

Public Private Partnerships und Verbriefung in Deutschland: Kapitalmarktfinanzierung nach britischem Vorbild

Public Private Partnerships (PPP), entstanden 1992 in Großbritannien als Regierungsinitiative unter dem Namen „Private Finance Initiative“ (PFI) zur lokalen Förderung von Infrastrukturprojekten, erfreuen sich auch im übrigen Europa zunehmender Beliebtheit. Rund 750 abgeschlossene Projekte in Großbritannien in den letzten 13 Jahren haben die Vorzüge einer engen Zusammenarbeit von öffentlichem Sektor und privater Wirtschaft deutlich gemacht.¹⁾

Im Fokus steht neben der Finanzierung der Risikotransfer an den privaten Sektor mit befreiender Wirkung auf öffentliche Haushalte und Maastricht-Kriterien. Darüber hinaus bringt der private Sektor sein Prozessmanagement und Service Know-how in öffentliche Projekte mit ein. Im Rahmen eines Lebenszyklusansatzes werden die Projekte von Anfang bis Ende von privaten Unternehmen geplant und durchgeführt – mit deutlichen Effizienzgewinnen für den öffentlich-rechtlichen Auftraggeber.

Effizienzpotenziale erschließen durch PPP Task Force

„Das Effizienzpotenzial liegt in der Verbesserung des Schnittstellenmanagements und der Verfahrensabläufe, durch den Lebenszyklusansatz sowie in der Nutzung privatwirtschaftlicher Anreizmechanismen aufgrund einer optimierten Risikoverteilung“, so die PPP Task Force der Bundesregierung, die im Jahr 2002 im Rahmen der Innovationsoffensive gegründet wurde.²⁾ Neben fünf bis zehn Pilotprojekten, die in erster Linie als Knowledge Datenbank dienen, gibt es zurzeit über 100 weitere Immobilienprojekte mit einem Gesamtinvestitionsvolumen von mehr als vier Milliarden Euro.

Trotz steigender Beliebtheit erinnern Kritiker immer wieder gerne an „Toll Collect“,

dem kontroversesten deutschen PPP-Projekt der vergangenen Jahre. Toll Collect war mit vollem Rückgriff auf die Privaten konzipiert worden und nicht, wie sonst bei PPP-Projekten marktüblich, als „limited recourse“. Die Schwächen, die Toll Collect aufgedeckt hat, sind klar, jedoch kein Hinderungsgrund für zukünftige PPP-Projekte. Vielmehr hat Toll Collect deutlich gemacht, wie wichtig eine effektive Risikoallokation und Aufgabenverteilung zwischen Staat und privatem Sektor ist.

Kapitalmarkteintritt nach britischem Vorbild

Charakteristisches Merkmal des reifen PPP-Sektors in Großbritannien ist, dass das Projektrisiko regelmäßig durch Verbriefungen an den Kapitalmarkt transferiert wird. Meistens werden hierbei PPP-Projekte auf Ein-

zelbasis verbrieft und zwar durch Emission von Senior Bonds und teilweise auch Junior Bonds (GCHQ, Central Nottingham Hospital plc, UK Hospital Project Financing). PPP-Verbriefungen beschränken sich jedoch nicht mehr auf einzelne Projekte, sondern umfassen auch Portfolios von Projekten (CDO of PPPs) – wie zuletzt bei Essential Public Infrastructure Capital II (EPIC II), einer globalen Verbriefung von 42 PPP-Projekten durch die Depfa Bank. Diese Verbriefung beinhaltet größtenteils Projekte aus Großbritannien, aber auch aus anderen europäischen Ländern wie Spanien, Portugal und Irland. Deutsche PPP-Projekte sind nicht dabei.

Aber aufgrund der Dynamik im deutschen PPP-Sektor ist es jedoch nur eine Frage der Zeit, dass PPP-Projekte regelmäßig durch den Kapitalmarkt finanziert werden – entweder als geradlinige Bondemission auf Basis eines einzelnen PPP-Projektes oder aufgrund der hohen Granularität des deutschen PPP-Sektors als Verbriefung eines deutschen/europäischen Portfolios an PPP-Projekten.

Grundkonzept einer PPP-Verbriefung

Einen Auftakt gab es kürzlich mit der ersten kapitalmarktbasierter Finanzierung einer deutschen PPP, dem Protonentherapiezentrum (PTC) des Universitätsklinikums Essen (Juni 2006). Das Projekt hat eine Laufzeit von 19,5 Jahren – 4,5 Jahre Konstruktionsphase und 15 Jahre operative Phase. Das Finanzierungsvolumen beträgt 136 Millionen Euro, davon 122 Millionen Euro in Senior Bonds und jeweils sieben Millionen Euro in Mezzanine- und Junior Bonds. Zahlungen für den Bau und den Betrieb des Protonentherapiezentrums erfolgen durch den öffentlich-rechtlichen Auftraggeber, die Westdeutsche Protonentherapiezentrum Essen GmbH in Abhängigkeit der

Markus Schaber, Director, Marco Neuhaus, Associate, beide Securitized Products Group, Deutsche Bank, London

Die bisherigen PPP-Projekte in Deutschland ermöglichen durch Abschluss fester Vertragsangebote meist zwar eine Kostenkontrolle für die öffentliche Hand, allerdings hat sie wegen der abgegebenen Zahlungsgarantie das Projektrisiko zu tragen. Neben der Finanzierung wird aus Sicht der Autoren allmählich aber der Risikotransfer auch für den deutschen PPP-Markt immer wichtiger. Sie registrieren hierzulande jedenfalls eine größere Aufgeschlossenheit für „echte“ PPP-Projekte, wie sie beispielsweise in Großbritannien vorherrschend sind. Dass ein Protonentherapiezentrum (PTC) des Universitätsklinikums Essen nun dem britischen Vorbild folgt und das Projektrisiko an den privaten Sektor transferiert, könnte aus Sicht der Autoren Signalwirkung für Folgeprojekte im Krankenhaus-, Schul- und Transportsektor haben. (Red.)

Einsatzbereitschaft und Leistungsfähigkeit der Anlage. Das heißt im Schadensfall können diese Zahlungen komplett ausfallen, da der Fremdkapitaldienst nicht durch die öffentliche Hand garantiert wird. Die Projektstruktur für dieses Vorhaben hat damit die typisch deutsche PPP-Finanzierung, bei der nur Teile des Projektrisikos auf den privaten Sektor übertragen werden, verlassen und sich dem britischen PPP-Konzept angenähert.

Wie in herkömmlichen Verbriefungen bildet eine Zweckgesellschaft, die eigens für das Projekt gegründet wird (Projektgesellschaft), das Kernstück der Transaktion. Sie knüpft die Verträge mit den einzelnen Subunternehmen, darunter (i) Bauunternehmen für Neubau, Umbau und Modernisierungsarbeiten und (ii) Serviceunternehmen für Instandhaltungsarbeiten (Hard Facilities Management) und Projektbetreuung (Soft Facilities Management). Bauleistungen wer-

den in der Regel in den ersten zwei bis fünf Jahren des Projektes ausgeführt, während Serviceleistungen über die gesamte Laufzeit des PPP-Projektes erbracht werden – häufig 30 Jahre und mehr.

Die Projektgesellschaft wird – vorausgesetzt, dass im Wesentlichen Verfügbarkeitsrisiken und nicht Auslastungsrisiken auf den privaten Sektor übertragen werden – in der Regel mit einem Eigenkapital- und/oder nachrangigen Fremdkapitalanteil an der Projektgesellschaft ausgestattet, der häufig nicht mehr als zehn Prozent bis 15 Prozent beträgt. Die Hauptfinanzierung des PPP-Projektes wird sichergestellt durch die Emission eines mit der Laufzeit des Projektes kongruenten Bonds. Rückzahlung des Bonds erfolgt durch Zahlungen des öffentlich-rechtlichen Auftraggebers. Es handelt sich dabei um eine regelmäßige Zahlung, die sich typischerweise während der Konstruktionsphase erhöht und mit der technischen Abnahme und anschließender Verfügbarkeit des Projektes gleich bleibend bis zum Ende der Laufzeit fort dauert.

Zahlungen erfolgen direkt an die Projektgesellschaft, sind jedoch abhängig davon, ob die Leistungen der Subunternehmen die zuvor festgelegten Standards erfüllen. Die Projektgesellschaft, als direkter Vertragspartner des öffentlich-rechtlichen Auftraggebers, ist demnach voll verantwortlich für die Einhaltung der nachgefragten Serviceleistungen. In diesem Rahmen besteht grundsätzlich auch die Möglichkeit des Austausches einzelner Subunternehmen, sollte es zu Vertragsbruch beziehungsweise Nichterfüllung vereinbarter Leistungen kommen (Abbildung 1).

Abbildung 1: Typische PPP-Finanzierungsstruktur

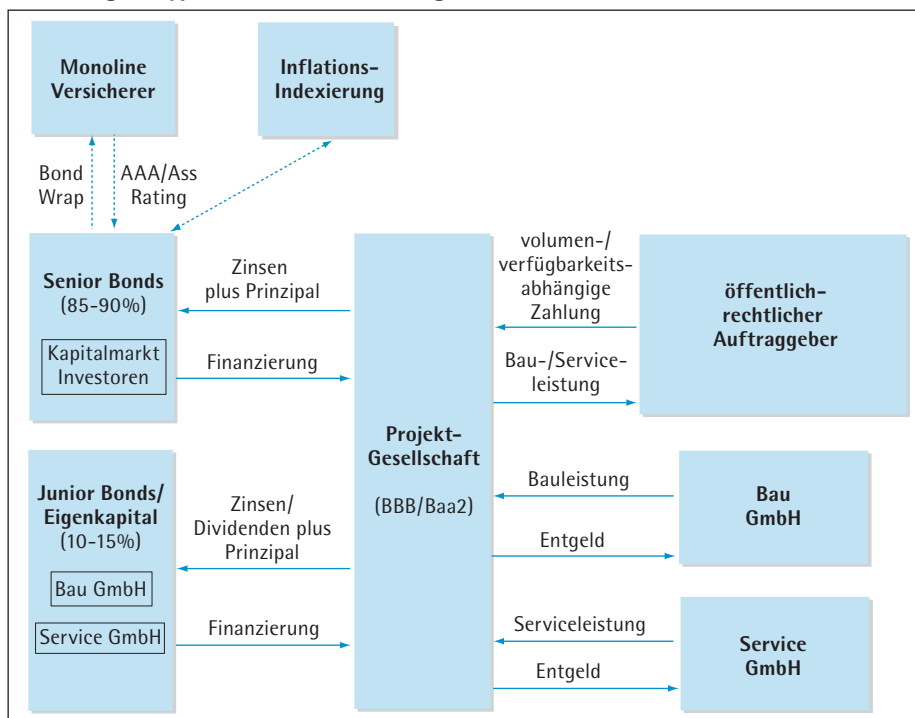
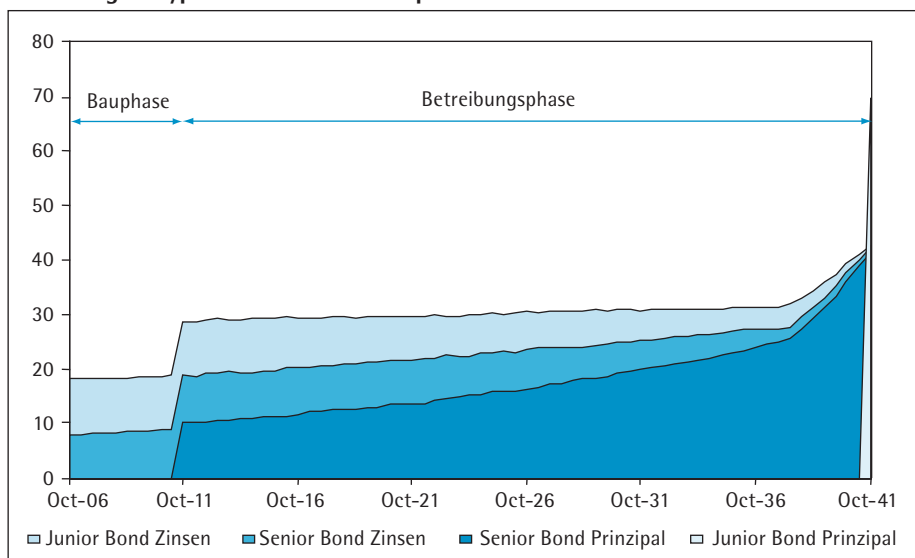


Abbildung 2: Typisches Amortisationsprofil für PPP Bonds



Struktur der PPP-Bonds

Hauptmerkmal der zugrunde liegenden Bonds ist die lange Laufzeit von 20 bis 40 Jahren – im Einklang mit der Dauer des PPP-Projektes.³⁾ Dabei sind die Senior Bonds in der Regel nicht als „Bullets“ strukturiert, sondern folgen einem bestimmten zahlungsabhängigen Amortisationsprofil. Dieses beginnt in der Regel, wie bereits erläutert, erst mit dem Abschluss der Bauphase und dem Beginn des eigentlichen Betriebs des Finanzierungsobjektes. Rückzahlungen etwaiger nachrangiger Bonds beziehungsweise der Eigenkapitalanteile fließen oft erst zum Ende der Laufzeit in Form von Einmalzahlungen. Zinszahlungen/Dividenden erfolgen bereits



kurz nach Betriebsaufnahme, abhängig von den verfügbaren Cash-Flows und der Sicherheitenstruktur des Fremdkapitals (Debt Covenants). Die Art der Cash-Flows bestimmt auch, ob die Bonds mit fixem Coupon ausgestattet oder an einen Preisindex gekoppelt (inflation-linked) sind (Abbildung 2).

Risikofaktoren

Viele PPP-Projekte weisen ein Rating im unteren Investment Grade Bereich, das heißt BBB-/Baa3 auf. Debt Service Coverage Ratios liegen häufig zwischen 1,15 und 1,3. Verschiedene Konten, um zusätzliche Liquidität im Falle von kurzfristigen Cash-Flow-Unterbrechungen bereitzustellen, werden in der Regel eingerichtet. Aufgrund der langen Laufzeit und der damit verbundenen geringeren Liquidität am Kapitalmarkt ist der Preis, also der Spread für BBB-bewertete Bonds relativ hoch. Daher werden in Großbritannien die Senior Bonds häufig durch einen führenden Monoline Versicherer abgesichert, so dass für die Bonds ein AAA Rating erreicht wird (wrapped Bonds). Die zu Grunde liegende Garantie ist unbedingt und unwiderruflich. Sie ist teilweise deshalb wirtschaftlich sinnvoll, da die Garantieprämie niedriger sein kann als der Spreaddifferenz zwischen BBB- und AAA bewerteten Bonds mit 30 oder mehr Jahren Laufzeit. Wirft man einen Blick auf Großbritannien

als Ursprungsmarkt für Public Private Partnerships, so kann man resümieren, dass die meisten PPP-Projekte aus Kapitalmarkt-sicht bisher erfolgreich verlaufen sind. Gründe hierfür sind in erster Linie der große Anteil an PPP-Modellen, die auf Verfügbarkeits- und nicht Auslastungsmerkmale abstellen, sowie die weite Verbreitung an Monoline Bond Wraps. Nur in einigen wenigen Fällen kam es zu Cash-Flow-Unterbrechungen: entweder durch operative Ausfälle oder durch Insolvenzen von Subunternehmen. In allen Fällen konnten jedoch die ursprünglichen Ratings beibehalten werden.⁴⁾

Die meisten PPP-Projekte besitzen, wie angedeutet, ein zu Grunde liegendes Rating im BBB-Bereich. Verantwortlich dafür ist die geringe Eigenkapitalquote der Projektgesellschaft, die lange Laufzeit der Projekte, verbunden mit Volatilität in den zukünftigen Zahlungsströmen und die häufig mangelnde Risikodiversifikation durch Konzentration auf nur ein bestimmtes Infrastrukturprojekt. Hinzu kommen Debt Service Coverage Ratios von häufig nicht mehr als 1,3, die trotz vorhandener Liquiditätsreserven nur wenig Puffer bieten.

Hauptrisikofaktor ist jedoch das Counterparty-Risiko, also das Risiko, dass mit der Leistungserbringung der Subunternehmen in Bezug auf vertraglich festgelegte Standards verbunden ist (Qualitäts-/Service-

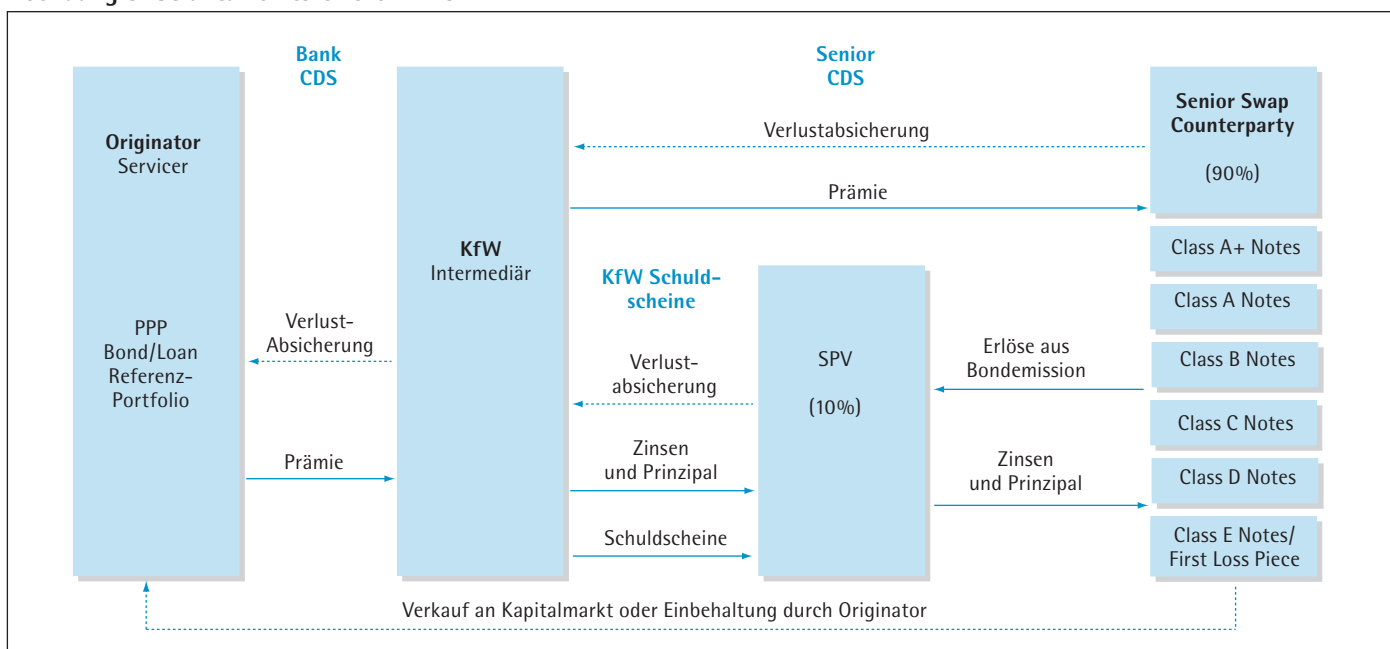
mängel) beziehungsweise ganz allgemein das Insolvenz-Risiko der Subunternehmen. Andererseits ist das Risiko durch entsprechend starke Vertragsstrukturen mit Eintrittsrechten, Besicherung und Zahlungsansprüche gegen die öffentliche Hand mit deren guter Kreditqualität begrenzt.

Temporäre Kapitalbindung

Viele Bauunternehmen treten während der Bauphase eines PPP-Projektes in „Vorkasse“, da ein erheblicher Teil der Zahlungen des öffentlich-rechtlichen Auftraggeber erst nach Fertigstellung des Projektes erfolgt. Diese temporäre Kapitalbindung kann kurzfristig die Ausfallwahrscheinlichkeit erhöhen. Ähnlich wie bei den Bauunternehmen besteht auch bei den Serviceanbietern Insolvenzrisiko, beispielsweise als Folge unerwarteter Kostenerhöhungen. Das Ausmaß des Counterparty-Risikos hängt letztlich davon ab, wie schnell – im Falle eines Ausfalls des Vertragspartners – ein entsprechendes Ersatzunternehmen gefunden wird und zu welchem Preis es einsatzbereit ist.

Unabhängig vom Insolvenzrisiko besteht auch Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Cash-Flows aus dem Projekt selbst. Hier ist entscheidend, wie die Vertragsgestaltung mit dem öffentlich-rechtlichen Auftraggeber ist. Generell unterscheidet man zwischen zwei grundsätzlichen Ent-

Abbildung 3: Struktur eines CDO of PPPs



lohnungsmodellen: Zahlungen in der Betriebsphase sind abhängig von vorher festgelegten (Mindest-)Volumina zum Beispiel der Anzahl erfolgreich behandelter Patienten (Volume based Payments) oder lediglich von der Verfügbarkeit des Objektes zum Beispiel die Sicherstellung, dass das Krankenhaus betriebsfähig ist (Availability based Payments). Bei volumenabhängigen Zahlungen ist das Risiko vergleichsweise größer, da Unsicherheit über die tatsächliche Auslastung und damit der Einnahmen des Projektes in der Zukunft herrscht.

CDO von PPPs

Bei den meisten kapitalmarktbasieren PPP-Finanzierungen handelt es sich um die Finanzierung einzelner PPP Bonds beziehungsweise Loans. Interessant wird eine Kapitalmarktfinanzierung ab einem Volumen von rund 100 Millionen Euro. Für PPP-Projekte mit kleinerem Finanzierungsvolumen bleibt in erster Linie die klassische Bankenrefinanzierung. Hier ergeben sich jedoch für Banken, die Portfolios an PPP Bonds halten, interessante Möglichkeiten zum Management von ökonomischen und regulatorischem Eigenkapital: CDOs von PPPs, also Kapitalmarktverbriefungen von Portfolios von PPP Bonds. Hier konnten in den letzten Jahren einige (wenige) Transaktionen beobachtet werden. Darunter auch kürzlich die beiden Essential Public Infrastructure Capital Transaktionen von der Depfa und Stichting Profile Securitisation I von Sumitomo Mitsui Banking Corporation.

Alle drei Transaktionen bedienen sich der Verbriefungsplattform der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) und weisen die typische Transaktionsstruktur eines synthetischen Balance Sheet CDOs auf (wie zum Beispiel Promise-I Mobility 2005-2): Abschluss eines Bank Swaps zwischen Originator und der KfW über das gesamte Portfolio-Volumen. Die KfW rückversichert dann die Top 85 bis 90 Prozent (AAA Super Senior Tranche) durch einen Credit Default Swap (CDS) mit einem Swap Counterparty (häufig Monoline-Versicherungen). Die unteren zehn bis 15 Prozent des Portfoliorisikos werden „gefunded“ durch Verkauf von KfW Schuldscheinen an das SPV, das wiederum den Kauf mit der Herausgabe von mehreren Tranchen entlang des Ratingspektrums finanziert. Die unterste Tranche, das so genannte First Loss Piece, trägt eventuelle Verluste zuerst. Ob sich

eine Kapitalmarktplatzierung lohnt oder ob der Originator das First Loss Piece besser selbst behält, hängt vom Spread der Tranche und den Verlusterwartungen des Portfolios ab (Abbildung 3).

Das Referenz-Portfolio besteht aus den typischen, langlebigen PFI Bonds/Loans und umfasst in der Regel zahlenmäßig nur einen Bruchteil an Assets relativ zu klassischen Balance Sheet CDOs, wodurch die Diversifikation geringer ist.

In Großbritannien war das Angebot an kapitalmarktbasieren PPP-Transaktionen in den letzten Jahren groß. Im Fokus standen dabei Projektfinanzierungen im Krankenhaus-, Schul- und Transportsektor (zum Beispiel Consort Healthcare, Capital Hospitals, Inspired Education, Alpha Schools, Highway Management (City) Finance, Tube Lines Finance). In naher Zukunft werden PPPs im Bereich Flughäfen und Schiffshäfen vermutlich das Angebot von PFI Bonds erweitern. Trotz des steigenden Angebots ist die Nachfrage nach diesen Assets groß. Gründe hierfür sind insbesondere ihre gute Performance in der Vergangenheit sowie die Suche von Investoren nach alternativen Investitionsmöglichkeiten.

Insbesondere Investoren mit langfristigen Verbindlichkeiten (zum Beispiel Pensionsfonds, Lebensversicherungen) sind an langfristigen, laufzeitkongruenten Anlageformen interessiert. Aber auch Banken und Hedge Funds fragen PPP Bonds zunehmend nach. Neben dem klassischen Kreditersatzgeschäft realisieren sie teilweise auch Arbitragegewinne, indem sie die Monoline Garantie und/oder die Inflationskomponente vom Bond abkoppeln und an den Kapitalmarkt verkaufen (Short Position) während sie gleichzeitig den Bond behalten (Long Position).

CDOs von PPPs sind ebenfalls beliebt am Kapitalmarkt, nicht zuletzt wegen ihres (bisherigen) Seltenheitswertes und den damit verbundenen Portfolio-Diversifikations-Möglichkeiten. Gerade CDOs von PPP in Form von Stichting Profile Securitisation I und EPIC I & II dürften in Deutschland in den nächsten Jahren zu beobachten sein. Sie ermöglichen es, viele einzelne PPP-Projekte mit geringen Finanzierungsvolumen zu bündeln und darüber die kritische Masse für eigene Verbriefungen am Kapitalmarkt zu erreichen. Denkbar ist, dass diese Portfolios rein deutsche Assets enthalten oder

im Rahmen eines größeren europäischen Portfolios wie in EPIC II verbrieft werden.

Durch Haushaltszwänge gespeist

Gespeist wird das steigende Angebot an PPP Bonds in Deutschland allgemein durch die Haushaltszwänge der öffentlichen Hand und durch die Schaffung neuer gesetzlicher Grundlagen wie zum Beispiel das PPP-Beschleunigungsgesetz. Darüber hinaus kommt es inzwischen vermehrt zu „echten“ PPP-Projekten, nachdem zunächst hauptsächlich „einredefreie“ PPPs umgesetzt wurden (insbesondere im Schulsektor). „Einredefreie“ PPP-Projekte ermöglichen zwar Kostenkontrolle für die öffentliche Hand durch Abschluss fester Vertragsangebote, allerdings verbleibt ebenso das Projektrisiko wegen der abgegebenen Zahlungsgarantie bei der öffentlichen Hand.

„Echte“ PPPs hingegen transferieren das Projektrisiko an den privaten Sektor. Dem Protonentherapiezentrum Essen kommt dabei als erste Krankenhaus-PPP-Finanzierung eine Vorreiterrolle zu. Daneben sind weitere Projekte in der Pipeline. So befinden sich verschiedene Autobahnprojekte (so genannte A-Modelle) zurzeit in der Ausschreibung. Des Weiteren gibt es einige öffentliche Hochbauprojekte wie zum Beispiel der Landtag in Potsdam oder der Flughafen Berlin Brandenburg International, um nur einige zu nennen.

Insgesamt betrachtet ist das Potenzial an kapitalmarktrefinanzierten PPP-Projekten gerade bei größeren Vorhaben in Deutschland relativ hoch. Bei kleineren Projekten hingegen wird voraussichtlich die klassische Bankrefinanzierung weiterhin im Vordergrund stehen. Allerdings ergeben sich hier interessante Möglichkeiten der Bilanzentlastung für finanzierende Banken durch CDOs von PPP.

Fußnoten

¹⁾ Siehe HM Treasury: Private Finance Initiative (PFI) Statistics, März 2006.

²⁾ Siehe Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung: Public Private Partnership Task Force, 2005.

³⁾ Für Laufzeiten von rund 20 Jahren, siehe zum Beispiel PTC Essen Capital (Protonentherapiezentrum Essen), Catalyst Healthcare (Manchester) Financing (Dezember 2004) oder Consort Healthcare (Birmingham) Funding (Juni 2006). Für Laufzeiten über 35 Jahre, siehe Alpha Schools (Highland) Project (März 2006) oder Capital Hospitals (April 2006).

⁴⁾ Siehe auch Standard and Poor's: Evolution Not Revolution: Ratings the PPP Sector ten Years on, November 2005.