



JÖRG BÖTTCHER (HRSG.)

RECHTLICHE RAHMENBEDINGUNGEN FÜR EE-PROJEKTE

K:WER-SCHRIFTEN



k:wer-Schriften

Herausgegeben von
Prof. Dr. Edmund Brandt



Jörg Böttcher

**Rechtliche Rahmenbedingungen
bei EE-Projektfinanzierungen**



BWV • BERLINER WISSENSCHAFTS-VERLAG

Bibliografische Informationen der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

ISBN 978-3-8305-2018-4

© 2015 BWV • BERLINER WISSENSCHAFTS-VERLAG GmbH,
Markgrafenstraße 12–14, 10969 Berlin
E-Mail: bwv@bwv-verlag.de, Internet: <http://www.bwv-verlag.de>
Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen,
der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten.

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	7
Abbildungsverzeichnis	8
Tabellenverzeichnis	9
Einleitung	11

Erster Teil – Übergeordnete Fragestellungen

Dr. Jörg Böttcher

Projektfinanzierung von Vorhaben im Bereich Erneuerbare Energien	17
--	----

Dr. Björn Neumeuer und Julian Hoff

Ablauf, Koordination und Grenzen der rechtlichen Due Diligence einer Projektfinanzierung	41
---	----

Sven Fretthold und Cathrin Browne

Bankability der Projektverträge: Anforderungen der Banken	59
---	----

Dr. Wolfram Distler

Die Ausgestaltung des Kreditvertrages und der LMA-Standard – Besonderheiten bei EE-Projekten	72
---	----

Dr. Jörn Michaelsen

Zielsetzung und Strukturierung von Kreditsicherheiten im Bereich Projektfinanzierung	91
---	----

Dr. Andreas Gabler

Die rechtliche Verankerung des Fördersystems – ein beispielhafter Ländervergleich	108
--	-----

Prof. Dr. Alexander Reuter

Die Förderung erneuerbarer Energien und die Regeln der EU zu Beihilfen und zur Freiheit des Warenverkehrs	125
--	-----

Carsten Wendler und Dr. Daniel Reichert-Facilides

Regulatorische Risiken und Rechtsschutz nach dem Energiecharta-Vertrag	140
--	-----

Zweiter Teil – Rechtliche Rahmenbedingungen in ausgewählten Ländern

<i>Dr. Marc Riede</i> Grundsätzliche Überlegungen bei einer Projektfinanzierung von EE-Projekten im Ausland	163
<i>Dr. Holger Kraft, Dr. Moritz von Bismarck und Kai Ostermann</i> Deutschland	181
<i>Jonathan Djenaoussine und Prof. Dr. Alexander Reuter</i> France.	208
<i>Thomas Schulz und Silvia di Stefano</i> Italien	239
<i>Dr. Janet Kerstin Butler, Marc Fèvre und Dr. Hermann Ali Hinderer</i> Großbritannien.	264
<i>Gabriela Rocha Gomes Strieder und Dr. Daniel Reichert-Facilides</i> Spanien.	299
<i>Christof Federwisch, Pawel Zelich, Dr. Nadejda Kysel und Sandra Sekula-Baranska</i> Polen	326
<i>Christoph Coenen, Jesper Johansson und Jörgen Möller</i> Sweden.	365
<i>Dimitris Assimakis, Alexander Pavlopoulos, Minas-Christos Kitsilis, Dirk Trautmann und Steffi Ileona Birkholz</i> Griechenland	388
<i>Dr. Christoph Urbanek</i> Österreich.	416
<i>Dr. Till Alexander Backsmann, Tiago Figueiró Kümmel und Roberto Rudzit</i> Brasilien	437
<i>Gary Rademeyer, Dirk Trautmann und Steffi Ileona Birkholz</i> Südafrika	455
Autorenverzeichnis	483

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
Abt.	Abteilung
BNetzA	Bundesnetzagentur
CDM	Clean Development Mechanism
DSCR	Debt Service Cover Ratio (Schuldendienstdeckungsgrad)
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development
e. D.	eigene Darstellung
EE	Erneuerbare Energie
EPC	Engineering, Procurement and Construction
ggf.	gegebenenfalls
GU	Generalunternehmer
IFC	International Finance Corporation
LMA	Loan Market Association
MIGA	Multilateral Investment Guarantee Agency
O&M	Operation and Maintenance (Betrieb und Wartung)
OWP	Offshore-Windpark
PV	Photovoltaik
WEA	Windenergieanlage

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Schema eines Risikomanagements bei Projektfinanzierungen – Teil I.	19
Abbildung 2: Vergleich Unternehmensfinanzierung und Projektfinanzierung	20
Abbildung 3: Bestandteile des Risikomanagementprozesses	25
Abbildung 4: Risikoeinflüsse auf ein Erneuerbare-Energien-Projekt	26
Abbildung 5: Risikomanagementprozess bei einer Projektfinanzierung – Teil II.	28
Abbildung 6: DSCR im Ausgangsfall (Sponsors Case)	30
Abbildung 7: DSCR bei unterschiedlichen Zinssätzen	31
Abbildung 8: DSCR bei veränderten Betriebskosten	33
Abbildung 9: DSCR bei Einnahmenveränderung	34
Abbildung 10: Entlohnung von Contractors (e.D.)	39
Abbildung 11: Ablauf eines Due-Diligence-Prozesses	52
Abbildung 12: Beispielhafte Projektfinanzierungsstruktur	284
Abbildung 13: Structure of the electricity market in Sweden	369
Abbildung 14: Ziele des ÖSG	420
Abbildung 15: Vertragspartner der OeMAG	425
Abbildung 16: Vergütungsvolumina inkl. Marktwert	426
Abbildung 17: Entwicklung der Einspeisetarife	429
Abbildung 18: Grundriss des Fördermodells	432
Abbildung 19: Entwicklung des Marktpreises gemäß ÖSG	433
Abbildung 20: Anteil Strom aus Erneuerbaren am Endverbrauch	434
Abbildung 21: Geförderter Ökostromanteil an Gesamtabgabe	434
Abbildung 22: Projektfinanzierungsstruktur	460
Abbildung 23: Sicherheitenstruktur bei einer Projektfinanzierung	480

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Übersicht über die behandelten Länder	13
Tabelle 2:	Risikoübernahmebereitschaft von Contractors	23
Tabelle 3:	Risikoart, Risikoinstrument und Risikoträger.	26
Tabelle 4:	Systematisches Vorgehen bei der Risikoquantifizierung	29
Tabelle 5:	Rahmendaten eines OWP-Projektes in Deutschland	30
Tabelle 6:	DSCR- und IRR-Werte im Sponsors Case	31
Tabelle 7:	DSCR- und IRR-Werte bei Zinssatzvariation.	32
Tabelle 8:	DSCR- und IRR-Werte bei Betriebskostenänderungen	33
Tabelle 9:	DSCR- und IRR-Werte bei Einnahmenrückgang	34
Tabelle 10:	Management von Stabilität und Instabilität (Kruse, 2004).	36
Tabelle 11:	Auszug aus einer Anforderungsliste	55
Tabelle 12:	Übersicht über verschiedene nationale Fördermethoden	118
Tabelle 13:	Übersicht über die nationalen Förderinstrumente in ausgewählten Ländern	124
Tabelle 14:	Vergütungssätze für Erneuerbare Energien in Italien	246
Tabelle 15:	Jährliche Kontingente für EE-Anlagen in Italien	248
Tabelle 16:	Realisierungsfristen von EE-Anlagen in Italien	249
Tabelle 17:	Kontingent für die Mindestförderung für EE in Italien	250
Tabelle 18:	Fristablauf der Inbetriebnahme für EE-Vorhaben in Italien	250
Tabelle 19:	Obergrenze der PV-Förderung gemäß Conto Energia V.	256
Tabelle 20:	Restbezugsdauer und Kürzungsumfang bei PV-Anlagen (Option I)	258
Tabelle 21:	Absenkung des Vergütungssatzes bei PV-Anlagen (Option III).	259
Tabelle 22:	Regulierter Tarif für Photovoltaikanlagen	301
Tabelle 23:	Regulierter Tarif für Onshore-Windanlagen	302
Tabelle 24:	Höhe des fälligen Canon Eólico in der Autonomen Gemeinschaft Galicia	319
Tabelle 25:	Role of Energy Agency and Svenska Kraftnät	373
Tabelle 26:	EE-Einspeisetarife in Griechenland	397
Tabelle 27:	PV-Vergütungssätze in Griechenland	399
Tabelle 28:	Vertragsbestandteile von EPC-Verträgen	470
Tabelle 29:	Wesentliche Vertragsbestandteile eines O&M-Vertrages	474

Einleitung

Das Thema Energiepolitik erfährt in der politischen Diskussion und öffentlichen Wahrnehmung eine seit Jahren anhaltend hohe Aufmerksamkeit in Deutschland. Hält man sich die Einflussfaktoren der deutschen Energiepolitik allein der letzten Jahre vor Augen, so wird rasch klar, wie schnell sich Änderungen ergeben können: Mit Fukushima wurde das politische Leitbild der Energiewende vorgestellt, das dann von einer Kostendiskussion überlagert wurde, bevor das Thema der Versorgungssicherheit aufgrund des Konflikts zwischen der Ukraine und Russland den politischen Diskurs nochmals veränderte. Die nationale Abkehr von der Atomenergie geht auch mit einer Überprüfung und Anpassung von Fördersystemen der Erneuerbaren Energien einher, die zu deutlichen strukturellen Veränderungen im Energiemix führen, wobei dieser Strukturwandel mit dem EEG 3.0 weiter an Dynamik gewinnen wird. Richtet man den Blick auf Europa, zeigen sich die Folgen der Schuldenkrise insbesondere in Südeuropa: Zum Teil sind die politischen Entscheider dem spanischen Muster gefolgt, auch rückwirkend in wirtschaftliche Tatbestände einzugreifen. Außerdem zeigen sich eine zunehmende Differenzierung von Fördersystemen und eine Tendenz in Richtung von Mengenregulierungssystemen. All diese Faktoren führen dazu, dass ein Investment in Erneuerbare Energien tendenziell weniger attraktiv wird und die Etablierung von Märkten für Erneuerbare Energien deutlich erschwert ist.

Löst man sich von der politischen Dimension der Erneuerbaren Energien und betrachtet ihre Teilsegmente, so stellt man fest, dass sie sich in unterschiedlichen Entwicklungsphasen befinden, was wiederum mit ihrer Marktintegration und politischen Förderung korrespondiert. Wasserkraft, Onshore-Windenergie und Photovoltaik-Kraftwerke sind etablierte Formen, während sich Offshore-Windenergie und die Biokraftstoffnutzung eher in einer frühen Marktphase befinden.

Die Realisierung von Erneuerbare-Energien-Vorhaben erfolgt zumeist in Form von Projektfinanzierungen. Zentrales Merkmal einer Projektfinanzierung ist die enge Verknüpfung des Schicksals des Projektes mit der Rückführung der Darlehen: Es sind einzig die zukünftigen Cashflows des Vorhabens, die für die Begleichung der operativen Kosten, die Bedienung des Kapitaldienstes und für Ausschüttungen an die Investoren verwandt werden können. Neben diese Cashflow-Orientierung der Projektbeurteilung tritt eine vertragliche Einbindung verschiedener Projektbeteiligter, die den Erfolg des Vorhabens unterstützen soll (Risk Sharing). Der gesamte Risikomanagement-Prozess bei einer Projektfinanzierung bildet ein abgestimmtes Zusammenspiel von Risikoidentifikation, Risikoallokation und Risikoquantifizierung.

Zur Realisierung von Projektfinanzierungen in einer Branche müssen mindestens zwei Voraussetzungen erfüllt sein: Die Technik muss langfristig einen stabilen und prognostizierbaren Energieertrag liefern und der Staat hat ein klares, planbares und verlässliches Rechts- und Regulierungsumfeld vorzugeben, das den Investoren und Fremdkapitalgebern eine hinreichende Planungssicherheit für einen wirtschaftlichen Betrieb verschafft.

Die rechtliche Beurteilung und Ausgestaltung der Projektverträge sowie das Verständnis des Rechts- und Regulierungsumfeldes sind zentral, um eine Projektfinanzierung langfristig zum Erfolg führen zu können. Diese Fragestellungen verlangen eine projektspezifische Analyse und zum Großteil auch eine rechtliche Gestaltung. In den letzten Jahren ist neben diese projektspezifischen Fragen eine Reihe von zumeist politisch induzierten Fragen getreten, die

die Attraktivität von EE-Vorhaben aus Sicht der Kapitalgeber in Frage stellen können. Zu diesen Fragen zählen etwa:

- Können wir staatlichen Zusagen vertrauen oder besteht die Gefahr einer auch nachträglichen Änderung des Regulierungsumfeldes?
- Welche rechtlichen Konsequenzen ergeben sich durch den globalen Trend einer Ablösung von Festpreissystemen durch marktbasiertere Systeme?
- Was sind die Erwartungen der Banken an eine Projektfinanzierung?
- Welche länderspezifischen Besonderheiten bestehen und was sind die Konsequenzen für die Projektrealisierung und Projektdurchführung?

Diese Fragen gelten zum Teil länderübergreifend, zum Teil sind sie länderspezifisch. Wir werden im Folgenden im ersten Teil diese übergreifenden Fragestellungen thematisieren, wobei ein klarer Rückbezug zu den Erneuerbaren Energien erfolgt. Im zweiten Teil stellen die Autoren die rechtlichen Rahmenbedingungen in ausgewählten Ländern dar.

Im Einzelnen: Im Einführungskapitel stellt Dr. Jörg Böttcher dar, welche Besonderheiten eine Projektfinanzierung im Bereich Erneuerbare Energien aufweist und wie Risiken analysiert, zugewiesen und quantifiziert werden. Die rechtliche Machbarkeit eines Vorhabens wird im Rahmen einer Legal Due Diligence geprüft: Dr. Björn Neumeuer und Julian Hoff informieren uns über die Ziele und praktische Umsetzung eines Due-Diligence-Prozesses. Der größte Kapitalgeber einer Projektfinanzierung sind regelmäßig die Banken: Welche Anforderungen sie stellen, darüber informieren Sven Fretthold und Cathrin Browne im anschließenden Beitrag. Dr. Wolfram Distler schließt an dieses Thema an und beschreibt, welche Besonderheiten für EE-Vorhaben im Rahmen des Kreditvertrages zu berücksichtigen sind. Dr. Jörn Michaelsen beschäftigt sich mit der Bedeutung von Sicherheiten im Rahmen von Projektfinanzierungen. Dr. Andreas Gabler stellt dar, wie die verschiedenen Fördersysteme in verschiedenen Ländern verankert sind. Ein verwandtes Thema – die Förderung der Erneuerbaren Energien und die Beihilfethematik – wird uns von Prof. Dr. Alexander Reuter nahegebracht. Carsten Wendler und Dr. Daniel Reichert-Facilides beschreiben die rechtlichen Möglichkeiten, die sich aus dem Energiecharta-Vertrag ableiten lassen.

Im zweiten Hauptteil stellen die Autoren einzelne Länder vor, wobei folgende Fragen behandelt werden:

- Wie sehen die grundsätzliche Förderphilosophie, das Tarifsysteem und der Netzzugang aus?
- Wie gestaltet sich das Genehmigungsverfahren bis zur Tarifsicherheit?
- Wie ist das Tarifsysteem ausgestaltet – in Form eines Festpreis-, eines Quoten- oder eines Ausschreibungssystems?
- Welche Grundsätze sind bei der Besteuerung von EE-Projekten zu beachten?
- Welche wesentlichen, marktüblichen Sicherheiten gibt es?
- Sind Sonderregeln bei den Sicherheiten zu beachten und gibt es sonstige länderspezifische Besonderheiten?

Dr. Marc Riede gibt einleitend einige Hinweise, die beim Eintritt in ein neues Land grundsätzlich zu beachten sind. Die einzelnen Länder werden durch folgende Autoren dargestellt:

Deutschland	Dr. Holger Kraft, Dr. Moritz von Bismarck, Kai Ostermann
Frankreich	Jonathan Djenaoussine, Prof. Dr. Alexander Reuter
Italien:	Thomas Schulz, Silvia di Stefano
Großbritannien	Dr. Janet Kerstin Butler, Marc Fèvre, Dr. Hermann Ali Hinderer
Spanien	Gabriela Gomes Strieder, Dr. Daniel Reichert-Facilides
Polen	Christof Federwisch, Pawel Zelich, Dr. Nadejda Kysel, Sandra Sekula-Baranska
Schweden	Christoph Coenen, Jesper Johannson, Jörgen Möller
Griechenland	Dimitris Assimakis, Alexandros Pavlopoulos, Minas Kitsilis, Dirk Trautmann, Steffi Ileona Birkholz
Österreich	Dr. Christoph Urbanek
Brasilien	Dr. Till Alexander Backsmann, Tiago Kümmel, Roberto Rudzit
Südafrika	Gary Rademeyer, Dirk Trautmann, Steffi Ileona Birkholz

Tabelle 1: Übersicht über die behandelten Länder

Bei einer Querschau wird man feststellen, dass es rechtliche Aspekte gibt, die für alle Länder gelten, solche, die in den letzten Jahren neu hinzugekommen sind, und solche, die nationale Besonderheiten widerspiegeln.

Die rechtlichen Rahmendaten reagieren auf die Marktgegebenheiten und gehorchen übergeordneten energiepolitischen Vorgaben. Dabei ziehen sich zwei Aspekte wie ein roter Faden durch die Darstellung: Ob funktionierende Energiemärkte entstehen, ist letztlich eine Frage der politischen Gestaltung. Der Aufstieg der Erneuerbaren Energien lässt sich in den meisten Fällen aus einer Kombination von Festpreissystemen und einem Einspeisevorrang erklären. Eine derartige Bereichsausnahme ist aber nicht etwas, was nur für Erneuerbare Energien gilt: Die meisten Bereiche rund um das Thema Energie sind aufgrund politischer Vorgaben hoch reguliert. Und der zweite Aspekt ist, dass sich bestimmte Politikmuster durchsetzen: Nachdem der spanische Gesetzgeber zunächst 2008 und in der Folge wiederholt rückwirkend das Regulierungssystem geändert hat, wurde dieses Muster in seinen Grundzügen ebenfalls in Griechenland und Italien übernommen. Offensichtlich wurde von den politischen Entscheidern eine negative Reaktion der Kapitalgeber in Kauf genommen. Und ebenso muss man feststellen, dass ein Ziel wie der Klimaschutz in Konkurrenz zu anderen politischen Zielen steht, die in der politischen Diskussion auf der Zeitachse eine andere Gewichtung erfahren.

Diese Darstellung kann nicht eine projektspezifische Unterstützung und Beratung durch spezialisierte Anwälte ersetzen. Dafür sind die Vorhaben einerseits zu spezifisch und andererseits unterliegen rechtliche, technische und wirtschaftliche Aspekte auch einer ständigen Veränderung.

Der guten Ordnung halber sei angemerkt, dass die Autoren ihre individuelle Meinung vertreten. Ihre Aussagen und Wertungen müssen weder notwendigerweise die Meinung der Unternehmen oder Institutionen widerspiegeln, für die die Autoren arbeiten, noch die Auffassung der übrigen Autoren treffen. Fehler habe ich selbst zu verantworten.

Mein aufrichtiger Dank gilt den Autoren dieses Buches, die mit großem Enthusiasmus und Engagement seine Realisierung erst ermöglicht haben.

Dr. Jörg Böttcher

Kiel, im August 2015

Erster Teil

Übergeordnete Fragestellungen

Dr. Jörg Böttcher

Projektfinanzierung von Vorhaben im Bereich Erneuerbare Energien

There are known knowns; there are things we know we know.
We also know there are known unknowns; that is to say we know
there are some things we do not know.
But there are also unknown unknowns – there are things we do not know
we don't know.

Donald Rumsfeld, US Secretary of Defense, February 2002

A. Projektfinanzierungen und Erneuerbare Energien

I. Grundsätze eines Risikomanagementprozesses von Projektfinanzierungen

Mehrheitlich werden Erneuerbare-Energien-Vorhaben in Form von Projektfinanzierungen realisiert, sofern sie eine hinreichende technische Stabilität versprechen und über ein zugeschnittenes Rechts- und Regulierungsumfeld verfügen.

Bei einer Projektfinanzierung sind es das Vorhaben und dessen Cashflow, nicht aber ein bestimmtes Unternehmen, das für die Finanzierung gerade steht. Das Vorhaben muss ein geschlossener, in sich rechtlich, technisch und wirtschaftlich tragfähiger Kreis sein, der den Investoren eine glaubwürdige Aussicht auf eine angemessene Eigenkapitalverzinsung und den Fremdkapitalgebern ausreichende Sicherheit auf Rückführung des eingesetzten Kapitals bietet: Das Projekt muss sich selbst tragen, sich selbst finanzieren. Dies ist der Grundgedanke einer Projektfinanzierung.

Für den Begriff der Projektfinanzierung finden sich in der Literatur unterschiedliche Definitionsansätze, wobei sich der von NEVITT/FABOZZI weitgehend durchgesetzt hat:

Projektfinanzierung ist die Finanzierung eines Vorhabens, bei der ein Darlehensgeber zunächst den Fokus der Kreditwürdigkeitsprüfung auf die Cashflows des Projekts als einzige Quelle der Geldmittel, durch die die Kredite bedient werden, legt.¹

1 NEVITT/FABOZZI 2000, S. 1. Auch wenn durch die Definition eine klare Betonung auf die Rolle der Kreditgeber gelegt werden, wird im Folgenden die Methode der Projektfinanzierung aus dem Blickwinkel der verschiedenen Projektbeteiligten vorgenommen, da ihr effizientes Zusammenspiel entscheidend ist für den Erfolg einer Projektfinanzierung. Die deutliche Betonung der Rolle der Kreditgeber ist gleichwohl sinnvoll, da sie den mit Abstand größten Anteil an der Gesamtfinanzierung übernehmen sollen und damit ihre Akzeptanz dafür entscheidend ist, ob eine Projektfinanzierung zustande kommt oder nicht.

In dieser Definition ist das zentrale Prinzip der Cashflow-Orientierung (*Cashflow Related Lending*) verankert: Die Projektkredite werden im Vertrauen darauf zur Verfügung gestellt, dass die Cashflows des Projektes so stabil sind, dass neben den Betriebskosten auch der Kapitaldienst sicher bedient werden kann. Da die Stabilität der Cashflows voraussetzt, dass sich die Projektbeteiligten im Sinne des Projektes verhalten, untersuchen die Darlehensgeber im Rahmen ihrer Kreditprüfung genau die vertraglichen und gesetzlichen Grundlagen, unter denen ein Projekt agiert. Das ist mit „zunächst“ gemeint: Neben die Cashflow-Orientierung treten im weiteren Verlauf der Projektprüfung die Beurteilung und Ausgestaltung der Risikoposition der verschiedenen Projektbeteiligten (*Risk Sharing*). Damit man das Projekt von Einflüssen außerhalb der explizit vereinbarten Verträge abschirmen kann, muss eine eigenständige Projektgesellschaft gegründet werden, die Träger aller Rechte des Projektes ist und die die Projektkredite verbucht (*Off-Balance Financing*).²

Da die Cashflows die einzige Quelle der Kreditbedienung und Eigenmittelverzinsung sind, ergeben sich besondere Anforderungen an ihre Stabilität und Verlässlichkeit. Neben einer intensiven Risikoidentifikation geht es darum, nach ökonomischen Kriterien Risiken auf einzelne Projektbeteiligte zu verteilen. Im Anschluss erfolgt eine Risikoquantifizierung in Form eines Cashflow-Modells und eines Rating-Verfahrens, die u. a. darüber Auskunft geben, wieviel Fremdmittel einem Vorhaben zur Verfügung gestellt werden können, wie die Tilgungsstruktur aussehen sollte und welche weiteren Gestaltungselemente Einzug in die Struktur finden sollten. Dabei muss man sich bewusst sein, dass die jeweiligen Teilaspekte des Risikomanagementprozesses – Identifikation, Quantifizierung und Allokation von Risiken – nicht in einer gerichteten zeitlichen Abfolge geschehen, sondern miteinander wechselseitig in Verbindung stehen. Um die Aussagen zur Risikoquantifizierung angemessen würdigen zu können, ist es daher notwendig, die verschiedenen Teilaspekte eines Risikomanagements zu berücksichtigen. Die folgende Abbildung 1 soll die Zusammenhänge verdeutlichen.

2 SCHMITT 1989, S. 24.

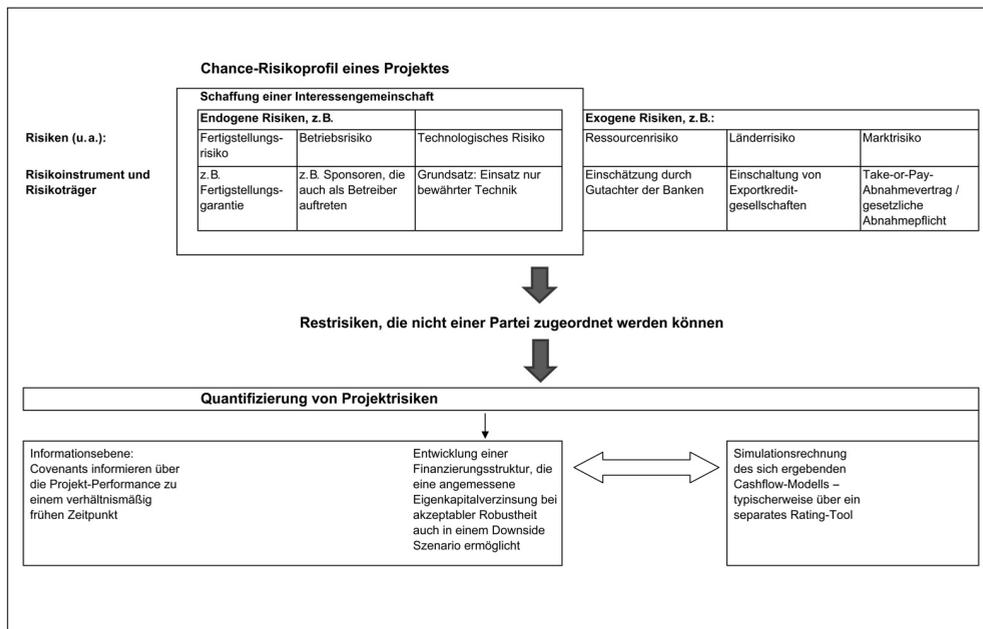


Abbildung 1: Schema eines Risikomanagements bei Projektfinanzierungen – Teil I

Die Abbildung 1 beschreibt ein Prüfungsschema bei der Erstprüfung eines Vorhabens, das die Voraussetzung für die Ausarbeitung einer geeigneten Finanzierungsstruktur darstellt.

Zum Verständnis des methodischen Ansatzes einer Projektfinanzierung ist es hilfreich, kurz die Unterschiede zwischen einer Unternehmensfinanzierung und einer Projektfinanzierung zu skizzieren: Kommt eine Unternehmensfinanzierung zum Einsatz, wird ein Investitionsvorhaben als Teil des Unternehmens betrachtet. Die Bewertung des Investitionsvorhabens basiert auf der Kreditwürdigkeit des Gesamtunternehmens und nicht auf dem erwarteten Cashflow des Projekts an sich. Wird dagegen eine Projektfinanzierung realisiert, ist die Bewertung der Fremdkapitalgeber ausschließlich an die Fähigkeit des Projekts geknüpft, einen eigenen Cashflow zu generieren.

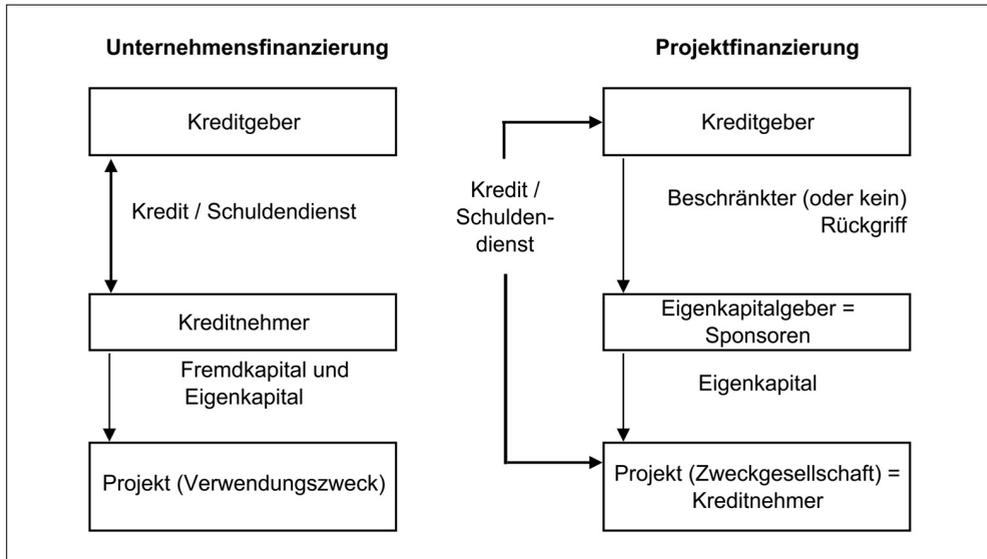


Abbildung 2: Vergleich Unternehmensfinanzierung und Projektfinanzierung³

Da die Sponsoren bei einer Projektfinanzierung eine unbegrenzte Haftung für das Fremdkapital ablehnen, wird für die Realisierung der Projekte die Gründung einer eigenständigen Projektgesellschaft durch die Sponsoren als Gesellschafter regelmäßig notwendig. Alleiniger Geschäftsgegenstand dieser Projektgesellschaft ist die Realisierung, also die Errichtung und der Betrieb des Projekts. Sie nimmt als Einzweckgesellschaft die Fremdmittel auf und haftet unbeschränkt mit ihrem Vermögen, so dass bei formaler Betrachtung ein Unternehmenskredit vorliegt. Materiell handelt es sich aber um einen Kredit für das konkrete Vorhaben: Die Kreditgeber erwarten die Rückzahlung des Kapitaldienstes allein aus dem Cashflow, der aus dem Projekt generiert wird. Als Sicherheit stehen allein die Aktiva und der Cashflow des Projekts als Haftungsmasse den Gläubigern zur Verfügung. Diese Haftungsmasse ist allerdings projekttypisch nur schwer verwertbar, was mit Blick auf die hohen Investitionsspezifika (Kraftwerke, Offshore-Windparks, Transportsysteme etc.) nicht näher erläutert werden muss. Daher wird im Krisenfall, in dem der Cashflow zur Bedienung des Kapitaldienstes nicht ausreicht, nicht die Sicherheitenverwertung im Vordergrund stehen, sondern die Fortführung des Projekts, erforderlichenfalls unter finanziellen Opfern aller Beteiligten.⁴

Da die Cashflows die einzige Quelle der Kreditbedienung und Eigenmittelverzinsung sind, ergeben sich besondere Anforderungen an ihre Stabilität und Verlässlichkeit. Neben einer intensiven Risikoidentifikation geht es darum, nach ökonomischen Kriterien Risiken auf

3 In Anlehnung an SCHMITT 1989, S. 22.

4 BÖTTCHER 2006, S. 130–133.

einzelne Projektbeteiligte zu verteilen.⁵ Im Anschluss erfolgt eine Risikoquantifizierung in Form eines Cashflow-Modells, das u. a. darüber Auskunft gibt, wieviel Fremdmittel einem Vorhaben zur Verfügung gestellt werden kann, wie die Tilgungsstruktur aussehen sollte und welche weiteren Gestaltungselemente Einzug in die Struktur finden sollten.

Wesensmerkmal jeder Projektfinanzierung ist die Orientierung an den zukünftigen Cashflows und der Einbindung der Projektbeteiligten, woraus sich folgende Konsequenzen ableiten: Zunächst ist bei einer Projektbeurteilung ein besonderes Augenmerk auf die Faktoren zu legen, die den Cashflow beeinflussen. Als maßgebliche Cashflow-Determinanten für ein Projekt kommen namentlich die Beschaffungsseite, die Absatzmärkte, die Betriebskosten, die Finanzierungskonditionen und schließlich Einflussgrößen des öffentlichen Sektors in Betracht. Im folgenden Abschnitt betrachten wir ein zentrales Strukturmerkmal von Projektfinanzierungen, die Frage der angemessenen Risikoallokation.

II. Risikoallokation – Zusammenspiel von wirtschaftlichen und rechtlichen Prinzipien

Für die Risikoallokation einer Projektfinanzierung gelten im Regelfall eines „stabilen“ Projektes folgende Grundsätze:

- Die Aufteilung der Risiken auf die Projektbeteiligten erfolgt normalerweise nach dem Grundsatz, dass die Vertragspartei das Projektrisiko übernehmen sollte, das sie aufgrund ihrer Geschäftstätigkeit am besten beurteilen und somit auch kontrollieren kann (Grundsatz der **Kontrollfähigkeit**).
- Dieser Grundsatz der Risikoverteilung ist aber nur dann anwendbar, wenn außerdem der Grundsatz der **Risikotragfähigkeit** berücksichtigt wird: Es geht dabei um die Frage, ob die vertraglich verpflichteten Projektbeteiligten aufgrund ihrer Bonität und wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit auch in der Lage sind, ihre vertraglichen Verpflichtungen zu erfüllen. Insofern beinhaltet jede Projektfinanzierung auch Bestandteile einer Unternehmensfinanzierung, da die zumindest partielle Risikoübernahme durch die Projektbeteiligten wesentlich für eine Projektfinanzierung ist und in jedem Fall auch eine Bonitätsbeurteilung dieser Risikoträger erforderlich macht, wie sie für Unternehmensfinanzierungen typisch ist. Die Bonität des Risikoträgers ist umso intensiver zu prüfen, je weitgehender sich ein Projektbeteiligter vertraglich gegenüber dem Projekt verpflichtet.
- Schließlich müssen zwingend die **Anreizwirkungen** der jeweiligen Vertragsgestaltung mit berücksichtigt werden. Aus einer Ex-post-Perspektive mag es dem Auftraggeber gleichgültig sein, wie ein gutes Projektergebnis erzielt wurde. Ex ante möchte er aber die Wahrscheinlichkeit eines guten Ergebnisses erhöhen, und das kann er nur, indem er Einfluss auf das Verhalten der beauftragten Partei nimmt. Könnte er ihn beobachten, würde er ihn durch entsprechende Anweisungen zu dem gewünschten Ver-

5 Siehe hierzu BÖTTCHER 2009, S. 52–71.

halten zwingen. Regelmäßig kann der Auftraggeber aber nicht kostenlos kontrollieren, ob seine Anweisungen befolgt wurden. Wesentlich ist daher, dem Auftragnehmer ein Anreizschema zu geben, das ihn aus eigenem Interesse zu dem gewünschten Verhalten anhält. Dafür muss er in aller Regel am Erfolg und auch am Risiko des jeweiligen Vorhabens beteiligt werden, und zwar unabhängig davon, über welche Risikotragfähigkeit er verfügt. Dabei lassen sich in einer ökonomischen Analyse erhebliche Unterschiede bei der Auswahl der Vertragsparteien und der Vertragsgestaltung herausarbeiten, je nachdem, ob es sich um eine einmalige Transaktion oder um mehrmalige Transaktionen handelt.

Mit entsprechenden – weitgehenden – Annahmen lässt sich das optimale Maß an Risikotransfer auch berechnen, aber das ist nicht das Entscheidende. Viel wichtiger für die Praxis ist, sich die Mechanismen vor Augen zu halten, die die Projektparteien dazu bringen, zum Projekterfolg beizutragen oder auch nicht. Sobald diese wirtschaftliche Aufgabe gelöst ist, geht es dann darum, das wirtschaftliche Gewollte in eine rechtlich belastbare Form zu bringen.

Natürlich bedarf eine Projektfinanzierung eine den Bedürfnissen des Projektes angepasste Projekt-, Kredit- und Sicherheitenstruktur. Insofern sind die strukturellen Merkmale einer Projektfinanzierung nicht direkt auf ein anderes Projekt übertragbar. Allerdings sind die Prinzipien, nach denen eine Projektfinanzierung gestaltet wird, doch relativ ähnlich. Diese Prinzipien lassen sich aus den Zielsetzungen der zentralen Projektbeteiligten ableiten:

- Für die Eigenkapitalgeber („Sponsoren“) stellt sich die Frage, ob sie – unter Berücksichtigung verschiedener positiver und negativer Szenarien – eine angemessene Verzinsung ihres Eigenkapitals erhalten können. Ihr zentrales Kriterium ist dabei zumeist eine Bewertung des Kapitalwertes auf Basis der abgezinsten freien Cashflows.
- Für die Fremdkapitalgeber stellt sich die Frage, ob auch in realistischen Downside-Szenarien gewährleistet ist, dass das Projekt Zins und Tilgung der Darlehen bedienen kann.
- Für die anderen zentralen Projektbeteiligten – etwa Anlagenlieferanten – geht es darum, dass sie eine fristgerechte und störungsfreie Zahlung erwarten und auch nur bereit sind, industrieübliche Gewährleistungs- und Garantiebedingungen zu übernehmen.

Die Risiküubernahmefähigkeit der verschiedenen Projektbeteiligten ist dabei unterschiedlich ausgestaltet.

	Charakteristika	Risikotragfähigkeit
Contractors (Fertigstellungsphase)	Kleinere Contractors sind bezüglich eines einzelnen Projektes wenig differenziert, damit sind Konkurskosten hoch relevant. Bei größeren Contractors besteht eine bessere Diversifikation.	Gering bis mittel
Contractors (Betriebsphase)	Contractors sind zumeist gut differenziert, da sie häufig bei verschiedenen Projekten tätig sind. Konkurskosten haben nur geringen Einfluss.	Mittel bis hoch
Fremdkapitalgeber	Diversifikation ist ein Grundprinzip der Funktionsweise von Banken. Der tatsächliche Grad der Diversifikation hängt vom Geschäftsmodell und der Größe des Vorhabens ab. Eine Mindestdiversifizierung ist gesetzlich vorgegeben. Insbesondere die Eigenkapitalanforderungen sollten die Relevanz von Konkurskosten einschränken.	Mittel bis hoch
Versicherungen	Risikobewertung und -diversifikation sind das Kerngeschäft von Versicherungen. Auch hier sollten die Eigenkapitalanforderungen die Relevanz von Kapitalkosten einschränken. Mögliche Kumulrisiken können über Rückversicherungen abgebaut werden.	Hoch
Kapitalmarktinvestoren	Bei einem Benchmark-Fall: Beliebig gute Diversifikation und gestaltbarer Leverage-Grad, so dass sich im Idealfall nur systematische Risiken ergeben.	Sehr hoch

Tabelle 2: Risiküberenahmefähigkeit von Contractors

Neben die Risikoallokation tritt die Risikoquantifizierung als zweites, zentrales Strukturmerkmal von Projektfinanzierungen.

III. Risikoquantifizierung – das Cashflow-Modell als Angelpunkt

Jede unternehmerische Tätigkeit ist durch die Existenz von Unsicherheit und unvollkommenen Informationen im Rahmen des betrieblichen Handelns Risiken ausgesetzt. Das Unternehmen ist allerdings nicht gezwungen, diese Risiken hinzunehmen, sondern vielmehr gefordert, geeignete Gegenmaßnahmen zu ergreifen. Bezogen auf eine Projektfinanzierung bedeutet dies in erster Linie die Sicherung der Projektexistenz. Dies ist darin begründet, dass nur durch das Betreiben des Projektes ein Cashflow generiert werden kann, der die in den meisten Fällen einzige bzw. werthaltigste Sicherheit darstellt, die zur Bedienung der Finanzierung zur Verfügung steht.

Bevor wir auf den Aspekt der Risikoquantifizierung bei einem Windenergievorhaben eingehen, wollen wir das Thema Risikoquantifizierung im gesamten Zusammenhang des Ri-

sikomanagementprozesses mit seinen verschiedenen methodischen Hilfsmitteln darstellen. Im Rahmen einer qualitativen Projektprüfung müssen zunächst bestimmte Fragen grundsätzlich positiv beantwortet werden:

- Ist das Rechts- und Regulierungsumfeld hinlänglich verlässlich und prognostizierbar?
- Wird ausschließlich bewährte Technik eingesetzt?
- Wie können die verschiedenen, zentralen Projektbeteiligten angemessen an den Chancen und Risiken des Vorhabens partizipieren (siehe hierzu die Überlegungen des vorherigen Abschnitts)?

Für mindestens diese Fragen müssen zufrieden stellende Antworten gefunden werden, bevor eine Cashflow-Modellierung erfolgen kann, die dann wiederum in eine Finanzierungsstruktur einmündet.

Methodisch erfolgt im Anschluss an die drei genannten Fragen eine Überprüfung der Wirtschaftlichkeit, die im Dialog zwischen dem Projekt und der fremdfinanzierenden Bank über ein Cashflow-Modell erfolgt, wobei die Bank intern die Cashflow-Struktur zusätzlich über ein separates Rating-Tool bewertet, woraus sich wiederum Änderungen an der Finanzierungsstruktur ergeben können. Dabei basiert diese zweite Analysestufe auf anderen methodischen Tools und ist auch von außen her wenig transparent. Dies ist durchaus bedauerlich, da sich häufig durch relativ kleine Änderungen an den Vertrags- und Finanzierungsstrukturen deutliche Rating-Verbesserungen ergeben können, die in Vorteilen bei den Zinskosten und der Finanzierungsstruktur resultieren können.

In der betriebswirtschaftlichen Literatur existiert eine Vielzahl von Interpretationsvarianten für den Risikobegriff. Im Rahmen dieses Beitrages soll Risiko als negative Abweichung vom Planwert einer Zielgröße verstanden werden, da sie für jeden Beteiligten eine Verlustgefahr bedeutet. Die Bedeutung der Behandlung von Risiken im Zusammenhang mit einer Projektfinanzierung ergibt sich unmittelbar aus ihrem Charakter: Da es allein das Vorhaben ist, das als wirtschaftliche Basis für die angemessene Eigenkapitalverzinsung und die Bedienung des Kapitaldienstes dient, sind die Werthaltigkeit und die Robustheit des Projektes von entscheidender Bedeutung. Da das Projekt aber erst sukzessive entsteht, lässt sich seine Wirtschaftlichkeit nur per Prognose bestimmen. Da die Perspektive in die Zukunft zunehmend unsicher ist, hat sich die Prognose mit dem Eintritt aller Arten von Einflüssen zu befassen, deren Wirkung auf das Projekt einzuschätzen und nach Wegen zu suchen, ob und inwieweit einzelne Projektbeteiligte bereit sind, das Projekt von Risiken freizuhalten.

Die Risiken einer Projektfinanzierung sind mit dem Instrumentarium des Risikomanagements zu steuern, das versucht, Risiken den Projektbeteiligten zuzuordnen, die diese zu verantworten haben und damit auch kontrollieren können.

Das Risikomanagement umfasst die Gesamtheit aller Aufgaben zur Handhabung von Projektrisiken unter Beachtung des Risk-Sharing-Prinzips. Das Ziel des Risikomanagements ist die Entwicklung einer Entscheidungsgrundlage für die Auswahl besonders geeigneter risikopolitischer Maßnahmen zur Reduzierung der Projektrisiken auf ein akzeptables Niveau.

Der Prozess des Risikomanagements wird häufig als eine Stufenfolge beschrieben:

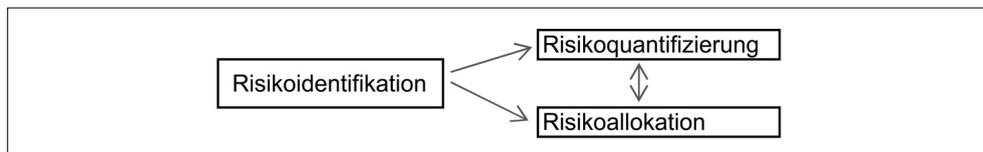


Abbildung 3: Bestandteile des Risikomanagementprozesses

Das Erkennen der einzelnen Risiken ist Grundvoraussetzung für die Anwendung risikopolitischer Maßnahmen. Zur Identifikation der einzelnen Risiken bei der Projektfinanzierung werden die Phasen, die ein Projekt bei der Erstellung und im Betrieb durchläuft, systematisch auf ihre Einflussfaktoren hin untersucht. Die Bewertung der einzelnen Risiken erfolgt anhand ihrer Auswirkungen auf den Cashflow, wobei die Ursachen eines Risikos aufgedeckt und die Risikofolgen qualitativ und quantitativ aufgezeigt werden. Das dazu verwendete Instrument – das Cashflow-Modell – wird aufgrund seiner Bedeutung gesondert dargestellt. Im dritten Schritt sind die identifizierten Risiken mit Hilfe geeigneter Techniken auf das mögliche Minimum zu reduzieren. Bei der Zuteilung – der Risikoallokation – wird untersucht, ob und in welchem Maße die identifizierten Risiken den Projektbeteiligten zugewiesen werden sollen und welche Restrisiken nach Zuteilung bei den Kapitalgebergruppen verbleiben. Schließlich sind die Risiken während der Projektlaufzeit zu kontrollieren und – bei Bedarf – geeignete Gegenmaßnahmen einzuleiten.

Die dargestellten Prozessstufen sind nicht als isolierte Teilaufgaben zu verstehen, sondern als ein wechselseitig ineinander greifender Prozess, der das Projekt begleitet und dessen Ergebnis nicht nur vom Risikoprofil des Projektes abhängt, sondern wesentlich auch von den Chance-/Risiko-Präferenzen der verschiedenen Projektbeteiligten. Die Aufgabe der Auswahl und die Anwendung der Risikoinstrumente sowie der Risikoträger erweist sich in der Praxis als komplexer und diffiziler Verhandlungsprozess. In der weiteren Darstellung wird auch deutlich werden, dass die obige Stufenfolge zunächst aus didaktischen Gründen gewählt wird. In der Praxis ergibt sich eine Wechselwirkung zwischen den einzelnen Prozessstufen.

Der Katalog der möglichen Maßnahmen des Risikomanagements ist umfangreich und vielschichtig, wodurch sich für den Kreditgeber und die Projektgesellschaft eine Vielzahl von Handlungsoptionen ergeben. Die Auswahl der möglichen Maßnahmen wird als Risikopolitik bezeichnet, deren Ziel es ist, die Kombinationen von Sicherungsinstrumenten zu finden, welche eine auf das Projekt abgestimmte und von allen gemeinsam akzeptierte Risikoverteilung ermöglicht.

Die Risikoanalyse ist Ausgangspunkt des Risikomanagementprozesses, da sie maßgeblich die Struktur des Vertragsgeflechtes sowie die materiellen Regelungen jedes einzelnen Vertrages bestimmt. Daher wird man sich mit den Zielsetzungen der Projektbeteiligten und den technischen, rechtlichen und wirtschaftlichen Aspekten des Vorhabens vertraut machen müssen.

In den folgenden Abschnitten werden wir uns vertieft mit den verschiedenen Risiken, Risikoinstrumenten und Risikoträgern beschäftigen; insofern dient die folgende Tabelle 3 zunächst nur der Einstimmung:

Risikoart	Risiko-Instrument	Risikoträger
Verfügbarkeit Rohstoffe oder Energie	Vertrag: Angebot oder Zahlung, Machbarkeitsstudie	Zulieferer, evtl. Sponsoren
Vertragserfüllung Vertragspartner	Machbarkeitsstudie	Sponsoren
Kostenüberschreitung	Fertigstellungsgarantie, Kreditlinie	Sponsoren, Generalunternehmer, Kreditgeber
Abnahmerisiko	Take-or-Pay-Verträge	Nachfrager des Outputs
Performancerisiko	Machbarkeitsstudie, Vertragskonditionen (Anreize)	Anlagenlieferant
Rechts- und Regulierungsrisiko	Reputation des Landes, gute Zusammenarbeit mit Regierungen	Sponsoren
Länderrisiko	Machbarkeitsstudie, Versicherung	Versicherungsagenturen, ECAs
Technologisches Risiko	möglicherweise K-O-Kriterium, ansonsten: Lizenzvereinbarung	Lizenzgeber
Devisenkurs	Optionen, Futures, Swaps usw.	Finanzinstitute
Inflationsrate	Langfristige Verträge (Kauf und Verkauf)	Anbieter und Nachfrager
Zinssätze	Feste Zinskonditionen, Zinsderivate usw.	Finanzinstitute, Gläubiger
Force Majeure	Eindeutige Abgrenzung, Versicherung	Versicherung

Tabelle 3: Risikoart, Risikoinstrument und Risikoträger

Im nächsten Schritt werden wir die wesentlichen Risiken bei Projekten im Bereich Erneuerbare Energien betrachten, die wir bereits im einführenden Kapitel skizziert haben. Beispielhaft stellen sich die verschiedenen Risikokategorien im Zeitablauf bei einem Projekt im Bereich Erneuerbare Energien wie folgt dar:

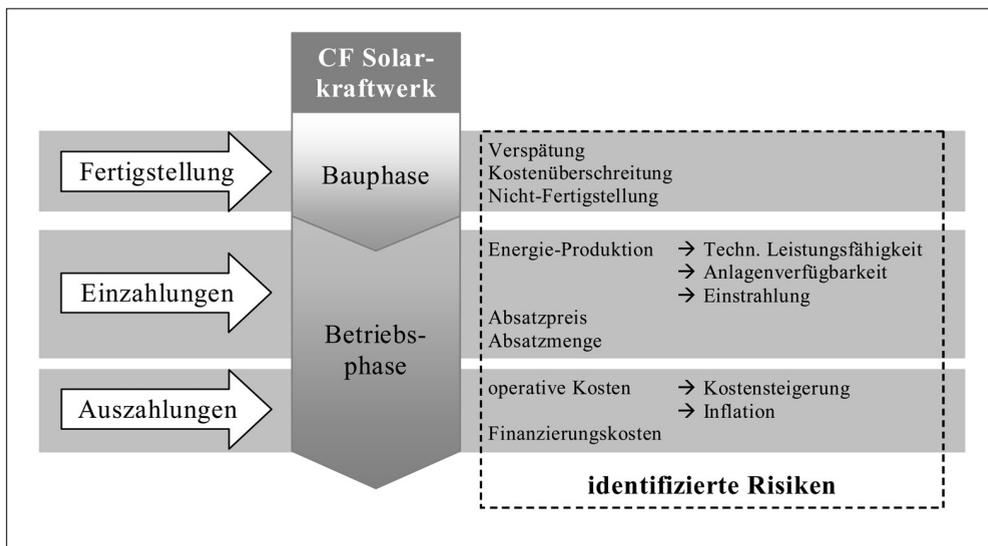


Abbildung 4: Risikoeinflüsse auf ein Erneuerbare-Energien-Projekt

Offensichtlich ist, dass die Risiken quantifizierbare Auswirkungen haben und in ihrer Gesamtheit betrachtet und bewertet werden müssen. Die Quantifizierung der Chancen und Risiken eines Projektes erweist sich als der Dreh- und Angelpunkt eines übergeordneten Sicherungssystems. Die Quantifizierung ermöglicht dabei, aus Investorensicht die Wirtschaftlichkeit, aus Sicht der weiteren Projektbeteiligten die Angemessenheit der Anreiz-Beitragsstruktur und aus Kapitalgebersicht die Robustheit des Projektes zu beurteilen.

Die Investoren beurteilen das Projekt aus einer Base-Case-Betrachtung, wobei sie in ihr Kalkül bessere und schlechtere Projektentwicklungen einbeziehen werden. Die anderen Projektbeteiligten beurteilen das Vorhaben danach, welche Beiträge sie zu leisten haben und ob die Gegenleistung dazu in einem angemessenen Verhältnis steht. Die Kreditgeber beurteilen das Projekt danach, ob bei einer Worst-Case-Betrachtung die Bedienung des Kapitaldienstes gesichert erscheint. Hierzu überprüfen sie zum einen die Reagibilität des Projektes gegenüber möglichen adversen Projektänderungen – z. B. verspätete Fertigstellung, Minder-Performance der Anlagen oder Preisverfall auf der Marktseite – und bewerten zum anderen die Möglichkeiten und Verpflichtungen des Projektes und der Projektbeteiligten, bei negativen Planabweichungen unterstützend einzuspringen. Eine Möglichkeit, von Seiten des Projektes gegenzusteuern, kann dabei z. B. die Verpflichtung sein, bei Unterschreitung bestimmter *Trigger Events* – typischerweise Unterschreiten eines bestimmten Schuldendienstdeckungsgrades – eine beschleunigte Tilgung der Darlehen vorzunehmen (*cash sweep*).

Die verschiedenen Verpflichtungen der Projektbeteiligten gegenüber dem Projekt lassen sich im Zusammenhang mit der Diskussion der Einzelrisiken diskutieren. Im Zusammenhang mit der Risikoquantifizierung geht es nunmehr darum, die vertraglichen Verpflichtungen der Projektbeteiligten zu bewerten, was neben dem Umfang der möglichen Verpflichtungen auch eine Bonitätsbeurteilung der Verpflichteten erfordert. Darüber hinaus signalisiert die Verpflichtung der Projektbeteiligten ein Interesse am Projekterfolg, was über die Ebene der Quantifizierbarkeit hinaus von qualitativer Bedeutung ist.

Damit wird ersichtlich, dass Risikoquantifizierung und Risikoallokation in einem engen Wechselverhältnis zueinander stehen. Eine Risikoquantifizierung ist erst dann vollständig, wenn neben der isolierten Projektbetrachtung auch die verschiedenen Beiträge der Projektbeteiligten mit betrachtet werden, die bestimmte Projekt-Risiken übernehmen und das Projekt insoweit freihalten. Nach der Anreiz-Beitrags-Theorie nach BARNARD und MARCH können die individuellen Vor- und Nachteile der Beteiligten als positive und negative Anreize definiert werden, die die Projektbeteiligten durch ihre eingebrachten Beiträge erhalten.

Andererseits erfordert eine Risikoallokation die Quantifizierung der Chancen und Risiken sowohl auf Ebene der einzelnen Projektbeteiligten als auch auf Ebene des Gesamtprojektes. Der einzelne Projektbeteiligte kann erst dann seine Chance-Risiko-Position beurteilen, wenn er die vollständige Risikoquantifizierung des Cashflow-Modells mit den oben beschriebenen Beiträgen der einzelnen Projektbeteiligten kennt.

An dieser Stelle wird deutlich, dass die Ermittlung einer geeigneten Finanzierungsstruktur mit der Ausgestaltung der Projektstruktur und der Projektverträge auf das engste zusammenhängt: Einerseits bestimmt die Ausgestaltung der Finanzierungsstruktur darüber, welche Beiträge insbesondere die Sponsoren und die Kreditgeber zu leisten haben, andererseits lässt sich eine Finanzierungsstruktur nur vor dem Hintergrund der vertraglichen Verpflichtungen

der verschiedenen Beteiligten beurteilen. Aus diesem Grunde ist die von Seiten der Sponsoren gestellte Frage nach der notwendigen Höhe der Eigenmitteleinbringung auch erst dann abschließend zu beantworten, wenn neben dem Risikoprofil des Projektes auch die vertraglichen Verpflichtungen der einzelnen Projektbeteiligten bekannt sind.

Weiter ermöglicht erst die Risikoquantifizierung die Information über die Performance des Projektes und ist damit Anknüpfungspunkt für Steuerungsmaßnahmen der Projektgesellschaft bzw. für das Auslösen von Verpflichtungen der Projektbeteiligten. Weichen Kennzahlen von Planwerten ab, werden – je nach vertraglicher Ausgestaltung – die Projektbeteiligten verpflichtet, bestimmte Beiträge zu leisten oder bestimmte Kreditsicherheiten greifen. Damit ermöglicht die Risikoquantifizierung eine dauerhafte Begleitung des Projektes im Zeitablauf und erfüllt die Funktion eines Steuerungsmechanismus. Die folgende Abbildung 5 soll dies verdeutlichen:

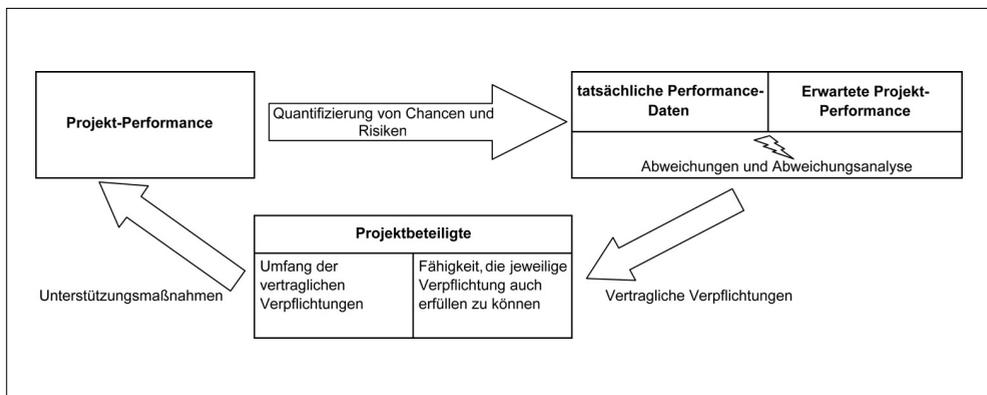


Abbildung 5: Risikomanagementprozess bei einer Projektfinanzierung – Teil II

Das Cashflow-Modell ist für die Risikoquantifizierung von zentraler Bedeutung, aber die Risikoquantifizierung endet nicht mit dem Cashflow-Modell. Zusätzlich erfolgen auf Grundlage des Cashflow-Modells – zumeist separat vorgenommene – Simulationsrechnungen über ein Rating-Tool, die verschiedene Projektverläufe bei unterschiedlichen Umweltszenarien simulieren und aus Risikosicht der Banken bewerten. Die Simulationsrechnungen werden dabei im Windenergiebereich wesentlich durch die Verteilungsfunktion des Windangebots sowie der Entwicklung der Zinsstrukturkurven beeinflusst. Qualitative Faktoren, wie etwa die Bewertung des Fertigstellungsrisikos und die Erfahrungen des EPC-Contractors, haben gegenüber den quantitativen Faktoren eine zumeist nachrangige Bedeutung.

	Schritte:	Besonderheiten und Hinweise:	Bankenspezifika:
CF-Modell	Plausibilisierung und Übernahme der Daten des Entwicklers in ein Cashflow-Modell (im Prinzip soll die wahrscheinlichste Entwicklung des Projektes angegeben werden)	1. Nicht überoptimistisch sein, aber auch nicht das Projekt schlechter machen; 2. Ausnahme: Wartungskosten werden mindestens zu Full-Service-Preisen eingestellt	Es bestehen bankenspezifische Unterschiede hinsichtlich der Laufzeit der Term Loans und Belastbarkeitskriterien
Rating-Tool	Übertragung des Cashflow-Modells in ein Rating-Tool und Vornahme von automatisierten Simulationsrechnungen => Ziele: Objektive Risikoeinschätzung	1. Variabilität und Untergrenzen von Projektverträgen berücksichtigen; 2. Explizite Angabe der Gutachter-Unsicherheit im Solargutachten verlangen	Risikobewertung sollte bei demselben Projekt bei unterschiedlichen Banken identisch sein
Kalkulations-Tool	Einstellung der Risikoeinschätzung und der Margenbestandteile in ein weiteres Bewertungs-Tool, das die Wirtschaftlichkeit aus Bankensicht bewertet		Je nach Verzinsungsanforderungen der Banken können sich unterschiedliche Preise für das Risiko ergeben

Tabelle 4: Systematisches Vorgehen bei der Risikoquantifizierung

Zusammenfassend erfüllt die Risikoquantifizierung folgende Funktionen:

- **Ermittlung einer Finanzierungsstruktur**, die den Anforderungen der Kapitalgeber gleichermaßen gerecht werden muss: die Eigenkapitalgeber benötigen eine glaubwürdige Aussicht auf eine ihrem Risiko angemessene Rendite und die Fremdkapitalgeber wollen eine Rückführung ihrer Darlehen auch bei negativen Planabweichungen.
- **Anreizfunktion**: Erarbeitung einer Vertragsstruktur, die die einzelnen Chancen und Risiken sachgerecht zuweist und damit einen nachhaltigen Projekterfolg unterstützt.
- **Informationsfunktion**: Festlegung eines Frühwarnsystems, das Plan-Abweichungen erkennt und damit die Handhabe liefert, um frühzeitig Gegenmaßnahmen durch einzelne Projektbeteiligte oder den Einsatz von Kreditsicherheiten einzuleiten.

Im folgenden Abschnitt wollen wir anhand eines Beispiels skizzieren, wie eine Risikoquantifizierung exemplarisch aus Sicht einer finanzierenden Bank funktioniert.

IV. Beispiel für eine Risikoquantifizierung

Im Folgenden soll ein Offshore-Windenergieprojekt mittels einer rechnerischen Analyse seiner Risikopotentiale auf seine Projektfinanzierungsfähigkeit hin untersucht werden. Da die Ausprägung der Projektrisiken in großem Maße von dem jeweiligen Finanzierungsobjekt abhängt, soll ein Fallbeispiel aus der Praxis betrachtet und bewertet werden.⁶

6 Es handelt sich um ein fiktives Projekt, das allerdings an eine reale Investition angelehnt ist. Das Beispiel findet sich in: BÖTTCHER (Hrsg.): Handbuch Offshore-Windenergie, Oldenbourg 2013, S. 647–651.

Projektname:	Downy O’Drake
Projektstandort:	Deutschland, AWZ (Nordsee)
Gesamtinvestitionsvolumen:	M€ 1.174
Fremdkapitalvolumen:	M€ 710
Eigenkapitalvolumen:	M€ 464
Finanzierungsstruktur:	Rückzahlung der Projektfinanzierungsdarlehen über 10,5 Jahre bei annuitätischem Tilgungsverlauf.
Tilgungsfreie Zeit	18 Monate
Schuldendienstreserve:	nicht vorgesehen
Summe der Betriebskosten p. a.:	M€ 39,3 (anfänglich)
Inbetriebnahmezeitpunkt:	01.07.2014
Nennleistung:	288 MW
Jahresenergieproduktion:	1.090 GWh (auf p(90)-Niveau kalkuliert)
Einspeisetarif:	19 Ct/kWh für 8 Jahre, im Anschluss wird mit einem Marktpreis von 5,7 Ct/kWh gerechnet.

Tabelle 5: Rahmendaten eines OWP-Projektes in Deutschland

Auf Basis dieser Daten wurde von den Sponsoren ein erstes Cashflow-Modell als Sponsors Case erstellt. Dieses Modell stellt die Ausgangsbasis für die Analyse einzelner Projektrisiken dar.

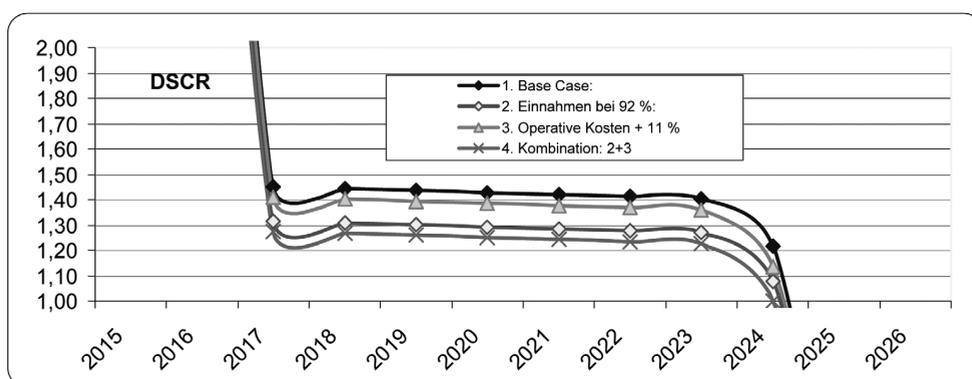


Abbildung 6: DSCR im Ausgangsfall (Sponsors Case)

	Min. DSCR	Ø DSCR	IRR
Sponsors Case:	1,22	2,04	6,32 %
Einnahmen bei 92%:	1,08	1,85	0,17 %
Operative Kosten plus 11%:	1,14	1,98	3,36 %
Kombinationsfall (2+3):	1,00	1,79	-4,29 %

Tabelle 6: DSCR- und IRR-Werte im Sponsors Case

Im Sponsors Case kann durchgängig der Kapitaldienst erbracht werden, die Investoren erzielen eine interne Rendite von 6,32%. Ein Einnamerückgang wäre bis zu einer Höhe von 87,3% der Einnahmen verkraftbar, ohne dass die Bedienung des Kapitaldienstes gefährdet wäre.

I. Zinssatzänderung

Anhand des Fallbeispiels werden die Auswirkungen von Zinsänderungen in verschiedenen Abstufungen dargestellt. Dabei werden ausgehend von der von den Sponsoren vorgeschlagenen Finanzierungsstruktur der Zinssatz des Projektfinanzierungskredites in diesem Modell verändert und die hieraus resultierenden Ergebnisse im Folgenden beschrieben.

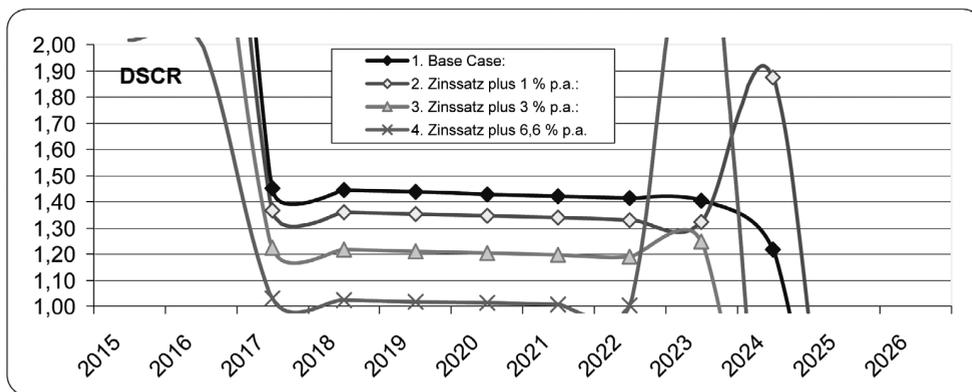


Abbildung 7: DSCR bei unterschiedlichen Zinssätzen

	Min. DSCR	Ø DSCR	IRR
Sponsors Case:	1,22	2,04	6,32 %
Zinssatz plus 1 % p.a.:	1,32	1,90	4,87 %
Zinssatz plus 3 % p.a.:	1,19	1,59	2,32 %
Zinssatz plus 6,6 % p.a.:	1,00	1,42	-1,34 %

Tabelle 7: DSCR- und IRR-Werte bei Zinssatzvariation

Die Erhöhung der Zinssätze führt dazu, dass der DSCR durchgängig über die gesamte Finanzierungslaufzeit unterhalb der Ausgangslage im Sponsors Case liegt. Bei einem Anstieg des Zinssatzes des Projektfinanzierungskredites um 6,6 Prozentpunkte auf einen Satz von 11,7 % jährlich beträgt der DSCR im Jahr 2016 noch 1,0, was bedeutet, dass der Kapitaldienst gerade noch geleistet werden kann. Bei einem noch höheren Zinsanstieg wäre dies nicht mehr sichergestellt und die bankseitigen Anforderungen der jederzeitigen und vollständigen Leistung des Kapitaldienstes würden verfehlt. Die betrachtete Höhe des Zinsanstieges stellt somit die Grenze der Projektbelastbarkeit dar.

Die Erhöhungsdifferenz von 6,6 Prozentpunkten bis zum Erreichen der Projektbelastbarkeitsgrenze kann als Sicherheitspuffer des Projektes für das Zinsänderungsrisiko verstanden werden. Bei der Interpretation muss man an dieser Stelle allerdings vorsichtig sein: Durch die unterstellte annuitätische Tilgung ergibt sich mit Erhöhung des Zinssatzes eine höhere Annuität und damit eine schnellere Tilgung als im Ausgangsfall. Die Ausreißer des DSCR zum Ende der Kreditlaufzeit ergeben sich dadurch, dass die Darlehen zum Teil unterjährig getilgt werden, rechnerisch aber der Cashflow des gesamten Jahres für die Kalkulation herangezogen wird.

Trotz dieser Einschränkungen in der Aussagekraft zeigt sich das Projekt DOWNY O'DRAKE aus Fremdkapitalgebersicht einigermäßen unempfindlich gegenüber einem Zinsanstieg. Allerdings ergibt sich ein erheblicher Einfluss auf die Wirtschaftlichkeit des Vorhabens. Diese Beobachtung kann generell bei Projektfinanzierungen im Bereich Windenergie gemacht werden.

II. Betriebskostenänderung

Die Folgen aus dem Eintritt des Betriebs- und Managementrisikos werden über eine Variation der Betriebskosten dargestellt und die hieraus resultierenden Ergebnisse im Folgenden beschrieben. Die jährlichen Betriebskosten werden in verschiedenen Szenarien um jeweils 10 %-Punkte erhöht. Die genannten Beträge beziehen sich auf den Ausgangswert der Betriebskosten im ersten Betriebsjahr ohne Berücksichtigung des im Modell generell kalkulierten Betriebskostenanstieges von 2 % jährlich.

Die entgegen der Ausgangslage im Sponsors-Case zusätzlich anfallenden Betriebskosten müssen durch den unveränderten Projekt-Cashflow gedeckt werden. Dadurch sinkt der Teil des Projekt-Cashflows, der für die Bedienung des Kapitaldienstes zur Verfügung stehen kann. Die Kapitaldienstfähigkeit in Form des DSCR sinkt folglich über die gesamte Finanzierungslaufzeit, wie es die nachfolgende Abbildung 8 veranschaulicht.

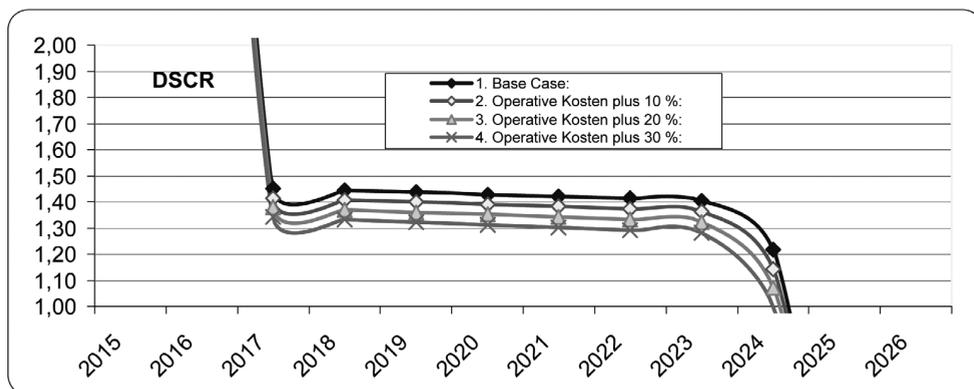


Abbildung 8: DSCR bei veränderten Betriebskosten

	Min. DSCR	Ø DSCR	IRR
Sponsors Case:	1,22	2,04	6,32 %
Operative Kosten plus 10 %:	1,14	1,99	3,65 %
Operative Kosten plus 20 %:	1,07	1,93	0,73 %
Operative Kosten plus 30 %:	1,00	1,88	-1,89 %

Tabelle 8: DSCR- und IRR-Werte bei Betriebskostenänderungen

Es zeigt sich, dass auch hier der DSCR durch die vorgenommene Veränderung durchgängig unterhalb der Ausgangslage im Sponsors-Case liegt. Bei allen betrachteten Fällen liegt der DSCR gleichwohl über 1,0. Das Projekt kann somit in allen Fällen den Kapitaleinsatz noch leisten. Bei noch höheren Betriebskosten wäre dies nicht mehr sichergestellt und die bankseitigen Anforderungen der jederzeitigen und vollständigen Leistung des Kapitaleinsatzes würden verfehlt. Hierbei muss man zwischen der rechnerischen und der tatsächlichen Empfindlichkeit unterscheiden: In der Realität der Projektfinanzierungen wird die Mehrzahl der operativen Kosten vertraglich fixiert sein, so dass eine derartige Kostensteigerung nicht realistisch ist.

Insgesamt zeigt sich das Projekt DOWNY O’DRAKE weniger empfindlich gegenüber einem Betriebskostenanstieg, weil die Betriebskosten im Verhältnis zum Projekt-Cashflow während des Zeitraums der erhöhten Vergütung nur einen geringen Anteil ausmachen. Allerdings ändert sich das Bild, wenn man eine Betriebskostensteigerung im Zeitraum nach der erhöhten Vergütung kalkuliert. Lediglich während des Zeitraums der erhöhten Vergütung zeigen Off-shore-Windparks ein ähnliches Verhalten wie Onshore-Windenergieprojekte.

III. Einnahmenrückgang

Die dargestellten Folgen aus dem Eintritt des Ressourcenrisikos und die sich hierdurch ergebenden Auswirkungen haben wir im Folgenden über eine stufenweise Absenkung des Jahresenergieertrages in mehreren Szenarien abgebildet. Die Kapitaldienstfähigkeit in Form des DSCR sinkt folglich über die gesamte Finanzierungslaufzeit, wie es die nachfolgende Abbildung 9 veranschaulicht.

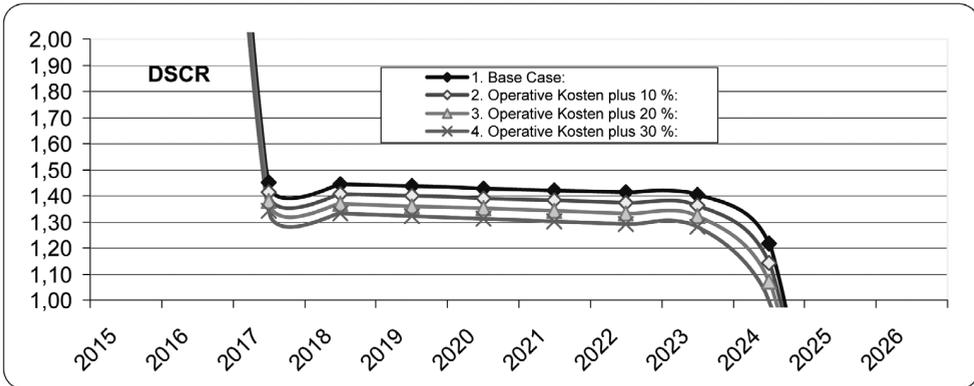


Abbildung 9: DSCR bei Einnahmenveränderung

	Min. DSCR	Ø DSCR	IRR
Sponsors Case:	1,22	2,04	6,32 %
Einnahmen bei 95 %:	1,13	1,92	2,66 %
Einnahmen bei 87,3 %:	1,00	1,73	-4,65 %
Einnahmen bei 80 %:	0,87	1,56	-17,53 %

Tabelle 9: DSCR- und IRR-Werte bei Einnahmenrückgang

Durch die vorgenommene Veränderung liegt der DSCR durchgängig unterhalb der Ausgangslage im Sponsors Case. Bei einer Senkung des Jahresenergieertrages um 12,7% erreicht der DSCR im vierten Betriebsjahr des Projektes sein Minimum von 1,0. Das hier betrachtete Ausmaß des Absinkens des Jahresenergieertrages stellt folglich die Grenze der Projektbelastbarkeit dar.

Die Differenz von 12,7% bis zum Erreichen der Projektbelastbarkeitsgrenze aus Sicht des Sponsors-Case kann somit auch als dessen Sicherheitspuffer im Hinblick auf das Ressourcenrisiko verstanden werden. Die Höhe des Sicherheitspuffers bei DOWNY O'DRAKE ist dabei

als sehr knapp zu bewerten, wenn man sich die durchschnittliche Schwankung der jährlichen Energieproduktion vor Augen hält.

Die dortigen Ausführungen zeigen, dass das jährliche Energieangebot am Standort in einem nicht unerheblichen Maße schwanken kann. Dem theoretischen Sicherheitspuffer von 12,7% im Cashflow-Modell steht eine gutachterlich ausgewiesene Standardabweichung des Energieangebotes in Höhe von etwa 12% am Projektstandort gegenüber. Damit ist der Sicherheitspuffer im Sponsors Case zu gering, so dass Anpassungen an der Finanzierungsstruktur notwendig werden.⁷

Wir werden im folgenden Abschnitt skizzieren, welche Aspekte zu beachten sind, wenn sich Projektfinanzierungen in einer Krisensituation befinden.

B. Projektfinanzierungen in Krisensituationen

Bisher haben wir beschrieben, dass Projektfinanzierungen dann realisiert werden können, wenn die zu erwartenden Cashflows eine hohe Stabilität aufweisen, was auch bedeutet, dass alle Beteiligten an einem Projekt das Vorhaben so unterstützen wie geplant und dass „externe Schocks“ oder „Überraschungen“ praktisch nicht auftreten. Dazu hatten wir unterstellt, dass wir uns auf der Ebene der Risiken bewegen, die wir erkennen und für die es auch ein geeignetes Risikoinstrumentarium gibt, auf das im Bedarfsfalle zurückgegriffen werden kann. Im schlimmsten Fall trifft uns in dieser Vorstellung ein „*known unknown*“. Diese Annahmen sind aber unrealistisch.

DONALD RUMSFELD hat in seiner Zeit als US-Verteidigungsminister darauf hingewiesen, dass es Risiken gibt, von denen wir gar nicht wissen, dass sie Risiken darstellen können – die „*unknown unknowns*“. Hier stellt sich das Dilemma, etwas zu suchen, von dem man gar nicht weiß, dass es existiert. Das sind die Risiken, die man möglichst vollständig vermeiden möchte, da sie eine belastbare Planung unmöglich machen können. In dieser Situation trägt auch das Prüfschema aus Abbildung 1 nicht mehr. Es gelten dann offensichtlich neue Spielregeln, aber wie sehen diese aus? Und: Was können wir tun, damit es gar nicht erst dazu kommt bzw. wie sollten wir damit umgehen, wenn es hierzu gekommen ist?

Kommt es zu Störungen im Projektverlauf, ändern sich die Anreizschemata der Projektbeteiligten, die versuchen könnten, die anderen Parteien zu Eingeständnissen über das vertragliche Geregelte hinaus zu drängen. Einen solchen Vertragsbruch nennt man in der wissenschaftlichen Theorie einen *Hold-up* oder räuberischen Überfall. Solch ein „Überfall“ ist überall da möglich, wo Verträge nicht, nicht mit vertretbarem Aufwand oder innerhalb der verfügbaren Zeit durchgesetzt werden können oder wo ihre Durchsetzung aufgrund einer Veränderung der Umwelt nicht mehr sinnvoll ist. Die Verträge sind in diesem Sinne unvollständig. Die Unvollständigkeit von Verträgen führt zu einer Wiederverhandlung, in der die bisherigen Vertragskonditionen keine Bedeutung mehr haben. Ausschlaggebend für das Ver-

7 Siehe hierzu BÖTTCHER: Wirtschaftlichkeit und Ausgestaltung einer geeigneten Finanzierungsstruktur, in: ders. (Hrsg.): Handbuch Offshore-Windenergie, Oldenbourg 2013, Kapitel 5.9.

handlungsergebnis ist einerseits, wie geschickt die Parteien verhandeln. Andererseits ist für das Verhandlungsergebnis relevant, welche Position die Parteien einnehmen, wenn die Verhandlungen scheitern, und über welches Drohpotential sie demnach verfügen. Dies bezeichnet man als Drohpunkt einer Partei, und rational handelnde Parteien werden sich auch bei stärkster Verhandlungsmacht der Gegenpartei nicht hinter diesen Drohpunkt drücken lassen.⁸ Das bisher vorhandene Vertragsgeflecht wird brüchig und durch komplexe, neue Strukturen abgelöst. Komplexität heißt, dass ein Projekt aus vielen Elementen besteht, die hochgradig miteinander vernetzt sind.⁹ Dynamik beschreibt das Aktivitätspotenzial und die Geschwindigkeit, mit der gearbeitet wird. In großvolumigen Projekten im Bereich Erneuerbare Energien sind viele Beteiligte an unterschiedlichen Standorten mit unterschiedlicher Kultur und vielfältigen Aufgaben involviert, die untereinander hoch vernetzt sind. Das bedeutet, dass die Parameter Komplexität und Dynamik als „hoch“, bzw. „weiter steigend“ beschrieben werden können.

Die zunehmende Globalisierung erfordert eine permanente Neuorientierung an den sich ständig wechselnden Bedingungen (...). Es ist eine wichtige Aufgabe des Projektmanagements, diese Bedingungen so transparent an die Mitarbeiter im Projektteam zu vermitteln, dass sie immer wieder neu motiviert werden (Hahn, 2002, S. 19).

Leider gibt das klassische Projektmanagement keinen Anhaltspunkt dafür, wie diese durchaus nachvollziehbaren Ziele erreicht werden können.

Ein erster Schritt besteht darin zu verstehen, wie sich Projektteams in unterschiedlichen Situationen verhalten und welche Handlungsstrategie sich daraus für Verantwortliche ableiten lässt. Diese Handlungsstrategien sind abhängig von dem Zustand, in dem sich das Projekt befindet. Wie beschrieben, kann ein komplexes Projekt als System verstanden werden, dessen Verhalten in verschiedenen Zuständen gut untersucht ist (Kruse, 2004, siehe Tabelle 10). Diese Erkenntnisse sind übertragbar auf Abteilungen, Unternehmen, soziale Gruppen oder eben auch Projektteams.

	Handlungsstrategie			
	Steuerung	Regelung	Versuch und Irrtum	Selbstorganisation
Systemzustand	Stabil	Stabil	Instabil	Instabil
Organisation	Einfach	Komplex	Einfach	Komplex
Funktionsweise	Ursache – Wirkung	Soll-Ist-Abgleich	Suchbewegung	Musterwechsel
	Management von Stabilität		Management von Instabilität	

Tabelle 10: Management von Stabilität und Instabilität (Kruse, 2004)

8 BÖTTCHER 2012c, S. 86f.

9 Die folgenden Ausführungen in diesem Abschnitt basieren wesentlich auf dem Beitrag von SILKE KATTERBACH: Projekt- und Konfliktmanagement, in: BÖTTCHER (Hrsg.): Handbuch Offshore-Windenergie, Oldenbourg 2013, Kapitel 3.7.

„Stabilität“ bedeutet, dass sich das System vorhersagbar verhält und man aus dem vergangenen Verhalten das zukünftige Verhalten schätzen kann; „Instabilität“ hingegen beschreibt, dass das System spontan sprunghafte Zustandsänderungen durchläuft und die Zukunft nicht als Verlängerung der Vergangenheit vorhersagbar ist“ (Kruse, 2004, S. 41). Besonders beachtenswert ist an dieser Betrachtung, dass die Handlungsstrategie eine grundlegend andere ist, je nachdem, in welche Kategorie sich das System aktuell einordnen lässt.

Ein Beispiel für einen stabilen Systemzustand ist der planmäßige Ablauf eines Projekts, wie wir ihn in Tabelle 10 beschrieben haben. Kleinere Abweichungen des Projektes werden ausgeglichen – der Systemzustand kann als „stabil“ bezeichnet werden.

Die Prozesse in diesem System werden auf eine verschachtelte Hierarchie von Regelvorgängen über negative Rückkopplung, also über die Minimierung von Soll-Ist-Abweichungen geordnet. Das Prinzip der Regelung basiert auf Rückmeldeschleifen. (...) Nach dem gleichen Schema lassen sich viele Prozesse in der Natur und auch die meisten komplexeren technischen Lösungen darstellen. Eben deshalb ist die Steuerungs- und Regelungstheorie, die Kybernetik erster Ordnung, eine der produktivsten wissenschaftlichen Ansätze des 20. Jahrhunderts gewesen; bis heute dient sie den Ingenieuren als zentrales Denkmodell. (Kruse, 2004, S. 43)

Was aber passiert bei Abweichungen vom Plan, bei unvorhersehbaren Ereignissen bzw. außerplanmäßigen Vorkommnissen, wie z. B. dem Ausfall wichtiger Ressourcen, dem Verlust von Investoren, umwälzenden politischen Entscheidungen o. ä.? Hier gilt es, in Ergänzung unseres Alltagsverständnisses von „Management“ zusätzliche Handlungsoptionen zur Verfügung zu haben. Das System muss in der Instabilität gesteuert werden, wobei steuern in diesem Zusammenhang eben nicht „Steuern und Regeln“ bedeutet. Andere als die gewohnten Managementmethoden sind notwendig. KRUSE beschreibt das Management von Instabilität an Hand einer Segelmetapher:

Besondere Herausforderungen entstehen, wenn sich das Schiff in fremden Gewässern auf der Suche nach unbekanntem Küsten befindet. Steuern und Regeln sind nicht mehr möglich. Es gibt keine Seekarten und kein ortsbezogenes Vorwissen, an dem sich das Handeln orientieren kann. Die Situation ist komplex und instabil (...). Es bleibt nur die Entwicklung von Visionen, das Vertrauen auf Intuition, die Sensibilisierung für die Wahrnehmung aktueller Gegebenheiten und das bewegliche Sich-Einlassen auf jede noch so kleine Veränderung. Der Kurs entsteht also aus der schrittweisen, wechselseitig aufeinander bezogenen Abstimmung von Zielvorstellungen und vorgefundenen Bedingungen. Das Handeln ist Ergebnis einer spontanen, eigendynamischen Ordnungsbildung. (Kruse 2004, S. 49)

Die Auseinandersetzung mit den zwei grundlegend unterschiedlichen Arten von Management ist in erster Linie eine Führungsaufgabe. Projektleiter, Teilprojektleiter, Koordinatoren und andere Führungsfunktionsträger in der Projektorganisation brauchen daher sowohl das Verständnis, als auch die Fähigkeiten zum Management von Instabilität. Das ist ungewohnt und neu und wird weitestgehend nicht als Kompetenz wahrgenommen.

Bei wiederkehrenden Transaktionen sind regelmäßig die Möglichkeiten eines *Hold-ups* deutlich eingeschränkt, da die negativ betroffene Partei die Möglichkeit hat, der anderen Partei zu kündigen und durch eine andere Partei zu ersetzen. Das Wissen um diese Sanktionsmöglichkeit sollte dazu führen, dass beide Parteien diszipliniert werden und ein *Hold-*

up an Relevanz verliert. Gleichwohl ist die Kündigungsmöglichkeit von Verträgen durchaus zwiespältig zu sehen, wie der folgende Abschnitt zeigen soll.

C. Selbstgewählte Leiden – Anreiz zur Auswahl riskanter Vertragspartner

Manchmal bestehen starke ökonomische Anreize, nicht auf einen seriösen, aber möglicherweise teuren Geschäftspartner zu setzen, sondern diese Regel zu verletzen. Hierzu folgendes Beispiel:¹⁰

Wir haben an anderer Stelle beschrieben, wie Entlohnungssysteme ausgestaltet werden sollten, wenn es sich um einmalige, nicht wiederkehrende Transaktionen handelt.¹¹ Was ändert sich nun, wenn Transaktionen mehrfach zwischen den Parteien stattfinden? Zu diesem Zweck sollte zwischen inputbasierten und outputbasierten Verträgen unterschieden werden. Wenn eine Partei nach ihrem Output bezahlt wird, spielt die Zeit, die sie hierfür aufwendet, keine Rolle (output-basierter Vertrag). Bei einer input-basierten Bezahlung erfolgt die Entlohnung hingegen nach der Menge der Zeit, die aufgewendet wurde.¹²

Eine Bezahlung auf Basis von Arbeitsergebnissen bietet mindestens zwei Vorteile: Zum einen motiviert eine ergebnisabhängige Bezahlung die guten Auftragnehmer zum Verbleib und die schlechten zum Ausscheiden aus der Projektstruktur. Zum anderen hält eine solche Entlohnung die Auftragnehmer zu intensiverem Arbeitseinsatz an. Die jeweiligen Vorteile und Nachteile sehen wir uns im Folgenden an.

Outputbasierte Entlohnungsschemata bewegen ineffiziente Vertragspartner zum Kündigen ihrer Verträge. Werden sie exakt nach ihrem Output bezahlt, kündigen sie, sobald ihr Entgelt unter die Entlohnung des nächstbesten für sie erreichbaren Arbeitsplatzes fällt. Umgekehrt bleiben alle Vertragspartner, die mehr verdienen als ihre *Outside Option*, mit der Projektgesellschaft verbunden. Im Folgenden seien zwei mögliche Entlohnungsschemata dargestellt.¹³

10 BÖTTCHER 2012c, S. 95 – 97.

11 BÖTTCHER 2009, S. 52 – 71.

12 JUNG 2008, S. 8.

13 Zur Systematik siehe JUNG 2008, S. 563.

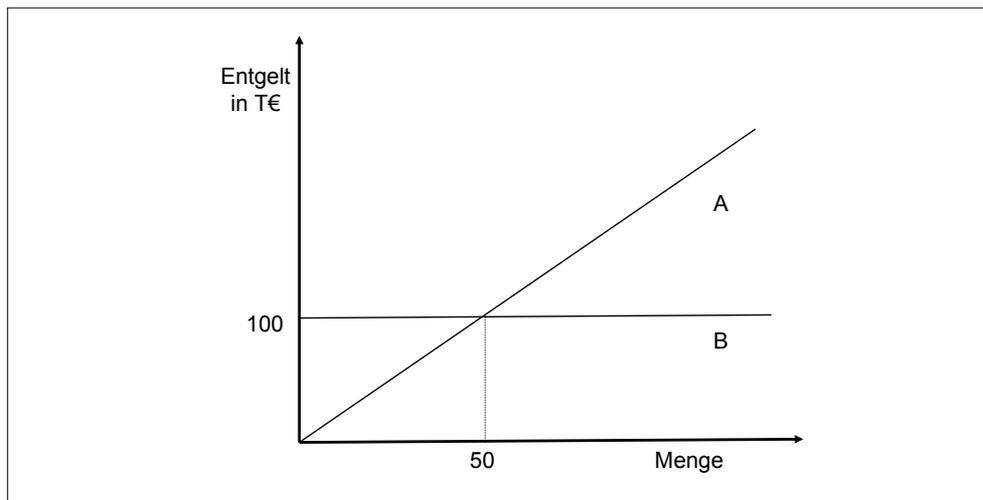


Abbildung 10: Entlohnung von Contractors (e.D.)

Die mit A gekennzeichnete Linie beschreibt ein Entgeltsystem, das bei 0 beginnt und dann 2.000 € pro Leistungseinheit vorsieht. Ein Auftragnehmer, der in einem Monat 50 Leistungseinheiten erbringt, kommt auf einen Monatslohn von 100 T€. Die mit B gekennzeichnete Linie stellt ein System dar, das ein monatliches Fixgehalt von 100 T€ vorsieht. Auftragnehmer mit einem Leistungsausput von 40 Leistungseinheiten erhalten ebenso 100 T€ wie solche, die 80 Leistungseinheiten produzieren.

Welches System ist nun für eine Projektgesellschaft vorteilhaft? Dies hängt davon ab, welchen Typ eines Contractors man vorfindet. Unterstellen wir zunächst zwei Projektgesellschaften¹⁴, die die beiden obigen Entlohnungssysteme anbieten. Die Projektgesellschaft DINGUS verdient an allen Contractors, die mehr als 50 Leistungseinheiten erbringen. Denn ein Auftragnehmer, der beispielsweise 100 Leistungseinheiten produziert, kostet sie nur 100 T€, was Stückkosten von 1.000 € entspricht. Derselbe Auftragnehmer würde die Projektgesellschaft MALLARD 200 T€ kosten, was Stückkosten von 2.000 € entspricht.

Dies ist allerdings eine rein statische Betrachtung. Tatsächlich werden die Contractors, die mehr als 50 Leistungseinheiten erbringen, nicht bei DINGUS bleiben, sondern zu MALLARD wechseln, wo sie mehr Geld verdienen. Demnach wird DINGUS nur die Auftragnehmer halten können, die 50 Leistungseinheiten oder weniger erbringen können. Über welches Entlohnungssystem stehen die Projektgesellschaften nun besser dar? Eindeutig bei MALLARD. Bei DINGUS erzeugt der beste Auftragnehmer 50 Leistungseinheiten pro Monat, der schlechteste keine einzige, so dass der Durchschnitt unter 50 Leistungseinheiten liegen wird. Liegen diese im Durchschnitt bei 40 Leistungseinheiten, ergeben sich durchschnittliche Stückkosten

14 Die beiden Projektgesellschaften „Dingus“ und „Mallard“ sind wiederum fiktive Namen für Projektgesellschaften.

von 2.500 € pro Leistungseinheit. Alle besonders leistungsfähigen Auftragnehmer gehen zu MALLARD und produzieren dort mehr als 50 Leistungseinheiten pro Monat, z. B. 75 Leistungseinheiten. Allerdings beeinflusst die umgesetzte Menge nicht die Stückkosten von MALLARD, da diese auf 1.000 € festgelegt sind. Für MALLARD ist es egal, ob ein Auftragnehmer einen Output von 80 Leistungseinheiten oder fünf Auftragnehmer einen Output von jeweils 16 Leistungseinheiten erbringen. Die gesamten Entgeltkosten sind in beiden Fällen mit 80 T€ gleich, was durchschnittlichen Stückkosten von 1.000 € entspricht. MALLARDS Durchschnittsentgelt für die erbrachte Leistung ist mit 2.000 € deutlich unter dem von DINGUS mit 2.500 €, weil sich die Auftragnehmer mit niedriger Produktivität systematisch zu DINGUS orientieren.

Daraus ergibt sich ein wesentlicher Grund für die Bevorzugung eines Ergebnis abhängigen Entlohnungssystems: Es bewegt die produktiveren Auftragnehmer zur Kooperation mit der Projektgesellschaft und belässt die weniger produktiven Auftragnehmer bei den Fixlohn zahlenden Konkurrenten. Eine variable Entlohnung hilft demnach, das Adverse Selection-Risiko zu begrenzen und setzt damit aus Sicht des Auftraggebers die richtigen Anreize. Der zweite Grund für ein vom Ergebnis abhängiges Entlohnungssystem ergibt sich aus der Mechanik der gängigen Ratingverfahren, mit denen Projektfinanzierungen beurteilt werden.

Zusammenfassend lässt sich formulieren: Einerseits ist es ökonomisch positiv, wenn Kündigungsmöglichkeiten bestehen, da dann die Möglichkeiten und Auswirkungen eines „räuberischen Überfalls“ eingeschränkt sind, andererseits führt die Kündigungsmöglichkeit aber auch dazu, dass die Wahrscheinlichkeit steigt, sich mit einer nicht vertragstreuen Partei einzulassen.

Ablauf, Koordination und Grenzen der rechtlichen Due Diligence einer Projektfinanzierung

A. Einführung: Allgemeines zur Due Diligence

Zu Beginn der Erläuterungen zur Darstellung und Konzeption eines Due-Diligence-Prozesses soll der Begriff der Due Diligence erläutert werden. Dieser – aus dem angloamerikanischen Rechtsraum stammende – Begriff bedeutet wörtlich übersetzt „gebotene Sorgfalt“. Im Rahmen von Unternehmenstransaktionen und Projektfinanzierungen versteht man unter dem Begriff der Due Diligence eine der Transaktion/Finanzierung vorgeschaltete Prüfung der Gesellschaft, deren Anteile bzw. des Projekts, das erworben werden soll oder in das investiert werden soll. Es besteht also ein Bezug zu dem Ursprung des Begriffs der Due Diligence, da bei der Durchführung der selbigen die Sorgfalt angewandt werden muss, die erforderlich ist, um alle relevante Umstände des EE-Projekts zu erkennen, eventuelle Problembereiche aufzudecken und die daraus folgenden Risiken zu benennen.

Die Due Diligence wird regelmäßig nach Beauftragung durch den potentiellen Käufer durchgeführt und die Ergebnisse der Due Diligence sind grundsätzlich nur für seine Zwecke bestimmt. Der von dem potentiellen Käufer beauftragte rechtliche Berater untersagt zumeist eine Weitergabe der Informationen und Ergebnisse des Due Diligence-Berichts an Dritte, wie zum Beispiel die die Transaktion finanzierende Bank. Ferner enthalten die Due Diligence-Berichte Haftungsausschlüsse dergestalt, dass der Rechtsanwalt, der den Bericht verfasst hat, eine Haftung gegenüber anderen Personen als dem Auftraggeber – sprich dem potentiellen Käufer – ausschließt.

Im Rahmen der Entscheidung über eine Projektfinanzierung besteht für die den Kaufpreis finanzierende Bank jedoch ebenfalls ein Interesse an den Ergebnissen der Due Diligence, da diese der Bank Aufschluss über eventuelle Risiken des Projekts und damit der Finanzierung vermitteln. Wie dargestellt, kann eine Bank – sofern ihr der Due Diligence-Bericht überhaupt zur Verfügung gestellt wird – grundsätzlich keine Rechte aus diesem herleiten. Die Bank müsste daher, um eine für sie verbindliche Aussage zu den Chancen und Risiken einer beabsichtigten Transaktion zu erhalten, grundsätzlich selbst eine Due Diligence durchführen (lassen). Dies würde jedoch zu doppelter Arbeit und erheblichen Mehrkosten führen, die die Bank letztlich dem Kreditnehmer, also dem potentiellen Käufer, in Rechnung stellen würde. Aus diesem Grund besteht die Möglichkeit, dass die finanzierende Bank sich die Ergebnisse des Due Diligence-Berichts des Beraters des potentiellen Käufers zunutze macht.

In dieser Fallkonstellation treffen unterschiedliche Interessen des rechtlichen Beraters und der finanzierenden Bank aufeinander. Letztere möchte die Informationen des Due Diligence-Berichts erhalten und sich ferner auf die Inhalte des Berichts verlassen können. Zu die-

sem Zweck wird die Bank regelmäßig den Abschluss eines sog. Reliance Letters verlangen. In diesem versichert der rechtliche Berater des potentiellen Käufers gegenüber der finanzierenden Bank, dass sich diese auf die Ergebnisse in dem Due Diligence-Bericht verlassen kann und gegebenenfalls Haftungsansprüche gegen den rechtliche Berater geltend machen kann, sollte er seine Pflichten schuldhaft verletzt haben.

Der rechtliche Berater hingegen setzt sich durch die Weitergabe des Berichts an die finanzierende Bank und dem Abschluss eines Reliance Letters einem zusätzlichen Haftungspotential aus. Er möchte daher eher einen sog. Non-Reliance Letter mit der finanzierenden Bank abschließen, wenn er den Bericht schon an diese weitergibt. Der Non-Reliance Letter enthält die Aussage, dass die finanzierende Bank anerkennt, dass der Due Diligence-Bericht nicht an sie gerichtet ist und sie deshalb auf Basis der Feststellungen in dem Due Diligence-Bericht keine Ansprüche gegen den rechtlichen Berater geltend machen kann.

Die im Rahmen einer Projektfinanzierung tätige Bank wird sich jedoch regelmäßig nicht auf den Abschluss eines Non-Reliance Letters einlassen, sondern auf einem Reliance Letter bestehen, der ihr im Falle einer Pflichtverletzung ebenfalls einen Anspruch gegen den rechtlichen Berater des potentiellen Käufers einräumt. Der rechtliche Berater kann in diesem Fall nur durch die Verringerung der Haftungshöchstgrenze und der Klarstellung, dass der Due Diligence-Bericht nicht für die projektfinanzierende Bank erstellt wurde und deswegen womöglich nicht alle für die Bank relevanten Themenkomplexe abbildet, versuchen, sein Haftungsrisiko zu minimieren.

Um ein effektives und kostenoptimiertes Vorgehen zu gewährleisten, sollte sich der potentielle Käufer/Investor bereits vor der Beauftragung eines rechtlichen Beraters mit der finanzierenden Bank abstimmen, ob der gewählte Berater auch von der finanzierenden Bank akzeptiert wird. So wäre es für einen potentiellen Käufer/Investor wirtschaftlich nachteilig, wenn die Bank nach der Beauftragung des rechtlichen Beraters durch den Käufer mitteilt, dass sie die Ergebnisse dieses Beraters nicht akzeptieren wird. Dies ist möglicherweise der Fall, wenn der potentielle Käufer einen rechtlichen Berater wählt, der keine hinreichende Erfahrung auf dem Gebiet der Due Diligence bei EE-Projekten vorweisen kann. Sollte die Bank im Nachhinein den von dem potentiellen Käufer gewählten rechtlichen Berater ablehnen, müsste der potentielle Käufer mit erheblichen Mehrkosten rechnen, denn regelmäßig reicht die finanzierende Bank die Kosten der von ihr beauftragten Due Diligence an den Kreditnehmer weiter.

Da regelmäßig der potentielle Käufer den rechtlichen Berater mit der Durchführung der rechtlichen Due Diligence beauftragen wird, erfolgt die Darstellung der im Rahmen der Due Diligence zu prüfenden Aspekte aus der Sicht eines potentiellen Käufers, die für die finanzierende Bank ebenfalls von Bedeutung sind. Ein im Rahmen der Due Diligence aufgedecktes Risiko stellt nämlich nicht nur für den potentiellen Käufer, sondern auch für die die Transaktion finanzierende Bank ein Risiko dar. Auf im Rahmen der Projektfinanzierung zusätzlich relevante Umstände wird gesondert hingewiesen.

B. Ziele des Käufers bei einer Due Diligence

Der Käufer verfolgt mit einer Due Diligence folgende Ziele:

- Er möchte Informationen über das Kaufobjekt (Unternehmen/Projekt) erlangen, um zu wissen, was überhaupt Gegenstand einer möglichen Transaktion/Investition sein soll. Er kann anhand der Ergebnisse der Due Diligence feststellen, ob das Zielunternehmen zu seinem Geschäftsmodell und/oder seinem Unternehmens- und Beteiligungsportfolio passt.
- Ferner möchte der Käufer im Rahmen der Due Diligence zum einen Chancen für sich erkennen und zum anderen Risiken aufdecken. Diese Risiken können vielfältiger Art sein, hierauf wird im Folgenden noch einzugehen sein.
- Aus den vorgenannten Punkten ergibt sich der dritte Zweck der Due Diligence, nämlich die Bestimmung eines angemessenen Kaufpreises bzw. eventueller Haftungs- und Freistellungsregelungen, die in den Kaufvertrag aufzunehmen sind.

Diese Ergebnisse sind (mittelbar) auch für die finanzierende Bank von erheblichem Interesse, da potentielle Risiken des Projekts Einfluss auf das Ausfallrisiko der Bank haben können. Die Entscheidung über die Gewährung einer Projektfinanzierung wird daher regelmäßig auf der Basis der Ergebnisse einer rechtlichen Due Diligence hinsichtlich der zu erwerbenden Gesellschaft/des zu erwerbenden Projekts erfolgen.

Eine Due Diligence umfasst regelmäßig mehrere Teilbereiche: Eine alle Facetten eines Unternehmens umfassende Due Diligence setzt sich aus den Bereichen Legal, Financial, Commercial, Tax, Environmental und Technical zusammen. Auf die Einzelheiten der Legal Due Diligence soll unten im Abschnitt C eingegangen werden.

Auf welche Teilbereiche es jeweils besonders ankommt, ist auch eine Frage der Transaktionsstruktur. Folgende Varianten sind möglich:

1. Share Deal

Beim Share Deal erwirbt der Käufer die Geschäftsanteile an dem Zielunternehmen, hier einer Projektgesellschaft. Es handelt sich bei dem Share Deal um einen Rechtskauf. Das bedeutet, dass das Zielunternehmen als solches erhalten bleibt und nur der Inhaber der Geschäftsanteile wechselt. Daher bleiben in diesem Fall auch Vertragsverhältnisse des Zielunternehmens, sei es mit Kunden, Lieferanten oder Arbeitnehmern, bestehen.

Im Rahmen der Due Diligence vor einem beabsichtigten Share Deal ist daher ein besonderes Augenmerk auf eventuelle Haftungsrisiken des Zielunternehmens zu richten, da diese Haftungsrisiken zwangsläufig mit erworben werden, wenn die Geschäftsanteile an dem Zielunternehmen erworben werden. Der Wert des Zielunternehmens kann folglich erheblich sin-

ken, wenn nach dem Erwerb aller Geschäftsanteile Verbindlichkeiten auftreten, deren Risiken im Rahmen der Due Diligence nicht festgestellt worden sind.¹

2. Asset Deal

Beim Asset Deal erwirbt der Käufer nicht die Geschäftsanteile an dem Zielunternehmen, sondern er erwirbt einzelne oder alle Wirtschaftsgüter (z. B. Windenergie- oder Photovoltaikanlagen), Verbindlichkeiten und/oder Verträge des Zielunternehmens. Die Wirtschaftsgüter werden dabei im Wege der Einzelrechtsnachfolge auf den Käufer übertragen. Für die bestehenden Vertragsverhältnisse des Zielunternehmens hat dies zur Folge, dass der jeweilige Vertragspartner einer Übertragung des Vertragsverhältnisses zustimmen muss.

Die Investition in EE-Projekte erfolgt regelmäßig in der Form des Share Deals, also durch den Erwerb aller Geschäftsanteile an der jeweiligen Projektgesellschaft. Der Share Deal ist gerade im Falle von Windparkprojekten einfacher zu vollziehen, da im Falle des Asset Deals die jeweilige Eigentümerstellung an den Windenergieanlagen geändert werden müsste. Da die Windenergieanlagen regelmäßig auf fremden Grundstücken errichtet werden, wären aufwendige Eintragungen im Grundbuch (Änderung des Inhabers der Dienstbarkeit) und Nachträge zu den Nutzungsverträgen mit den Grundstückseigentümern erforderlich, durch die das Vertragsverhältnis auf den Käufer des Projekts übertragen werden müsste.

Vor Beginn der Beauftragung von Beratern sollte sich der Käufer zusammen mit der finanzierenden Bank überlegen, welche Aspekte den Schwerpunkt der Due Diligence bilden sollen. Dies ist insbesondere aus dem Grund wichtig, als dass die umfassende Durchführung einer Due Diligence je nach Größe des EE-Projekts mit erheblichen Kosten verbunden sein kann. Insofern ist es für den kostenbewussten potentiellen Käufer von besonderer Bedeutung, sich zu überlegen, welche Umstände für ihn zu einem Scheitern des Projekts führen können. Eine Due Diligence kann, wenn diese Umstände eindeutig definiert sind, bei Auftragserteilung zuerst einmal auf die benannten Umstände beschränkt werden. Sollte bereits einer dieser Umstände von den Beratern negativ beurteilt werden, könnte der Käufer bereits an dieser Stelle das Projekt beenden. Durch dieses Vorgehen kann verhindert werden, dass der potentielle Käufer größere Summen für eine allumfassende Due Diligence aufwendet, um nach dem Abschluss dieser festzustellen, dass bereits einer der für ihn wesentlichen Hinderungsgründe einer Transaktion gegeben ist.

Beispiel:

Der potentielle Käufer der Anteile an einer Windparkprojektgesellschaft möchte seinem Portfolio kurzfristig einen Windpark hinzufügen. Im Rahmen der Due Diligence sind daher zuvorderst zu prüfen, ob der Windpark bereits in Betrieb genommen wurde oder – wenn die Inbetriebnahme noch nicht erfolgt sein sollte – ob Umstände vorliegen, die zu einer verzögerten Inbetriebnahme führen können. An dieser Stelle ist vor

¹ Vgl. KÄSTLE/OBERBRACHT, Unternehmenskauf – Share Purchase Agreement, 2. Aufl., 2010, 2. Share Deal und Asset Deal.

allem an Widersprüche von Nachbarn des Windparks zu denken, die sich gegen die immissionsschutzrechtliche Genehmigung für den Windpark richten. Die Erfolgsaussichten eines solchen Widerspruchs sind dabei genau zu prüfen. Sollte sich herausstellen, dass der Widerspruch eine hohe Erfolgswahrscheinlichkeit hat bzw. erhebliche Verzögerungen durch den Widerspruch entstehen können, wäre von dem Windparkprojekt in diesem Falle abzuraten.

Ferner besteht die Möglichkeit, die Due Diligence (erst einmal) nur auf eine überblicksartige Prüfung des EE-Projekts zu beschränken (sog. Red Flag Due Diligence). Im Rahmen einer Red Flag Due Diligence werden nur die Punkte geprüft, die allgemein als Grundvoraussetzung für die Durchführung eines Erwerbs des EE-Projekts angesehen werden. Es werden daher nur die Aspekte geprüft, die in jedem Fall einer Investition in das EE-Projekt entgegenstehen; mithin beschränkt sich eine Red Flag Due Diligence auf das Auffinden von sog. Dealbreakern. Eine Red Flag Due Diligence wird oftmals durchgeführt, wenn in einem Bieterverfahren nur ein stark begrenzter Zeitraum für die Durchführung der Due Diligence zur Verfügung steht. Werden solche im Rahmen der Red Flag Due Diligence nicht gefunden, schließt sich eine umfassende Due Diligence in Bezug auf das EE-Projekt an. In der nachfolgenden Due Diligence werden sodann auch die Teilbereiche geprüft, die in der Red Flag Due Diligence noch gar nicht oder nicht umfassend geprüft worden sind.

Durch die Begrenzung des Umfangs der Due Diligence – entweder auf gewisse Teilbereiche oder auf eine bloße Red Flag Due Diligence – kann der potentielle Käufer in erheblichem Maße Zeit und damit auch Kosten sparen. Potentiellen Käufern ist daher in besonderem Maße zu empfehlen, sich vor der Beauftragung von Beratern über die Art und den Umfang der durchzuführenden Due Diligence Gedanken zu machen.

C. Teilbereiche einer Legal Due Diligence

Wie bereits oben im Abschnitt B dargestellt, erstreckt sich eine umfassende Due Diligence auf eine Vielzahl von Teilbereichen. Bei diesen handelt es sich sowohl um juristische und betriebswirtschaftliche Aspekte als auch um Fragestellungen bezüglich Umwelt und Technik. Bisweilen kommt es zu Überschneidungen der Themenbereiche, da gewisse Fragestellungen unter verschiedenen Gesichtspunkten von Bedeutung sein können. Es handelt sich daher nicht um überflüssige Doppelarbeit.

Beispiel:

Während der rechtliche Berater nur prüft, ob ein Betriebsführungsvertrag ordnungsgemäß zu Stande gekommen ist und hinreichende Regelungen, z. B. zu Haftung und Versicherung, enthält, prüft ein technischer Berater die Angemessenheit der Leistungen des Betriebsführers für den Betrieb der EE-Anlage (dieses Beispiel verdeutlicht auch, wie wichtig ist, dass sich die jeweiligen Berater gegenseitig über ihre Erkenntnisse informieren).

Im Folgenden soll ein Überblick über die Inhalte einer rechtlichen Due Diligence gegeben werden. Für weitergehende Informationen sei auf die Werke verwiesen, die sich ausschließlich mit Unternehmensakquisitionen und Due Diligence befassen.²

Im Rahmen eines Unternehmenskaufs dient die Legal Due Diligence insbesondere dazu, den Status quo des Zielunternehmens festzustellen und etwaige Risiken für die Zukunft aufzudecken. In Folgenden zeigen wir typische Teilbereiche auf, die im Rahmen der Legal Due Diligence in Bezug auf EE-Projekte regelmäßig geprüft werden und die immer wieder Risiken für den Käufer in sich bergen.

I. Gesellschaftsrecht

- Ordnungsgemäße Gründung der Gesellschaft
- Inhaberschaft des Verkäufers an Geschäftsanteilen
- Einzahlung und Erhaltung des Stammkapitals
- Organe der Gesellschaft
- Beteiligungen und Konzernstrukturen
- Umwandlungen und Kapitalerhöhungen

Den Fragen nach ordnungsgemäßer Gründung und der Inhaberschaft des Verkäufers an den Geschäftsanteilen kommt bei dem beabsichtigten Erwerb der Geschäftsanteile an dem Zielunternehmen Bedeutung zu (sog. share deal). Grundsätzlich kann der Erwerber von Geschäftsanteilen einer GmbH diese nur erwerben, wenn der Verkäufer Inhaber der Geschäftsanteile ist, da ein gutgläubiger Erwerb von Geschäftsanteilen nur unter besonderen Voraussetzungen möglich ist (vgl. § 16 Absatz 3 GmbHG).

Demgegenüber kommt diesen Fragen bei einem Erwerb einzelner Wirtschaftsgüter des Zielunternehmens (sog. asset deal) keine Bedeutung zu, da nicht die Geschäftsanteile erworben werden, sondern nur einzelne Sachwerte des Zielunternehmens.

II. Darlehen und Bürgschaften

- Darlehen an die Zielgesellschaft
- Von der Zielgesellschaft gegebene Darlehen
- Bürgschaften für (verbundene) Unternehmen

Bei EE-Projekten finden sich vielfach Darlehen von Gesellschaftern, durch die die Projektgesellschaft erst in die Lage versetzt wird, ihre Verbindlichkeiten gegenüber Vertragspartnern zu erfüllen. Der potentielle Erwerber strebt jedoch oftmals eine anderweitige Finanzierung an und führt auch zu diesem Zweck eine Due Diligence durch. Für die die Transaktion/Investi-

² Z. B. BEISEL/ANDREAS, Beck'sches Mandats Handbuch Due Diligence, 2. Aufl., 2010; PICOT, Handbuch Mergers & Acquisitions, 5. Aufl., 2012.

tion finanzierende Bank sind daher auch die Ablösung des bisherigen Darlehens und dessen Modalitäten eine wichtige Fragestellung.

Besteht eine Bankfinanzierung, die übernommen werden soll, so ist zu beachten, dass die Darlehensverträge der Banken regelmäßig sog. Change of Control-Klauseln enthalten, nach denen ein Gesellschafterwechsel bei der Projektgesellschaft ein Sonderkündigungsrecht der Bank begründet. Hier ist eine frühzeitige Kontaktaufnahme mit der finanzierenden Bank erforderlich.

III. Verträge mit verbundenen Unternehmen

- Darlehen/Bürgschaften
- Dienstleistungsverträge
- Geschäftsbesorgungsverträge

Regelmäßig bestehen zwischen der Projektgesellschaft und dem Veräußerer der Anteile an der Projektgesellschaft oder einer anderen verbundenen Gesellschaft Verträge über die kaufmännische und technische Betriebsführung. Diese Verträge sind regelmäßig für eine feste mehrjährige Laufzeit abgeschlossen. Oftmals stellt sich die Frage, ob Leistung und Gegenleistung in einem angemessenen Verhältnis stehen oder ob der potentielle Käufer die Leistungen nicht selbst oder durch Dritte günstiger erbringen/beschaffen kann. In diesem Fall sollte zumindest der Versuch unternommen werden, mit dem Verkäufer über eine vorzeitige Beendigung des Betriebsführungsvertrags zu verhandeln.

An dieser Stelle besteht ferner oftmals auch eine steuerrechtliche Komponente, da z. B. bei Verträgen zwischen verbundenen Unternehmen die Unangemessenheit von Leistung und Gegenleistung insbesondere steuerliche Nachteile mit sich bringen kann.

Verträge mit verbundenen Unternehmen, die nicht Teil des beabsichtigten Kaufs oder der beabsichtigten Investition ist, sollten vor dem dinglichen Vollzug des Geschäftsanteilskaufvertrags (sog. Closing) aufgehoben werden. Bisweilen wird anstelle einer Aufhebung bis zum Closing eine Weitergeltung gewisser Verträge für eine Übergangszeit (z. B. sechs Monate nach Unterzeichnung des Kaufvertrages) vereinbart.

IV. Grundstücksnutzungsverträge

Der Prüfung der Grundstücksnutzungsverträge kommt sowohl bei Windparks wie auch bei Solarparks im Rahmen der rechtlichen Due Diligence eine besondere Bedeutung zu. Auf folgende Punkte ist dabei insbesondere zu achten:

- Sicherung aller Grundstücke für Windenergie-/Photovoltaikanlage und Kabeltrasse
- Windenergieanlage/Photovoltaikanlage als Scheinbestandteil des Grundstücks
- Schriftformerfordernis des § 550 BGB hinsichtlich der Nutzungsverträge und etwaiger Nachträge
- Haustürgeschäft gemäß § 312 BGB

a) **Sicherung aller Grundstücke**

Windenergie- und Photovoltaikanlagen werden regelmäßig auf Grundstücken errichtet, die im Eigentum Dritter stehen. Aus diesem Grund ist es erforderlich, Grundstücksnutzungsverträge mit den Grundstückseigentümern abzuschließen. Zur Absicherung werden zugunsten der Projektgesellschaft regelmäßig beschränkte persönliche Dienstbarkeiten bestellt.

Im Rahmen der Due Diligence ist darauf zu achten, dass tatsächlich für alle benötigten Grundstücke Nutzungsverträge abgeschlossen und Dienstbarkeiten bestellt worden sind. Nutzungsverträge und Dienstbarkeiten sind für folgende Grundstücke abzuschließen/zu bestellen:

- das Standortgrundstück
- Grundstücke, die als Abstandsfläche und für den Rotorüberstrich benötigt werden (bei Windenergieanlagen bedeutsam)
- Grundstücke zur Verlegung der Kabeltrasse und Errichtung einer Übergabestation (bzw. eines Umspannwerks)

b) **Scheinbestandteileigenschaft/Zubehöreigenschaft**

In rechtlicher Hinsicht ist es wichtig, dass es sich bei Windenergieanlagen/Photovoltaikanlagen um sogenannte „Scheinbestandteile“ im Sinne des § 95 BGB handelt. Sollten Windenergieanlagen/Photovoltaikanlagen keine Scheinbestandteile sein, wären sie wesentliche Bestandteile eines Grundstückes; in diesem Fall würde sich das Eigentum an dem Grundstück auch auf die Windenergieanlage/Photovoltaikanlage erstrecken. In Rechtsprechung und Literatur ist anerkannt, dass es sich bei Windenergieanlagen/Photovoltaikanlagen um Scheinbestandteile handeln kann (wobei aber auch hier zu differenzieren ist – beispielsweise gilt dies regelmäßig nicht für die Fundamente von Windenergieanlagen). Allerdings ist hierfür eine entsprechende Vertragsgestaltung erforderlich. In dem Nutzungsvertrag muss vereinbart sein, dass die Windenergieanlagen/Photovoltaikanlagen nur zu einem vorübergehenden Zweck errichtet werden. Damit wäre dann § 95 Abs. 1 Satz 1 BGB erfüllt. Dies ist z. B. dann nicht der Fall, wenn mit einem Grundstückseigentümer vereinbart ist, dass der Grundstückseigentümer die Möglichkeit hat, nach Ablauf des Nutzungsvertrages die Anlage zu übernehmen.³

Um einen Scheinbestandteil handelt es sich gemäß § 95 Abs. 1 Satz 2 BGB zudem dann, wenn die Windenergieanlage/Photovoltaikanlage in Ausübung eines Rechtes an einem fremden Grundstück von dem Berechtigten mit dem Grundstück verbunden wird. Um diese Voraussetzung zu erfüllen, sollte zumindest der Antrag auf Eintragung der beschränkten persönlichen Dienstbarkeit bereits vor der Errichtung der Windenergieanlage/Photovoltaikanlage erfolgt sein.⁴

3 BGH NJW 1988, 2789.

4 Nach überwiegender Meinung in der Rechtsprechung ist dies ausreichend. Vgl. aber zu dem Erfordernis der Eintragung der Dienstbarkeit vor der Verbindung der EE-Anlage mit dem Grundstück die Nachweise bei REYMANN, DNotZ 2010, 84, 94, Fn. 48.