



# Project Bond Initiative

## Projektauswahl für Erfolg entscheidend

23. August 2013

**Autor**

Eric Heymann  
+49 69 910-31730  
eric.heyman@db.com

**Editor**

Antje Stobbe

Deutsche Bank AG  
DB Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
E-Mail: marketing.dbr@db.com  
Fax: +49 69 910-31877

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

DB Research Management  
Ralf Hoffmann | Bernhard Speyer

Durch die Wirtschafts- und Finanzkrise in Europa haben sich die Möglichkeiten zur Finanzierung von Infrastrukturprojekten verschlechtert. Traditionelle Finanzierungsinstrumente haben im Zuge der Krise an Bedeutung verloren. So ist die Verschuldung der öffentlichen Haushalte gestiegen, was der Infrastrukturfinanzierung aus Steuermitteln enge Grenzen setzt. Zusätzlich wird die Finanzierung durch Bankkredite durch verschärfte Eigenkapitalanforderungen erschwert.

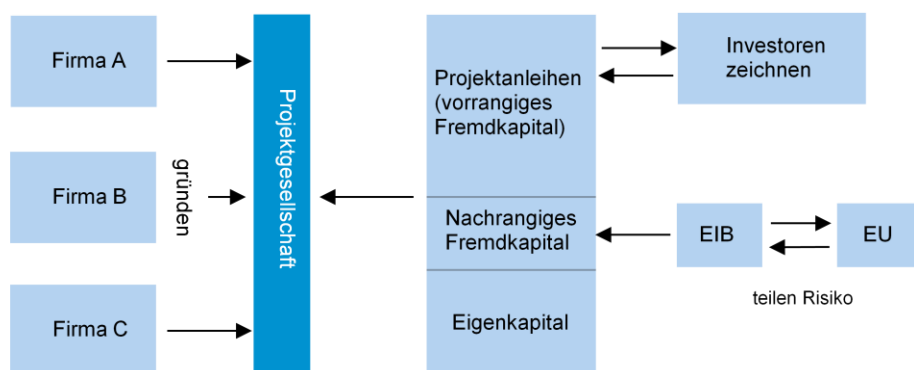
Den verschlechterten Finanzierungsbedingungen steht ein enormer Investitionsbedarf im Bereich Infrastruktur gegenüber. Die EU-Kommission schätzt, dass bis 2020 in der EU Investitionen in die Verkehrs-, Energie- und IT-Infrastruktur in einer Höhe von bis zu EUR 2 Bill. getätigt werden müssen.

Mit der Project Bond Initiative (PBI) haben EU-Kommission und EIB ein Instrument entwickelt, das dazu beitragen soll, den Investitionsstau aufzulösen. Das primäre Ziel der PBI ist es, institutionelle private Investoren für die Finanzierung von Infrastrukturprojekten zu gewinnen. Um dies zu erreichen, wird die EIB mit einem nachrangig zu bedienenden Fremdkapitalanteil in die Finanzierung der Projekte eingebunden. Dies erhöht die Bonität der Projektanleihen auf ein Niveau, das es institutionellen Fremdkapitalgebern ermöglicht zu investieren.

Für die PBI kommen nur wirtschaftlich tragfähige Projekte in Frage, die durch eine gut prognostizierbare Einnahmenstruktur gekennzeichnet sind. In der Pilotphase der PBI sollen bis zu EUR 4,6 Mrd. für Infrastrukturprojekte mobilisiert werden. Zunächst dürften Verkehrsprojekte dominieren.

Die Einbindung privater Investoren in die Infrastrukturfinanzierung ist ordnungspolitisch zu begrüßen. Die konjunkturellen Effekte der PBI sind hingegen zu vernachlässigen. Dafür sind die angestrebten Investitionen derzeit zu klein. Die PBI dürfte auch wenig dazu beitragen, wirtschaftliche Unterschiede zwischen einzelnen EU-Regionen zu verringern. Denn in strukturschwachen Regionen ist die Anzahl wirtschaftlich tragfähiger Infrastrukturprojekte zumeist eher gering.

Project Bond Initiative (Schematische Darstellung)



Quellen: EU-Kommission, EIB, eigene Darstellung



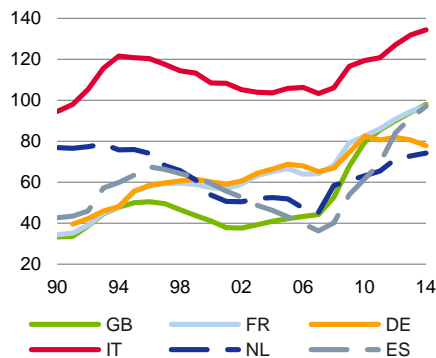
## Klassische Finanzierungsinstrumente für Infrastruktur unter Druck

Die anhaltende Finanz-, Wirtschafts- und Schuldenkrise in der EU hinterlässt in vielen Bereichen der europäischen Volkswirtschaft ihre Spuren. Auch der Bereich der Infrastrukturfinanzierung ist unmittelbar betroffen. Denn viele der traditionellen Finanzierungsquellen kommen im Zuge der Krise deutlich weniger häufig zum Einsatz als zuvor:

### Öffentliche Verschuldung wächst

1

Staatsverschuldung gemessen am Maastricht-Kriterium, Anteil am BIP, %

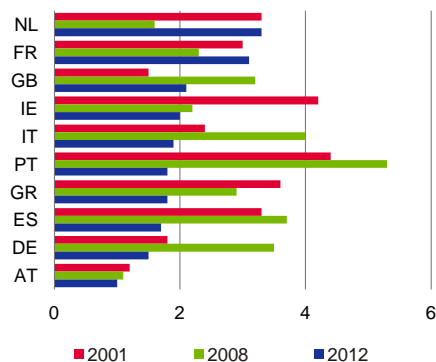


Quelle: OECD

### Staatliche Investitionen auf niedrigem Niveau

2

Bruttoanlageinvestitionen des Staates, Anteil am BIP, %



Quelle: Eurostat

- Öffentliche Ausgaben zählen fast überall zu den wichtigsten Quellen für die Finanzierung von Infrastruktur. Schon vor der Krise war es für die öffentliche Hand wegen hoher Schulden aber eine große Herausforderung, die staatlichen Ausgaben für Infrastruktur mit der steigenden Nachfrage in Einklang zu bringen. Tendenziell sind die staatlichen Investitionen in den letzten Jahren gesunken. So lag 2012 laut Eurostat der BIP-Anteil der staatlichen Bruttoanlageinvestitionen, die freilich mehr umfassen als die Ausgaben für wirtschaftliche Infrastruktur, in den meisten west- und südeuropäischen Ländern unter dem Niveau von 2001. In den Jahren 2008 und 2009 gab es in einigen EU-Staaten zwar ein zwischenzeitliches Hoch, das durch Konjunkturprogramme ausgelöst wurde. Seither sank der Anteil der Bruttoanlageinvestitionen am BIP jedoch in allen hier betrachteten Staaten (s. Grafik 2).

Bestätigt wird die Herausforderung der öffentlichen Haushalte, ausreichend Mittel für die Infrastruktur bereitzustellen, durch eine jüngste Untersuchung der OECD. Danach sank der Anteil der (überwiegend staatlichen) Ausgaben für Verkehrsinfrastruktur am BIP in Westeuropa seit 1995 von mehr als 1% auf zuletzt 0,85% (2011).<sup>1</sup> Auch in den nächsten Jahren dürften die öffentlichen Sparzwänge einen dauerhaften Anstieg der Verkehrsinfrastrukturinvestitionen verhindern oder zumindest erschweren.

- Die Infrastrukturfinanzierung durch private Banken wurde auch durch die Finanzkrise und eine strengere Regulierung des Finanzsektors erschwert. Höhere Eigenkapitalanforderungen an Banken im Rahmen von Basel II und Basel III sowie die langfristigen Finanzierungsstrukturen bei Infrastrukturprojekten tragen dazu bei, dass sich zahlreiche Banken aus dem Geschäft für Infrastrukturfinanzierungen zurückgezogen oder ihr Engagement reduziert haben.<sup>2</sup> Zuletzt hat sich die Situation bei der Refinanzierung der Banken zwar etwas entspannt. Gleichwohl sind die Finanzierungskosten aufgrund der Regulierung sowie einer Neubewertung des Risikos durch die Banken im Durchschnitt höher als vor der Krise.

- In der Vergangenheit spielten Infrastrukturanleihen, die von institutionellen Investoren wie Versicherungen oder Pensionskassen gehalten werden, eine wichtige Rolle bei der Infrastrukturfinanzierung. Häufig wurde das Risiko eines Ausfalls der Anleihen durch spezielle Anleihenversicherer (vor allem im nordamerikanischen Markt als Monoliner bezeichnet) abgesichert, die hierfür eine Versicherungsprämie erhielten. Durch diese Garantie erhöhte sich das Rating der Projektanleihen, was es den institutionellen Investoren oftmals überhaupt erst ermöglichte zu investieren. Diese Finanzierungsform hat im Zuge der Krise deutlich an Bedeutung verloren. Einige Anleihenversicherer haben sich nach Verlusten während der US-Immobilienmarktkrise aus dem Geschäft zurückgezogen.<sup>3</sup> Gleichwohl hat diese Form der Infrastrukturfinanzierung in Europa in der Vergangenheit ei-

<sup>1</sup> Vgl. OECD International Transport Forum (2013). Spending on Transport Infrastructure. Trends, Policies, Data. Paris. In Nordamerika liegt der Anteil sogar nur bei 0,6%.

<sup>2</sup> Vgl. Freshfields Bruckhaus Deringer (2012). From policy to proof of concept, and beyond. Outlook for infrastructure 2012.

<sup>3</sup> Vgl. AFME and Oliver Wyman (2013). Unlocking funding for European investment and growth. An industry survey of obstacles in the European funding markets and potential solutions. Brüssel, London.



ne kleinere Rolle gespielt als in Nordamerika.<sup>4</sup> Insofern ist der europäische Infrastrukturmarkt von der Schwächung dieses Instruments nicht übermäßig betroffen.

Freilich gibt es einen Infrastrukturmarkt für private Investoren, der durch die Krise weniger in Mitleidenschaft gezogen wurde. Hier geht es um direkte Investitionen von strategischen Investoren in einzelne Infrastrukturprojekte; diese Investoren können sich über verschiedene Quellen mit Fremdkapital ausstatten. Eine wichtige Voraussetzung für Direktinvestitionen, bei denen die Privatwirtschaft als alleiniger Investor fungiert, ist in der Regel, dass die Projekte rentabel sind. Zudem muss die zuständige staatliche Gebietskörperschaft eine solche Beteiligung auch zulassen bzw. diese durch Regulierung nicht verhindern. Größere Flug- und Seehäfen sowie Kraftwerke oder – im Bereich der sozialen Infrastruktur – auch Krankenhäuser sind Beispiele für solche Investitionen. In vielen anderen Investitionsfeldern fehlen derzeit die wirtschaftlichen und regulatorischen Voraussetzungen und oftmals auch der politische Wille für eine direkte private Beteiligung von Unternehmen an Infrastrukturvorhaben.

### Hoher Investitionsbedarf erfordert neue Finanzierungsinstrumente

Investitionsbedarf in der EU wird auf bis zu EUR 2 Bill. bis zum Jahr 2020 geschätzt

Die bisherigen Instrumente zur Finanzierung für Infrastruktur haben also an Wirksamkeit eingebüßt. Gleichzeitig ist der Investitionsbedarf in diesem Bereich enorm. Die EU-Kommission schätzt, dass bis zum Jahr 2020 in der EU Investitionen in die Verkehrs-, Energie- und IT-Infrastruktur in einer Höhe von bis zu EUR 2 Bill. getätigt werden müssen.<sup>5</sup>

Zu den traditionellen Aufgaben der EU zählt es, den (grenzüberschreitenden) Infrastrukturausbau in Europa voranzutreiben. Dazu hat sie in der Vergangenheit verschiedene Maßnahmen ergriffen bzw. Programme aufgelegt. So dienen der europäische Kohäsionsfonds, der Europäische Fonds für regionale Entwicklung oder das Programm Transeuropäische Netze (TEN; gilt für Verkehrs- und Energieprojekte) auch, oder ganz ausdrücklich, dem Ausbau der Infrastruktur. Diese Maßnahmen stützen sich aber auf EU-Haushaltsmittel, weshalb mit ihnen allein die oben skizzierten Probleme bezüglich der begrenzten öffentlichen Budgets nicht gelöst werden können. Auch die Europäische Investitionsbank (EIB) ist schon lange über Darlehen oder Bürgschaften in die Finanzierung von Infrastrukturvorhaben in der EU eingebunden.

### Die EU Project Bond Initiative: Revitalisierung des Kapitalmarktes zur Finanzierung von Infrastrukturvorhaben

Private Investoren sollen für die Finanzierung von Infrastruktur gewonnen werden

Bei allen genannten Programmen spielen private Eigen- und Fremdkapitalmärkte keine große Rolle. Dies hat die EU als Manko erkannt. Sie war deshalb bestrebt, ein Instrument zu entwickeln, mit dem es trotz der Wirtschaftskrise in Europa gelingen kann, private institutionelle Fremdkapitalinvestoren für die Finanzierung von Infrastrukturvorhaben zu mobilisieren. Die Grundüberlegung lautet dabei, dass es auf der einen Seite ausreichend viele langfristig orientierte Anleger mit moderaten Renditeerwartungen gibt, denen auf der anderen Seite ein hoher Investitionsbedarf sowie genügend Infrastrukturprojekte mit gut kalkulierbarem Risiko gegenüberstehen, deren Realisation vornehmlich an einer Finanzierung über die staatlichen Haushalte scheitert. Gesucht wird also ein Instrument, mit dem beide Seiten zusammengebracht werden können.

<sup>4</sup> Vgl. European PPP Expertise Centre (2012). Financing PPPs with project bonds. Issues for public procuring authorities.

<sup>5</sup> Vgl. EIB (2012a). An outline guide to Project Bonds Credit Enhancement and the Project Bond Initiative. Luxemburg.



Im Ergebnis hat sich die EU-Projektanleihen-Initiative herauskristallisiert. Die Idee einer solchen EU Project Bond Initiative (PBI) wurde erstmals von EU-Kommissionspräsident Barroso in seiner Rede zur Lage der Union im September 2010 ins Gespräch gebracht.<sup>6</sup> Nach einer Reihe weiterer Verhandlungen ist dann schließlich im November 2012 die Pilotphase der PBI gestartet.<sup>7</sup>

### Die Funktionsweise der Project Bond Initiative

Aufteilung des Fremdkapitalanteils in eine vorrangig und eine nachrangig zu bedienende Tranche

Wie soll nun die Finanzierung von Infrastrukturvorhaben im Rahmen der PBI grundsätzlich funktionieren? Ein oder mehrere Unternehmen gründen als Projektträger eine Projektgesellschaft, die das Ziel verfolgt, ein Infrastrukturprojekt zu planen, zu bauen, zu betreiben und zu finanzieren (s. Schaubild Deckblatt). Diese Projektgesellschaft wird vom Projektträger mit Eigenkapital ausgestattet, das z.B. 20% der erwarteten Projektkosten ausmachen kann. Der Rest der Projektkosten wird über Fremdkapital finanziert. Dieses Fremdkapital wird dabei in eine vorrangig und eine nachrangig zu bedienende Tranche aufgeteilt.

- Die vorrangig zu bedienende Tranche wird von privaten institutionellen Investoren zur Verfügung gestellt (z.B. Pensionskassen, Versicherungen), für die Infrastrukturprojekte mit einer gut prognostizierbaren Einnahmenstruktur (z.B. durch Nutzungsgebühren oder Verfügbarkeitsentgelte) grundsätzlich eine Anlageform mit interessantem Risiko-Rendite-Profil sind.
- Die nachrangige Tranche wird von der EIB in Form einer so genannten Project Bonds Credit Enhancement (PBCE) gestellt; sie darf 20% der gesamten Projektsumme nicht übersteigen. Grundsätzlich sind hier zwei Varianten zu unterscheiden: Zum einen kann die EIB gleich zu Beginn ein Darlehen zur Verfügung stellen (Funded PBCE), wodurch weniger Fremdkapital von privaten Investoren eingesammelt werden muss. Zum anderen besteht die Möglichkeit, dass die EIB zusätzlich zu einem bereits vollständig finanzierten Projekt eine vorsorgliche Kreditlinie bereitstellt (Unfunded PBCE). Diese könnte z.B. dann in Anspruch genommen werden, wenn die Baukosten höher ausfallen als geplant oder wenn die laufenden Einnahmen aus dem Infrastrukturprojekt temporär nicht ausreichen, um das vorrangige Fremdkapital der privaten Investoren (Zins und Tilgung) zu bedienen (s. unten).

### Bonität der Projekte soll erhöht werden

Einbindung der EIB reduziert Risiko für institutionelle Investoren

Durch beide Varianten der von der EIB bereitgestellten PBCE soll das Ziel verfolgt werden, das Risiko-Rendite-Profil eines Infrastrukturprojekts aus Sicht institutioneller Investoren derart zu verbessern, dass es ihnen ermöglicht zu investieren. Denn grundsätzlich werden etwa bei Zahlungsschwierigkeiten des Infrastrukturprojekts zunächst immer die finanziellen Ansprüche der institutionellen Investoren bedient, was deren Projektrisiko verringert. Für die Investoren wirkt die PBCE wie eine „First-Loss-Tranche“, die sie nicht tragen müssen. Bezüglich der Bonität streben EU-Kommission und EIB mindestens ein Single-A-Rating für die Projekte an. Dies gilt als wichtige Schwelle für institutionelle Investoren, die aufgrund ihrer Anlagerichtlinien oftmals ein solches Rating benötigen, um überhaupt in Infrastrukturprojekte (oder andere Assets) investieren zu können.<sup>8</sup>

Die beiden alternativen Formen der Einbindung der EIB – Funded und Unfunded PBCE – unterscheiden sich in ihrer Wirkungsweise auf den Charakter

<sup>6</sup> Vgl. EU-Kommission (2012). The pilot phase of Europe 2020 Project Bond Initiative (reissue). Brüssel.

<sup>7</sup> Vgl. EU-Kommission und EIB (2012). EU-EIB Project Bond Initiative launched with start of pilot phase. Brüssel.

<sup>8</sup> Vgl. European PPP Expertise Centre (2012). Financing PPPs with project bonds. Issues for public procuring authorities.





der Projekte. Im Falle der Funded PBCE steht das Fremdkapital der EIB von Beginn an zur Verfügung. Daher wird argumentiert, dass etwaige Kostenüberschreitungen während der Bauphase, die über das insgesamt eingesammelte Kapital hinausgehen, weniger gut abgedeckt werden können als mit der Unfunded PBCE. Denn hier kann bei Kostenüberschreitungen auf die vorsorgliche Kreditlinie zurückgegriffen werden; es stehen grundsätzlich also insgesamt mehr Mittel zur Verfügung.<sup>9</sup> Wichtig zu erwähnen ist, dass die Kreditlinie von der Projektgesellschaft im Bedarfsfall während der gesamten Projektdauer mehrmals in Anspruch genommen werden kann, was natürlich eine zwischenzeitliche Rückzahlung durch die Projektgesellschaft voraussetzt.<sup>10</sup>

#### Finanzausstattung der PBI in der Pilotphase noch klein

Mit der PBI sollen in der Pilotphase bis zu EUR 4,6 Mrd. für Infrastrukturprojekte mobilisiert werden

Für die Pilotphase der Project Bond Initiative werden der EIB aus dem bis Ende 2013 laufenden langjährigen Finanzrahmen der EU Mittel in Höhe von EUR 230 Mio. als Einlage zur Verfügung gestellt. Es handelt sich also vorerst um bestehende und nicht um zusätzliche Haushaltsmittel. Diese Mittel wurden aus noch nicht genutzten Kontingenten anderer EU-Programme (z.B. aus dem TEN-Programm) abgezogen. Die EIB rechnet damit, dass sie aufgrund dieser Einlage in die Lage versetzt wird, etwa EUR 750 Mio. an PBCE-Mitteln zur Verfügung zu stellen. Damit sollen wiederum bis zu EUR 4,6 Mrd. an Fremdkapitalmitteln von institutionellen Investoren mobilisiert werden. Insgesamt – so die Hoffnung der Politik und der EIB – würden die EUR 230 Mio. aus dem EU-Haushalt durch die PBI also um das bis zu 20-fache gehebelt. Gemessen an dem zuvor genannten Investitionsbedarf in der EU von EUR 2 Bill. bis zum Jahr 2020 wäre dies zunächst nicht viel mehr als der berühmte „Tropfen auf den heißen Stein“. Freilich ist dabei zu beachten, dass die PBI auch erst am Anfang steht.<sup>11</sup> Ab 2014 soll die PBI in den nächsten langjährigen EU-Finanzrahmen (2014 bis 2020) integriert werden. Einer jüngeren Quelle ist zu entnehmen, dass die in der „Pipeline“ befindlichen Projekte PBCE-Mitteln in Höhe von EUR 1,4 Mrd. entsprechen.<sup>12</sup>

Die Pilotphase der PBI läuft – zumindest haushaltstechnisch – bis Ende 2013. Da viele Infrastrukturvorhaben jedoch eine lange Vorlaufzeit haben, sollen in der Pilotphase jene Projekte berücksichtigt werden können, die bis Ende 2014 vom Verwaltungsrat der EIB genehmigt worden und bei denen die Finanzierungsverträge bis spätestens Ende 2016 abgeschlossen sind.<sup>13</sup> Die EU-Kommission rechnet damit, dass in der Pilotphase etwa fünf bis zehn Infrastrukturprojekte mit der PBI finanziert werden können.

#### Projektqualität von enormer Bedeutung

Projekte müssen wirtschaftlich tragfähig und technologisch durchführbar sein

Damit Projekte überhaupt für eine Umsetzung mit Hilfe der PBI in Frage kommen, müssen mit ihnen stabile und auskömmlich hohe laufende Einnahmen erzielt werden können; sie müssen also ökonomisch tragfähig sowie technologisch durchführbar sein. Projekte, die diese Kriterien nicht erfüllen, politisch aber gewünscht sind, müssen weiterhin mittels anderer Instrumente finanziert werden.<sup>14</sup> Die Einbindung der EIB gilt in dieser Hinsicht als vorteilhaft, weil sie beim Beurteilen der wirtschaftlichen Perspektiven verschiedener Infrastrukturprojekte sehr erfahren ist und die Qualität der Projekte für den Erfolg der PBI von entscheidender Bedeutung ist.

<sup>9</sup> Vgl. Zunt, Dominik (2013). EU 2020 Project Bonds Update.

<sup>10</sup> Vgl. EIB (2012a). A.a.O. Hier finden sich u.a. auch weitere Details zu den Unterschieden zwischen den beiden Varianten Funded und Unfunded PBCE, etwa hinsichtlich der Gebühren und Zinskosten für die Projektgesellschaft, die aus der Bereitstellung der PBCE resultieren oder der Rückzahlungsmodalitäten.

<sup>11</sup> Vgl. EIB (2012a). A.a.O.

<sup>12</sup> Vgl. Zunt, Dominik (2013). EU 2020 Project Bonds Update.

<sup>13</sup> Vgl. EIB (2012b). Die Europa-2020-Projektanleihen-Initiative.

<sup>14</sup> Vgl. EU-Kommission (2012). A.a.O.



Letztlich ist die Forderung nach wirtschaftlich tragfähigen Infrastrukturprojekten für die PBI daher nachvollziehbar. Denn man kann von privaten Investoren nicht verlangen, politisch gewollte Vorhaben, die im operativen Betrieb dauerhaft zu Verlusten führen, ohne staatliche Zuschüsse zu realisieren.<sup>15</sup> Der häufig in einem solchen Zusammenhang geäußerte Vorwurf, private Unternehmen würden sich bei Public Private Partnerships (PPP) nur die „Rosinen“ herauspicken, ist ordnungspolitisch nicht gerechtfertigt. In einem marktwirtschaftlichen und von Wettbewerb geprägten System sind nämlich wirtschaftlich tragfähige Projekte grundsätzlich gut in den Händen von Privatunternehmen aufgehoben. Die Aufgabe des Staates ist es, jene Produkte und Dienstleistungen anzubieten, die den Charakter eines öffentlichen Gutes haben oder aus anderen Gründen nicht rentabel angeboten werden können, politisch aber gewollt sind.

### Verkehrsprojekte (werden) dominieren

Der Großteil der Mittel in der Pilotphase stammt aus dem Programm TEN-Verkehr und dürfte primär in Verkehrsprojekte fließen

Grundsätzlich sollen mit der PBI Verkehrs-, Energie- und IT-Infrastrukturprojekte realisiert werden. In der Pilotphase spielen voraussichtlich Verkehrsprojekte die größte Rolle. Von den EUR 230 Mio., die aus EU-Haushaltsmitteln bereitgestellt werden, stammen allein EUR 200 Mio. aus dem Programm TEN-Verkehr und dürften daher überwiegend in transeuropäische Verkehrsprojekte fließen. EUR 10 Mio. sind für Energieprojekte vorgesehen (bzw. stammen aus dem Budget TEN-Energie). EUR 20 Mio. sollen für die IT-Infrastruktur (Breitbandnetze) eingesetzt werden. Hier wird auf nicht ausgeschöpfte Mittel aus dem Rahmenprogramm für Wettbewerbsfähigkeit und Innovation (CIP) der EU zurückgegriffen.<sup>16</sup>

Für die erwartete Dominanz von Verkehrsprojekten dürften pragmatische und ökonomische Gründe maßgeblich sein. So gibt es bei Verkehrsinfrastruktur bereits viele Erfahrungen der EIB mit PPP-Projekten. Ferner dürften aufgrund der langen Historie des TEN-Programms einige wirtschaftlich tragfähige Vorhaben relativ weit im Planungsprozess vorangeschritten sein und kommen daher kurzfristig für die Pilotphase der PBI in Frage. Grundsätzlich dürften Autobahnprojekte dominieren, weil mit ihnen gegenüber Schienenwegen oder Binnenwasserstraßen sehr viel leichter ausreichend hohe Einnahmen zur Finanzierung der Investitionskosten erzielt werden können. Kürzlich wurden die Finanzierungsverträge für das erste Projekt im Rahmen der PBI geschlossen, wobei es sich interessanterweise um ein Gasspeicherprojekt in Spanien handelt.<sup>17</sup>

### Rating der Projekte von vielen Faktoren abhängig

Eine wesentliche Begründung für die Konstruktion der PBI (mit der Einbindung der EIB) ist es, die Bonität und damit das Rating der Projekte durch die PBCE zu erhöhen. Angestrebt wird – wie bereits erwähnt – ein Single-A-Rating, was es institutionellen Investoren ermöglichen soll, sich an den Projekten zu beteiligen. Rating-Agenturen haben sich bereits zu der Frage des Einflusses der PBI auf die Bonität potenzieller Projekte geäußert und einen bonitätsverbessernden Effekt bestätigt. So wird es grundsätzlich als möglich angesehen bzw. nicht ausgeschlossen, dass Infrastrukturprojekte ein A-Rating erhalten. Gleichwohl

<sup>15</sup> Es gibt natürlich grundsätzlich die Möglichkeit, private Unternehmen auch im Betrieb verlustträchtiger Projekte einzubinden. Dabei werden z.B. die gewünschten Anforderungen an ein Projekt und/oder dessen Betrieb definiert. Nach einer Ausschreibungsphase könnte dann das Unternehmen den Zuschlag erhalten, das die gewünschten Anforderungen mit dem geringsten Zuschussbedarf (inklusive einer Renditekomponente) erfüllt.

<sup>16</sup> Vgl. EU-Kommission (2012). A.a.O.

<sup>17</sup> Vgl. EIB (2013). European Investment Bank welcomes first successful use of project bond credit enhancement and provides EUR 500 m for Castor energy storage in Spain. Luxemburg. In der zitierten Pressemitteilung wird zudem erläutert, dass bislang neun Projekte vom Verwaltungsrat der EIB für eine Finanzierung über die PBI anerkannt wurden. Dazu zählen Autobahnprojekte in Belgien, Deutschland, Großbritannien und der Slowakei sowie weitere Energieprojekte.



Projektanleihen werden als Finanzierungsinstrument allmählich an Bedeutung gewinnen

sei dies kein Automatismus, da die Bonität der einzelnen Projekte von verschiedenen Faktoren abhängig sei. Dazu zählen spezifische Projektrisiken (z.B. höhere Risiken bei Neubauprojekten, unterschiedliche Bonität der Unternehmen, die an der Projektgesellschaft beteiligt sind). Ferner sind Länderrisiken, politische und regulatorische Risiken zu nennen (z.B. Behandlung von Infrastruktur-anleihen als Anlageklasse im Rahmen der Finanzmarktregulierung). Allein die Tatsache, dass die Finanzierung von Infrastruktur über Anleihen in Europa noch ein junger Markt sei, beeinflusse das Rating der Anlageklasse.<sup>18</sup>

Obwohl ein Single-A-Rating für einzelne Projekte von den Agenturen grundsätzlich für möglich gehalten wird, hält Fitch es in einem Beitrag von Anfang 2013 für nicht wahrscheinlich, dass es einen großen, voll funktionsfähigen und liquiden Markt für Projektanleihen mit A-Rating geben wird. Im gleichen Beitrag ist die Rating-Agentur jedoch davon überzeugt, dass die Bedeutung von Projektanleihen als Finanzierungsinstrument in Europa mittelfristig zunehmen wird. Ferner erwartet Fitch, dass es jenseits der PBI eine potenziell hohe Nachfrage nach Projektanleihen gibt, die „lediglich“ mit BBB-Rating versehen sind.<sup>19</sup>

### Volkswirtschaftliche Beurteilung fällt unterschiedlich aus

Will man die Project Bond Initiative aus volkswirtschaftlicher Sicht beurteilen, bietet sich eine dreigeteilte Sichtweise an:

Eine stärkere privatwirtschaftliche Beteiligung an der Finanzierung von Infrastruktur ist zu begrüßen

- Aus *ordnungspolitischer* Sicht ist die Grundidee der PBI zu begrüßen, institutionelle private Investoren mit einem langfristigen Anlagehorizont stärker in die Finanzierung von wirtschaftlich sinnvollen und politisch gewünschten Infrastrukturvorhaben einzubinden. Dabei kann man sich natürlich fragen, ob man für dieses Ziel tatsächlich ein – zumindest auf den ersten Blick – kompliziertes Konstrukt wie die PBI benötigt. Unabhängig von der PBI kann man sich zudem fragen, warum für die Realisation von eigenwirtschaftlich tragfähigen Projekten überhaupt der Staat (bzw. die EIB) ins Risiko gehen sollte. Offensichtlich ist diese Vorgehensweise aber den Unsicherheiten und offenen Fragen geschuldet, die mit Infrastrukturprojekten – insbesondere Neubauten – verbunden sind und eine (politisch gewollte) höhere Bonität erschweren. Und da sich grundsätzlich alle Infrastrukturprojekte voneinander unterscheiden, müssen auch immer wieder neue Antworten auf Fragen der optimalen Finanzierungsstruktur, der besten Risikoallokation zwischen Staat und Privaten, der Bürgerbeteiligung und anderen Aspekten gefunden werden. Eine adäquate Risikobeteiligung des Staates an solchen Projekten kann dabei helfen und ist daher aus praktischen Gründen sinnvoll und ordnungspolitisch vertretbar. Ohnehin spielt der Staat stets eine wichtige Rolle bei den regulatorischen Rahmenbedingungen rund um die betreffende Infrastruktur. Das finanzielle Risiko der EU im Rahmen der PBI ist (zumindest auf dem Papier) auf die Einlage bei der EIB begrenzt. Schließlich war die erhoffte höhere Bonität der Projektanleihen (und darauf basierend die Beteiligung institutioneller Investoren) eine wesentliche Begründung für die Einbindung der EIB.

Wenn es mittelfristig gelingt, mit der PBI eine Plattform bzw. eine neue Anlageklasse zu etablieren, über die die oben skizzierte Einbindung privater Investoren effizient erfolgen kann, wäre für den europäischen Infrastrukturmarkt viel gewonnen. Parallel dazu kann sich allmählich ein größerer Markt für Projektanleihen entwickeln, der ohne die PBI auskommt. Die Pilotphase der PBI wird auch dazu genutzt, um mit diesem Instrument Erfahrungen zu sammeln und etwaige Fehler für die Zeit ab 2014 abzustellen.

<sup>18</sup> Vgl. hierzu Moody's (2011). Europe 2020 Project Bond Initiative. London. Standard & Poor's (2012). How Europe's New Credit Enhancements For Project Finance Bonds Could Affect Ratings. London, Madrid. Fitch Ratings (2013). European Project Bonds Making Slow Start. New York.

<sup>19</sup> Vgl. Fitch Ratings (2013). A.a.O.



## Project Bond Initiative

---

Die konjunkturellen Impulse der PBI sind vernachlässigbar

— Aus *konjunktureller* Sicht werden die Effekte der PBI gering sein. Das erwartete Investitionsvolumen ist zu klein und wird zu spät realisiert, um einen wesentlichen Beitrag zur Überwindung der Wirtschaftskrise in der EU zu leisten. Die Erwartungen aller Beteiligten hinsichtlich etwaiger Konjunkturimpulse durch die PBI waren aber von Beginn realistisch niedrig angesetzt.

— Aus *struktur- und regionalpolitischer* Sicht kann die PBI einen wichtigen Beitrag leisten. Mit dem Ausbau der Infrastruktur wird u.a. das Ziel verfolgt, die Produktivität der Wirtschaftsakteure, die Wettbewerbsfähigkeit des Standorts und letztlich das Wachstumspotenzial einer Volkswirtschaft zu steigern. Und die PBI ermöglicht im Idealfall eine schnellere Realisation von wichtigen Projekten als in einer Situation ohne dieses Instrument. Zwei Einschränkungen sind jedoch zu machen: Erstens ist das Volumen der PBI gemessen am gesamten Investitionsbedarf – wie bereits erwähnt – noch zu klein. Positive Erfahrungen und den entsprechenden politischen Willen vorausgesetzt, könnten die bereitgestellten Mittel künftig jedoch höher ausfallen. Zweitens ist die Möglichkeit eingeschränkt, mit der PBI strukturelle und wirtschaftliche Unterschiede zwischen einzelnen EU-Regionen deutlich zu verringern. Denn in strukturschwachen Regionen ist die Anzahl wirtschaftlich tragfähiger Infrastrukturprojekte schlicht geringer; und in der Vergangenheit wurden schon viele Verkehrsprojekte durch die EU mitfinanziert. Für solche Vorhaben muss auch künftig wohl auf andere Finanzierungsmöglichkeiten (z.B. mit explizit regionalpolitischem Fokus) zurückgegriffen werden. Die Bereitschaft, die finanzielle Ausstattung der PBI zu erhöhen, könnte dadurch in jenen Ländern sinken, in denen wahrscheinlich wenige Projekte mittels der PBI realisiert werden.

Für die Förderung strukturschwacher Regionen sind andere Instrumente als die PBI besser geeignet

Oben wurde skizziert, warum in der Pilotphase (offenbar) Verkehrsprojekte dominieren. Um den weiteren Weg der EU in eine „Wissensgesellschaft“ zu erleichtern und die kommerzielle Nutzung internetbasierter Dienstleistungen zu verbessern, wäre der Ausbau leistungsfähiger Breitbandnetze mindestens genauso wichtig. Und zur Verwirklichung eines europäischen Energiemarktes bedarf es entsprechender Netze.

Der Markt für Projektanleihen zur Finanzierung von Infrastruktur steht in Europa erst am Anfang. Die PBI ist kein Allheilmittel, mit der die Infrastrukturlücke in der EU geschlossen werden könnte, was freilich von niemandem erwartet wurde. Sie kann sich aber zu einem wichtigen „Puzzle-Teil“ für die Finanzierung von Infrastruktur in Europa entwickeln und das Bewusstsein dafür stärken, dass Projektanleihen ganz grundsätzlich eine wichtigere Rolle bei der Infrastrukturfiananzierung spielen können. Die Projektqualität wird entscheidend für den wirtschaftlichen Erfolg und die politische Akzeptanz des Instruments sein.

Eric Heymann (+49 69 910-31730, eric.heyman@db.com)

© Copyright 2013. Deutsche Bank AG, DB Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg