projektfinanzierung die Frage der angemessenen Gruppierung und der anschließend notwendigen Gewichtung komplex dar. Eine Orientierung für die Gewichtung einer Projektfinanzierung ergibt sich aus der Anwendung des internen Ratingverfahrens (IRB). Innerhalb dieses Verfahrens gibt der Basler Ausschuss eine Risikogewichtung für Spezialfinanzierungen vor, zu denen die Projektfinanzierung zählt.⁶⁷⁰

Im Ergebnis beträgt die **Risikogewichtung** für die beiden Finanzierungsarten der PPP bei:

⁶⁶⁸ Vgl. *Tabelle 8* im Kapitel 4.2.1 „Internationale Harmonisierungen durch Basel I“.

⁶⁶⁹ Vgl. hierzu und im Folgenden: Tabellen 5 und 6 im Kapitel 4.2.2.1 „Regelwerk Basel II“.

⁶⁷⁰ Vgl. hierzu und im Folgenden: Tabellen 7 im Kapitel 4.2.2.1 „Regelwerk Basel II“.

5. der Forfaitierung mit Einredeverzicht mindestens 0 Prozent und höchstens 150 Prozent sowie bei der
6. Projektfinanzierung mindestens 70 Prozent und höchstens 250 Prozent des bilanzierten Forderungswerts.

Dies zeigt auf, dass speziell bei der Projektfinanzierung ein regulatorischer Anreiz bestehen kann, Refinanzierungen im Rahmen des Risikomanagements vorzunehmen.

Eine Erweiterung der regulatorischen Anforderungen an das Eigenkapital findet sich in den **Liquiditätsvorschriften** für Banken. Diese – bis zum Jahr 2015 lediglich auf einzelnen nationalen Regelungen basierenden – Vorgaben der Aufsichtsbehörden wurden am Beispiel der deutschen Liquiditätsverordnung und der vor der Einführung stehenden Regelungen nach Basel III erläutert. Es konnte festgestellt werden, dass:

7. die liquiditätsgetriebene Refinanzierung von PPP-Forderungen mittels Covered Bonds einen Vorteil gegenüber derer von Asset Backed Securities besitzt.

Im Sinne des Liquiditäts- und Risikomanagements bestehen daher regulatorische Anreize Forderungen aus PPP-Finanzierungen zu refinanzieren.

Während Public Covered Bonds besonders geeignet sind, staatlich garantierte Forderungen, wie zum Beispiel die Forfaitierung mit Einredeverzicht zu refinanzieren, kommen zur Refinanzierung der Projektfinanzierung vor allem Asset Backed Securities infrage. Für letztere konnte ein Beispiel herangezogen werden, das die Struktur einer solchen Transaktion veranschaulicht. Zudem wurde anhand dieser EPIC-II-Verbriefung aufgezeigt, dass durch die Nutzung eines CDS einer staatlichen Förderbank die Deckungsstockfähigkeit von Forderungen aus Projektfinanzierungen zusätzlich erzeugt werden kann. Daher kann mit Bezug auf die **Refinanzierungsinstrumente** festgehalten werden, dass:

8. Covered Bonds zur liquiditätsgetriebenen Refinanzierung von PPP-Forderungen mit staatlichen oder quasistaatlichen Garantien herangezogen werden und

9. Asset Backed Securities als eigenkapitalentlastendes Refinanzierungsinstrument für PPP-Forderungen genutzt werden.

6.2 Beurteilung der Ergebnisse

Im Rahmen dieser Arbeit konnte gezeigt werden, dass strukturelle Schwächen im europäischen Harmonisierungsprozess der Finanzpolitik vorhanden sind. Auf der einen Seite stehen Anforderungen an PPP-Projekte und die Verbuchung der Finanzierung im öffentlichen Haushalt, auf der anderen Seite regulatorische Vorschriften bezüglich der Kapitalanforderung an Banken, verbunden mit gesetzlichen Rahmenbedingungen für Covered Bonds.

Es wurde bisher versäumt, eine breite Harmonisierung zu erzielen. Im Ergebnis lässt sich der Wille zur rigorosen Durchsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts im historischen Verlauf infrage stellen. Die gleichzeitige Unterstützung der Finanzierungsalternative Public-Private-Partnership seitens der Politik, und durch eindeutige Verbuchungsvorgaben von Eurostat bei paralleler Angleichung und Liberalisierung der Covered Bond Gesetzgebungen, konterkariert teilweise diesen Pakt.

Deutschland – als maßgeblicher Initiator des Stabilitätspakts – verbucht erst seit dem Jahr 2007 alle aus PPP resultierenden Forderungen als Verbindlichkeiten. Dabei greift Destatis auf verschiedene öffentliche Quellen zurück. Eine zentrale und insbesondere verbindliche Erfassung der Projekte wurde bisher nicht installiert. Die Meldung aller Projekte als staatliche Verbindlichkeit basiert auf einer mangelhaften Datenverfügbarkeit hinsichtlich der Risikoverteilung. Weitere europäische Länder besaßen auch im Jahr 2014 nicht die geeigneten Instrumente, alle PPP-Projekte im eigenen Hoheitsgebiet vollständig zu erfassen. Gesetzliche Rahmenbedingungen für Public Covered Bonds sind hingegen in den meisten Ländern vorhanden.

In der Konsequenz stehen keine belastbaren europaweiten Statistiken über eingegangene PPP-Projekte zur Verfügung. Korrelationen zwischen PPP-Projekten, Veränderungen der staatlichen Verschuldung und Investitionen können lediglich anhand der Präferenzen der öffentlichen Auftraggeber abgeleitet werden. Eine statistische Bewertung etwaiger Zusammenhänge ist aufgrund der Datenlage nicht möglich.

Die bestehenden regulatorischen Anreize lenken die Refinanzierung der Projekte auf den Kapitalmarkt. Aufgrund dieser Regelungen können die Forderungen dort teilweise als staatlich garantiert platziert werden. Diese Vorgehensweise kann nur angemessen sein, wenn die Forderungen auch eindeutig als Verbindlichkeiten in den Haushalten der öffentlichen Hand hinterlegt sind. Dass daran zumindest Zweifel bestehen, konnte durch die vorliegende Arbeit dargelegt werden.

PPP sind in diesem regulatorischem Umfeld als problematisch zu betrachten. Zwar stellen sie ein geeignetes Instrument zur Privatisierung der Daseinsvorsorge dar, bieten jedoch aufgrund der vorherrschenden Anreize viel Potential für Fehlallokationen, credit claiming und blame avoidance. Entsprechend besteht Bedarf an einer Harmonisierung der Gesetzgebung. Hierfür ergeben sich zwei Ansatzpunkte.

Auf Seiten der **öffentlichen Hand** wäre die Einführung des European Public Sector Accounting Systems ein wichtiger Schritt für eine transparente Haushaltsführung. Auch der starre Begriff der Kreditaufnahme in Deutschland erscheint nicht mehr zeitgemäß. Zudem sollte das bisherige Dogma der fixierten Verschuldungsgrenze überdacht werden und klare Anreize für private und öffentliche Investitionen in die Infrastruktur gesetzt werden. Diese haben – anders als konsumtive oder Sozialausgaben – auch einen Wert für die künftigen Generationen. Allerdings reicht es nicht die Infrastruktur zu erstellen, sie muss unterhalten werden. Auch der Rechnungshof Berlin konstatiert, dass Erhaltungsmaßnahmen einen höheren ökonomischen Nutzen haben können als Neuinvestitionen.⁶⁷¹

Eine haushaltsrechtliche Lösung schlägt die Expertenkommission „Stärkung von Investitionen in Deutschland“ vor, indem eine Verpflichtung zu Investitionen in Höhe der Abschreibungen der Wirtschaftsgüter festgeschrieben wird.⁶⁷² Für eine Feststellung des jährlichen Wertverlustes der öffentlichen Anlagegüter ist jedoch zunächst die flächendeckende Einführung der Doppik notwendig. Ein solcher Lösungsansatz sollte jedoch auf europäischer Ebene dargestellt werden. Anschließend wird der Anreiz für die öffentliche Hand vorrangig auf der Expertise der privaten Partner liegen. Die allerdings insbesondere durch die langfristigen Verträge einer PPP die Erhaltung der Infrastruktur sicherstellen können.

Die regulatorischen Anforderungen an die **Refinanzierung** bedürfen verschiedener Anpassungen und Vereinfachungen. Die Schaffung einer neuen Art von Covered

⁶⁷¹ Vgl. *Rechnungshof von Berlin, 2015, S. 55.*

⁶⁷² Vgl. hierzu und im Folgenden: *Fratzscher et al., 2015, S. 28f.*

Bonds, die ausschließlich auf Infrastrukturprojekte abstellen und ein separates Deckungsregister nutzen, erscheint in diesem Zusammenhang als erstrebenswert. Um die Anforderungen des Artikels 52, Absatz 4 der OGAW zu erfüllen sind einzelne Attribute der PPP Verträge zwingende Voraussetzung. So muss der Cashflow der Projektgesellschaft zuerst für die Tilgungs- und Zinszahlung der Covered Bonds genutzt werden. Da die kreditgebenden Banken die Finanzierungsstruktur der PPP maßgeblich beeinflussen, kann davon ausgegangen werden, dass sie den notwendigen Zugriff auf den Cashflow haben. Eine Anpassung des Anhang 6, Aufzählung 68 der Bankenrichtlinie 2006/48/EG ist erforderlich, um Forderungen aus Infrastrukturprojekten als deckungsstockfähig zu deklarieren. Im deutschen Pfandbriefgesetz ist ein neuer Unterabschnitt für die besonderen Vorschriften über die Deckungswerte unerlässlich.

Tabelle 25: Vorschlag zur Ausgestaltung eines Infrastructure Covered Bond

	Infrastructure Covered Bond
begeben von:	Banken mit Pfandbrieflizenz
Deckungswerte	Forderungen aus PPP, die nicht staatlich bilanziert sind
Ersatzdeckung	maximal 10% Forderungen gegen Notenbanken und Geschäftsbanken in der EU, sowie max. 20% Forderungen gegen staatliche Institutionen
Beleihungswerte	60% des PPP-Barwertes
Sicherungsmechanismus	Isolierung durch Deckungsregister
Überdeckung	2%
Risikogewichtung (Standardansatz)	10%

Quelle: eigene Darstellung.

Das Pfandrecht der Gläubiger sollte sich auf die step-in-rights der Fremdkapitalgeber der PPP beziehen. Als Beleihungsgrenze für Projektfinanzierungen wird analog der Regelungen für Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe eine Höhe von 60 Prozent – jedoch des Barwertes der PPP – vorgeschlagen. Dieser Barwert liegt aufgrund der Einbeziehung des Nutzungsentgelts aus der Betriebsphase über der Summe des

bereitgestellten Fremdkapitals. Die Refinanzierung mittels eines solchen **Infrastructure Covered Bond** sollte daher zudem auf 100 Prozent des Fremdkapitals beschränkt werden. Verpflichtend sollte weiterhin eine dynamische Einnahmevericherung sein, was staatliche Garantien obsolet machen würde.⁶⁷³ Die Überwachung des Deckungsstocks durch einen Treuhänder kann zudem die Einhaltung weiterer vorgegebener Standards bei der PPP-Finanzierung gewährleisten.

Eine Korrelation mit den Buchungsvorschriften der öffentlichen Hand kann hergestellt werden, indem die Deckungsstockfähigkeit lediglich für Forderungen gegeben ist, die eindeutig dem privaten Partner zugeschrieben werden können.

Ein solcher Covered Bond würde die Refinanzierung der kreditgebenden Banken standardisieren und die Transaktionskosten senken. Der Unterschied der Finanzierungskosten von Projektfinanzierung und staatlich garantierten Modellen wie der Forfaitierung mit Einredeverzicht sollte sich dadurch deutlich verringern.

Letztlich muss die aktuelle regulatorische **Risikogewichtung von Forderungen** gegenüber staatlichen Institutionen einer angemessenen Bewertung – analog Forderungen gegen Unternehmen – unterworfen werden. Hierzu zählen auch Forderungen, die von staatlichen Förderbanken garantiert werden. Eine solche Anpassung würde dem tatsächlichen Kreditrisiko öffentlicher Stellen entsprechen. Die daraus resultierende angemessene Bepreisung des Risikos sollte ebenfalls die Finanzierungskosten der Forfaitierung mit Einredeverzicht erhöhen und für eine bessere Vergleichbarkeit der Finanzierungsmodelle sorgen.

Ein Infrastructure Covered Bond stünde für die Fremdkapitalrefinanzierung neben einem Bürgerfonds oder öffentlichen Fonds für die Eigenkapitalfinanzierung zur Verfügung.⁶⁷⁴ Die Ausgestaltung eines Bürgerfonds könnte sich an der beschriebenen EPIC-II-Struktur orientieren. Vorab zu definierende Teile der Eigenkapitalrisiken können durch Credit Linked Notes an interessierte Bürger emittiert werden. Allerdings sollte durch eindeutige Informationsanforderungen dem Anlegerschutz gedient werden.⁶⁷⁵

⁶⁷³ Vgl. Kapitel 3.4 „Staatliche Finanzierungsgarantien“.

⁶⁷⁴ Diese Fonds fanden Erwähnung in der Studie der Expertenkommission „Stärkung von Investitionen in Deutschland“. Vgl. *Fratzcher et al., 2015*, S. 44ff.

⁶⁷⁵ Einen „zweiten Fall Prokon“ will auch die Expertenkommission „Stärkung von Investitionen in Deutschland“ verhindern. Vgl. *Fratzcher et al., 2015*, S. 47.

6.3 Ausblick

Aktuell werden Investitionsprogramme zur Erhaltung und Erneuerung der Infrastruktur politisch diskutiert. Sowohl das Investitionsprogramm von Jean-Claude Juncker als auch die aktuelle Studie des DIW zeigen entsprechende Vorstöße. Wenngleich diese lediglich als Absichtserklärung beziehungsweise Empfehlung zu verstehen sind, zeigen die beiden Beispiele die hohe Relevanz dieser Thematik.

Die Ausgestaltungen der neuen Ansätze in der DIW-Studie haben neben der reinen Finanzierungsperspektive und der damit verbundenen Erschließung neuer Investorenklassen und einer Verbesserung der Investitionsbedingungen einen weiteren Aspekt zumindest angedeutet: die Bedeutung von Infrastrukturinvestitionen als Anlagevehikel für Versicherungen, Pensionsfonds und Sozialkassen.⁶⁷⁶

Die Vorschläge der Autoren der DIW-Studie zur angemessenen Finanzierung der Infrastruktur lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Installation einer Infrastrukturgesellschaft als öffentliches Unternehmen
- Gründung eines Infrastrukturfonds
- Gründung von Bürgerfonds oder direkte Bürgerbeteiligung durch Projektanleihen.

Alternativ zum Vorschlag der reinen Fondslösung kann eine Erweiterung des Geschäftsmodells bereits existierender Förderbanken geprüft werden. Dies beinhaltet eine Ausweitung der Kompetenzen bei Eigenkapitalinvestitionen verbunden mit Mechanismen, welche die somit übernommenen Risiken wieder ausplatzen.⁶⁷⁷ Letztlich würde in diesem Fall eine staatliche Förderbank oder eine Tochter den Markt für Kapitalanlagegesellschaften betreten. Mögliche crowding out Effekte sollten vorab überprüft werden.

⁶⁷⁶ Vgl. *Fratzcher et al., 2015*, S. 46, siehe auch *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 15.02.2015.

⁶⁷⁷ Vgl. *Fratzcher et al., 2015*, S. 43.

Tabelle 26: Vorschläge zur Infrastrukturfinanzierung

7	Infrastruktur- gesellschaft	Infrastrukturfonds	Bürgerfonds
Eigenkapitalgeber	Bund mindestens als Mehrheitseigner	Fondsvermögen wird sowohl in Fremd- als auch Eigenkapital investiert	
Fremdkapital	Anleihen und Kredite		
Rechtsform	Kapitalgesellschaft mit Haftungs- beschränkung	Kapitalanlagegesellschaft / GmbH & Co. KG (geschlossener Fonds)	
Ziel	effizientere Beschaffungsprozesse	Risikoübertragung auf Investoren, breitere Investorengruppe	
Zielgruppe	Institutionelle Investoren und Kleinanleger	Institutionelle Investoren und Kleinanleger	Kleinanleger
Einschränkungen	staatliche Garantie ausgeschlossen, nutzerbasierte Finanzierung	KAG müsste börsennotierte Wertpapiere halten, geschlossener Fonds wenig fungibel	

Quelle: eigene Darstellung.

Insbesondere bei der Variante der Schaffung einer Infrastrukturgesellschaft würden die in dieser Arbeit thematisierten Problemstellungen hinsichtlich der Off-Balance-Sheet-Finanzierung nicht behoben. Mit Blick auf mögliche künftige Buchungsvorschriften die sich an dem Kontrollkriterium ausrichten, müssten beide Gesellschaften wohl dem Staatssektor zugeschrieben werden. Die Uneinigkeit der Autoren der DIW-Studie wird durch eine Hervorhebung von abweichenden Positionen der Gewerkschaften deutlich.⁶⁷⁸ Der Tenor dieser Position ist die Beibehaltung der vollständigen Kontrolle über die Infrastruktur durch die öffentlichen Hand, ein steuerfinanziertes Investitionsprogramm, welches vorrangig über Neuverschuldung finanziert werden soll. Eine private Finanzierung darf nicht wesentlich teurer sein als die direkte staatliche Kreditaufnahme. Da dies nicht ohne staatliche Garantien möglich ist, widersprechen die Gewerkschaftsvertreter den beiden Vorschlägen für eine Gestaltung der Infrastrukturgesellschaft.

⁶⁷⁸ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Fratzscher et al., 2015, S. 13ff.*

Eine mögliche Eigentümerstruktur dieser privatrechtlichen Gesellschaft wird in der DIW-Studie wie folgt vorgestellt:

Tabelle 27: Vorschläge zur Ausgestaltung einer Infrastrukturgesellschaft

8	Infrastrukturgesellschaft im Bundesbesitz	Infrastrukturgesellschaft mehrheitlich im Bundesbesitz
Eigenkapital	vollständig durch Bund	mehrheitlich durch Bund
Fremdkapital	private Mittel durch Anleihen	private Mittel durch Anleihen
Refinanzierungsbedingung	wie Bund	wie Projektfinanzierung
Verschuldung	geplant keine Anrechnung im öffentlichen Haushalt	keine Anrechnung im öffentlichen Haushalt
Besonderheiten	Möglichkeit der Übertragung der Infrastruktur auf die Gesellschaft	mögliche Interessenkonflikte der Anteilseigner

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: *Fratzscher et al., 2015*.

Die Off-Balance-Sheet-Finanzierung der Infrastrukturgesellschaft soll erreicht werden, indem keine expliziten staatlichen Garantien für begebene Anleihen gewährt werden.⁶⁷⁹ Dies scheint insbesondere bei der Alternative des vollständigen Bundesbesitzes der Gesellschaft nicht überzeugend. Analog zur Forfaitierung mit Einredeverzicht, wird die Kapitalmarktbeurteilung eine Zuordnung zum Staatssektor suggerieren. Die für die Kapitalkosten relevanten Sicherheiten würden wohl auf den Anteilseigner abstellen. Selbst wenn durch eine beschränkte Haftung angenommen würde, dass der Bund nicht in Haftung genommen werden kann, wären die übertragenen Infrastrukturwerte von hohem volkswirtschaftlichem Wert. Eine Insolvenzverwertung würde der Bund wohl nicht zulassen und letztendlich doch jegliche Haftung übernehmen.

Die Alternative, in der lediglich eine Mehrheitsbeteiligung des Bundes vorgesehen ist, kann ohne staatliche Garantien keine Kapitalkosten gewährleisten, die einer Eigenrealisierung entsprechen. Somit müsste diese Gesellschaft als eine Sammelstelle für Projektfinanzierungen bewertet werden.

⁶⁷⁹ Vgl. *Fratzscher et al., 2015*, S. 43.

Einen erkennbaren Vorteil einer Infrastrukturgesellschaft beschreiben die Autoren der Studie durch die Bündelung kommunaler Interessen. Ein Ziel ist es eine einheitliche und unabhängige Beratung über den gesamten Projektzyklus hinweg.⁶⁸⁰

Weiterhin schlagen die Autoren der Studie ein prozyklisches Vorgehen im Falle unerwarteter Steuereinnahmen vor. Diese sollen prioritär für öffentliche Investitionen eingesetzt werden.⁶⁸¹ Kritik an diesem Vorschlag erwidert Clemens Fuest, der damalige Präsident des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW)⁶⁸², mit Verweis auf die prozyklische Natur.⁶⁸³ Fuest kritisiert weiter, dass in der Studie des DIW steuerliche Investitionshindernisse vernachlässigt werden und zentrale Fragen der Investitionspolitik in Deutschland nicht beantwortet werden. Hierzu zählt insbesondere die Frage der Finanzierung, denn auch bei einer Beteiligung von privatem Kapital müssen Einnahmen generiert werden, welche laut Studie keine Mehrbelastungen für Autofahrer bedingen dürfen.⁶⁸⁴ Übrig blieben Steuererhöhungen, höhere Schulden oder Haushaltskürzungen an anderer Stelle.⁶⁸⁵

Der europäische Investitionsfonds, der durch Jean-Claude Juncker angeregt wurde, beinhaltet eine andere Strategie. Die geplante Kapitalausstattung von 21 Milliarden Euro dient der Finanzierung von mit größeren Risiken behafteten Teilen von Infrastrukturprojekten und soll somit Anreize für private und öffentliche Investitionen in weniger risikoreiche Projektteile schaffen.⁶⁸⁶ Der Plan geht von einem Multiplikator von 15 aus, was einen Investitionsschub von 315 Milliarden Euro zur Folge haben würde. Der Faktor wird mit den Erfahrungen der letzten Kapitalerhöhung der Europäischen Investitionsbank begründet. Zudem sollen auch klein- und mittelständische Unternehmen, durch Kapitalbeteiligungen und Garantien, von dem Fonds profitieren.

Bei diesem Instrument handelt es sich um eine klassische Investitionsförderung, die ein Bestandteil von PPP-Projekten werden können. Auch wenn Details des Programmes noch nicht feststehen, ist eine mögliche Option die Risikoübernahme von PPP-Finanzierungen in der Bauphase eines Projektes.

⁶⁸⁰ Vgl. *Fratzscher et al., 2015*, S. 36f.

⁶⁸¹ Vgl. *Fratzscher et al., 2015*, S. 38.

⁶⁸² Clemens Fuest ist seit 1. April 2016 Präsident des Instituts für Wirtschaftsforschung (Ifo).

⁶⁸³ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Fuest, Stand: 12.05.2015*

⁶⁸⁴ Vgl. *Fratzscher et al., 2015*, S. 41.

⁶⁸⁵ Vgl. *Fuest, Stand: 12.05.2015*.

⁶⁸⁶ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Europäische Kommission, 2014*, S. 9ff.

Ursächlich für die Suche nach neuen Anlagemöglichkeiten für Versicherer, Pensionsfonds und Sozialkassen ist insbesondere die anhaltende Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank.⁶⁸⁷ Die genannten Institutionen unterliegen strengen regulatorischen Vorgaben hinsichtlich des Anlageportfolios.⁶⁸⁸ Ziel ist die Einhaltung der eingegangenen Zahlungsverpflichtungen.

Die Zinspolitik der EZB hat jedoch insbesondere die Reduktion der Zinskosten der Euro-Mitgliedsstaaten zum Ziel. Bei gleichzeitiger Austeritätspolitik sinkt zudem das Angebot an Staatsanleihen, was weiteren Druck auf die Renditen ausübt. Angebot und Rendite verringern sich, was Pensionskassen, Lebensversicherer und Sozialkassen für die Einhaltung ihrer Zahlungsverpflichtungen zur Suche nach Alternativen zwingt. Investitionen in höher rentierende Anlageklassen, wie Aktien, erfordern eine erhöhte Eigenkapitalunterlegung, was die Renditen schmälert. Aufgrund höherer Zahlungsverpflichtungen aus früheren Jahren besteht die Gefahr, dass Zahlungsverpflichtungen die Erträge übersteigen und die Substanz der Versicherer, Fonds und Sozialkassen gefährdet.

Die Politik in Deutschland hat darauf bereits reagiert und beispielsweise die Garantieverzinsung für Lebensversicherungen reduziert, wodurch die Verpflichtungen der Versicherer gesenkt werden sollen.

Andererseits zeigt der *Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft e.V.*, (2015) auf, dass ein prozentiger Rückgang des langfristigen Zinsniveaus einen Mehraufwand von 15 bis 20 Prozent für die Altersvorsorge nach sich zieht, um das Niveau der Rentenzahlungen beizubehalten.⁶⁸⁹ Der *Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft e.V.*, (2015) resümiert:

„Das ist fatal für die Bürger – auf Dauer aber auch eine Katastrophe für den Staat. Denn unzureichende Altersvorsorge heute bedeutet höhere soziale Lasten und weniger Konsum, weniger Wachstum und weniger Steuereinnahmen in der Zukunft.“⁶⁹⁰

⁶⁸⁷ Vgl. *Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.*, 2015.

⁶⁸⁸ Vgl. exemplarisch § 83 SGB IV, Fassung: 12.11.2009 sowie § 1 AnlV, Fassung: 03.03.2015.

⁶⁸⁹ Vgl. hierzu und im Folgenden: *Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.*, 2015.

⁶⁹⁰ Vgl. *Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.*, 2015.

Die Erschließung neuer Anlegergruppen für Infrastrukturinvestitionen zielt somit nicht zufällig auf finanzstarke Institutionen ab, die gleichzeitig von hoher gesamtwirtschaftlicher Bedeutung sind.

Ein mögliches politisches Ziel der Schaffung von rentablen Anlagegütern für Versicherer, Pensionsfonds und Sozialkassen kann allerdings mit Infrastrukturanlagen nur erfüllt werden, wenn die Finanzierungsbedingungen nicht denen des Staates entsprechen. Staatliche Garantien oder eine im Staatsbesitz befindliche Infrastrukturgesellschaft können diesen Anspruch wohl nicht erfüllen.

Fremdwörterverzeichnis:

A

Arranging Fee - Abschlussgebühr

Asset Backed Securities - durch Forderungen besicherte Wertpapiere

B

Bonos de Titulización Hipotecaria (BTH) - durch Hypotheken besicherte Wertpapiere nach spanischem Recht

Bonos Hipotecarios (Bonos) - durch Hypotheken besicherte Wertpapiere nach spanischem Recht

Build-Own-Operate-Transfer - Bauen, Besitzen, Betreiben und Übergeben: beschreibt eine Ausgestaltungsform einer Public-Private-Partnership

C

Caisse de Refinancement de l'Habitat - Hypothekenbank französischer Genossenschaftsbanken, die zur Refinanzierung von Hypothekenforderungen gedeckte Wertpapiere emittieren darf

Cashflow - selbst erwirtschaftete Mittel

Cashflow-Related-Lending - an die selbst erwirtschafteten Mittel gebundene Kreditvergabe

Capital Requirements Directive (CRD) - Richtlinie über Eigenkapitalanforderungen

Cédulas Hipotecarias - durch Hypotheken besicherte Wertpapiere nach spanischem Recht

Cedulas de Internacionalización (CI) - durch staatliche garantierte Forderungen besicherte Wertpapiere nach spanischem Recht

Cédulas Territoriales - durch Forderungen gegen die öffentliche Hand besicherte Wertpapiere nach spanischem Recht

Cession Dailly - Abtretung, französische Variante der Forfaitierung mit Einredeverzicht

Collateral - Sicherheit

Collateralised Bond Obligation (CBO) - durch Unternehmensanleihen besicherte Wertpapiere

Collateralised Loan Obligation (CLO) - durch Unternehmenskredite besicherte Wertpapiere

Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) - durch Hypotheken auf Gewerbeimmobilien gedeckte Wertpapiere

Covered Bonds - gedeckte Schuldverschreibung

Credit Default Swap - Finanzinstrument zum Tausch von Adressausfallrisiken

Crédit Foncier de France - französische Hypothekenbank, die sich durch die Ausgabe von Obligation Foncières refinanziert

Credit Linked Note - Wertpapier, dessen Rückzahlung an die Kreditwürdigkeit eines ausgewählten Referenzschuldners gebunden ist

Cross Border Leasing - Leasing Transaktion, über Ländergrenzen und Rechtskreise hinweg

D

Due Diligence - sorgfältige Prüfung

E

Excessive Deficit Procedure - Das Verfahren bei übermäßigem Defizit beschreibt einen Prozess der anzuwenden ist, wenn ein EU-Mitgliedsstaat die Begrenzung des Defizits überschreitet

F

Fonds Commun de Créances (FCC) - Kapitalanlagegesellschaft nach französischem Recht, die alle Arten von Forderungen ankaufen und durch Vergabe von Anteilsscheinen refinanziert

Fondos de Titulización Activos (FTA) - Einzweckgesellschaft nach spanischem Recht, die alle Arten von Forderungen insbesondere jedoch Cédulas Hipotecarias und Cédulas Territoriales ankaufen und durch Multi-Issuer-Cedulas refinanzieren darf

Fonds de Titulización Hipotecaria (FTH) - Einzweckgesellschaft nach spanischem Recht, die lediglich Participaciones Hipotecarias ankaufen und durch Bonos de Titulización Hipotecaria refinanzieren darf

Full-Recourse-Financing - Finanzierung ohne beschränkte Haftung

Fully Funded - vollgedeckte Refinanzierung

Going-Project - Projekteinstieg

L

Lettres de Gages Hypothécaires - durch Hypotheken gedeckte Wertpapiere nach luxemburgischem Recht

Lettres de Gage Mobilières - durch Mobilien gedeckte Wertpapiere nach luxemburgischem Recht

Lettres de Gage Publiques - durch öffentliche Forderungen gedeckte Wertpapiere nach luxemburgischem Recht

Limited-Recourse-Financing - haftungsbeschränkte Finanzierung

Liquidity Coverage Ratio (LCR) - kurzfristige Mindestliquiditätsquote nach Basel III

M

Monitoring - Beobachtung der Geschäftsentwicklung

Multi Cedulas (MC) - durch Cédulas Territoriales oder Cédulas Hipotecarias gedeckte Wertpapiere nach spanischem Recht

N

Net Stable Funding Ratio (NSFR) - strukturelle Liquiditätsquote nach Basel III

O

Obbligazioni bancarie garantite (OBG) - durch Hypotheken oder Staatliche Forderung garantierte Wertpapiere nach italienischem Recht

Obligation Foncière - durch Hypotheken oder Forderungen gegen die öffentliche Hand gedeckte Wertpapiere nach französischem Recht

Off-Balance-Sheet-Financing - bilanzexterne Finanzierung

P

Partially Funded - teilgedeckte Refinanzierung

Participaciones Hipotecarias (PH) - Verbriefung einer Abtretung oder Teilabtretung eines genau definierten Hypothekendarlehens

Private Equity - privates Beteiligungskapital

Public-Private-Partnership - Öffentliche Private Partnerschaft

R

Residential Mortgage Backed Securities - durch private Hypotheken gedeckte Wertpapiere

Risk Sharing - Risikoteilung

S

Sale-and-lease-back - Transaktion, in der ein Wirtschaftsgut verkauft und anschließend gemietet wird

Sociedad Gestora Sociedad Gestora de Fondo de Titulización (SGFT) - spanische Gesellschaft mit der Aufgabe der Abwicklung der Zahlungsströme, die innerhalb des Fondos de Titulización Activos entstehen

Special Purpose Vehicles - Einzweckgesellschaft

Société de financement de l'économie française (SFEF) - französischer Fonds zur Finanzmarktstabilisierung, der im Zuge der aktuellen Finanzmarktkrise gegründet wurde

Sociétés de Crédit Foncier (SCF) - französische Spezialbank, der es lediglich gestattet ist, Hypothekendarlehen und Kredite an die öffentliche Hand zu vergeben und zur Refinanzierung gedeckte Wertpapiere zu emittieren

Step-in-Rights - Einstiegsrecht

Success Fee - Erfolgshonorar

Syndication Fee - Honorar für Finanzierung durch ein Syndikat

T

Tail - Rest/Lücke

Termination payment - Abschlusszahlung

True-Sale-Verbriefung - Verbriefungstransaktion, bei der ein Vermögenswert tatsächlich bilanzwirksam übertragen wird

U

Unfunded - ungedeckte Refinanzierung

Literaturverzeichnis:

Sammelwerke:

Bonoli, Giuliano; Natali, David, 2012: The politics of the New Welfare state, Oxford.

Braune, Georg D., 2006: Kapitel 6: Finanzierung, in: Public Private Partnership im öffentlichen Hochbau, Littwin, Frank; Schöne, Franz-Josef (Hrsg.), Stuttgart, Seiten 263–319.

Budäus, Dietrich, 2003: Neue Kooperationsformen zur Erfüllung öffentlicher Aufgaben. Charakterisierung, Funktionsweise und Systematisierung von Public Private Partnership, in: Die Ökonomisierung des öffentlichen Sektors, Harms, Jens (Hrsg.), 1. Aufl., Baden-Baden, Seiten 213–233.

Bunkert, Uwe; Eichert, Florian, 2006: Sonnige Aussichten für Cédulas...?, in: Deutscher Pfandbrief 2006, Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands (Hrsg.), Berlin, Seiten 45–53.

Eppinger, Frank; Käsewiter, Hans-Wilhelm; Miksch, Jan, 2008: Kapitel 3. Die Bedeutung der Finanzierung innerhalb eines PPP - Projektes, in: Public Private Partnership, Meyer-Hofmann, Bettina; Riemenschneider, Frank; Weihrauch, Oliver (Hrsg.), 2. Aufl., Köln, Seiten 344–376.

Fischer, Christoph; Rudolph, Bernd, 2000: Grundformen von Finanzsystemen, in: Geld-, Bank- und Börsenwesen, Obst, Georg; Hagen, Jürgen von; Hintner, Otto (Hrsg.), 40. Aufl., Stuttgart, Seiten 371–446.

Forrester, J. Paul; Brown, Mayer, 2008: Project finance collateralised debt obligation: What? Why? Now?, in: Infrastructure Finance: Trends and Techniques, Davis, Henry A. (Hrsg.), Seiten 310–318.

Giddens, Anthony, 2000: Die Politik des Dritten Weges, in: Ein dritter Weg in das dritte Jahrtausend, Flassbeck, Heiner (Hrsg.), 2. Aufl., Hamburg, Seiten 12–25.

Heilemann, Ullrich; Hillebrand, Bernhard, 2002: Liberalisierung der Strom- und Gasmärkte. Eine erste Bilanz, in: Deregulierung und Privatisierung, Berg, Hartmut (Hrsg.), Berlin, Seiten 29–69.

Hellwig, Martin, 2000: Die volkswirtschaftliche Bedeutung des Finanzsystems, in: Geld-, Bank- und Börsenwesen, Obst, Georg; Hagen, Jürgen von; Hintner, Otto (Hrsg.), 40. Aufl., Stuttgart, Seiten 3–37.

Hopfe, Jörg; Napp, Hans-Georg; Bergmann, Sebastian; Keickeis, Lothar, 2009: Finanzierung, in: PPP-Handbuch, Bundesministerium für Verkehr; Bau- und Stadtentwicklung; Deutscher Sparkassen- und Giroverband (Hrsg.), 2. Aufl., Bad Homburg, Seiten 131–209.

Kleinlein, Kornelius; Stein, Klaus, 2007: Änderung der Bundeshaushaltsordnung, in: Kommentar zum ÖPP-Beschleunigungsgesetz, Bürsch, Michael; Bürsch-Funken (Hrsg.), Frankfurt a. M., Seiten 89–115.

Langer, Thomas; Weber, Martin, 2000: Banken als Finanzintermediäre, in: Geld-, Bank- und Börsenwesen, Obst, Georg; Hagen, Jürgen von; Hintner, Otto (Hrsg.), 40. Aufl., Stuttgart, Seiten 201–230.

- Lenz, Eberhard; Zinell, Alexander**, 2001: Projektträger, in: Projekte und Projektfinanzierung, Siebel, Ulf R.; Baumann, Leopold (Hrsg.), München, Seiten 67–106.
- Littwin, Frank; Schöne, Franz-Josef**, 2006: Public Private Partnership im öffentlichen Hochbau. Handbuch. Rechtswissenschaften und Verwaltung, Stuttgart.
- Lund, Paul; Manley, Jonathan**, 2008: Securitisation financing of infrastructure from a credit perspective, in: Infrastructure Finance: Trends and Techniques, Davis, Henry A. (Hrsg.), Seiten 303–309.
- Matecki, Claus; Schulten, Thorsten**, 2013: Zwischen Privatisierung und Rekommunalisierung. Zur Entwicklung der öffentlichen Daseinsvorsorge, in: Zurück zur öffentlichen Hand? Chancen und Erfahrungen der Rekommunalisierung, Matecki, Claus; Schulten, Thorsten (Hrsg.), Hamburg, Seiten 8–17.
- Neumann, Dieter; Szabados, István**, 2006: Bundes- und Landeshaushaltsrecht, in: Public Private Partnership, Weber, Martin, et al. (Hrsg.), München, Seiten 157–192.
- Reichard, Christoph; Ambrosius, Gerold**, 2003: Die Ökonomisierung des öffentlichen Sektors. Instrumente und Trends, 1. Aufl., Baden-Baden.
- Romeike, Frank**, 2007: Die Solvabilitätsverordnung im Überblick, in: SolvV - Aspekte der Umsetzung, Romeike, Frank; van den Brink, Gerrit Jan (Hrsg.), Köln, Seiten 10–43.
- Röver, Jan-Hendrik**, 2001: Projektfinanzierung, in: Projekte und Projektfinanzierung, Siebel, Ulf R.; Baumann, Leopold (Hrsg.), München, Seiten 153–241.
- Schede, Christian; Pohlmann, Markus**, 2006: Vertragsrechtliche Grundlagen, in: Public Private Partnership, Weber, Martin, et al. (Hrsg.), München, Seiten 102–156.
- Schweickert, Rainer; Wiebelt, Manfred**, 2007: Die soziale Dimension von Reformprogrammen des IWF und der Weltbank, in: Globalisierung und europäisches Sozialmodell, Linzbach, Christoph, et al. (Hrsg.), 1. Aufl., Baden-Baden, Seiten 363–384.
- Sester, Peter; Bunsen, Christian**, 2006: Vertragliche Grundlagen - Finanzierungsverträge, in: Public Private Partnership, Weber, Martin, et al. (Hrsg.), München, Seiten 436–497.
- Weber, Martin; Moß, Oliver; Bachhuber, Falk**, 2006a: Anforderungen und Besonderheiten bei der Finanzierung von PPP-Projekten, in: Public Private Partnership, Weber, Martin, et al. (Hrsg.), München, Seiten 599–639.
- Weber, Martin; Moß, Oliver; Parzych, Andreas**, 2006b: Wirtschaftlichkeitsuntersuchung als Erkenntnis- und Entscheidungsprozess, in: Public Private Partnership, Weber, Martin, et al. (Hrsg.), München, Seiten 499–597.
- Wilkins, Michael; Manley, Jonathan**, 2008: The progress of credit quality in PPPs, in: Infrastructure Finance: Trends and Techniques, Davis, Henry A. (Hrsg.), Seiten 525–532.

Monographien:

- Arlt, Roland**, 2009: True Sale Securitisation unter besonderer Berücksichtigung der Rechtslage in Deutschland und Italien, 1. Aufl., Berlin.

- Bär, Hans Peter**, 2000: Asset Securitisation. Die Verbriefung von Finanzaktiven als innovative Finanzierungstechnik und neue Herausforderung für Banken, 3. Aufl., Bern.
- Bauersfeld, Tanja**, 2008: Gedeckte Instrumente zur Refinanzierung von Hypothekendarlehen. Eine Analyse von Mortgage Covered Bonds und Mortgage Backed Securities in europäischen Ländern, 1. Aufl., Wiesbaden.
- Boll, Philip**, 2007: Investitionen in Public Private Partnership-Projekte im öffentlichen Hochbau unter besonderer Berücksichtigung der Risikoverteilung. Eine theoretische und empirische Untersuchung, Köln.
- Braunschweig, Christoph**, 1999: Unternehmensfinanzierung, München.
- Bremer, Brigitte G.**, 2005: Public Private Partnership. Ein Praxislexikon, Köln.
- Bressler, Stefan**, 2009: Public Private Partnership im Bank- und Börsenrecht durch Beleihung mit einer Anstaltsträgerschaft, Frankfurt a. M.
- Brink, Ulrich**, 1998: Factoringvertrag, Köln.
- Eilenberger, Guido**, 2012: Bankbetriebswirtschaftslehre. Grundlagen - internationale Bankleistungen - Bank-Management, 8. Aufl., München.
- Emse, Cordula**, 2005: Verbriefungstransaktionen deutscher Kreditinstitute. Eine Analyse alternativer Strukturvarianten und deren regulatorischer Erfassung nach Grundsatz I und Basel II, 1. Aufl., Wiesbaden.
- Engel, Eduardo; Fischer, Ronald D.; Galetovic P., Alexander**, 2014: The Economics of public-private partnerships. A basic guide, New York.
- Fahrholz, Bernd**, 1998: Neue Formen der Unternehmensfinanzierung. Unternehmensübernahmen, Big ticket-Leasing, Asset Backed- und Projektfinanzierungen, München.
- Frenz, Walter**, 2007: Handbuch Europarecht. Band 3 Beihilfe- und Vergaberecht, Berlin, Heidelberg.
- Fuhrmann, Wilfried**, 1994: Makroökonomik. Zur Theorie interdependenter Märkte, 3. Aufl., München.
- Gatzke, Nicolas**, 2010: Public Private Partnerships und öffentliche Verschuldung. PPP-Modelle im Licht deutscher und europäischer Verschuldungsregeln und ihre Transparenz in den öffentlichen Haushalten, Frankfurt a. M.
- Giddens, Anthony**, 1999b: Der dritte Weg. Die Erneuerung der sozialen Demokratie, 1. Aufl., Frankfurt a. M.
- Gischer, Horst; Herz, Bernhard; Menkhoff, Lukas**, 2012: Geld, Kredit und Banken. Eine Einführung, 3. Aufl., Berlin, Heidelberg.
- Grabow, Busso; Reidenbach, Michael; Rottmann, Manuela; Seidel-Schulze, Antje**. Deutsches Institut für Urbanistik (Hrsg.), 2005: Public Private Partnership Projekte. Eine aktuelle Bestandsaufnahme in Bund, Ländern und Kommunen, Berlin.
- Grabow, Busso; Schneider, Stefan**, 2009: PPP-Projekte in Deutschland. Erfahrungen, Verbreitung, Perspektiven. Ergebnisbericht, Berlin.
- Hanisch, Andrea**, 2008: Institutionenökonomische Ansätze in der Folgenabschätzung der Europäischen Kommission. Ein Versuch am Beispiel des Grünbuches zu öffentlich-

privaten Partnerschaften und den gemeinschaftlichen Rechtsvorschriften für öffentliche Aufträge und Konzessionen, 1. Aufl., Berlin.

Hartmann-Wendels, Thomas; Pfungsten, Andreas; Weber, Martin, 2010: Bankbetriebslehre, 5. Aufl., Berlin.

Hüttemann, Petra, 1999: Kreditderivate im europäischen Kapitalmarkt, 1. Aufl., Wiesbaden, München.

Jacob, Dieter; Horsch, Andreas, 2010: Eigenkapitallösungen für Projektfinanzierungen bei PPP-Hochbauprojekten. Integration von Finanzintermediären unter besonderer Berücksichtigung der Projektrisiken sowie der Interessen mittelständischer Unternehmen [Endbericht], Stuttgart.

Jacob, Dieter; Stuhr, Constanze, 2006: Finanzierung und Bilanzierung in der Bauwirtschaft. Basel II - neue Vertragsmodelle - International Financial Reporting Standards, 1. Aufl., Wiesbaden.

Jung, Matthias; Schleicher, Bettina, 1998: Neue gesetzliche Regelungen für Finanzdienstleister - die 6. KWG-Novelle, Berlin.

Kern, Christoph, 2004: Die Sicherheit gedeckter Wertpapiere, Tübingen.

Klement, Jochen, 2007: Kreditrisikohandel, Basel II und interne Märkte in Banken, 1. Aufl., Wiesbaden, Augsburg.

Kronenberg, Sven, 2011: Varianten gedeckter Wertpapiere in Deutschland. Vorteile von Pfandbriefen und Asset Backed Securities, Marburg.

Landau, Christian, 2011: Wertschöpfungsbeiträge durch Private-Equity-Gesellschaften. Empirische Untersuchung europäischer Spin-off-Buyouts, 1. Aufl., Wiesbaden.

Maier, Kurt M.; Graf, Karl Herbert, 2007: Risikomanagement im Immobilien- und Finanzwesen. Ein Leitfaden für Theorie und Praxis, 3. Aufl., Frankfurt a. M.

Mayer, Florian, 2006: Vom Niedergang des unternehmerisch tätigen Staates. Privatisierungspolitik in Großbritannien, Frankreich, Italien und Deutschland, Wiesbaden.

Merkel, Wolfgang; Egle, Christoph; Henkes, Christian, et al., 2006: Die Reformfähigkeit der Sozialdemokratie. Herausforderungen und Bilanz der Regierungspolitik in Westeuropa, Wiesbaden.

Miksch, Jan, 2007: Sicherungsstrukturen bei PPP-Modellen aus Sicht der öffentlichen Hand, dargestellt am Beispiel des Schulbaus, Berlin.

Pfnür, Andreas; Schetter, Christoph; Schöbener, Henning, 2010: Risikomanagement bei Public Private Partnerships, Berlin, Heidelberg.

Rakel, Josef; Weber, Martin, 2007: Public Private Partnership im Hochbau. Public Private Partnership und Neues Kommunales Finanzmanagement, Düsseldorf.

Rehm, Hannes; Tholen, Michael, 2008: Kommunalverschuldung. Befund, Probleme, Perspektiven, 1. Aufl., Berlin.

Reidenbach, Michael; Bracher, Tilman; Grabow, Busso, et al., 2008: Investitionsrückstand und Investitionsbedarf der Kommunen. Ausmaß, Ursachen, Folgen und Strategien, Berlin.

- Reinecker, Heinrich A.**, 1974: Das Hypotheken- und Pfandbriefgeschäft in der Bundesrepublik Deutschland und in Frankreich, Berlin.
- Riebeling, Klaus-Henner**, 2009: Eigenkapitalbeteiligungen an projektfinanzierten PPP-Projekten im deutschen Hochbau. Perspektive von Finanzintermediären, 1. Aufl., Wiesbaden.
- Röchling, Arndt**, 2002: Loan-Backed Securities, 1. Aufl., Lohmar-Köln.
- Rudolph, Bernd; Hofmann, Bernd; Schaber, Albert**, 2007: Kreditrisikotransfer. Moderne Instrumente und Methoden, Berlin, Heidelberg.
- Sack, Detlef**, 2009: Governance und Politics. Die Institutionalisierung öffentlich-privater Partnerschaften in Deutschland, Baden-Baden.
- Schetter, Christoph**, 2010: Finanzierung öffentlicher Infrastrukturmaßnahmen im Rahmen von Public Private Partnerships, Köln.
- Schmidt-Modrow, Martina**, 2010: Gesetzliche Verbriefungsmodelle in Frankreich, 1. Aufl., Baden-Baden, Freiburg.
- Schmittat, Johannes**, 2008: Asset Backed Securities. Die Verbriefung von Handelsforderungen als Finanzalternative für den großen Mittelstand, 1. Aufl., Wiesbaden.
- Thiry, Daniel**, 2009: Eine empirische Analyse der Marktdisziplinierung deutscher Sparkassen, 1. Aufl., Wiesbaden.
- Uitz, Herbert**, 2010: Der Pfandbrief nach dem österreichischen Pfandbriefgesetz, Wien.
- Ziekow, Jan; Windoffer, Alexander**, 2008: Public Private Partnership. Struktur und Erfolgsbedingungen von Kooperationsarenen, 1. Aufl., Baden-Baden.

Gerichtsentscheidungen:

Bundesverfassungsgericht: Einnahmen aus Krediten bei Liegenschaftsmodellen. 17.09.1998. 2 BvK 1/98, Online im Internet: http://www.bverfg.de/entscheidungen/ks19980917_2bvk000198.html. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Verfassungsgerichtshof Rheinland-Pfalz: Private Vorfinanzierung öffentlicher Investitionen. 20.11.1996. VGH N 3/96, Jahrgang 1998, in: Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht - Rechtsprechungsreport, Seiten 145–149.

Bayerischen Staatsministeriums des Innern: Gemeindeordnung für den Freistaat Bayern. 22.08.1998. 16.02.2012.

Gesetze/Verordnungen/Normen:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung), BGBl. Jahrgang 2001, Teil I, Seite 3913. Zitiert als: AnlV.

Bundesministerium der Finanzen: Verordnung über die angemessene Eigenmittelausstattung von Instituten, Institutsgruppen und Finanzholding-Gruppen (

Solvabilitätsverordnung).in: BGBl. Jahrgang 2013, Teil I, Seiten 4168–4182. Zitiert als: SolvV.

Bundestag der Bundesrepublik Deutschland: Gesetz über den Bau und die Finanzierung von Bundesfernstraßen durch Private (Fernstraßenbauprivatfinanzierungsgesetz). FStrPrivFinG, in: BGBl. Jahrgang 1994, Nr. 58, Seiten 2243–2244. Zitiert als: FStrPrivFinG.

Bundestag der Bundesrepublik Deutschland: Gesetz über die Kreditanstalt für Wiederaufbau. 23. Juni 1969, zuletzt geändert durch Gesetz zur Änderung des Gesetzes über die Kreditanstalt für Wiederaufbau und weiterer Gesetze v. 04.07.2013 in: BGBl. Jahrgang 2013, Teil I, Nr. 36, S. 2178-2181. Zitiert als: KfWG.

Chambre des Députés: Loi du 5 avril 1993. Fassung: 28.10.2011., Zitiert als: Loi du 5 avril 1993.

Chambre des Députés: Banques d'emission de Lettres de Gage. Fassung: 11.06.2013. Zitiert als: Banques d'emission de Lettres de Gage.

Commission de Surveillance du Secteur Financier: Circular CSSF 01/42. Fassung: 19.11.2001. Zitiert als: Circular CSSF 01/42.

Commission de Surveillance du Secteur Financier: Circular CSSF 03/95. Fassung: 26.02.2003. Zitiert als: Circular CSSF 03/95.

Deutsche Bundesbank, 1998a: Grundsatz I über die Eigenmittel der Institute, Frankfurt a. M.

Deutsche Bundesbank, 1999: Grundsatz II über die Liquidität der Institute, Frankfurt a. M.

Deutscher Bundestag: Kreditwesengesetz. KWG, in: BGBl. Jahrgang 2015, Teil I, Nr. 23, S. 926-928. Zitiert als: KWG.

Deutscher Bundestag: Gesetz zur Förderung von Kleinunternehmern und zur Verbesserung der Unternehmensfinanzierung. Kleinunternehmerförderungsgesetz, in: BGBl. Jahrgang 2003, Teil I, Seiten 1550–1552. Zitiert als: Kleinunternehmerförderungsgesetz.

Deutscher Bundestag: Gesetz zur Neuorganisation der Bundesfinanzverwaltung und zur Schaffung eines Refinanzierungsregisters, in: BGBl. Jahrgang 2005, Teil I, Seiten 2809–2819. Zitiert als: Gesetz zur Neuorganisation der Bundesfinanzverwaltung und zur Schaffung eines Refinanzierungsregisters.

Deutscher Bundestag: Gesetz zur Änderung des Grundgesetzes (Artikel 91c, 91d, 104b, 109, 115, 143d), in: BGBl. Jahrgang 2009, Teil I, Nr. 48, Seiten 2248–2250.

Deutscher Bundestag: Viertes Buch – Sozialgesetzbuch: Fassung: 12.09.2009. in: BGBl. Jahrgang 2009, Teil I, Seite 3710. Zitiert als: SGB IV.

Europäisches Parlament: Richtlinie 2001/108/EG - für Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren. Fassung: 21.01.2002, in: Amtsblatt der Europäischen Union. L 41, Seiten 35–42. Zitiert als: 2001/108/EG.

Europäisches Parlament: Richtlinie 2006/48/EG - über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute. Fassung: 14.06.2006, in: Amtsblatt der Europäischen Union. L177, Seiten 1–200. Zitiert als: 2006/48/EG.

Europäisches Parlament: Richtlinie 2006/49/EG - über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten. Fassung: 14.06.2006, in: Amtsblatt der Europäischen Union. L177, Seiten 201–255. Zitiert als: 2006/49/EG.

Europäisches Parlament: Richtlinie 2009/83/EG - zur Änderung bestimmter Anhänge der Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates mit technischen Bestimmungen über das Risikomanagement. Fassung: 27.07.2009, in: Amtsblatt der Europäischen Union. L196, Seiten 14–21. Zitiert als: 2009/83/EG.

Europäisches Parlament: Richtlinie 2009/111/EG zur Änderung der Richtlinien 2006/48/EG, 2006/49/EG und 2007/64/EG hinsichtlich Zentralorganisationen zugeordneter Banken, bestimmter Eigenmittelbestandteile, Großkredite, Aufsichtsregelungen und Krisenmanagement. Fassung: 17.09.2009, in: Amtsblatt der Europäischen Union. L302, Seiten 97–119. Zitiert als: 2009/111/EG.

Europäisches Parlament: Richtlinie 2009/65/EG - für Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren. Fassung: 13.07.2009, in: Amtsblatt der Europäischen Union. L302, Seiten 32–96. Zitiert als: 2009/65/EG.

Houses of Oireachtas: Asset Covered Securities Act, 2001. Fassung: 18.12.1001. Zitiert als: ACS Act.

International Public Sector Accounting Standards Board: 2012a Handbook of International Public Sector Accounting Pronouncements, New York, 09.06.2012.

International Public Sector Accounting Standards Board, 2012b: IPSAS 1 - Presentation of Financial Statements, Online im Internet: <http://www.ifac.org/publications-resources/2012-handbook-international-public-sector-accounting-pronouncements>. Zuletzt geprüft am: 09.07.2013.

International Public Sector Accounting Standards Board: IPSAS 17 - Property, Plant and Equipment, Online im Internet: http://www.ifac.org/sites/default/files/publications/files/A25_IPSAS_17.pdf. Zuletzt geprüft am: 30.01.2013.

Italienisches Parlament: Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti. Legge 130/1999, in: Gazzetta Ufficiale. Zitiert als: Legge 130/1999.

Italienisches Parlament: Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 14 marzo 2005, n. 35, recante disposizioni urgenti nell'ambito del Piano di azione per lo sviluppo economico, sociale e territoriale. Deleghe al Governo per la modifica del codice di procedura civile in materia di processo di cassazione e di arbitrato nonché per la riforma organica della disciplina delle procedure concorsuali. Legge 80/2005, in: Gazzetta Ufficiale. Zitiert als: Legge 80/2005.

Ministerium der Finanzen des Landes Brandenburg: Haushaltsrechtliche und haushaltssystematische Behandlung von ÖPP-Projekten. Fassung: 29.10.2008, in: Amtsblatt für Brandenburg. 43, Seiten 2385–2407.

Ministerium für Inneres, Sport und Integration: Runderlass: Kreditwirtschaft der kommunalen Körperschaften einschließlich ihrer Sonder- und Treuhandvermögen. Fassung: 22.10.2008, in: Nds. MBl. Jahrgang 2008, Nr. 45, S.1149.

Ministerium für Inneres, Sport und Integration: Niedersächsisches Kommunalverfassungsgesetz. Fassung: 17.12.2010. in: Nds. GVBl. Jahrgang 2010, Seite 576. Zitiert als: NKomVG.

Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2006: Decreto 310/2006 - Regolamento di attuazione dell'articolo 7-bis della legge 30 aprile 1999, n. 130, in materia di obbligazioni bancarie garantite. Zitiert als: Decreto 310/2006.

Parliament of the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland: The Regulated Covered Bonds Regulations 2008. Fassung: 06.03.2008, Online im Internet: <http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2008/346/made>.

Rat der europäischen Gemeinschaft: Richtlinie 89/647/EWG des Rates vom 18. Dezember 1989 über einen Solvabilitätskoeffizienten für Kreditinstitute, in: Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaft, Seiten 14–22. Zitiert als: 89/647/EWG.

Rat der europäischen Union: Verordnung EG 322/97 des Rates vom 17. Februar 1997 über die Gemeinschaftsstatistiken, in: Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaft, Jahrgang 1997, Seiten 1–7. Zitiert als: EG 322/97.

Rat der europäischen Union: Verordnung EG 1466/97 des Rates vom 7. Juli 1997 über den Ausbau der haushaltspolitischen Überwachung und der Überwachung und Koordinierung der Wirtschaftspolitiken in: Amtsblatt der Europäischen Union, Seiten 1–5. Zitiert als: EG 1466/97.

Rat der europäischen Union: Verordnung EG 1467/97 des Rates vom 7. Juli 1997 über die Beschleunigung und Klärung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit, in: Amtsblatt der Europäischen Union, Seiten 6–11. Zitiert als: EG 1467/97.

Rat der europäischen Union: Verordnung EG 2223/96. ESVG 95, in: Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaft, Jahrgang 1996, Seiten 1–469. Zitiert als: EG 2223/96.

Rat der europäischen Union: Richtlinie 2011/85/EU des Rates vom 8. November 2011 über die Anforderungen an die haushaltspolitischen Rahmen der Mitgliedstaaten, in: Amtsblatt der Europäischen Union, Seiten 41–47. Zitiert als: 2011/85/EU.

Spanischer Regierungspräsident: Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, in: boletín oficial del estado (BOE), Seiten 41273–41331. Zitiert als: Ley 44/2002.

Spanischer Regierungspräsident: Real Decreto-ley 20/2012, de 13 de julio, de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad. 13.07.2012. 2012. BOE núm. 168 de 14 de julio de 2012. Zitiert als: Real Decreto-ley 20/2012.

Graue Literatur, Berichte, Analysen

Allen, Grahame, 18.12.2001: The private finance initiative (PFI). Research Paper, London, Online im Internet: <http://researchbriefings.parliament.uk/ResearchBriefing/Summary/RP01-117>. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Bilfinger Berger SE, 2010: Geschäftsbericht 2010, Online im Internet: http://www.bilfinger.com/fileadmin/corporate_webseite/investor_relations/berichterstattung/2010/Bilfinger_Bericht-2010.pdf. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, 1997: Jahresbericht 1997, Berlin, Online im Internet: http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Jahresbericht/dl_jb_1997_bakred.pdf?__blob=publicationFile. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Bundeskartellamt, 02.10.2014: Der Staat als Unternehmer - (Re-)Kommunalisierung im wettbewerbsrechtlichen Kontext, Online im Internet: http://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Publikation/DE/Diskussions_Hintergrundpapier/Bundeskartellamt%20-%20Der%20Staat%20als%20Unternehmer.pdf?__blob=publicationFile&v=2. Zuletzt geprüft am: 19.07.2015.

Bundeskartellamt, 2015: Jahresbericht 2014, Online im Internet: http://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Publikation/DE/Jahresbericht/Jahresbericht_2014.pdf?__blob=publicationFile&v=3. Zuletzt geprüft am: 19.07.2015.

Bundesministerium für Verkehr, Bau-und Wohnungswesen (BMVBW), 2003a: Gutachten "PPP im öffentlichen Hochbau". Band II: Rechtliche Rahmenbedingungen. Teilband 1, Berlin.

Bundesministerium für Verkehr, Bau-und Wohnungswesen (BMVBW), 2003b: Gutachten "PPP im öffentlichen Hochbau". Band II: Rechtliche Rahmenbedingungen. Teilband 2, Berlin.

Bundesregierung Deutschland, 1.12.1999: Moderner Staat – Moderne Verwaltung. Das Programm der Bundesregierung, Online im Internet: http://www.bmi.bund.de/SharedDocs/Downloads/DE/Broschueren/nichtinListe/1999/Moderner_Staat_-_Moderne_Id_1447_de.pdf?__blob=publicationFile. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Bundesregierung Deutschland, 29.11.2004: Entwurf eines Gesetzes zur Neuordnung des Pfandbriefrechts. Deutscher Bundestag - 15. Wahlperiode, Online im Internet: <http://dipbt.bundestag.de/dip21/btd/15/043/1504321.pdf>. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015

Davies, Gareth; Rusconi, Flavio Marco. J.P. Morgen Chase (Hrsg.), 25.07.2012a: Focus on:... Spanish covered bonds. Cedulas uncovered.

Davies, Gareth; Rusconi, Flavio Marco. J.P. Morgen Chase (Hrsg.), 21.08.2012b: Covered Bond Issuer Profiles. Part IV: France.

Davies, Gareth; Rusconi, Flavio Marco. J.P. Morgen Chase (Hrsg.), 29.08.2012c: Covered Bond Issuer Profiles. Part V: Spain.

Depfa Bank plc, 2002: Geschäftsbericht 2002, Online im Internet: http://www.hyporealestate.com/pdf/2002_GB_DEPFA_de.pdf. Zuletzt geprüft am: 24.10.2012.

Depfa Bank plc, 2008: Directors' Report and Financial Statments 2008, Online im Internet: http://www.hyporealestate.com/pdf/DEPFA_BANK_plc_AR-2008_3.6._AK_9_web.pdf. Zuletzt geprüft am: 24.10.2012.

Depfa Bank plc, 2009: Directors' Report and Financial Statments 2009, Online im Internet: http://www.depfa.com/fileadmin/user_uploads/HRE/02_Banken/03_DEPFA_Bank/06_Debt_Investor_Relations/02_Geschaefts-_und_Zwischenberichte/en/2010/DEPFA_BANK_plc_final-web2.pdf. Zuletzt geprüft am: 08.01.2015.

Deutsche Bundesbank, 1998b: Monatsbericht Januar 1998, Online im Internet: http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Kerngeschaeftsfelder/Bankenaufsicht/Gesetze_Verordnungen_Richtlinien/sechste_novelle_kreditwesengesetz.pdf?__blob=publicationFile. Zuletzt geprüft am: 15.04.2013.

Deutsche Bundesbank, 2005: Geschäftsbericht 2005, Frankfurt a. M., Online im Internet:
http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Geschaeftsberichte/2005_geschaeftsbericht.pdf. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Deutsche Bundesbank, 2006: Ergebnisse deutscher Banken im Rahmen der fünften Auswirkungsstudie (QIS 5) zu Basel II, Frankfurt a.M., Online im Internet:
http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/Pressenotizen/2006/2006_05_24_qis5.pdf?__blob=publicationFile. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Deutsche Bundesbank, 2008: Monatsbericht September 2008. Zur Steuerung von Liquiditätsrisiken in Kreditinstituten, Online im Internet: http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichtsaufsaetze/2008/2008_09_liquiditaetsrisiken.pdf?__blob=publicationFile. Zuletzt geprüft am: 11.06.2013.

Deutsche Bundesbank, 2009: Monatsbericht September 2009. Änderung der neu gefassten EU-Bankenrichtlinie und der EU-Kapitaladäquanzrichtlinie sowie Anpassung der Mindestanforderungen an das Risikomanagement, Online im Internet: http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichtsaufsaetze/2009/2009_09_kapitaladaequanzrichtlinie.pdf?__blob=publicationFile. Zuletzt geprüft am: 14.06.2013.

Deutsche Bundesbank, 2011a: Verhältniszahlen aus Jahresabschlüssen deutscher Unternehmen von 2007 bis 2008, Frankfurt a. M., Online im Internet: http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Statistische_Sonderveroeffentlichungen/Statso_6/statso_6_2011_03_2007_2008.pdf?__blob=publicationFile. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Deutsche Bundesbank, 2011b: Basel III - Leitfaden zu den neuen Eigenkapital- und Liquiditätsregeln, Online im Internet: http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Buch_Broschuere_Flyer/bankenaufsicht_basel3_leitfaden.pdf?__blob=publicationFile. Zuletzt geprüft am: 12.04.2013.

Deutscher Bundestag, 01.09.2014: Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Klaus Ernst, Jutta Krellmann, Susanna Karawanskij, weiterer Abgeordneter und der Fraktion DIE LINKE., Drucksache 18/2447, Berlin, Online im Internet: <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/18/024/1802447.pdf>. Zuletzt geprüft am: 19.07.2015.

Doede, Nicole; Flunker, Andrea; Grenewitz, Nathalie, et al. Deloitte & Touche GmbH (Hrsg.), 2008: Asset securitisation in Deutschland, 3. Aufl., Düsseldorf.

Essential Public Infrastructure Capital II GmbH, 11.07.2006: Emissionsprospekt, Online im Internet: http://www.kfw.de/kfw/de/KfW-Konzern/Kreditverbriefung/Verbriefungsplattformen_der_KfW/Weitere_Transaktionen/Pdf_Dokumente_weitere_Transaktionen/Epic_II_Prospectus.pdf. Zuletzt geprüft am: 20.03.2013.

Europäische Investitionsbank, 2004b: Die Rolle der EIB im Bereich öffentlich-private Partnerschaften (PPP), Online im Internet: http://www.eib.org/attachments/thematic/eib_ppp_de.pdf. Zuletzt geprüft am: 03.01.2013.

Europäische Kommission, August 2004a: Long term contracts between government units and nongovernment partners (Public Private Partnerships), Brüssel.

Europäische Kommission, 2004b: Grünbuch zu Öffentlich-Privaten Partnerschaften und den Gemeinschaftlichen Rechtsvorschriften für öffentliche Aufträge und Konzessionen, Brüssel.

Europäische Kommission, 06.03.2013b: Die angestrebte Umsetzung harmonisierter Rechnungsführungsgrundsätze für den öffentlichen Sektor in den Mitgliedstaaten. Die Eignung der IPSAS für die Mitgliedstaaten, Brüssel.

Europäische Union, 22.09.2010: Manual on Government Deficit and Debt. Implementation of ESA95, Luxembourg.

Europäische Zentralbank, 2008: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet. Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems, Frankfurt a. M., Online im Internet: http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Publicationen/durchfuehrung_der_geldpolitik_im_euro_waehrungsgebiet_2008.pdf?__blob=publicationFile. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

European Covered Bond Council, 2011: European Covered Bond Fact Book 2011.

European Covered Bond Council, 2012: European Covered Bond Fact Book 2012.

European Covered Bond Council, 2013: European Covered Bond Fact Book 2013.

European PPP Expertise Centre, 2012: Market Update - Review of the European PPP Market in 2011, Luxemburg, Online im Internet: http://www.eib.org/epec/resources/epec_market_update_2011_en_web.pdf. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

European PPP Expertise Centre, 2010a: Eurostat Treatment of Public-Private Partnerships. Purposes, Methodology and Recent Trends, Luxemburg, Online im Internet: <http://www.eib.org/epec/resources/epec-eurostat-statistical-treatment-of-ppps.pdf>. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

European PPP Expertise Centre, 2011b: State Guarantees in PPPs. A Guide to Better Evaluation, Design, Implementation and Management, Luxemburg, Online im Internet: <http://www.eib.org/epec/resources/epec-state-guarantees-in-ppps-public.pdf>. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Fratzcher, Marcel; Articus, Stephan; Bsirske, Frank, et al. Expertenkommission „Stärkung von Investitionen in Deutschland“ (Hrsg.), 21.04.2015: Stärkung von Investitionen in Deutschland, Online im Internet: <http://www.bmwi.de/BMWi/Redaktion/PDF/I/investitionskongress-report-gesamtbericht-deutsch-barrierefrei,property=pdf,bereich=bmwi2012,sprache=de,rwb=true.pdf>. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Grabow, Busso; Schneider, Stefan. KfW Bankengruppe (Hrsg.), November 2010: KfW Kommunalpanel 2010. KfW Research, Frankfurt a. M.

Hauptverband der Deutschen Bauindustrie e.V. Hauptverband der Deutschen Bauindustrie e.V. (Hrsg.), November 2006: Finanzierung von PPP-Hochbauprojekten.

Hauptverband der Deutschen Bauindustrie e.V., 01.06.2011: Datenbank: ÖPP-Projekte im öffentlichen Hochbau mit Zuschlag.

HM Treasury, 2010: Public Private Partnerships - Technical Update 2010, Online im Internet:

https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/215079/pp_technical_update.pdf. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015

HM Treasury, 2012: UK Private Finance Initiative Projects: Summary data as at March 2012, Online im Internet:

https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/387228/ffi_projects_2014_summary_data_final_15122014.pdf. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Hochtief AG, 2009: Geschäftsbericht 2009, Online im Internet:

<http://www.berichte.hochtief.de/qb10/download/137>. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Hochtief AG, 2010: Geschäftsbericht 2010, Online im Internet:

<http://www.berichte.hochtief.de/download/141>. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Hochtief AG, 2012: Geschäftsbericht 2012, Online im Internet:

<http://www.berichte.hochtief.de/download/149>. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Hochtief AG, 2013: Halbjahresbericht. Januar bis Juni 2013, Online im Internet:

<http://www.berichte.hochtief.de/download/56>. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

International Public Sector Accounting Standards Board. International Federation of Accountants (Hrsg.), 30.06.2010: Service Concession Arrangements: Grantor, New York, Online im Internet: <http://www.ifac.org/sites/default/files/publications/exposure-drafts/00331.pdf>. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

International Public Sector Accounting Standards Board. International Federation of Accountants (Hrsg.), 15.01.2012: IPSAS 13 - LEASES, New York.

Landtag von Baden-Württemberg, 18.03.2008: Anfrage: „Public Private Partnership“-Projekte an den Schulen in Baden-Württemberg. Drucksache 14/2521.

Littwin, Frank. ÖPP Deutschland AG (Hrsg.), 2010: Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf Öffentlich-Private Partnerschaften, insbesondere im Hochbau. ÖPP-Schriftenreihe, Berlin.

Mühlenkamp, Holger, 2010: Ökonomische Analyse von Public Private Partnerships (PPP). PPP als Instrument zur Steigerung der Effizienz der Wahrnehmung öffentlicher Aufgaben oder als Weg zur Umgehung von Budgetbeschränkungen?, Speyer, Online im Internet: <http://192.124.238.248/fbpdf/dp-055.pdf>. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Nehls-Obégi, Svenja. Deutsche Bank Research (Hrsg.), 22.02.1999: Der neue französische Pfandbrief, die “Obligation Foncière“. Online im Internet:

http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000013300.pdf. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Partnerships UK, Oktober 2007: PFI: The State of the Market, London.

Rechnungshof von Berlin. Rechnungshof von Berlin (Hrsg.), 2015: Jahresbericht 2015, Online im Internet:

http://www.berlin.de/imperia/md/content/rechnungshof2/jahresbericht_2015.pdf?start&ts=1431337266&file=jahresbericht_2015.pdf. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Regierung der Bundesrepublik Deutschland, 16.08.2004: Stellungnahme der Regierung der Bundesrepublik Deutschland zu dem Grünbuch der EU Kommission zu öffentlich-privaten Partnerschaften und den gemeinschaftlichen Rechtsvorschriften für öffentliche Aufträge und Konzessionen, Berlin.

Rusconi, Flavio Marco. J.P. Morgan Chase (Hrsg.), 17.08.2012: Covered Bond Issuer Profiles. Part III: Greece, Ireland and Portugal.

Schöne, Franz-Josef; Schäfer, Michael. Finanzministerium des Landes Nordrhein-Westfalen (Hrsg.), November 2005: Public Private Partnership im Hochbau. Vertragsrechtliche Aspekte am Beispiel von PPP-Schulprojekten, Düsseldorf.

Schuler, Felix; Bergemann, Andreas; Bietenhader, Daniel; Hofer, Maria, 2009: Finanzielle Berichterstattung von PPP unter IPSAS. Ein Projekt in Zusammenarbeit mit der Förderagentur für Innovation des Bundes KTI, Winterthur.

Schulz, Michael. NordLB (Hrsg.), 25.07.2012: Covered Bond View.

Sozialdemokratischen Partei Deutschlands; BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN, 20.10.1998: Aufbruch und Erneuerung – Deutschlands Weg ins 21. Jahrhundert. Koalitionsvereinbarung.

Statistisches Bundesamt. Statistisches Bundesamt (Hrsg.), 26.09.2011: Finanzen und Steuern. Schulden der öffentlichen Haushalte 2010. Fachserie 14, Wiesbaden, Online im Internet:

https://www.destatis.de/DE/Publikationen/Thematisch/FinanzenSteuern/OeffentlicheHaushalte/Schulden/SchuldenOeffentlicherHaushalte2140500107004.pdf?__blob=publicationFile. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Strabag SE, 2010: Geschäftsbericht 2010, Online im Internet:

[http://www.strabag.com/databases/internet/_public/files.nsf/SearchView/5C9EBE168961C5B0C125797C00567CEA/\\$File/A_Gesch%C3%A4tsbericht%202010_D.pdf?OpenElement](http://www.strabag.com/databases/internet/_public/files.nsf/SearchView/5C9EBE168961C5B0C125797C00567CEA/$File/A_Gesch%C3%A4tsbericht%202010_D.pdf?OpenElement). Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

The Boston Consulting Group GmbH, 2004: Optimale staatliche Rahmenbedingungen für einen Kreditrisikomarkt/Verbriefungsmarkt für Kreditforderungen und -risiken in Deutschland. Gutachten im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen - Projektnummer 16/03, Online im Internet: http://www.rws-verlag.de/hauptnavigation/volltexte.html?volltext=577fd60255d4bb0f466464849ffe6d8e&jahr=2004&date_anchor=30032004. Zuletzt geprüft am: 21.02.2013.

Weber, Martin; Moß, Oliver; Schwichow, Heike. PricewaterhouseCoopers (Hrsg.), 2004: Public Private Partnership im Hochbau. Finanzierungsleitfaden. Public Private Partnership-Initiative, Online im Internet:

http://www.ppp.nrw.de/leitfaeden/03_finanzierungsleitfaden.pdf. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Internetdokumente:

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2009a: Enhancements to the Basel II framework, Online im Internet: <http://www.bis.org/publ/bcbs157.htm>. Zuletzt geprüft am: 11.04.2013.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2009b: History of the Basel Committee and its Membership, Online im Internet: <http://www.bis.org/bcbs/history.pdf>. Zuletzt geprüft am: 10.04.2013.

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, Juni 2006: Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen. Überarbeitete

Rahmenvereinbarung Umfassende Version, Basel, Online im Internet: <http://www.bis.org/publ/bcbs128ger.pdf>. Zuletzt geprüft am: 11.04.2013.

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, September 2008: Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision, Basel, Online im Internet: <http://www.bis.org/publ/bcbs144.pdf>. Zuletzt geprüft am: 11.06.2013.

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010b: Basel III: Ein globaler Regulierungsrahmen für widerstandsfähigere Banken und Bankensysteme, Basel, Online im Internet: http://www.bis.org/publ/bcbs189_de.pdf. Zuletzt geprüft am: 11.04.2013.

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010c: Basel III: Internationale Rahmenvereinbarung über Messung, Standards und Überwachung in Bezug auf das Liquiditätsrisiko, Basel, Online im Internet: http://www.bis.org/publ/bcbs188_de.pdf. Zuletzt geprüft am: 12.04.2013.

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2013a: Basel III: the liquidity coverage ratio and liquidity risk monitoring tools, 2013. Aufl., Basel, Online im Internet: <http://www.bis.org/publ/bcbs238.pdf>. Zuletzt geprüft am: 17.06.2013.

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2013b: Bericht an die Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der G20 über die Überwachung der Umsetzung der Basel-III-Reformen, Online im Internet: http://www.bis.org/publ/bcbs249_de.pdf. Zuletzt geprüft am: 27.06.2013.

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2013c: Revised Basel III leverage ratio framework and disclosure requirements, Online im Internet: <http://www.bis.org/publ/bcbs251.pdf>. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 19.03.1997: Rundschreiben 4/1997 - Veräußerung von Kundenforderungen im Rahmen von Asset-Backed Securities-Transaktionen durch deutsche Kreditinstitute, Online im Internet: http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/rs_9704_ba.html?nn=2818068. Zuletzt geprüft am: 25.02.2013. Zitiert als: BAKred 4/1997

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 16.06.1999: Rundschreiben 10/1999 - Behandlung von Kreditderivaten im Grundsatz I gemäß §§ 10, 10a KWG und im Rahmen der Großkredit- und Millionenkreditvorschriften, Online im Internet: http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/rs_9910_ba.html. Zuletzt geprüft am: 15.04.2013. Zitiert als: BaFin 10/1999

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 2011: Liste der für die bankaufsichtliche Risikogewichtung anerkannten Ratingagenturen samt Mapping. Geschäftszeichen BA 52, Online im Internet: http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/BA/ae_110509_ratingagenturen.html. Zuletzt geprüft am: 22.04.2013.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 28.05.2013: Aufgaben & Geschichte der BaFin, Online im Internet: http://www.bafin.de/DE/DieBaFin/AufgabenGeschichte/aufgabengeschichte_node.html. Zuletzt geprüft am: 07.07.2013.

Centre d'Expertise Français pour l'Observation des Partenariats Publics Privés: Cartographie des CPA en France, Online im

Internet: http://www.cefoppp.org/page.asp?ref_arbo=2330. Zuletzt geprüft am: 28.06.2012.

CESCE, 2009: Our Company, Online im Internet: <http://inglaterra.cesce.es/web/eng/Who-are-we/The-Environment/index.aspx>. Zuletzt geprüft am: 23.06.2015.

Dáil Debates Official Report, 23.10.2001: Asset Covered Securities Bill, 2001: Second Stage, Online im Internet: <http://debates.oireachtas.ie/dail/2001/10/23/00020.asp>. Zuletzt geprüft am: 24.6.2015.

Dáil Debates Official Report, 06.12.2001: Asset Covered Securities Bill, 2001: Second Stage, Online im Internet: <http://debates.oireachtas.ie/seanad/2001/12/06/00009.asp>. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Europäische Investitionsbank: Anteilseigner, Online im Internet: <http://www.eib.europa.eu/about/structure/shareholders/index.htm>. Zuletzt geprüft am: 03.01.2013a.

Europäische Investitionsbank: Das Kreditgarantieinstrument für transeuropäische Verkehrsprojekte. Fact Sheet, Online im Internet: http://www.eib.org/attachments/press/2008-005-fact_sheet_de.pdf. Zuletzt geprüft am: 04.01.2013.

Europäische Investitionsbank: Die EIB im Überblick, Online im Internet: <http://www.eib.europa.eu/about/index.htm>. Zuletzt geprüft am: 24.06.2016.

Europäische Kommission, 2014: Eigenkapitalrichtlinie: Geltende Rechtsvorschriften, Online im Internet: http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/legislation_in_force_de.htm#maincontentSec1. Zuletzt geprüft am: 10.04.2013. #391

Europäische Kommission, 2014: Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, die Europäische Zentralbank, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss, den Ausschuss der Regionen und die Europäische Investitionsbank. Eine Investitionsoffensive für Europa, Online im Internet: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0903&from=EN>. Zuletzt geprüft am: 07.05.2015.

Europäische Zentralbank, 2013: list of financial institutions, Online im Internet: <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=4586742>. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

European PPP Expertise Centre: What is EPEC?, Online im Internet: <http://www.eib.org/epec/about/index.htm>. Zuletzt geprüft am: 03.01.2013.

Eurostat: Eurostat EDP visits to Member States, Online im Internet: <http://ec.europa.eu/eurostat/de/web/government-finance-statistics/excessive-deficit-procedure/eurostat-edp-visits-to-member-states>. Zuletzt geprüft am: 16.02.2015.

Eurostat, 22.06.2007: Final Findings. EDP dialogue visit to the United Kingdom. 25 - 26 January 2007, Online im Internet: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/3991243/FINDINGS-FROM-THE-MISSION-TO-THE-UK-ON-25-26-JANUARY-2007.pdf/347e6efe-9f00-4a73-84ca-3f572dc95da6>. Zuletzt geprüft am: 23.06.2015.

Eurostat, 19.09.2007: Final Findings. EDP Mission to Italy. Italy 15-16 March 2007, Online im Internet: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/3991243/FF-IT-2007-03-15-2616.pdf/9abcd11-9591-4a5b-bc07-8b79665a85ae>. Zuletzt geprüft am: 23.06.2015.

Eurostat, 07.09.2007: Final Findings. EDP dialogue visit to Germany. 12.04.2007, Online im Internet: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/3991243/FF-DE-2007-04-12.pdf/c7fbc317-a53d-44e6-9e6a-a349d913bffc>. Zuletzt geprüft am: 23.06.2015.

Eurostat, 31.01.2007: Final Findings. EDP dialogue visit to Austria. 10-11 September 2007, Online im Internet: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/3991243/FF-AT-2007-09-11-2612.pdf/c909ea7e-38a0-41db-a9a9-fde4d0a11cb5>. Zuletzt geprüft am: 23.06.2015.

Eurostat, 15.10.2008: Final Findings. EDP dialogue visit to France. 13 June 2008, Online im Internet: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/3991239/FF-FR-2008-06-13.pdf/4b501efe-698d-4f31-964d-60de379d21e8>. Zuletzt geprüft am: 23.06.2015.

Eurostat, 24.04.2009: Final Findings. EDP dialogue visit to the UK. 12 - 13 January 2009, Online im Internet: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/3991235/FF-UK-12-01-09.pdf/58302554-ee21-47f3-8dee-173bb8d0b9c0>. Zuletzt geprüft am: 23.06.2015.

Eurostat, 28.09.2009: Final Findings. EDP dialogue visit to Spain. 15-16 June 2009, Online im Internet: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/2037335/FF-ES-15-16-June.pdf/ec63a985-18de-44c7-8ff7-7c50cc61ce22>. Zuletzt geprüft am: 23.06.2015.

Eurostat, 08.11.2010: Final Findings. EDP dialogue visit to Austria. 30 November - 1 December 2009, Online im Internet: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/3991235/Final-findings-AT-30.11-1.12.2009.pdf/da919cf2-dea1-4196-947e-3b68da3b839b>. Zuletzt geprüft am: 23.06.2015.

Eurostat, 27.07.2011: Final Findings. EDP dialogue visit to Germany, 5 – 6 May 2011 Online im Internet: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/3991287/Final-findings-of-the-EDP-dialogue-visit-to-Germany-on-5.pdf>. Zuletzt geprüft am: 23.06.2015.

Eurostat, 26.04.2012: Final Findings. EDP dialogue visit to France. 29. November 2010, Online im Internet: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/3991231/Final-Findings-EDP-dialogue-visit-to-France-29-Nov.2010-.pdf/45b514e2-299e-4c44-abc9-8144f2c4fd4e>. Zuletzt geprüft am: 23.06.2015.

Eurostat, 10.05.2011: Final Findings. EDP dialogue visit to the United Kingdom. 26 - 28 January 2011, Online im Internet: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/3991287/Final-findings-of-the-EDP-dialogue-visit-to-the-UK-on-26.pdf>. Zuletzt geprüft am: 23.06.2015.

Eurostat, 08.01.2013: Final Findings. EDP dialogue visit to Austria. 25-26 June 2012, Online im Internet: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/3991227/Final-findings-EDP-dialogue-visit-AT-25-26-June-2012.pdf>. Zuletzt geprüft am: 23.06.2015.

- Eurostat**, 30.08.2013: Final Findings. EDP dialogue visit to Spain. 24 - 25 January 2013, Online im Internet: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/3991223/Final-findings-EDP-dialogue-visit-ES-24-25-January-2013.pdf>. Zuletzt geprüft am: 23.06.2015.
- Eurostat**, 27.09.2013: Final Findings. EDP dialogue visit to Italy. 4-5 February 2013, Online im Internet: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/3991223/Final-findings-IT-EDP-DV-4-5-Feb13-UDV-19-21-Nov12.pdf>. Zuletzt geprüft am: 23.06.2015.
- Eurostat**: Bruttoverschuldung des Staates - jährliche Daten, Online im Internet: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=de&pco de=teina225&plugin=1>. Zuletzt geprüft am: 22.11.2015.
- Eurostat**: Relevant legal texts and guidelines, Online im Internet: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/legal_texts/index_en.htm. Zuletzt geprüft am: 23.06.2015a.
- Eurostat**: Verfahren bei übermäßigem Defizit, Online im Internet: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/excessive-deficit-procedure>. Zuletzt geprüft am: 23.06.2015b.
- Fitch Rating**, 12.09.2006. *Morlok, Markus; Moloney, Galen; Kotecha, Krisch; Monnier, Laurence; Fraulo, Francesca; Kuti, Christiane*: Essential Public Infrastructure Capital II GmbH, Online im Internet: http://www.kfw.de/kfw/de/KfW-Konzern/Kreditverbriefung/Verbriefungsplattformen_der_KfW/Weitere_Transaktionen/Pdf_Dokumente_weitere_Transaktionen/EPIC_2_Fitch_NIR.pdf. Zuletzt geprüft am: 22.03.2013.
- Französischer Senat**, 2010: Wortprotokoll der Sitzung vom 01.10.2010, Online im Internet: <http://www.senat.fr/seances/s201010/s20101001/s20101001018.html>. Zuletzt geprüft am: 26.01.2013.
- Fuest, Clemens**, 12.05.2015: Standpunkt von ZEW-Präsident Clemens Fuest zur Investitionspolitik in Deutschland, Online im Internet: <http://www.zew.de/de/aktuell/2995>. Zuletzt geprüft am: 29.06.2015.
- Fuhrmann, Wilfried; Sauermann, Henry**, 2000: Zum Bankensystem im Transformationsprozeß, in: <http://www.geldtheorie.de> (Nr. 2, 2000-10-01), Online im Internet: <http://www.geldtheorie.de/texte/geld2.pdf>. Zuletzt geprüft am: 14.03.2012.
- Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.**, 07.05.2015: Herausforderungen der Niedrigzinspolitik, Online im Internet: <http://www.gdv.de/2015/05/herausforderungen-der-niedrigzinspolitik/>. Zuletzt geprüft am: 29.06.2015.
- Ginnie Mae**: Ginnie Mae's Role in Housing Finance, Online im Internet: http://www.ginniemae.gov/consumer_education/Pages/ginnie_maes_role_in_housing_finance.aspx. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.
- HM Treasury**, 2014a: Current projects as at 31 March 2014, Online im Internet: <https://www.gov.uk/government/publications/private-finance-initiative-projects-2014-summary-data>. Zuletzt geprüft am: 13.02.2015.
- HM Treasury**, 2014b: Private Finance Initiative projects: 2014 summary data, Online im Internet: https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/

387228/pfi_projects_2014_summary_data_final_15122014.pdf. Zuletzt geprüft am: 13.02.2015.

Innisfree Limited: Long Term Income Funds - LTI Funds, Online im Internet: <http://www.innisfree.co.uk/funds.html>. Zuletzt geprüft am: 07.07.2013a.

Innisfree Limited: Projects, Online im Internet: <http://www.innisfree.co.uk/projects.html>. Zuletzt geprüft am: 07.07.2013b.

Irish Banking Federation: ACS Ireland Overview, Online im Internet: <http://www.ibf.ie/gns/about-ibf/ACSireland/ACSOverviewsb.aspx>. Zuletzt geprüft am: 24.10.2012.

Kreditanstalt für Wiederaufbau: Essential Public Infrastructure Capital III, Online im Internet: http://www.kfw.de/kfw/de/KfW-Konzern/Kreditverbriefung/Verbriefungsplattformen_der_KfW/Weitere_Transaktionen/Beendete_Transaktionen/Essential_Public_Infrastructure_Capital_III.jsp. Zuletzt geprüft am: 22.03.2013.

Kreditanstalt für Wiederaufbau: Stichting Profile Securitisation 1, Online im Internet: http://www.kfw.de/kfw/de/KfW-Konzern/Kreditverbriefung/Verbriefungsplattformen_der_KfW/Weitere_Transaktionen/Aktive_Transaktionen/Stichting_Profile_Securitisation_1.jsp. Zuletzt geprüft am: 22.03.2013.

Kreditanstalt für Wiederaufbau: Verbriefungsaktivitäten der KfW. Verbriefung ist ein wichtiger Baustein für die Kreditversorgung der Wirtschaft, Online im Internet: http://www.kfw.de/kfw/de/KfW-Konzern/Kreditverbriefung/Verbriefungsplattformen_der_KfW/index.jsp. Zuletzt geprüft am: 25.02.2013.

Kreditanstalt für Wiederaufbau, 22.03.2013: Smart PFI 2007-1, Online im Internet: http://www.kfw.de/kfw/de/KfW-Konzern/Kreditverbriefung/Verbriefungsplattformen_der_KfW/Weitere_Transaktionen/Aktive_Transaktionen/Smart_PFI_2007-1.jsp.

L'Unità Tecnica Finanza di Progetto: compiti istituzionali, Online im Internet: http://www.utfp.it/chi_compiti.htm. Zuletzt geprüft am: 16.02.2015.

NRW Bank: Aufgaben der NRW.BANK, Online im Internet: <http://www.nrwbank.de/de/corporate/wirueberuns/aufgaben.html>. Zuletzt geprüft am: 03.11.2013.

PPP-Projektdatenbank, ÖPP-Projekte mit Vertragsabschluss im Hoch- und Straßenbau, Online im Internet: http://www.ppp-projektdatenbank.de/fileadmin/user_upload/150430_OEPP-Projekte_mit_Vertragsabschluss_im_Hoch-_und_Strassenbau_Investitionsvolumen_gesamt.png. Zuletzt geprüft am: 28.06.2015.

Public Sector Pension Investment Board: Profile, Online im Internet: <http://www.investpsp.ca/en/about-profile.html>. Zuletzt geprüft am: 28.12.2013.

True Sale International GmbH: Die TSI im Überblick, Online im Internet: <http://www.true-sale-international.de/unternehmen/tsi-im-ueberblick/>. Zuletzt geprüft am: 25.02.2013.

Interviews:

Heuber, Michael; Wohlfarth, Kai: Deckungsmasse deutscher Pfandbriefe, Interview per Email, 06.09.2012.

Kuschel, Marion; Wohlfarth, Kai: Verbuchung von PPP in Deutschland, Telefoninterview, 23.05.2012.

Pressemitteilungen:

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 16.12.2010a: Basel III rules text and results of the quantitative impact study issued by the Basel Committee, Online im Internet: <http://www.bis.org/press/p101216.htm>. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Bautier, Philippe, 11.02.2004. Luca Ascoli: Neue Eurostat-Entscheidung über Defizit und Schuldenstand. Behandlung öffentlich-privater Partnerschaften. Behandlung öffentlich-privater Partnerschaften, Online im Internet: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=STAT/04/18&format=PDF&aged=1&language=DE&guiLanguage=en>. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Eurostat, 21.10.2015: Pressemitteilung 186/2015: Bereitstellung der Daten zu Defizit und Schuldenstand 2014 – zweite Meldung,, Online im Internet: https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesamtwirtschaftUmwelt/VGR/EUStabilitaetSpakt/Tabellen/DefizitEurostat.pdf?__blob=publicationFile. Zuletzt geprüft am: 22.11.2015.

International Public Sector Accounting Standards Board, 31.10.2011: IPSASB Approves IPSAS 32-Service Concession Arrangements: Grantor and Annual Improvements Standards, Online im Internet: <http://www.ifac.org/news-events/2011-10/ipsasb-approves-ipsas-32-service-concession-arrangements-grantor-and-annual-impr>. Zuletzt geprüft am: 24.06.2015.

Zeitschriftenaufsätze:

Allard, Gayle; Trabant, Amanda, 2008: Public-Private Partnerships In Spain: Lessons And Opportunities, in: International Business & Economics Research Journal, Jahrgang 7, Seiten 1–24.

Asmussen, Jörg, 2006: Verbriefungen aus Sicht des Bundesfinanzministeriums, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jahrgang 59.2006, Seiten 1016–1018.

Chiara, Nicola; Kokkaew, Nakhon, 2013: Alternative to Government Revenue Guarantees: Dynamic Revenue Insurance Contracts, in: Journal of Infrastructure Systems, Seiten 287–296.

Krämer-Eis, Helmut; Schneider, Claudia; Tiskens, Christoph, 2005: Kreditverbriefung und Mittelstandsfinanzierung, in: KfW-Research: Mittelstands- und Strukturpolitik, Ausgabe 33, Seiten 43–66.

Williamson, John, 2003: From Reform Agenda to Damaged Brand Name. A short history of the Washington Consensus and suggestions for what to do next. A short history of the Washington Consensus and suggestions for what to do next, in: Finance & Development, Seiten 10–13.

Zohlnhöfer, Reimut; Obinger, Herbert, 2005: Ausverkauf des "Tafelsilbers".
Bestimmungsfaktoren der Privatisierungserlöse in EU- und OECD-Staaten 1990 - 2000.
Bestimmungsfaktoren der Privatisierungserlöse in EU- und OECD-Staaten 1990 - 2000,
in: Politische Vierteljahresschrift : PVS ; Zeitschrift der Deutschen Vereinigung für
Politische Wissenschaft, Jahrgang 46, Seiten 602–628.

Zeitungsmeldung:

Frankfurter Allgemeine Zeitung, 16.02.2015: Geldanlagen fehlen - Niedrigzins nagt
an Reserven der Sozialkassen. Online im Internet:
<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/rentenversicherungen-suchen-nach-passender-geldanlage-13430313.html>. Zuletzt geprüft am: 29.06.2015.