

Carsten Quilitzsch

Projektfinanzierung als
Mittel zur Umsetzung
internationaler
Rohstoffvorhaben

Heft 92

Oktober 2009

Projektfinanzierung als Mittel zur Umsetzung internationaler Rohstoffvorhaben

Von

Carsten Quilitzsch

Institut für Wirtschaftsrecht
Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg

Dipl.-Kfm. Carsten Quilitzsch, LL.M.oec., ist wissenschaftlicher Mitarbeiter und Doktorand am Lehrstuhl für Betriebswirtschaftliche Steuerlehre (Prof. Dr. Gerhard Kraft) an der Juristischen und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg.

Christian Tietje/Gerhard Kraft/Matthias Lehmann (Hrsg.), Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 92

Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet unter <http://www.dnb.ddb.de> abrufbar.

ISSN 1612-1368 (print)
ISSN 1868-1778 (elektr.)

ISBN 978-3-86829-183-4

Schutzgebühr Euro 5

Die Hefte der Schriftenreihe „Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht“ finden sich zum Download auf der Website des Instituts bzw. der Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht unter den Adressen:

www.wirtschaftsrecht.uni-halle.de/publikationen.html
www.jura.uni-halle.de/telc/publikationen.html

Institut für Wirtschaftsrecht
Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg
Universitätsplatz 5
D-06099 Halle (Saale)
Tel.: 0345-55-23149 / -55-23180
Fax: 0345-55-27201
E-Mail: ecohal@jura.uni-halle.de

INHALTSVERZEICHNIS

A. Einführung	5
B. Projektfinanzierung – Begriffliche Definition.....	6
I. Allgemeine Begriffsbestimmung.....	6
II. Die Charakteristika der Projektfinanzierung im Einzelnen	8
1. Vorliegen einer abgrenzbaren Wirtschaftseinheit	8
2. Cash Flow Related Lending	9
3. Risk Sharing	10
a) Non Recourse Financing.....	12
b) Limited Recourse Financing	12
c) Full Recourse Financing	13
4. Off Balance Sheet-Finanzierung.....	13
C. Beteiligte der Projektfinanzierung.....	14
I. Projektgesellschaft.....	15
II. Sponsoren	15
III. Fremdkapitalgeber	16
IV. Lieferanten und Abnehmer.....	16
V. Staatliche Institutionen.....	17
VI. Sonstige Beteiligte.....	18
D. Risiken der Projektfinanzierung.....	18
I. Technische Risiken.....	19
II. Wirtschaftliche Risiken.....	20
III. Sonstige Risiken.....	21
E. Internationale Rohstoffvorhaben als Anwendungsfall der Projektfinanzierung	22
I. Charakteristika von Rohstoffgroßprojekten	22
1. Technologische Aspekte	23
2. Ökonomische Aspekte	23
3. Politische Aspekte	24
II. Risiken bei Rohstoffgroßprojekten	24
III. Gründe für den Einsatz von Projektfinanzierungen	25
F. Schlussbetrachtung	26
Schrifttum	28

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1: Grundkonstellation der Projektfinanzierung	7
Abbildung 2: Beteiligte an einer Projektfinanzierung	14
Abbildung 3: Risiken bei der Projektfinanzierung	18

A. Einführung

Je größer ein unternehmerisches Vorhaben ist, desto gravierender können auch die Folgen seines Scheiterns ausfallen. Dieses Risiko betrifft insbesondere diejenigen, die die Finanzierung des Projektes übernommen bzw. sich an Bereitstellung finanzieller Mittel beteiligt haben. Übersteigt ein Investitionsvorhaben die Finanzkraft oder Risikobereitschaft eines Unternehmens, wengleich dies unter betriebswirtschaftlichen Aspekten attraktiv erscheint, bietet es sich an, Chancen und Risiken sowie Kosten und Nutzen auf mehrere Schultern zu verteilen.

Die erwähnte Allokation von Chancen und Risiken bildet den Kerngedanken der Projektfinanzierung.¹ Sie gehört heutzutage zum Standardrepertoire des Finanzierungsangebotes deutscher Banken.² Keineswegs ist die Projektfinanzierung jedoch ein Gedanke der Neuzeit, denn bereits im antiken *Griechenland* kannte man Darlehen für Seetransporte, die nur dann rückzahlbar waren, wenn das betreffende Schiff seine Mission erfolgreich erfüllt hatte.³ Seitdem wurde diese Form der Finanzierung stets und insbesondere bei großen technischen Pioniervorhaben wie bspw. dem Bau des Suezkanals verwendet, welche neben wachsenden Investitions- und damit Finanzierungsvolumina auch oftmals hohe Risiken mit sich brachten.⁴ Ihren eigentlichen Durchbruch erlebte die Projektfinanzierung im 20. Jahrhundert mit der Erschließung von Erdölvorkommen.⁵ Ausgelöst durch die Ölpreiskrisen in den 70er-Jahren suchte die westliche Welt nach unabhängigen Versorgungsalternativen zu den Ölquellen der OPEC. Wengleich die Erschließung neuer Ölquellen aufgrund des Preisstiegs attraktiv geworden war, scheuten sich potentielle Investoren, die immensen Investitionsvolumina und die mit der Exploration verbundenen Risiken zu übernehmen. Die Projektfinanzierung bot sich zu diesem Zeitpunkt als eine ideale Finanzierungsalternative an.⁶

Die Technik der Projektfinanzierung wird somit bereits seit geraumer Zeit zur Finanzierung besonders großvolumig und risikoreicher Investitionsvorhaben eingesetzt.⁷ Als „Urform“ aller strukturierten Finanzierungen⁸ ermöglicht die Projektfinanzierung die maßgeschneiderte Finanzierung für – auch internationale – Großprojekte in Bereichen wie Rohstoffgewinnung, Telekommunikation oder Freizeitanlagen.⁹

Heutzutage wird eine Projektfinanzierung eingesetzt, wenn ein Unternehmen nicht über ausreichende bilanzielle Verhältnisse, bzw. Sicherheiten für eine traditionelle Kreditvergabe verfügt oder die Risiken einer Investition nicht selbst übernehmen

¹ Vgl. *Reuter*, DB 1999, 31 (31).

² Vgl. *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 719, Rn. 7200; *Leeper*, *The Banker* 1979, 77 (77); *Hinsch/Horn*, Vertragsrecht, 203.

³ Vgl. *Wolf*, in: *Wolf/Hill/Pfaue* (Hrsg.), *Strukturierte Finanzierungen*, 59 (59 f.).

⁴ Vgl. *Laubscher*, *Technologie und Management* 1987, 22 (22); *Frank*, *Project Financing*, 9.

⁵ Vgl. *Hall*, *The Banker* 1976, 71 (71); *Reuter*, DB 1999, 31 (31).

⁶ Vgl. *Wolf*, in: *Wolf/Hill/Pfaue* (Hrsg.), *Strukturierte Finanzierungen*, 59 (60).

⁷ Vgl. *Marple*, *The Banker* 1977, 47 (47 f.).

⁸ Vgl. *Wolf*, in: *Wolf/Hill/Pfaue* (Hrsg.), *Strukturierte Finanzierungen*, 59 (59).

⁹ Vgl. *Kiethel/Hektor*, *DStR* 1996, 977 (977).

kann oder nicht übernehmen möchte.¹⁰ Als wesentliche Beweggründe für die Anwendung der Projektfinanzierung sind somit insbesondere die Höhe des Kapitalbedarfs sowie der Umfang und die Komplexität der Investitionsrisiken zu nennen, welche einzelne Unternehmen aus Bonitäts- und/oder Liquiditätsüberlegungen heraus nicht tragen können oder wollen.¹¹ An ihrem ursprünglichen Hauptanwendungsbereich der Erschließung von Rohstoffen und der Ausbeutung entsprechender Rohstoffvorkommen¹² hat sich bis zur Gegenwart nur wenig verändert. Jedoch sind die Gebiete, auf denen Projektfinanzierungen heute zur Anwendung kommen, außerordentlich weit gesteckt. Neben Bergbau und anderen Rohstoffgewinnungsvorhaben lassen sich exemplarisch die petrochemische Industrie, Verkehrsinfrastrukturvorhaben (Häfen, Flughäfen, Brücken), sonstige öffentliche Infrastrukturvorhaben wie Klär- und Müllverbrennungsanlagen, die Energieversorgungs- und Energieverteilungsindustrie sowie der Telekommunikationssektor nennen.¹³ Besonders in der näheren Vergangenheit war im Bereich der Infrastrukturprojekte eine *Renaissance* zu beobachten. Als eines der prestigeträchtigsten Projekte sei hier auf den Bau des Kanaltunnels zwischen *Dover* und *Calais* hingewiesen.

Die vorliegende Arbeit hat sich zum Ziel gesetzt, die Projektfinanzierung, im Besonderen als Finanzierungsalternative für die Umsetzung internationaler Rohstoffvorhaben, zu analysieren. Zu diesem Zweck ist die Arbeit wie folgt gegliedert. Das nachfolgende Kapitel B widmet sich den definitorischen Grundlagen der Projektfinanzierung. Einem allgemeinen Definitionsversuch schließt sich eine Darstellung der wesentlichen Charakteristika an. Teil C dient der Darstellung der an einem Projekt und damit einer Projektfinanzierung typischerweise beteiligten Parteien, ehe Teil D die wesentlichen Projektrisiken darlegt. In dem sich anschließenden Teil E wird gezeigt, weshalb gerade Rohstoffvorhaben einen klassischen Anwendungsfall der Projektfinanzierung darstellen. Teil F beschließt die Arbeit.

B. Projektfinanzierung – Begriffliche Definition

I. Allgemeine Begriffsbestimmung

Unter Projektfinanzierung versteht man eine langfristige Finanzierung von separierbaren und wirtschaftlich sich selbst tragenden Investitionsvorhaben. Zu diesem Zweck wird für das geplante Investitionsvorhaben eine selbständige Projektgesellschaft gegründet, welche das Projekt erstellt, betreibt und in ihrem eigenen Namen die erforderlichen Finanzmittel aufnimmt.¹⁴ Die Aufnahme von Fremdkapitalmitteln für Investitionen erfolgt dabei auf Basis der eigenen wirtschaftlichen Tragfähigkeit des Projektes, welche auf Basis ihrer künftigen *Cash Flows* sowie ihres investitionsspezifi-

¹⁰ Vgl. *Heintzeler*, ZfgK 1983, 601 (601).

¹¹ Vgl. *Becker*, WISU 1999, 811 (811); *Wolf*, in: *Wolf/Hill/Pfaue* (Hrsg.), *Strukturierte Finanzierungen*, 59 (61); *Willms*, WM 2001, 1485 (1485).

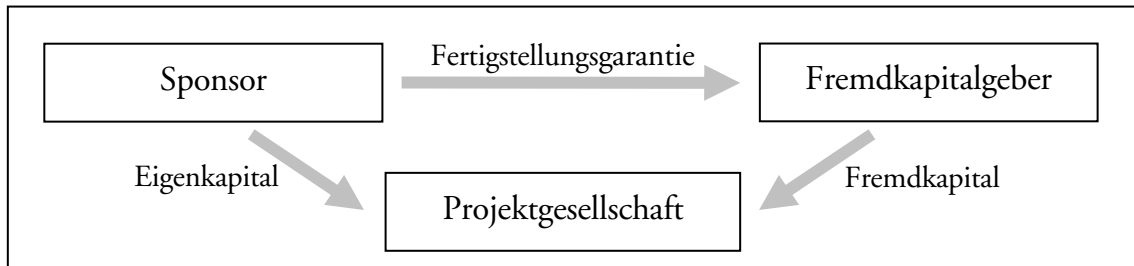
¹² Vgl. *Kamann/Wiegel*, *Die Bank* 1983, 226 (230).

¹³ Vgl. *Hupe*, *Steuerung und Kontrolle*, 9 f.; *Schulte-Althoff*, *Projektfinanzierung*, 49 ff.; *Wolf*, in: *Wolf/Hill/Pfaue* (Hrsg.), *Strukturierte Finanzierungen*, 59 (61).

¹⁴ Vgl. *Becker*, WISU 1999, 811 (811).

schen Risikoprofils gemessen wird.¹⁵ Bonität und Ertragslage der Investoren (Sponsoren) haben prinzipiell keinen Einfluss auf das Projekt.¹⁶ Typischerweise bestehen keine oder nur begrenzte Rückgriffsmöglichkeiten auf die Sponsoren selbst und die am Projekt beteiligten Industrieunternehmen. In der Grundkonstellation einer Projektfinanzierung entsteht damit eine Dreiecksbeziehung zwischen den Sponsoren des Projektes, von denen die Initiative für das Projekt ausgeht, der Projektgesellschaft selbst, die mit der Durchführung des Projektes betraut ist, sowie den Fremdkapitalgebern.

Abbildung 1: Grundkonstellation der Projektfinanzierung



Quelle: in Anlehnung an Röver, in: Siebel (Hrsg.), Projekte und Projektfinanzierung, 158, Rn. 2.

Basierend auf einer eingehenden, zukunftsorientierten Analyse des Investitionsobjektes wird in einem zweiten Schritt eine Finanzierungsstruktur (*Financial Structuring*) ermittelt, in welcher das projekteigene Verschuldungspotential weitgehend ausgenutzt wird. Anders formuliert bedeutet dies, dass die, an die Projektgesellschaft ausgereichten, Kredite primär aus dem *Cash Flow* des Projektes selbst bedient werden (*Cash Flow Related Lending*) und die dingliche Besicherung sich im Wesentlichen auf die Aktiva des Projektes beschränkt.¹⁷

Da die Sponsoren nicht die volle Haftung für die Projektrisiken übernehmen können oder wollen, findet infolge der Gründung einer Projektgesellschaft und deren zusätzlicher Finanzierung mit Fremdkapital seitens weiterer *Financiers* eine Verteilung der Projektrisiken auf mehrere Schultern statt, die für alle Projektbeteiligten akzeptabel über die Laufzeit der Finanzierung definiert wird (*Risk Sharing*).¹⁸

Im Gegensatz zur klassischen Auftragsfinanzierung, bei der im Wege einer statischen Kreditwürdigkeitsprüfung die Bonität des Sponsors geprüft wird, wird bei einer Projektfinanzierung die Beleihungsfähigkeit des Projektes selbst festgestellt.¹⁹ Es kommt damit weniger auf die bilanziellen Verhältnisse des investierenden Unternehmens, auf dessen Kreditwürdigkeit und die von ihm gewährten Sicherheiten, als vielmehr auf die zu erwartende Ertragskraft des zu finanzierenden Projektes an.²⁰

¹⁵ Vgl. Schepp, Die Bank 1996, 526 (526); Schöning/Weber, Die Bank 2005, 47 (47).

¹⁶ Vgl. Schepp, Die Bank 1996, 526 (526).

¹⁷ Vgl. Kiethel/Hektor, DStR 1996, 977 (977); Heintzeler, ZfgK 1983, 601 (601).

¹⁸ Vgl. Reuter, DB 1999, 31 (31).

¹⁹ Vgl. Backhaus/Ueckermann, WiSt 1990, 106 (106).

²⁰ Vgl. Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 720, Rn. 7203 ff.; Grosse, in: Backhaus/Sandrock/Schill/Ueckermann (Hrsg.), Projektfinanzierung, 41 (43); Keck, Großprojekte, 25; Röver, in: Siebel (Hrsg.), Projekte und Projektfinanzierung, 157, Rn. 1.

In der Literatur wird der Begriff Projektfinanzierung häufig mit dem Zusatz „international“ verwendet.²¹ Dieser Zusatz erscheint zum einen gerechtfertigt, weil es bei der Mehrzahl der Projektfinanzierungen regelmäßig zu grenzüberschreitenden Zahlungs- und/oder Warenströmen kommt.²² Zum anderen kann auch eine rein nationale Projektfinanzierung einen internationalen Charakter aufweisen, wenn für die Entwicklung komplexer Finanzierungslösungen international gepflogene Strukturierungselemente herangezogen werden müssen.²³ So kann bspw. eine grenzüberschreitende Einbindung ausländischer Projektinitiatoren und Banken als Eigenkapital- bzw. Fremdkapitalgeber vorliegen. Besonders auch vor dem Hintergrund der weiter anhaltenden Globalisierung und Integration der Volkswirtschaften kann daher in der Mehrzahl der Fälle eine Internationalität der Projektfinanzierung unterstellt werden.²⁴

II. Die Charakteristika der Projektfinanzierung im Einzelnen

Die Charakteristika der Projektfinanzierung, die teilweise auch schon in der vorangegangenen allgemeinen Definition des Begriffs Projektfinanzierung Eingang gefunden haben, können unten den Begriffen „Vorliegen einer abgrenzbaren Wirtschaftseinheit“, „*Cash Flow Related Lending*“, „*Risk Sharing*“ sowie „*Off Balance Sheet Finanzierung*“ zusammengefasst werden.²⁵ Diese sollen in den nachfolgenden Abschnitten näher erläutert werden.

1. Vorliegen einer abgrenzbaren Wirtschaftseinheit

Ein Kernmerkmal der Projektfinanzierung ist u.a. das Vorliegen einer abgrenzbaren Wirtschaftseinheit. Dabei wird explizit auf eine ökonomische Abgrenzbarkeit abgestellt. Erst in einem nachfolgenden Schritt sind geeignete juristische Maßnahmen zur gesellschaftsrechtlichen Abgrenzung auszuwählen, welche jedoch lediglich der Flankierung der wirtschaftlichen Separierung des Projektes dienen.

Das Vorliegen einer abgrenzbaren Wirtschaftseinheit ist insbesondere aus Sicht der Kapitalgeber von Bedeutung. Denn aus Sicht eines Kreditgebers wird regelmäßig erst die wirtschaftliche Isolierung des Projektes eine separate Analyse der Kreditwürdigkeit desselben und somit eine Einschätzung der Wahrscheinlichkeit und absoluten Höhe des, mit der projektbezogenen Kreditvergabe verbundenen, Ausfallrisikos ermöglichen.²⁶ Dies wird besonders unter Hinzunahme weiterer, der Projektfinanzierung immanenten, Merkmale wie dem „*Cash Flow Related Lending*“ sowie der Kreditbesicherung aus den Vermögenspositionen des Projektes deutlich. Denn nur eine ein-

²¹ Vgl. hierzu bspw. *Schmitt*, Internationale Projektfinanzierung, 16 f.; *Heintzeler*, ZfgK 1983, 601 (601 ff.); *Kamann/Wiegel*, Die Bank 1983, 226 (226 ff.).

²² Vgl. *Hupe*, Steuerung und Kontrolle, 22.

²³ Vgl. *Nevitt/Fabozzi*, Project Financing, 1.

²⁴ Vgl. *Decker*, Internationale Projektfinanzierung, 11 f.

²⁵ Vgl. *Frank*, Project Financing, 16 ff. sowie 46 ff.; *Meyer-Reim*, WISU 1995 (583 (583)). Kritisch *Decker*, Internationale Projektfinanzierung, 598.

²⁶ Vgl. *Nevitt/Fabozzi*, Project Financing, 6.

deutige wirtschaftliche Abgrenzbarkeit des Projektes ermöglicht die Ermittlung von Ein- und Auszahlungen sowie von Kassenbeständen und damit auch des für Zwecke des Schuldendienstes verfügbaren *Cash Flows*. Ebenso ergeben sich Vorteile bei der Bewertung der isolierten Aktiva, welche per Definition als Kreditsicherheiten dienen.²⁷

Neben Fremdkapitalgebern ergeben sich aber auch aus der Sicht des Eigenkapitals Vorteile im Zuge der Realisierung eines Investitionsvorhabens im Rahmen einer abgrenzbaren Wirtschaftseinheit. So kann die isolierte Kreditwürdigkeitsprüfung des Projektes auf Seiten der Fremdkapitalgeber im Ergebnis zu einer deutlich positiveren Bonitätseinschätzung führen, als dies seitens der Eigenkapitalgeber erwartet wurde. Dies wiederum ermöglicht u.U. überhaupt erst eine Kreditaufnahme und damit die Durchführung des Projektes selbst.²⁸ Weiterhin eröffnet eine bessere Bonitätseinschätzung das Eingehen eines höheren Verschuldungsgrades, welcher aufgrund des *Leverage*-Effektes zu einer höheren Eigenkapitalrentabilität führen kann.²⁹ Analog zu den für Zwecke des Schuldendienstes zur Verfügung stehenden Zahlungsmitteln ermöglicht die wirtschaftliche Abgrenzbarkeit des Projektes auch die Ermittlung der für Zwecke der Dividendenzahlungen verfügbaren Mittel.³⁰

2. *Cash Flow Related Lending*

Ein weiteres Kernmerkmal der Projektfinanzierung stellt die Bedienung des Schuldendienstes aus dem *Cash Flow* des Projektes dar. Dieses zentrale Charakteristikum der Projektfinanzierung wird in der angelsächsischen Terminologie auch als „*Cash Flow Related Lending*“ bezeichnet.³¹ Unter dem Postulat des „*Cash Flow Related Lending*“ erfolgt die Kreditvergabe durch die Fremdkapitalgeber nur unter der Prämisse ausreichender, zukünftig erwarteter Einzahlungsüberschüsse, welche eine frist- und betragsgerechte Bedienung von Zins- und Tilgungszahlungen als wahrscheinlich erscheinen lassen.³² Die zweckgebundenen Projektkredite können aus diesem Grund als „*Self Liquidating*“ bezeichnet werden, da der im Rahmen des finanzierten Projektes generierte *Cash Flow* u.a. zur Rückführung der Fremdmittel und deren Verzinsung verwendet werden kann.³³

Diese Definition macht deutlich, dass es sich bei der Projektfinanzierung um eine Finanzierungsmethode handelt, bei der das Projekt selbst und sein zu erwartender *Cash Flow* die wesentliche Kreditgrundlage für die Fremdkapitalgeber darstellen.³⁴ Denn vom Standpunkt potentieller Gläubiger einer Projektgesellschaft ist das primäre

²⁷ Vgl. Decker, Internationale Projektfinanzierung, 13.

²⁸ Vgl. Denton Hall Projects Group (Hrsg.), A Guide to Project Finance, 6; Nevitt/Fabozzi, Project Financing, 6.

²⁹ Vgl. Nevitt/Fabozzi, Project Financing, 6. Zum *Leverage*-Effekt siehe bspw. Wöhe, Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 661 f.; Brealey/Myers/Allen, Corporate Finance, 455 ff.

³⁰ Vgl. Decker, Internationale Projektfinanzierung, 14.

³¹ Vgl. Ueckermann, in: Backhaus/Sandrock/Schill/Ueckermann (Hrsg.), Projektfinanzierung, 13 (15).

³² Vgl. Röver, in: Siebel (Hrsg.), Projekte und Projektfinanzierung, 158 f., Rn. 4.

³³ Vgl. Fahrholz, Unternehmensfinanzierung, 257.

³⁴ Vgl. Heintzeler, ZfgK 1983, 601 (601).

Kriterium für eine Kreditvergabeentscheidung die Fähigkeit des Projektes, einen für die Deckung der Betriebskosten, für eine angemessene Verzinsung des eingesetzten Kapitals sowie zur Deckung des Schuldendienstes ausreichenden *Cash Flow* zu erwirtschaften.³⁵

Der *Cash Flow*-Begriff orientiert sich in diesem Zusammenhang am zahlungsstrombezogenen Finanzierungsbegriff und erfasst die Einzahlungsüberschüsse der Projektgesellschaft aus dem Betriebs- und Umsatzprozess. Diese werden, basierend auf technischen und wirtschaftlichen Analysen sowie einer zeitlich aufgefächerten Liquiditätsplanung als Differenz zwischen den Umsatzerlösen des Projektes und den zu ihrer Erzielung erforderlichen Auszahlungen (bspw. Entwicklungs-, Produktions- und Vertriebskosten), jedoch ohne Berücksichtigung des Schuldendienstes, ermittelt.³⁶ Um als Kriterium bei Finanzierungsentscheidungen dienen zu können, bedarf es einer vorsichtigen Schätzung der Einflussfaktoren des *Cash Flow*. Die auf Grundlage konservativer Annahmen prognostizierten Einzahlungs- und Auszahlungsströme werden dann den geplanten Schuldendienstleistungen aus einem Finanzierungs- und Tilgungsplan gegenübergestellt. Unterschiedliche Kennzahlen, wie bspw. das *Cash Flow Debt Coverage Ratio*³⁷, dienen den Kapitalgebern dabei zur Beurteilung sowohl der Schuldendienstdeckungsfähigkeit in den einzelnen Perioden wie auch zur Abschätzung des maximalen Verschuldungspotentials für das betreffende Projekt.³⁸

3. Risk Sharing

Ein weiteres Kernelement der Projektfinanzierung liegt darin, möglichst viele Projektbeteiligte zu gewinnen, die bereit sind, Teilrisiken zu übernehmen, sodass das Gesamtfinanzierungsrisiko auf möglichst viele Parteien verteilt wird, um so eine verbesserte Basis für die Aufbringung der nötigen Finanzierungsmittel zu gewährleisten.³⁹ Denn entsprechend ihrer Hauptanwendungsschwerpunkte im Bereich der Rohstoffgewinnung sowie bei Infrastrukturvorhaben bringen Projektfinanzierungen erhebliche Risiken mit sich.

Eine positive Kreditvergabeentscheidung für eine Projektfinanzierung bedingt, dass die Kreditgeber von der Fortführung der Unternehmenstätigkeit während der Kreditlaufzeit überzeugt sind. Es liegt jedoch im Wesen der Projektfinanzierung, dass zu diesem Entscheidungszeitpunkt die zu finanzierende Wirtschaftseinheit noch nicht existiert. Regelmäßig wird durch die Kreditvergabe selbst eine Errichtung bzw. Initiierung des Projektes erst ermöglicht.⁴⁰ Ein wesentliches Element bei der Kreditwürdigkeitsprüfung von Projektfinanzierungen stellt insoweit die bereits *ex ante* vorzunehmende Analyse des aus dem Projekt zu erwartenden *Cash Flow* dar. Wenngleich eine

³⁵ Vgl. Backhaus/UEckermann, WiSt 1990, 106 (106).

³⁶ Vgl. Frank, Project Financing, 86 f.

³⁷ Beim *Cash Flow Debt Coverage Ratio* werden die periodenbezogenen erwarteten *Cash Flows* zu den Zins- und Tilgungszahlungen derselben Periode ins Verhältnis gesetzt.

³⁸ Vgl. UEckermann, in: Backhaus/Sandrock/Schill/UEckermann (Hrsg.), Projektfinanzierung, 13 (18); Backhaus/UEckermann, WiSt 1990, 106 (106).

³⁹ Vgl. Backhaus/UEckermann, WiSt 1990, 106 (107).

⁴⁰ Vgl. Decker, Internationale Projektfinanzierung, 33.

vorsichtige Schätzung der Einflussfaktoren zugrunde zu legen ist, unterliegt die tatsächliche Entwicklung des zukünftigen *Cash Flow* den typischen Risiken einer jedweden unternehmerischen Betätigung.⁴¹ Während die Sponsoren als Eigenmittelgeber und Haftungsverpflichtete in Relation zu ihrer Kapitaleinlage diese unternehmerischen Risiken übernehmen und im Gegenzug im vollen Umfang an den wirtschaftlichen Erfolgen partizipieren, sind die Kreditgeber als Gläubiger und damit Haftungsberechtigte nur an einer zeitlich befristeten Überlassung von Fremdmitteln gegen ein risikoadäquates Entgelt interessiert.⁴² Aus der Sicht des Kreditgebers sind eine funktionsadäquate Verteilung der unternehmerischen Chancen und Risiken, d.h. ein *Risk Sharing*, sowie eine damit korrespondierende angemessene Zinsmarge Voraussetzung für eine Kreditvergabe.⁴³

Zentrales Erfolgskriterium einer Projektfinanzierung ist das gemeinsame Interesse am Erfolg des Projektes durch alle Beteiligten (*Community of Interest*).⁴⁴ Denn eine Projektfinanzierung wird nur dann zustande kommen, wenn sich das Spannungsverhältnis zwischen den Interessen der Beteiligten zur Akzeptanz aller Seiten löst, was in der Regel nur dann der Fall sein wird, wenn die mit dem Projekt verbundenen Risiken identifiziert, ihre Auswirkungen analysiert und sodann auf die Projektbeteiligten verteilt werden können.⁴⁵

Es gilt daher diejenigen Risiken herauszufiltern, die einen direkten Einfluss auf den künftigen *Cash Flow* und damit die Schuldendienstfähigkeit haben.⁴⁶ Die so identifizierten Risiken sind anschließend im Wege von Verhandlungen zwischen Sponsoren, Kreditgebern und ggf. allen übrigen Projektbeteiligten zu verteilen.⁴⁷ Inhalt und Ausmaß der Risikoübernahme durch die einzelnen Projektbeteiligten sollte zweckmäßigerweise in Relation zu deren Fähigkeit und Bereitschaft stehen, diese Risiken auch tatsächlich zu tragen. Die Bereitschaft zur Risikoübernahme sollte sich dabei an deren Nutzen aus dem Projekt orientieren bzw. es sollte jede Partei dasjenige Risiko übernehmen, welches sie am besten beurteilen, beeinflussen und tragen kann.⁴⁸ Die Zuweisung der Risiken erfolgt mittels rechtlicher Vereinbarungen zwischen den Projektbeteiligten, sodass bei der Projektfinanzierung eine auf sie zugeschnittene Vertragsarchitektur entsteht, welche sich aus einer Vielzahl von Verträgen zusammensetzt und Bau, Betrieb sowie Finanzierung des Projektes regelt.⁴⁹

⁴¹ Vgl. hierzu die Ausführungen unter Gliederungspunkt D.

⁴² Vgl. *Gräfer/Beikel/Scheld*, Finanzierung, 165 ff.; *Wöhel/Bilstein*, Unternehmensfinanzierung, 149 f.

⁴³ Vgl. *Decker*, Internationale Projektfinanzierung, 33.

⁴⁴ Vgl. *Schepp*, Die Bank 1996, 526 (527).

⁴⁵ Vgl. *Wolf*, in: Wolf/Hill/Pfaue (Hrsg.), Strukturierte Finanzierungen, 59 (67).

⁴⁶ Vgl. *Heitzeler*, ZfgK 1983, 601 (601); *Backhaus/Schill/UEckermann*, in: Gebhardt/Gerke/Steiner (Hrsg.), Handbuch des Finanzmanagements, 531 (539).

⁴⁷ Vgl. *Stockmayer*, Projektfinanzierung, 92 ff.; *Rieger*, in: Backhaus/Sandrock/Schill/UEckermann (Hrsg.), Projektfinanzierung, 63 (66); *Denton Hall Projects Group* (Hrsg.), A Guide to Project Finance, 55.

⁴⁸ Vgl. *Laubscher*, Technologie & Management 1987, 22 (29); *Tytko*, Zukunftsorientierte Kreditvergabeentscheidungen, 98; *Reuter/Wecker*, Projektfinanzierung, 15 f.; *UEckermann*, in: Backhaus/Sandrock/Schill/UEckermann (Hrsg.), Projektfinanzierung, 13 (19); *Röver*, in: Siebel (Hrsg.), Projekte und Projektfinanzierung, 160, Rn. 6.

⁴⁹ Vgl. *Röver*, in: Siebel (Hrsg.), Projekte und Projektfinanzierung, 160, Rn. 6.

Je nach Haftungsumfang bzw. Rückgriffsmöglichkeiten auf die Sponsoren werden in diesem Zusammenhang verschiedene Ausprägungsformen der Projektfinanzierung unterschieden.⁵⁰

a) *Non Recourse Financing*

Unter dem *Non Recourse Financing* ist die rückgriffslose Finanzierung zu verstehen. Die Finanzierung des Projektes erfolgt demnach ohne Rückgriff auf die Sponsoren.⁵¹ Das Projekt- und Finanzierungskonzept ist in diesem Falle so strukturiert, dass die Fremdmittelgeber im Falle eines für Zwecke des Schuldendienstes unzureichenden *Cash Flow* keine über die Kapitaleinlage hinausgehende Rückgriffsmöglichkeit auf die Sponsoren haben.⁵² Für eine Befriedigung von Gläubigeransprüchen stehen daher neben dem *Cash Flow* des Projektes nur die als Sicherheiten bestellten Vermögenspositionen derselben zur Verfügung. Diese „reinste“ Form der Projektfinanzierung⁵³ ist in der Praxis sehr selten vorzufinden, da sie die Sponsoren aus jeder Haftung entlässt und die Kreditgeber *de facto* eine Unternehmerfunktion übernehmen.⁵⁴ Der Kreditgeber würde in diesem Fall wie ein Eigenkapitalgeber das Risiko einer Scheiterung des Projektes tragen, ohne allerdings an einem möglichen Erfolg des Projektes teilzuhaben, da der Kreditzins vom Projekterfolg unabhängig ist.⁵⁵

b) *Limited Recourse Financing*

Da das eben skizzierte *Non Recourse Financing* aus Sicht der Fremdkapitalgeber unattraktiv ist, wird der Kreditgeber auf eine, über den Eigenkapitaleinsatz hinausgehende teilweise Mithaftung der Sponsoren bestehen (*Limited Recourse Financing*). Dabei besteht ein eingeschränkter Rückgriff auf die Sponsoren. Diese Form wird in der überwiegenden Mehrheit der Projektfinanzierungen vorgefunden, da eine Verteilung der Risiken entsprechend den Interessen und der Eingebundenheit der jeweilig Beteiligten in das Projekt stattfindet.⁵⁶

Der Begriff *Limited Recourse Financing* kann jedoch insofern irreführend sein, als dass damit zunächst keine betragsmäßige Begrenzung der Rückgriffsmöglichkeiten gemeint ist. Vielmehr besteht die Limitierung häufig in einer zeitlichen Begrenzung

⁵⁰ Vgl. Kamann/Wiegel, Die Bank 1983, 226 (226).

⁵¹ Vgl. Heintzeler, ZfgK 1983, 601 (602).

⁵² Vgl. Belka, Die Projektfinanzierung, 37; Schmitt, Internationale Projektfinanzierung, 26; Schulte-Althoff, Projektfinanzierung, 42 f.

⁵³ Vgl. Kamann/Wiegel, Die Bank 1983, 226 (226).

⁵⁴ Vgl. Wolf, in: Wolf/Hill/Pfaue (Hrsg.), Strukturierte Finanzierungen, 59 (68); Schmitt, Internationale Projektfinanzierung, 26; Tytko, Zukunftsorientierte Kreditvergabeentscheidungen, 14 f.

⁵⁵ Vgl. Meyer-Reim, WISU 1995, 583 (583).

⁵⁶ Vgl. Kamann/Wiegel, Die Bank 1983, 226 (226). Die Haftungsbeschränkung der Sponsoren auf das betreffende Projekt wird als ein wesentliches Element der Projektfinanzierung gesehen, vgl. Siebel, in: Siebel (Hrsg.), Projekte und Projektfinanzierung, 3, Rn. 5.

der Rückgriffsmöglichkeiten auf die Projektträger.⁵⁷ Dies ist insbesondere sinnvoll, um der unterschiedlichen Risikostruktur einzelner Projektphasen Rechnung zu tragen. So kann insbesondere in der Bauphase eine Rückgriffsmöglichkeit sinnvoll sein, um isoliert die Risiken einer unvollständigen oder nicht fristgerechten Fertigstellung sowie möglicher Kostenüberschreitungen teilweise oder vollständig abzudecken.⁵⁸ Aus Sicht der Kreditgeber erhöht eine derartige Rückgriffsmöglichkeit auf die Sponsoren die Wahrscheinlichkeit eines Erreichens der Betriebsbereitschaft und folglich auch der künftigen Schuldendienstfähigkeit des Projektes.

c) *Full Recourse Financing*

Bei dieser Variante haben die Kreditgeber im Falle eines für Zwecke des Schuldendienstes unzureichenden *Cash Flow* eine vollumfängliche Rückgriffsmöglichkeit auf die Sponsoren oder andere Projektbeteiligte.⁵⁹ Technisch wird dies durch die Herauslegung einer unbedingten Garantie bewirkt.⁶⁰ Zwar besteht weiterhin die Intention aller Projektbeteiligten, den Rückfluss der Kredite aus dem *Cash Flow* herzustellen, gleichwohl erweckt die Verankerung der vollumfänglichen Rückgriffsmöglichkeit den Anschein, es handele sich um einen klassischen Firmenkundenkredit. Das hat zur Folge, dass in der Literatur häufig postuliert wird, es handele sich bei *Full Recourse Financing* nicht um eine Projektfinanzierung im engeren Sinne.⁶¹

4. *Off Balance Sheet*-Finanzierung

Wie bereits eingehend erläutert, besteht eines der Wesensmerkmale der Projektfinanzierung in der Gründung einer Projektgesellschaft als eine sich selbst tragende Wirtschaftseinheit, um die Projektträger nicht der vollen Haftung zu unterwerfen.⁶² Die Projektgesellschaft nimmt die zur Finanzierung des Projektes notwendigen Mittel auf. Da nicht die eigentlichen Initiatoren sondern die Projektgesellschaft Kreditnehmer der Fremdkapitalien ist, erfolgt der Ausweis der Projektkredite auch nicht in den Bilanzen der Initiatoren sondern bei der Projektgesellschaft selbst (*Off Balance Sheet*). Den Projektträgern bzw. Sponsoren entsteht aus dem aufgenommenen Fremdkapital keine eigene bilanzielle Verbindlichkeit.⁶³ So werden die unter Zugrundelegung tradierter Bilanzkennzahlen bestehenden Kapitalaufnahmemöglichkeiten der Projektträger und damit deren finanzielle Flexibilität nicht oder nur unerheblich beeinträchtigt,

⁵⁷ Vgl. *Ueckermann*, in: Backhaus/Sandrock/Schill/Ueckermann (Hrsg.), *Projektfinanzierung*, 13 (19).

⁵⁸ Vgl. *Decker*, *Internationale Projektfinanzierung*, 37.

⁵⁹ Vgl. *Belka*, *Die Projektfinanzierung*, 39; *Schmitt*, *Internationale Projektfinanzierung*, 24; *Schulte-Althoff*, *Projektfinanzierung*, 42.

⁶⁰ Vgl. *Hall*, *The Banker* 1976, 71 (73).

⁶¹ Vgl. *Frank*, *Project Financing*, 92; *Schmitt*, *Internationale Projektfinanzierung*, 25; *Huße*, *Steuerung und Kontrolle*, 20; *Vogel*, *Vertragsgestaltung*, 33.

⁶² Vgl. *Ueckermann*, in: Backhaus/Sandrock/Schill/Ueckermann (Hrsg.), *Projektfinanzierung*, 13 (19).

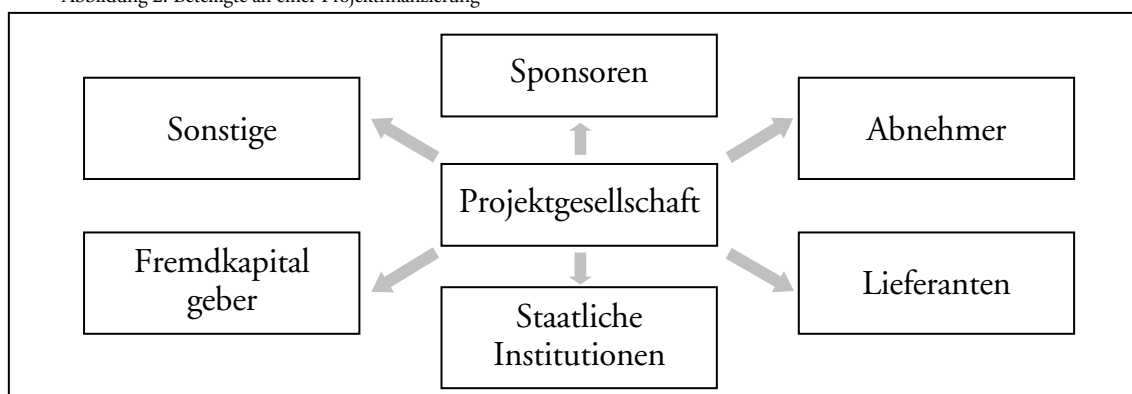
⁶³ Vgl. *Reuter*, *DB* 1999, 31 (33).

was oftmals als der entscheidende Vorteil der Projektfinanzierung gegenüber herkömmlichen Formen der Finanzierung gesehen wird.⁶⁴ Die Projektfinanzierung ermöglicht quasi Investitionen außerhalb der Bilanz, was sich wiederum positiv auf die Fremdkapitalquote, Schuldendienstfähigkeit und Bonität des Investors auswirkt.⁶⁵ Damit ist die Projektfinanzierung nicht nur für Situationen interessant, in denen die Risiken der Projektrealisierung die Tragfähigkeit einzelner Unternehmen übersteigt, sondern es werden auch Projekte realisierbar, die bei einer „herkömmlichen“ Finanzierung mit Bilanzausweis zu einer wenig attraktiven Verschlechterung der Kapitalstrukturkennzahlen und folglich zu einer weniger positiven Bonitätsbeurteilung bei diesen Unternehmen geführt hätten.⁶⁶ Zahlreiche größere Investitionsvorhaben wären in der Vergangenheit nicht durchgeführt worden, wenn die betreffenden Initiatoren infolge einer „herkömmlichen“ Finanzierung eine erhebliche Beeinträchtigung ihrer finanziellen Flexibilität sowie Bonitätseinschätzung hätten befürchten müssen.

C. Beteiligte der Projektfinanzierung

Das Zustandekommen einer Projektfinanzierung hängt in hohem Maße von dem effektiven Zusammenwirken verschiedener Beteiligter ab, welche verschiedene Aufgaben übernehmen. Alle Parteien müssen dabei in zuverlässiger Weise vertraglich eingebunden werden, um den zahlreichen auftretenden Interdependenzen Rechnung zu tragen.⁶⁷ Eine Projektfinanzierung setzt daher ein komplexes Vertragsnetz voraus.⁶⁸ Die Komplexität kann sich noch dadurch erhöhen, dass viele Beteiligte in mehrfacher Funktion mit dem Projekt verbunden sein können. Abbildung 2 gibt einen Überblick über die typischerweise an einer Projektfinanzierung beteiligten Gruppen.

Abbildung 2: Beteiligte an einer Projektfinanzierung



Quelle: in Anlehnung an *Ueckermann*, in: Backhaus/Sandrock/Schill/Ueckermann (Hrsg.), *Projektfinanzierung*, 13 (16).

⁶⁴ Vgl. *Höpfner*, *Projektfinanzierung*, 13.

⁶⁵ Vgl. *Becker*, *WISU* 1999, 811 (811); *Reuter*, *DB* 1999, 31 (33).

⁶⁶ Vgl. *Ueckermann*, in: Backhaus/Sandrock/Schill/Ueckermann (Hrsg.), *Projektfinanzierung*, 13 (20).

⁶⁷ Vgl. *Reuter*, *DB* 1999, 31 (33).

⁶⁸ Vgl. *Hupe*, *Steuerung und Kontrolle*, 26.

I. Projektgesellschaft

Die Projektgesellschaft ist Träger der mit dem Vorhaben verbundenen Rechte und Pflichten.⁶⁹ Ihre Gesellschafter sind in der Regel sämtliche oder zumindest alle wesentlichen Projekterrichter, da die Projektgesellschaft sowohl ein Sammelbecken für Fremd- als auch Projekteigenkapital darstellt.⁷⁰

Typischerweise wird die Projektgesellschaft in Form einer Kapitalgesellschaft unterhalten.⁷¹ Hierfür spricht in der Regel zunächst die Beschränkung der Haftungssumme auf das Gesellschaftsvermögen, bzw. das Projektvermögen, welche die Kapitalgesellschaften nach den Rechtsordnungen vieler Länder automatisch mit sich bringen.⁷² Ein weiterer Vorteil der Kapitalgesellschaft liegt in ihrer relativ einfachen Handhabbar- und Überschaubarkeit.⁷³ Sie eignet sich hervorragend für transparente Zuständigkeitsverteilungen sowie klare Aufbau- und Ablauforganisationen. Aufgrund ihrer eigenen Rechtspersönlichkeit lässt sie sich und folglich das Projekt selbst einfach von ihren Gesellschaftern abgrenzen, was wiederum die Verpflichtung auf das Projekt sowohl in der tatsächlichen Gestaltung als auch in der Darstellung nach außen hin erhöht.⁷⁴ All dies schlägt sich nachfolgend in einer Stärkung der Kreditfähigkeit nieder und erleichtert den gesamten Rechtsverkehr nach außen in Form der Einwerbung weiterer Projektbeteiligter, insbesondere auf dem Kapitalmarkt.⁷⁵

II. Sponsoren

Als Sponsoren oder Projektträger sind diejenigen Institutionen oder Organisationen zu bezeichnen, die die unternehmerische Entscheidung für die Durchführung des Projektes treffen und somit seine unternehmerischen Chancen und Risiken tragen.⁷⁶ Von ihnen geht der unternehmerische Impuls für das Vorhaben aus und sie haben ein direktes Interesse an dessen Durchführung. Die Sponsoren sind maßgeblich in die Projektentwicklung und teilweise in die Projektbetreuung involviert.⁷⁷ Ihre Rollen als Initiatoren und Entscheider über die Durchführung des Projektes werden regelmäßig von der Leistung eines Eigenkapitalbetrages flankiert sein.⁷⁸ Gegenüber den Lieferanten der Projektanlagen üben sie eine Art Bestellerfunktion aus.⁷⁹

Staatliche Institutionen des Landes, in dem die Projektanlagen errichtet werden, treten häufig als Projektträger auf. Ihre Zielsetzung besteht in der Förderung der loka-

⁶⁹ Vgl. Röver, in: Siebel (Hrsg.), Projekte und Projektfinanzierung, 158, Rn. 2.

⁷⁰ Vgl. Reuter, DB 1999, 31 (34).

⁷¹ Vgl. Kiethel/Hektor, DStR 1996, 977 (979 f.); Röver, in: Siebel (Hrsg.), Projekte und Projektfinanzierung, 159, Rn. 5.

⁷² Vgl. bspw. § 13 II GmbHG für die Fall der GmbH sowie § 1 I S. 2 AktG für den Fall einer AG.

⁷³ Vgl. Rieger, in: Backhaus/Sandrock/Schill/UEckermann (Hrsg.), Projektfinanzierung, 63 (67).

⁷⁴ Vgl. *Ibid.*, 63 (68).

⁷⁵ Vgl. Reuter, DB 1999, 31 (34).

⁷⁶ Vgl. Backhaus/UEckermann, WiSt 1990, 106 (107).

⁷⁷ Vgl. Wolf, in: Wolf/Hill/Pfaue (Hrsg.), Strukturierte Finanzierungen, 59 (69).

⁷⁸ Vgl. Reuter, DB 1999, 31 (34).

⁷⁹ Vgl. Millauer, Projektfinanzierung im Auslandsgeschäft, 21.

len Wirtschaft, dem Erwerb von technologischem *Know-How* oder der besseren Kontrolle über das Projekt.⁸⁰ Ihr Beitrag kann dabei auch in der Schaffung steuerlicher Anreize, der Stellung staatlicher Garantien und Bürgschaften sowie der Vergabe von Konvertierungs- und Transfergarantien für die Kapitalrepatriierung bestehen.⁸¹

Im Rahmen des Risikomanagements kann eine Strategie jedoch darin bestehen, diejenigen Projektbeteiligten, welche die zentralen Projektrisiken⁸² am effizientesten kontrollieren können, als Sponsoren in die Projektgesellschaft zu integrieren und so ihre Interessen am Projekterfolg auszurichten. Allerdings ruft dies ein Spannungsverhältnis dergestalt hervor, als sich mit zunehmender Zahl der Anteiligner die Abstimmung derer Interessen immer schwieriger gestaltet.⁸³

III. Fremdkapitalgeber

Fremdkapitalgeber eines Projektes bzw. einer Projektgesellschaft können Geschäftsbanken internationaler Ausrichtung, inter- und supranationale Finanzierungs-institute sowie Anlagen- und Rohstofflieferanten sein.⁸⁴ Grundsätzlich sollten die Kreditgeber in der Lage sein, die Risiken des Projektes zu beurteilen und zu übernehmen sowie bereit sein, das Projekt langfristig zu unterstützen. Aus diesem Grund stehen die Fremdkapitalgeber beratend als sog. *Financial Adviser* betreffend finanzwirtschaftlicher, rechtlicher und steuerlicher Aspekte von Finanzierungsangeboten sowie hinsichtlich der optimalen Strukturierung eines projektadäquaten Finanzierungspaketes unterstützend zur Verfügung.⁸⁵

Infolge des Bestrebens der Sponsoren, ihren Eigenkapitalbetrag weitestgehend zu beschränken, stellt Fremdkapital in der Regel die zur Finanzierung eines Projektes benötigten Mittel dar.⁸⁶

IV. Lieferanten und Abnehmer

Große Bedeutung kommt den Abnehmern der Projektleistungen zu, die häufig mit der Projektgesellschaft durch Abnahmeverträge verbunden sind. Sie bestimmen so die erwarteten *Cash Flows* und deren Risiko.⁸⁷ Ferner können sie dem Projekt selbst kurzfristiges Fremdkapital in Form von Anzahlungen auf spätere Lieferungen zur Ver-

⁸⁰ Vgl. *Wolf*, in: *Wolf/Hill/Pfaue* (Hrsg.), *Strukturierte Finanzierungen*, 59 (70); *Ueckermann*, in: *Backhaus/Sandrock/Schill/Ueckermann* (Hrsg.), *Projektfinanzierung*, 13 (17); *Reuter*, DB 1999, 31 (34).

⁸¹ Vgl. *Backhaus/Ueckermann*, *WiSt* 1990, 106 (107).

⁸² Siehe dazu die Ausführungen in Abschnitt D.

⁸³ Vgl. *Wolf*, in: *Wolf/Hill/Pfaue* (Hrsg.), *Strukturierte Finanzierungen*, 59 (70).

⁸⁴ Vgl. *Ueckermann*, in: *Backhaus/Sandrock/Schill/Ueckermann* (Hrsg.), *Projektfinanzierung*, 13 (16).

⁸⁵ Vgl. *Ibid.*, 13 (17).

⁸⁶ Vgl. *Backhaus/Ueckermann*, *WiSt* 1990, 106 (107); *Röver*, in: *Siebel* (Hrsg.), *Projekte und Projektfinanzierung*, 157, Rn. 1.

⁸⁷ Vgl. *Wolf*, in: *Wolf/Hill/Pfaue* (Hrsg.), *Strukturierte Finanzierungen*, 59 (71).

fügung stellen.⁸⁸ Des Weiteren können sie durch Zusage der Abnahme fester Produktmengen zu bestimmten Preisen die Prognostizierbarkeit des Projekterfolges erheblich erleichtern.⁸⁹

Was für die Abnehmerseite gilt, hat im Hinblick auf die Kostenentwicklung ebenso Gültigkeit für die Lieferanten von Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen. Je höher die Abhängigkeit des Projektes von den zu liefernden Materialien, umso wichtiger ist deren jederzeitige Verfügbarkeit zu festgelegten Qualitäten und Preisen. Um das Risiko von Preis- oder Qualitätsschwankungen zu minimieren, bilden feste langfristige Lieferverträge mit bonitätsmäßig einwandfreien, zuverlässigen Lieferanten die Regel.⁹⁰ Beim Abschluss dieser Verträge zeigt sich der Charakter der Projektfinanzierung besonders deutlich. Es sind die Verträge, die darin von den Lieferanten für ihr spezifisches Aufgabengebiet übernommenen Risiken sowie die Zuverlässigkeit dieser Zusagen, die zusammengenommen ein Niveau an Zuverlässigkeit für die plangerechte Verwirklichung des Projektes bewirken, welches den Fremdkapitalgebern anstelle der vollen Haftung des Kreditnehmers ausreicht.⁹¹

Daneben können, analog zu den Abnehmern, auch die Lieferanten kurzfristiges Fremdkapital in Form von Lieferantenkrediten zur Verfügung stellen.

V. Staatliche Institutionen

Regierungen und staatliche Institutionen des Projektlandes wirken vor allem als Genehmigungsinstanzen im Projekt mit und beeinflussen so in großem Maße das administrative Umfeld des Projektes.⁹² Diese Genehmigungen reichen von der Baugenehmigung, über die Gewährung von Konzessionen, umweltrechtlicher Auflagen sowie der Gestaltung des steuerlichen Umfeldes bis hin zur Genehmigung des Einzugs von Gebühren für die Inanspruchnahme der Leistungen eines Infrastrukturprojektes.⁹³

Die Funktion staatlicher Institutionen besteht aber auch darin, das Projekt durch administrative Maßnahmen zu unterstützen.⁹⁴ Gleichwohl bedingt der Einfluss staatlicher Institutionen schwer zu kalkulierende Risiken, wie bspw. Transfer- und Konvertierungsrisiken.⁹⁵

⁸⁸ Vgl. *Backhaus/Weckermann*, WiSt 1990, 106 (108).

⁸⁹ Vgl. *Reuter*, DB 1999, 31 (36).

⁹⁰ Vgl. *Wolf*, in: *Wolf/Hill/Pfaue* (Hrsg.), *Strukturierte Finanzierungen*, 59 (72).

⁹¹ Vgl. *Reuter*, DB 1999, 31 (35).

⁹² Vgl. *Weckermann*, in: *Backhaus/Sandrock/Schill/Weckermann* (Hrsg.), *Projektfinanzierung*, 13 (17).

⁹³ Vgl. *Hupe*, *Steuerung und Kontrolle*, 34; *Hinsch/Horn*, *Vertragsrecht*, 230 f.; *Wolf*, in: *Wolf/Hill/Pfaue* (Hrsg.), *Strukturierte Finanzierungen*, 59 (72).

⁹⁴ Siehe hierzu die Ausführungen unter Punkt C.II.

⁹⁵ Vgl. dazu die Ausführungen in Abschnitt D.

VI. Sonstige Beteiligte

Die Gruppe sonstiger Projektbeteiligter umfasst zunächst Versicherungen, die zur Abdeckung verschiedener Risiken, welche von anderen Projektbeteiligten nicht übernommen werden können oder wollen, hinzugezogen werden. Daneben sind Berater und Gutachter zu nennen, die während der Projektentwicklung sowie dem Betrieb im Auftrag der verschiedenen Projektbeteiligten tätig werden. Zuletzt seien Treuhänder erwähnt, denen stets die Aufgabe zukommt, die Interessen bestimmter Gruppen von Projektbeteiligten zu wahren.⁹⁶ Sie werden insbesondere im Auftrag der Fremdkapitalgeber tätig, weil diese sicherstellen wollen, dass ihnen die Erlöse (*Cash Flows*) vereinbarungsgemäß zufließen. Treuhänder werden dabei eingesetzt, um die sachgerechte Verwendung der Kredite und das Vorhalten von Reserven zu überwachen.⁹⁷

D. Risiken der Projektfinanzierung

Bei jedem Projekt sind, je nach Eigenart, verschiedene Phasen zu unterscheiden, welche wiederum durch verschiedene, spezifische Risiken gekennzeichnet sind. Die Kenntnis potentieller Risiken sowie deren detaillierte Analyse, auch in ihrer zeitlichen Abfolge, wie auch eine für alle Beteiligten akzeptable Aufteilung der Risiken über die Laufzeit der Finanzierung sind daher für die Strukturierung einer Projektfinanzierung von grundlegender Bedeutung.⁹⁸ Abbildung 3 gibt einen Überblick über die wesentlichen, mit einer Projektfinanzierung verbundenen, Risiken.

Abbildung 3: Risiken bei der Projektfinanzierung

Risikokategorie	Risikoinhalt
Technische Risiken	
▪ Reserve- und Abbaurisiko	Qualität und Quantität der Rohstoffvorkommen und des Abbauverfahrens sind unbekannt
▪ Fertigstellungsrisiko	Projekt wird nicht oder nicht rechtzeitig fertig gestellt
▪ Kostenüberschreitungsrisiko	Kostenüberschreitung infolge technischer Änderungen, Fehlkalkulation
▪ Verfahrenstechnisches Risiko	geplantes Leistungsniveau der Anlage wird nicht erreicht
Wirtschaftliche Risiken	
▪ Betriebsrisiko	Produktionsausfälle, Managementfehler
▪ Preis- und Absatzrisiko	Veränderung der Absatzmengen und -preise
▪ Zulieferisiko	Langfristige termingerechte Belieferung nicht gesichert
▪ Wechselkursrisiko	Auswirkung von Wechselkursänderungen auf Erlöse und Aufwendungen
▪ Zinsrisiko	Zinsänderung bei variabel verzinslichem Fremdkapital
Sonstige Risiken	
▪ Politisches Risiko	Politische Instabilität, Unruhen, Enteignung
▪ Konvertierungs- und Transferrisiko	Nicht-Umtausch von Devisen
▪ <i>Force-Majeure</i> -Risiko	Risiko höherer Gewalt (Naturkatastrophen, Krieg)

Quelle: in Anlehnung an *Backhaus/Ueckermann*, WiSt 1990, 106 (110).

⁹⁶ Vgl. *Reuter*, DB 1999, 31 (36).

⁹⁷ Vgl. *Wolf*, in: *Wolf/Hill/Pfaue* (Hrsg.), *Strukturierte Finanzierungen*, 59 (73).

⁹⁸ Vgl. *Kiethel/Hektor*, DStR 1996, 977 (978).

I. Technische Risiken

Zur Gruppe der technischen Risiken zählen neben Reserve- und Abbaurisiken insbesondere Fertigstellungs- und Kostenüberschreitungsrisiken sowie verfahrenstechnische Risiken. So können unvorhergesehene Verzögerungen, nicht eingeplante Kostensteigerungen oder die Nichteinhaltung geplanter Fertigstellungstermine das Projekt erheblich verteuern und seine Durchführung in Frage stellen.⁹⁹

Reserve- und Abbaurisiken kommen in der Regel ausschließlich im Bereich von Rohstoffexplorationen und –ausbeutungen vor. Denn nach ersten Explorationsarbeiten sind häufig noch keine definitiven Aussagen hinsichtlich der Qualität und Quantität der Rohstoffvorkommen sowie des günstigsten Abbauverfahrens möglich.¹⁰⁰ Eine unrichtige Einschätzung der nach Qualität und Menge abbaufähig vorhandenen Rohstoffreserven gefährdet die Erreichung des theoretisch errechneten *Cash Flow*, auf welchem die Finanzierung beruht.¹⁰¹

Das Fertigstellungsrisiko stellt die Gefahr dar, dass die Anlage nicht oder nicht rechtzeitig errichtet werden kann. Dies kann insbesondere dann kritisch werden, wenn infolge einer Verzögerung der gesamte Projektplan durcheinander geworfen wird.¹⁰² Durch Verschiebung des Fertigstellungstermins können wiederum die angesetzten Herstellungskosten derart überschritten werden, dass sogar die Gesamtrentabilität des Projektes gefährdet wird.¹⁰³ Denn ein verspätetes Erreichen des geplanten Fertigstellungstermins bzw. Leistungsniveaus zieht ein verspätetes Erreichen des geplanten *Cash Flow* und damit Verzögerungen in der Kredittilgung nach sich, welche wiederum höhere als die zunächst prognostizierten absoluten Zinsauszahlungen zur Folge haben.¹⁰⁴ In der Regel werden die Kreditgeber des Projektes nicht bereit sein, die Risiken der Fertigstellung zu übernehmen. Ein besonders wichtiger Punkt der Projektfinanzierung aus Perspektive der Kreditgeber ist daher das Sicherungsmittel der Fertigstellungsgarantie durch die Sponsoren.¹⁰⁵ Diese beinhaltet insbesondere die Finanzierung von nachträglich entstehenden Kostensteigerungen durch eine Nachschußverpflichtung oder nachrangige Gesellschafterdarlehen.¹⁰⁶

Verfahrenstechnische Risiken treten schließlich auf, wenn das Projekt bzw. die Anlage zwar fertig gestellt wird, die vorhergesehene Leistung jedoch nicht oder nicht dauerhaft wie geplant erbracht werden kann, was wiederum zu einer verzögerten Kredittilgung führen kann.¹⁰⁷ Das verfahrenstechnische Risiko kann vom Anlagenhersteller oder den Sponsoren am besten getragen werden. So kann der Anlagenhersteller

⁹⁹ Vgl. *Ibid.*, 977 (978).

¹⁰⁰ Vgl. *Keck*, Großprojekte, 43.

¹⁰¹ Vgl. *Kamann/Wiegel*, Die Bank 1983, 226 (227).

¹⁰² Vgl. *Meyer-Reim*, WISU 1995, 583 (583).

¹⁰³ Vgl. *Kamann/Wiegel*, Die Bank 1983, 226 (227).

¹⁰⁴ Vgl. *Ueckermann*, in: Backhaus/Sandrock/Schill/Ueckermann (Hrsg.), Projektfinanzierung, 13 (21).

¹⁰⁵ Vgl. *Kiethel/Hektor*, DStR 1996, 977 (978).

¹⁰⁶ Vgl. *Meyer-Reim*, WISU 1995, 583 (584); *Stockmayer*, Projektfinanzierung, 129; *Laubscher*, Technologie und Management 1987, 22 (27).

¹⁰⁷ Vgl. *Wolf*, in: Wolf/Hill/Pfaue (Hrsg.), Strukturierte Finanzierungen, 59 (79); *Ueckermann*, in: Backhaus/Sandrock/Schill/Ueckermann (Hrsg.), Projektfinanzierung, 13 (21).

über Pönale für die Gefahr des Nichterreichens von geplanten Qualitäten und Quantitäten eintreten, während die Sponsoren in der Regel dafür verantwortlich sind, dass nur ausgereifte Technik eingesetzt wird und die entsprechenden Projektbeteiligten die erforderliche Erfahrung haben.¹⁰⁸

II. Wirtschaftliche Risiken

Wirtschaftliche Risiken treten hauptsächlich in der Betriebsphase auf. Sie lassen sich grob einteilen in Betriebsrisiken, kommerzielle sowie finanzielle Risiken.

Betriebsrisiken entstehen im Wesentlichen durch Betriebsunterbrechungen, bspw. aufgrund von Fehlern des Betriebspersonals, technischer Mängel oder einer unzureichenden Qualität der Rohstoffe.¹⁰⁹ Sie können zu einem Produktionsausfall verursachen, aber auch zu einer schnelleren Abnutzung und damit zu höheren zukünftigen Kosten führen. Produktionsausfälle können ihre Ursache aber auch in Risiken strategischer Fehlentscheidungen in Form von Managementrisiken haben.¹¹⁰ Das Betriebsrisiko kann durch erfahrene und kompetente Sponsoren bzw. Betreibergesellschaften minimiert werden, welche bereits Expertise mit ähnlichen Projekten vorweisen können.¹¹¹

In die Gruppe der kommerziellen Risiken fallen Absatz- und Zulieferrisiken. Da bei einer Projektfinanzierung der Schuldendienst für Fremdkapital aus dem *Cash Flow* des Projektes gezahlt wird, kommt der Produktabnahmeseite entscheidende Bedeutung zu, denn Absatzpreise und Absatzmengen der Projektleistungen sind zentrale Determinanten des *Cash Flow*.¹¹² Eine Projektfinanzierung wird nur dann in Betracht kommen, wenn mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit damit gerechnet werden kann, dass zum Zeitpunkt der Fertigstellung ein entsprechender Markt für das Produkt vorhanden ist und die zu erwartenden Marktpreise eine ausreichende Basis für die Bedienung der Fremdmittel werden bilden können.¹¹³ Fremdkapitalgeber werden daher in der Regel auf den Abschluss von, den *Cash Flow* stabilisierenden, langfristigen Abnahmeverträgen zwischen der Projektgesellschaft und bonitätsmäßig einwandfreien Abnehmern bestehen, welche die Absatzmengen und -preise für die Kreditlaufzeit festschreiben. Um diese Gefahren einschätzen zu können, sind umfangreiche Markt-, Branchen- und Unternehmensanalysen notwendig.

Ähnliches gilt für die Beschaffungsseite: Zahlreiche Projekte sind in ihrem Betrieb von einer langfristigen und termingerechten Belieferung mit Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen abhängig, sodass die Gefahr besteht, dass es zu unerwarteten Kostensteigerungen oder Produktionsausfällen kommt, wenn die notwendigen Materialien nicht in der erwarteten Menge oder Qualität oder zum erwarteten Preis zur Verfügung ge-

¹⁰⁸ Vgl. *Meyer-Reim*, WISU 1995, 583 (583).

¹⁰⁹ Vgl. *Wolf*, in: *Wolf/Hill/Pfaue* (Hrsg.), *Strukturierte Finanzierungen*, 59 (80).

¹¹⁰ Vgl. *Ueckermann*, in: *Backhaus/Sandrock/Schill/Ueckermann* (Hrsg.), *Projektfinanzierung*, 13 (22).

¹¹¹ Vgl. *Meyer-Reim*, WISU 1995, 583 (584).

¹¹² Vgl. *Ibid.*, 583 (584); *Ueckermann*, in: *Backhaus/Sandrock/Schill/Ueckermann* (Hrsg.), *Projektfinanzierung*, 13 (22); *Keck*, *Großprojekte*, 43.

¹¹³ Vgl. *Kamann/Wiegel*, *Die Bank* 1983, 226 (227).

stellt werden können.¹¹⁴ Zur Reduktion von Zulieferrisiken können langfristige Lieferverträge abgeschlossen werden.

Finanzielle Risiken können praktisch während aller Projektphasen auftreten. Sie lassen sich weiter untergliedern in Zins- und Wechselkursrisiken.¹¹⁵ Zinsrisiken resultieren aus einer Änderung der Zinssätze während der Projektlaufzeit. Wenngleich die Finanzierung mit variabel verzinslichen Krediten oder Anleihen marktkonforme Finanzierungskosten gewährleistet, bergen Zinsschwankungen an den Geldmärkten, an deren Entwicklung sich die Kosten dieser Instrumente zumeist orientieren, erhebliche Risiken. Können Zinsveränderungen nicht über die Preise auf die Abnehmer abgewälzt werden, kann die zunächst als positiv beurteilte Schuldendienstdeckungsfähigkeit erheblich gefährdet werden.¹¹⁶ Zur Absicherung des Zinsänderungsrisikos bieten sich bspw. Zinsobergrenzen (*caps*) oder Zinsswaps an.¹¹⁷

Wechselkursrisiken bestehen für ein Projekt in Bezug auf das Fremdkapital, wenn die Projekterlöse und die Zins- und Tilgungszahlungen für Fremdmittel betreffend ihrer Währung nicht deckungsgleich sind. So können Wechselkursschwankungen bewertungsbedingt zu einer Diskrepanz zwischen Projekteinnahmen und –ausgaben führen.¹¹⁸ Zu deren Absicherung bieten sich bspw. Kurssicherungsklauseln, Währungsoptionen oder Währungsswaps an.¹¹⁹

III. Sonstige Risiken

Die sonstigen Projektrisiken beziehen sich im Wesentlichen auf den Einfluss des Staates und daraus resultierenden Gefahren, welche unter dem Begriff des Länderrisikos zusammengefasst werden können. Das Länderrisiko umfasst dabei wirtschaftlich und politisch bedingte Risiken. So können, ausgelöst durch eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation eines Landes, staatlich verordnete Transfer- und Konvertierungsrestriktionen in Kraft treten, in Folge derer Fremdwährungsverbindlichkeiten der Projektgesellschaft nicht oder nicht fristgerecht getilgt werden können.¹²⁰ Daneben existieren politische Risiken in Form von projektschädlichem staatlichem Verhalten in Form von Instabilitäten in den politischen Institutionen. Als Beispiele können Verzögerungen bei Genehmigungsverfahren, Konzessionsauflagen oder Verstaatlichungen angeführt werden.¹²¹ Derlei Umstände können die Durchführung eines Projektes be-

¹¹⁴ Vgl. *Ueckermann*, in: Backhaus/Sandrock/Schill/Ueckermann (Hrsg.), Projektfinanzierung, 13 (22).

¹¹⁵ Vgl. *Becker*, WISU 1999, 811 (812).

¹¹⁶ Vgl. *Wolf*, in: Wolf/Hill/Pfaue (Hrsg.), Strukturierte Finanzierungen, 59 (81).

¹¹⁷ Vgl. *Perridon/Steiner*, Finanzwirtschaft der Unternehmung, 333 f.

¹¹⁸ Vgl. *Keck*, Großprojekte, 44.

¹¹⁹ Vgl. *Ueckermann*, in: Backhaus/Sandrock/Schill/Ueckermann (Hrsg.), Projektfinanzierung, 13 (23).

¹²⁰ Vgl. *Wolf*, in: Wolf/Hill/Pfaue (Hrsg.), Strukturierte Finanzierungen, 59 (82).

¹²¹ Vgl. *Funk*, in: Christians (Hrsg.), Finanzierungshandbuch, 397 (429); *Nevitt*, Project Financing, 166.

hindern, sodass die Errichtung oder der Betrieb verzögert, verteuert oder sogar unmöglich gemacht wird.¹²²

Schwer einschätzbar sind die, alle Projektphasen überlagernden und von den Projektbeteiligten nicht beeinflussbaren *Force-Majeure*-Risiken, die als Folge „höherer Gewalt“ eintreten und erhebliche negative Wirkungen auf den Projekterfolg erzeugen.¹²³ Klassische Beispiele für solche Ereignisse sind kriegerische Auseinandersetzungen, Naturkatastrophen oder Unruhen bzw. Streiks.¹²⁴ *Force-Majeure*-Risiken sind in der Regel kommerziell oder durch staatliche Versicherer abgedeckt.¹²⁵

E. Internationale Rohstoffvorhaben als Anwendungsfall der Projektfinanzierung

Zu den typischen Einsatzbereichen der Projektfinanzierung zählen Rohstoffgewinnungsvorhaben.¹²⁶ Dabei werden die Exploration und der Abbau natürlicher Ressourcen überwiegend in Form von Großprojekten durchgeführt. Das hat zumeist den Hintergrund der Realisation von Größenvorteilen. Um diese jedoch zu erlangen sind hohe Kapitalinvestitionen erforderlich.¹²⁷ Dies erfordert jedoch auch eine passende Finanzierung, weshalb sich neben der traditionellen Unternehmensfinanzierung seit jeher auch die Projektfinanzierung etabliert hat. Da Rohstoffgroßprojekte zumeist als Gemeinschaftsunternehmen organisiert sind, zählen Rohstoffvorhaben zu den Projekttypen, die überhaupt erst zur Entstehung der Finanzierungsform „Projektfinanzierung“ beigetragen haben.¹²⁸ Der folgende Abschnitt stellt die Charakteristika sowie Risiken von Rohstoffgroßprojekten dar und zeigt, weshalb Projektfinanzierungen gerade bei Rohstoffprojekten regen Zuspruch finden.

I. Charakteristika von Rohstoffgroßprojekten

Rohstoffgroßprojekte sind, wie bereits erwähnt, in Form von Gemeinschaftsunternehmen (*Joint Ventures*) organisiert. Aufgrund der anfänglich hohen Kapitalinvestitionen wird der Teilnehmerkreis durch die Mindestanforderungen an Kapitalkraft sowie *Know-How* begrenzt. Um die Charakteristika der Rohstoffgroßprojekte detaillierter darzustellen, empfiehlt sich eine Dreiteilung in technologische, ökonomische und politische Aspekte.¹²⁹

¹²² Vgl. Kamann/Wiegel, Die Bank 1983, 226 (227).

¹²³ Vgl. Meyer-Reim, WISU 1995, 583 (584).

¹²⁴ Vgl. Wolf, in: Wolf/Hill/Pfaue (Hrsg.), Strukturierte Finanzierungen, 59 (82).

¹²⁵ Vgl. Ueckermann, in: Backhaus/Sandrock/Schill/Ueckermann (Hrsg.), Projektfinanzierung, 13 (25).

¹²⁶ Vgl. Becker, WISU 1999, 811 (811); Reuter, DB 1991, 31 (31); Backhaus/Ueckermann, WiSt 1990, 106 (106); Herrhausen, ZfB 1987, 966 (967); Häberle, Handbuch der Außenhandelsfinanzierung, 725 f.

¹²⁷ Vgl. Keck, Großprojekte, 13.

¹²⁸ Vgl. Röver, in: Siebel (Hrsg.), Projekte und Projektfinanzierung, 42, Rn. 24.

¹²⁹ In Anlehnung an Keck, Großprojekte, 14.

1. Technologische Aspekte

Technologische Aspekte betreffen im Wesentlichen die Verfahren zum Abbau der Rohstoffe. Nicht selten sind für Rohstoffabbauvorhaben neue technische Verfahren und Anlagen zu entwickeln. Deutlich wurde dies bspw. bei der Erschließung der Erdöl- und Erdgasvorkommen in der *Nordsee*. Die bis dato verwendeten Techniken hatten sich zwar als tauglich für die Gewinnung in flachen und ruhigen Gewässern erwiesen, zur Lösung der Problematik größerer Wassertiefen und raueren Seegangs in der *Nordsee* waren sie jedoch nicht im Stande. Die Folge waren längere Entwicklungs- und Aufbauzeiten und nachfolgend höhere Kosten bei der Erschließung dieser Vorräte.¹³⁰ Zudem kommen regelmäßig komplexe und sehr individuelle Verfahrenstechniken zur Anwendung, welche nicht selten direkt zu Beginn der Projektaufnahme zu enormen Kosten führen. Der innovative Charakter von Rohstoffvorhaben führt häufig dazu, dass diese Aktivitäten organisatorisch aus den Unternehmen der Sponsoren ausgegliedert werden und als quasi eigenständige Unternehmen betrachtet werden sollen.

2. Ökonomische Aspekte

Wie bereits erläutert werden Rohstoffvorhaben in der Regel in Form von Großprojekten durchgeführt. Dies hat den Hintergrund, dass versucht wird, Größenvorteile und positive Skaleneffekte zu realisieren. Gleichwohl erfordert dies jedoch eine entsprechende Dimensionierung der Anlagen und folglich zu Beginn einen hohen Einsatz an fixem Produktionskapital sowie Finanzierungsmitteln, um die notwendige Mindestkapazität des Projektes zur Verfügung zu stellen.¹³¹ Lange Ausreifungszeiten erschweren die Planbarkeit jedoch und lassen die Risiken, welche mit den Investitionen verbunden sind, noch weiter ansteigen.

Sind die Anlagen einmal hergerichtet erfordert die Erzielung von Größenvorteilen und Kostenersparnissen weiterhin hohe Produktions- und Abbauraten, deren langfristige Vermarktung gesichert sein muss. Der langfristige Liefervertrag stellt dabei ein Instrument sowohl zur langfristigen Vermarktung als auch zur Finanzierung des Abbauvorhabens dar. Er gewährleistet eine gewisse Preisstabilität und sichert Absatz, Marktzugang sowie die Rückgewinnung der Investitionssumme. Aber nicht nur Abnehmer, sondern auch Regierungen und Kapitalgeber müssen sich durch langfristige Stabilität auszeichnen, um den Projekterfolg nicht zu gefährden. Von besonderem Interesse sind dabei Regelungen des Kapitalverkehrs, die Erteilung von Betriebs- und Ausfuhrgenehmigungen sowie Investitionsschutzabkommen, welche die Absicherung von Kreditverträgen durch Exportkreditversicherungen ermöglichen.

¹³⁰ Vgl. *Ibid.*, 14.

¹³¹ Vgl. *Ibid.*, 15.

3. Politische Aspekte

Rohstoffvorhaben bergen immer auch Ansatzpunkte für Staatseingriffe. Wird eine aktive Ressourcenpolitik seitens des Staates, in dem das Projekt stattfindet, veranschlagt, wird in aller Regel versucht, durch die Vergabe von Explorationsrechten, der Besteuerung des Rohstoffsektors, einer Beteiligung an den Projekten sowie der Festlegung von Rahmenrichtlinien im Wettbewerbs- und Umweltrecht, einen als angemessen erachteten Teil der Ressourcenrente für die betrachtete Volkswirtschaft zu sichern.¹³²

II. Risiken bei Rohstoffgroßprojekten

Besonderes Kennzeichen der Projektfinanzierung ist, wie bereits eingehend erläutert wurde, eine umfassende Risikostrukturierung, was wiederum eine genaue Analyse der bestehenden Risiken voraussetzt.

Zunächst ist mit dem Sponsor selbst ein Bonitätsrisiko verbunden. Besonders wichtig für die Einschätzung eines Rohstoffprojektes ist deshalb die Beurteilung des Sponsors. Je größer die Erfahrung des Sponsors mit der Projektart und je besser seine Bonität, desto eher sind Dritte bereit, sich an dem Projekt zu beteiligen.

Die Finanzierung von Rohstoffvorhaben selbst ist in besonderem Maße durch die Schwierigkeiten des Bergbaus gekennzeichnet.¹³³ So bereitet bereits die Schätzung der vorhandenen Menge und Qualität des Rohstoffes enorme Prognoseschwierigkeiten. Auch der Abbau selbst gestaltet sich in der Regel problematischer als vorhergesagt, was dazu führt, dass Bergbauprojekte stets mit besonders unvorhersehbaren Risiken verbunden sind. Infolgedessen sind Darlehensgeber in der Regel nur zur Überlassung von Fremdkapital bereit, wenn erprobte Verfahren eingesetzt und detaillierte Machbarkeitsstudien vorgelegt werden. Weiterhin sollten unvorhersehbare Kostenüberschreitungen durch die Bildung angemessener Rückstellungen, Sponsorengarantien oder sonstige Finanzierungsreserven abgedeckt sein.

Ein weiteres wesentliches Risiko bei Rohstoffprojekten resultiert aus der Abnehmerseite. Besonders bei nicht börsengehandelten Rohstoffen sollte der Absatz deshalb zu einem angemessenen Teil durch langfristige Abnahmeverträge abgesichert werden.¹³⁴ Sofern derartige Verträge nicht abgeschlossen wurden, resultiert ein weiteres Problem aus der Entwicklung der Rohstoffpreise. Denn nur langfristige Abnahmeverträge, welche abzunehmende Mengen und am Markt erzielbare Preise fixieren, stabilisieren auch langfristig den *Cash Flow* und damit die Schuldendienstfähigkeit des Projektes.

Auch bringen Rohstoffprojekte Umweltrisiken in Form von Umweltzerstörung bei der Erschließung des Abbaugebietes oder später während des laufenden Betriebs mit sich. Notwendige Schadensbeseitigungs- und Rekultivierungsmaßnahmen sind daher in der Projektkostenplanung in ausreichendem Maße zu berücksichtigen.

¹³² Vgl. *Ibid.*, 21.

¹³³ Vgl. Röver, in: Siebel (Hrsg.), Projekte und Projektfinanzierung, 44, Rn. 26.

¹³⁴ Vgl. *Ibid.*, 44, Rn. 27.

Schließlich sind Rohstoffprojekte, weil sie häufig in politisch sensiblen Weltregionen stattfinden, mit entsprechenden politischen Risiken verbunden.¹³⁵

III. Gründe für den Einsatz von Projektfinanzierungen

Die langjährige Verwendung der Projektfinanzierung im Bereich der Rohstoffgewinnung hängt zunächst damit zusammen, dass sich die Rohstoffgewinnung, bspw. im Bergbau, als klar eigenständiges Projekt abgrenzen lässt und sich somit zur Gründung einer unabhängigen Projektgesellschaft eignet.¹³⁶

Weiterhin erwirtschaften Rohstoffprojekte nach ihrer Fertigstellung einen laufenden *Cash Flow*, an den eine *cash-flow*-orientierte Finanzierung wie die Projektfinanzierung anknüpfen kann. Diese Möglichkeit wiederum erlaubt die Aufnahme von Fremdkapital, deren Schuldendienst aus den laufenden Einnahmen gezahlt wird. Der Einsatz von Fremdkapital ermöglicht, wie auch die klassische Unternehmensfinanzierung, eine Erhöhung der Eigenkapitalrentabilität (*Leverage*-Effekt).¹³⁷

Daneben führt die Strukturierung der verschiedenen Projektrisiken zu einer Risikoteilung zwischen den Projektbeteiligten, woran sich auch der Aspekt der Haftungsbegrenzung der Sponsoren anschließt. Denn diese laufen infolge der Risikoaufteilung auf mehrere Schultern maximal Gefahr, ihr in die Projektgesellschaft eingelegtes Eigenkapital (beim *Non Recourse Financing*), nicht jedoch den gesamten Investitionsbeitrag zu verlieren. Sie können gegebenenfalls lediglich durch Nachschusspflichten oder Fertigstellungsgarantien zusätzlich in Anspruch genommen werden (im Falle des *Limited Recourse Financing*).

Auch die Möglichkeit der Projektfinanzierung, Projektkredite nicht in den Bilanzen der Initiatoren, sondern bei der Projektgesellschaft selbst ausweisen zu können (*Off Balance Sheet*) stellt einen Grund dar, weshalb die Projektfinanzierung gerade im Bereich der Umsetzung von Rohstoffvorhaben als besonders geeignet gilt. Sobald die Sponsoren eventuell vereinbarte Fertigstellungsgarantien oder Nachschussverpflichtungen erfüllt haben, entfallen sämtliche projektbezogenen Eventualverbindlichkeiten aus ihrem Einzelabschluss. Dies eröffnet den Sponsoren wiederum neue Finanzierungsspielräume, welche sie bspw. zur Durchführung weiterer Projekte nutzen können.

Schließlich wird eine Projektfinanzierung individuell auf ein Projekt zugeschnitten. Somit besteht insbesondere für den Fall der Darlehensfinanzierung eine hohe Flexibilität in Bezug auf den Zeitpunkt und die Höhe einzelner Ziehungen des Darlehens oder Rückzahlungsmodalitäten, was sich insbesondere aufgrund der schwierigen Prognostizierbarkeit von Rohstoffprojekten als vorteilhaft erweisen kann.

¹³⁵ Vgl. *Ibid.*, 44, Rn. 27.

¹³⁶ Vgl. *Ibid.*, 42, Rn. 25.

¹³⁷ Sofern die Gesamtkapitalrentabilität die Fremdkapitalkosten übersteigt, vgl. *Perridon/Steiner*, Finanzwirtschaft der Unternehmung, 482 ff.

F. Schlussbetrachtung

Hohe Investitions- und damit Finanzierungsvolumina sowie oftmals hohe Risiken bei internationalen Großprojekten erfordern Finanzierungsmethoden, die es ermöglichen, auch unter erschwerten Bedingungen die Realisierung von Projekten sicherzustellen. Die Projektfinanzierung stellt vor diesem Hintergrund eines der häufig diskutierten Konzepte dar, bei der die Finanzierung, unter Mitwirkung zahlreicher Beteiligter mit unterschiedlichen Funktionen, nicht basierend auf der Bonität des Schuldners, sondern allein anhand der zukünftig erwarteten Einzahlungsüberschüsse des Projektes stattfindet.

Projektfinanzierungen können mit Hilfe der vier konstitutiven Begriffe „Vorliegen einer abgrenzbaren Wirtschaftseinheit“, „*Cash Flow Related Lending*“, „*Risk Sharing*“ sowie „*Off Balance Sheet*-Finanzierung“ definiert werden. Bei einer Projektfinanzierung handelt es sich um eine Bankleistungsart, die die Entscheidung über eine Kreditvergabe auf der Basis eines ausschließlich zukunftsorientierten Instrumentariums bedingt, welches sich in einer Finanzplanung sowie projektbezogenen Risikoanalyse konkretisiert. Sie gehört mittlerweile zum Standardrepertoire vieler großer Bankhäuser und ermöglicht maßgeschneiderte Finanzierungen für internationale Großprojekte.¹³⁸

Der vorangegangene Abschnitt hat deutlich gemacht, dass Rohstoffvorhaben durch sehr individuelle Merkmale und Risiken gekennzeichnet sind, welche eine enorme Schnittmenge mit den Charakteristika einer Projektfinanzierung aufweisen. Insbesondere die, Rohstoffgroßprojekten inhärenten, spezifischen Risiken machen eine ausreichende Abfederung innerhalb der Finanzierungsstruktur notwendig.

Die Projektfinanzierung kann dabei einen umfassenden Beitrag zur Lösung dieser Problematik leisten. Die Projektfinanzierung, welche kein spezifisches Finanzierungsinstrument ist, sondern stattdessen eine Methode zur Finanzierung von Großprojekten darstellt, kann damit insbesondere beim Abbau von Rohstoffen eine gewisse Tradition sowie besondere Eignung aufweisen.¹³⁹

Die Möglichkeit, viele Projektbeteiligte zu gewinnen, die bereit sind, Teilrisiken zu übernehmen, sodass das Gesamtfinanzierungsrisiko auf möglichst viele Projektbeteiligte verteilt wird, gestattet es zum einen, die umfangreichen und komplexen Investitionsrisiken auf mehrere Schultern umzuverteilen, zum anderen kann jedoch gleichzeitig eine verbesserte Basis für die Aufbringung der nötigen Finanzierungsmittel gewährleistet werden. Definitiv kann eine gut strukturierte Projektfinanzierung zu einer deutlichen Risikoreduktion bei den Sponsoren im Vergleich zu einer klassischen Investitionsfinanzierung führen und folglich die Initiierung von Projekten erst ermöglichen.

Aber auch die Tatsache, dass Projektkredite nicht in den Bilanzen der Projektträger, sondern bei der Projektgesellschaft selbst ausgewiesen werden, stellt einen entscheidenden Vorteil der Projektfinanzierung bei kapitalintensiven und risikoreichen Großprojekten dar. Denn dadurch bleiben Bilanzkennzahlen des Projektträgers, wie bspw. dessen Eigenkapitalquote, unangetastet, was wiederum seine finanzielle Flexibi-

¹³⁸ Vgl. *Kiethe/Hektor*, DStR 1996, 977 (977).

¹³⁹ Vgl. *Backhaus/Sandrock/Schill*, in: *Backhaus/Sandrock/Schill/Ueckermann* (Hrsg.), *Projektfinanzierung*, 1 (10).

lität positiv beeinflusst, seine Liquidität schont und neue Finanzierungsspielräume schafft (Bilanzstruktur- und Liquiditätseffekt).¹⁴⁰

Sämtliche, mit Rohstoffvorhaben als Großprojekten verbundene, Charakteristika und Risiken bedürfen einer Koordinierung und Strukturierung. Es geht mithin um die Gestaltung einer Gelenkstelle vielfältiger Interessen sowie technischer, betriebs- und finanzwirtschaftlicher, bilanzieller, rechtlicher und steuerlicher Einflussgrößen. Weil nicht einzelne Unternehmen sämtliche Chancen und Risiken von Konzepten in der Größenordnung eines Rohstoffvorhabens tragen wollen oder können, bedürfen Projektfinanzierungen ausgeklügelter und belastbarer vertraglicher Gestaltungen, die sowohl die heterogenen Interessen der Beteiligten ausgleichen als auch ein konstruktives Gleichgewicht schaffen, um aussichtsreiche Projekte auf den Weg und zum erfolgreichen Abschluss zu bringen.¹⁴¹

Der rasche technische Wandel, die Fortentwicklung der Kapitalmärkte sowie die fortschreitende Globalisierung der Märkte werden die Volumina künftiger Vorhaben, die projektfinanziert werden, vermutlich noch ansteigen lassen.

¹⁴⁰ Vgl. *Wolf*, in: *Wolf/Hill/Pfaue* (Hrsg.), *Strukturierte Finanzierungen*, 59 (111).

¹⁴¹ Vgl. *Reuter*, *DB* 1999, 31 (37).

SCHRIFTTUM

- Backhaus, Klaus/Sandrock, Otto/Schill, Jörg*, Die Bedeutung der Projektfinanzierung vor dem Hintergrund der weltwirtschaftlichen Entwicklung, in: Backhaus, Klaus/Sandrock, Otto/Schill, Jörg/UEckermann, Heinrich (Hrsg.), Projektfinanzierung – Wirtschaftliche und rechtliche Aspekte einer Finanzierungsmethode für Großprojekte –, Stuttgart 1990, 1-11.
- Backhaus, Klaus/Schill, Jörg/UEckermann, Heinrich*, Projektfinanzierung, in: Gebhardt, Günther/Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.), Handbuch des Finanzmanagements, Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München 1993, 531-556.
- Backhaus, Klaus/UEckermann, Heinrich*, Projektfinanzierung – Eine Methode zur Finanzierung von Großprojekten, Wirtschaftswissenschaftliches Studium 1990, 106-112.
- Becker, Gordon M.*, Grundlagen der Projektfinanzierung, Das Wirtschaftsstudium 1999, 811-813.
- Belka, Hans-Georg*, Die Projektfinanzierung als Finanzierungstechnik zur Realisierung neuer Bergbauprojekte, Berlin 1983.
- Brealey, Richard A./Myers, Stewart C./Allen, Franklin*, Principals of Corporate Finance, 9. Auflage, New York 2008.
- Decker, Christian*, Internationale Projektfinanzierung – Konzeption und Prüfung, Norderstedt 2008.
- Denton Hall Projects Group* (Hrsg.), A Guide to Project Finance, London 1998.
- Fahrholz, Bernd*, Neue Formen der Unternehmensfinanzierung: Unternehmensübernahmen, Big ticket-Leasing, Asset Backed- und Projektfinanzierungen; die steuer- und haftungsrechtliche Optimierung durch Einzweckgesellschaften (Single Purpose Companies), dargestellt anhand von Beispielsachverhalten, München 1998.
- Frank, Hermann*, Project Financing: Ein Verfahren zur finanziellen Absicherung des Unternehmenswachstums, Wien 1986.
- Funk, Joachim*, Sonderformen der Außenhandelsfinanzierung, in: Christians, Wilhelm (Hrsg.), Finanzierungshandbuch, 2. Auflage, Wiesbaden 1988, 397-443.
- Gräfer, Horst/Beike, Bettina/Scheld, Sabrina*, Finanzierung: Grundlagen, Institutionen, Instrumente und Kapitalmarkttheorie, 4. Auflage, Berlin 1998.
- Grosse, Paul B.*, Projektfinanzierung aus Bankensicht, in: Backhaus, Klaus/Sandrock, Otto/Schill, Jörg/UEckermann, Heinrich (Hrsg.), Projektfinanzierung – Wirtschaftliche und rechtliche Aspekte einer Finanzierungsmethode für Großprojekte –, Stuttgart 1990, 41-62.
- Hall, William*, The fashionable world of project finance, The Banker 1976, 71 und 73-75.
- Häberle, Siegfried G.*, Handbuch der Außenhandelsfinanzierung, 2. Auflage, München 1998.
- Heintzeler, Frank*, Internationale Projektfinanzierung, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 1983, 601-604.
- Herrhausen, Alfred*, Internationale Investitionsfinanzierung in der Zukunft: Eine Herausforderung, Zeitschrift für Betriebswirtschaft 1987, 966-977.
- Hirsch, Christian/Horn, Norbert*, Das Vertragsrecht der internationalen Konsortialkredite und Projektfinanzierungen, Berlin 1985.
- Höpfner, Kai-Uwe*, Projektfinanzierung, Erfolgsorientiertes Management einer bankbetrieblichen Leistungsart, Göttingen 1995.

- Hupe*, Michael, Steuerung und Kontrolle internationaler Projektfinanzierungen, Frankfurt a.M. 1995.
- Kamann*, Michael/*Wiegel*, Klaus, Internationale Projektfinanzierung, *Die Bank* 1983, 226-230.
- Keck*, Joachim, Großprojekte des Ressourcenabbaus: Die Lösung des Risikoallokations- und Anreizproblems mit Hilfe der Projektfinanzierung, Konstanz 1990.
- Kiethe*, Kurt/*Hektor*, Doris, Grundlagen und Techniken der Projektfinanzierung, *Deutsches Steuerrecht* 1996, 977-983.
- Kümpel*, Siegfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Auflage, Köln 2004.
- Laubscher*, Horst, Internationale Projektfinanzierung, *Technologie und Management* 1987, 22-29.
- Leeper*, Rosamund, Perspective on project financing, *The Banker* 1979, 77-83.
- Marpk*, Allen C., What is project finance?, *The Banker* 1977, 47-49.
- Meyer-Reim*, Utz, Projektfinanzierungen im Außenhandel, *Das Wirtschaftsstudium* 1995, 583-584.
- Millauer*, Karl Michael, Projektfinanzierung im Auslandsgeschäft: Theoretische Grundlagen und Analyse konkreter Anwendungsfälle, Wien 1985.
- Nevitt*, Peter K., *Project Financing*, 4. Auflage, London 1983.
- /*Fabozzi*, Frank J., *Project Financing*, 7. Auflage, London 2000.
- Perridon*, Louis/*Steiner*, Manfred, *Finanzwirtschaft der Unternehmung*, 14. Auflage, München 2007.
- Reuter*, Alexander, Was ist und wie funktioniert Projektfinanzierung?, *Der Betrieb* 1999, 31-37.
- Reuter*, Alexander/*Wecker*, Claus, *Projektfinanzierung: Anwendungsmöglichkeiten, Risikomanagement, Vertragsgestaltung, bilanzielle Behandlung*, Stuttgart 1999.
- Rieger*, Harald, Juristische Aspekte der Projektfinanzierung, in: Backhaus, Klaus/Sandrock, Otto/Schill, Jörg/UEckermann, Heinrich (Hrsg.), *Projektfinanzierung – Wirtschaftliche und rechtliche Aspekte einer Finanzierungsmethode für Großprojekte –*, Stuttgart 1990, 63-75.
- Schepp*, Frank, *Praxis der Projektfinanzierung*, *Die Bank* 1996, 526-529.
- Schmitt*, Wolfram, *Internationale Projektfinanzierung bei deutschen Banken: Analyse einer neuen Bankmarktleistung unter besonderer Berücksichtigung risikopolitischer und implementierungsstrategischer Entscheidungsfelder*, Frankfurt a.M. 1989.
- Schöning*, Stephan/*Weber*, Marcus, *Die Risiken der Projektfinanzierung*, *Die Bank* 2005, 47-51.
- Schulte-Althoff*, Monika, *Projektfinanzierung: Ein kooperatives Finanzierungsverfahren aus Sicht der Anreiz-Beitrags-Theorie und der neuen Institutionenökonomik*, Münster 1992.
- Siebel*, Ulf R. (Hrsg.), *Projekte und Projektfinanzierung, Handbuch der Vertragsgestaltung und Risikoabsicherung bei deutschen und internationalen Projekten*, München 2001.
- Stockmayer*, Albrecht, *Projektfinanzierung und Kreditsicherung dargestellt am Beispiel von Darlehen an Rohstoffvorhaben in Entwicklungsländern*, Frankfurt a.M. 1982.
- Tytka*, Dagmar, *Zukunftsorientierte Kreditvergabeentscheidungen: Eine Untersuchung zu den Einsatzmöglichkeiten der Projektfinanzierung im mittelständischen Firmenkundengeschäft*, Frankfurt a.M. 1999.
- Ueckermann*, Heinrich, *Technik der internationalen Projektfinanzierung*, in: Backhaus, Klaus/Sandrock, Otto/Schill, Jörg/UEckermann, Heinrich (Hrsg.), *Projektfinanzierung –*

- Wirtschaftliche und rechtliche Aspekte einer Finanzierungsmethode für Großprojekte –, Stuttgart 1990, 13-28.
- Vogel*, Martin, Vertragsgestaltung bei internationalen Projektfinanzierungen, Köln 1997.
- Willms*, William H., Die Rolle der Euro-Kapitalmärkte bei der Projektfinanzierung, Wertpapier-Mitteilungen 2001, 1485-1496.
- Wolf*, Birgit, Projektfinanzierung – die klassische Variante der Cash-Flow-Finanzierung, in: Wolf, Birgit/Hill, Mark/Pfaue, Michael (Hrsg.), Strukturierte Finanzierungen, Stuttgart 2003, 59-123.
- Wöhe*, Günter/*Döring*, Ulrich, Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 23. Auflage, München 2008.
- Wöhe*, Günter/*Bilstein*, Jürgen, Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, 9. Auflage, München 2002.

Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht
(bis Heft 13 erschienen unter dem Titel: Arbeitspapiere aus dem
Institut für Wirtschaftsrecht – ISSN 1619-5388)

ISSN 1612-1368 (print)
ISSN 1868-1778 (elektr.)

Bislang erschienene Hefte

- Heft 1 Wiebe-Katrin Boie, Der Handel mit Emissionsrechten in der EG/EU – Neue Rechtssetzungsinitiative der EG-Kommission, März 2002, ISBN 3-86010-639-2
- Heft 2 Susanne Rudisch, Die institutionelle Struktur der Welthandelsorganisation (WTO): Reformüberlegungen, April 2002, ISBN 3-86010-646-5
- Heft 3 Jost Delbrück, Das Staatsbild im Zeitalter wirtschaftsrechtlicher Globalisierung, Juli 2002, ISBN 3-86010-654-6
- Heft 4 Christian Tietje, Die historische Entwicklung der rechtlichen Disziplinierung technischer Handelshemmnisse im GATT 1947 und in der WTO-Rechtsordnung, August 2002, ISBN 3-86010-655-4
- Heft 5 Ludwig Gramlich, Das französische Asbestverbot vor der WTO, August 2002, ISBN 3-86010-653-8
- Heft 6 Sebastian Wolf, Regulative Maßnahmen zum Schutz vor gentechnisch veränderten Organismen und Welthandelsrecht, September 2002, ISBN 3-86010-658-9
- Heft 7 Bernhard Kluttig/Karsten Nowrot, Der „Bipartisan Trade Promotion Authority Act of 2002“ – Implikationen für die Doha-Runde der WTO, September 2002, ISBN 3-86010-659-7
- Heft 8 Karsten Nowrot, Verfassungsrechtlicher Eigentumsschutz von Internet-Domains, Oktober 2002, ISBN 3-86010-664-3
- Heft 9 Martin Winkler, Der Treibhausgas-Emissionsrechtehandel im Umweltvölkerrecht, November 2002, ISBN 3-86010-665-1
- Heft 10 Christian Tietje, Grundstrukturen und aktuelle Entwicklungen des Rechts der Beilegung internationaler Investitionsstreitigkeiten, Januar 2003, ISBN 3-86010-671-6
- Heft 11 Gerhard Kraft/Manfred Jäger/Anja Dreiling, Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen im Spiegel rechtspolitischer Diskussion und ökonomischer Sinnhaftigkeit, Februar 2003, ISBN 3-86010-647-0
- Heft 12 Bernhard Kluttig, Welthandelsrecht und Umweltschutz – Kohärenz statt Konkurrenz, März 2003, ISBN 3-86010-680-5

- Heft 13 Gerhard Kraft, Das Corporate Governance-Leitbild des deutschen Unternehmenssteuerrechts: Bestandsaufnahme – Kritik – Reformbedarf, April 2003, ISBN 3-86010-682-1
- Heft 14 Karsten Nowrot/Yvonne Wardin, Liberalisierung der Wasserversorgung in der WTO-Rechtsordnung – Die Verwirklichung des Menschenrechts auf Wasser als Aufgabe einer transnationalen Verantwortungsgemeinschaft, Juni 2003, ISBN 3-86010-686-4
- Heft 15 Alexander Böhmer/Guido Glania, The Doha Development Round: Reintegrating Business Interests into the Agenda – WTO Negotiations from a German Industry Perspective, Juni 2003, ISBN 3-86010-687-2
- Heft 16 Dieter Schneider, „Freimütige, lustige und ernsthafte, jedoch vernunft- und gesetzmäßige Gedanken“ (Thomasius) über die Entwicklung der Lehre vom gerechten Preis und fair value, Juli 2003, ISBN 3-86010-696-1
- Heft 17 Andy Ruzik, Die Anwendung von Europarecht durch Schiedsgerichte, August 2003, ISBN 3-86010-697-X
- Heft 18 Michael Slonina, Gesundheitsschutz contra geistiges Eigentum? Aktuelle Probleme des TRIPS-Übereinkommens, August 2003, ISBN 3-86010-698-8
- Heft 19 Lorenz Schomerus, Die Uruguay-Runde: Erfahrungen eines Chef-Unterhändlers, September 2003, ISBN 3-86010-704-6
- Heft 20 Michael Slonina, Durchbruch im Spannungsverhältnis TRIPS and Health: Die WTO-Entscheidung zu Exporten unter Zwangslizenzen, September 2003, ISBN 3-86010-705-4
- Heft 21 Karsten Nowrot, Die UN-Norms on the Responsibility of Transnational Corporations and Other Business Enterprises with Regard to Human Rights – Gelungener Beitrag zur transnationalen Rechtsverwirklichung oder das Ende des Global Compact?, September 2003, ISBN 3-86010-706-2
- Heft 22 Gerhard Kraft/Ronald Krenzel, Economic Analysis of Tax Law – Current and Past Research Investigated from a German Tax Perspective, Oktober 2003, ISBN 3-86010-715-1
- Heft 23 Ingeborg Fogt Bergby, Grundlagen und aktuelle Entwicklungen im Streitbeilegungsrecht nach dem Energiechartavertrag aus norwegischer Perspektive, November 2003, ISBN 3-86010-719-4
- Heft 24 Lilian Habermann/Holger Pietzsch, Individualrechtsschutz im EG-Antidumpingrecht: Grundlagen und aktuelle Entwicklungen, Februar 2004, ISBN 3-86010-722-4
- Heft 25 Matthias Hornberg, Corporate Governance: The Combined Code 1998 as a Standard for Directors' Duties, März 2004, ISBN 3-86010-724-0

- Heft 26 Christian Tietje, Current Developments under the WTO Agreement on Subsidies and Countervailing Measures as an Example for the Functional Unity of Domestic and International Trade Law, März 2004, ISBN 3-86010-726-7
- Heft 27 Henning Jessen, Zollpräferenzen für Entwicklungsländer: WTO-rechtliche Anforderungen an Selektivität und Konditionalität – Die GSP-Entscheidung des WTO Panel und Appellate Body, Mai 2004, ISBN 3-86010-730-5
- Heft 28 Tillmann Rudolf Braun, Investment Protection under WTO Law – New Developments in the Aftermath of Cancún, Mai 2004, ISBN 3-86010-731-3
- Heft 29 Juliane Thieme, Latente Steuern – Der Einfluss internationaler Bilanzierungsvorschriften auf die Rechnungslegung in Deutschland, Juni 2004, ISBN 3-86010-733-X
- Heft 30 Bernhard Kluttig, Die Klagebefugnis Privater gegen EU-Rechtsakte in der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofes: Und die Hoffnung stirbt zuletzt..., September 2004, ISBN 3-86010-746-1
- Heft 31 Ulrich Immenga, Internationales Wettbewerbsrecht: Unilateralismus, Bilateralismus, Multilateralismus, Oktober 2004, ISBN 3-86010-748-8
- Heft 32 Horst G. Krenzler, Die Uruguay Runde aus Sicht der Europäischen Union, Oktober 2004, ISBN 3-86010-749-6
- Heft 33 Karsten Nowrot, Global Governance and International Law, November 2004, ISBN 3-86010-750-X
- Heft 34 Ulrich Beyer/Carsten Oehme/Friederike Karmrodt, Der Einfluss der Europäischen Grundrechtecharta auf die Verfahrensgarantien im Unionsrecht, November 2004, ISBN 3-86010-755-0
- Heft 35 Frank Rieger/Johannes Jester/ Michael Sturm, Das Europäische Kartellverfahren: Rechte und Stellung der Beteiligten nach Inkrafttreten der VO 1/03, Dezember 2004, ISBN 3-86010-764-X
- Heft 36 Kay Wissenbach, Systemwechsel im europäischen Kartellrecht: Dezentralisierte Rechtsanwendung in transnationalen Wettbewerbsbeziehungen durch die VO 1/03, Februar 2005, ISBN 3-86010-766-6
- Heft 37 Christian Tietje, Die Argentinien-Krise aus rechtlicher Sicht: Staatsanleihen und Staateninsolvenz, Februar 2005, ISBN 3-86010-770-4
- Heft 38 Matthias Bickel, Die Argentinien-Krise aus ökonomischer Sicht: Herausforderungen an Finanzsystem und Kapitalmarkt, März 2005, ISBN 3-86010-772-0

- Heft 39 Nicole Steinat, *Comply or Explain – Die Akzeptanz von Corporate Governance Kodizes in Deutschland und Großbritannien*, April 2005, ISBN 3-86010-774-7
- Heft 40 Karoline Robra, *Welthandelsrechtliche Aspekte der internationalen Besteuerung aus europäischer Perspektive*, Mai 2005, ISBN 3-86010-782-8
- Heft 41 Jan Bron, *Grenzüberschreitende Verschmelzung von Kapitalgesellschaften in der EG*, Juli 2005, ISBN 3-86010-791-7
- Heft 42 Christian Tietje/Sebastian Wolf, *REACH Registration of Imported Substances – Compatibility with WTO Rules*, July 2005, ISBN 3-86010-793-3
- Heft 43 Claudia Decker, *The Tension between Political and Legal Interests in Trade Disputes: The Case of the TEP Steering Group*, August 2005, ISBN 3-86010-796-8
- Heft 44 Christian Tietje (Hrsg.), *Der Beitritt Russlands zur Welthandelsorganisation (WTO)*, August 2005, ISBN 3-86010-798-4
- Heft 45 Wang Heng, *Analyzing the New Amendments of China's Foreign Trade Act and its Consequent Ramifications: Changes and Challenges*, September 2005, ISBN 3-86010-802-6
- Heft 46 James Bacchus, *Chains Across the Rhine*, October 2005, ISBN 3-86010-803-4
- Heft 47 Karsten Nowrot, *The New Governance Structure of the Global Compact – Transforming a "Learning Network" into a Federalized and Parliamentarized Transnational Regulatory Regime*, November 2005, ISBN 3-86010-806-9
- Heft 48 Christian Tietje, *Probleme der Liberalisierung des internationalen Dienstleistungshandels – Stärken und Schwächen des GATS*, November 2005, ISBN 3-86010-808-5
- Heft 49 Katja Moritz/Marco Gesse, *Die Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Acts auf deutsche Unternehmen*, Dezember 2005, ISBN 3-86010-813-1
- Heft 50 Christian Tietje/Alan Brouder/Karsten Nowrot (eds.), *Philip C. Jessup's *Transnational Law* Revisited – On the Occasion of the 50th Anniversary of its Publication*, February 2006, ISBN 3-86010-825-5
- Heft 51 Susanne Probst, *Transnationale Regulierung der Rechnungslegung – International Accounting Standards Committee Foundation und Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee*, Februar 2006, ISBN 3-86010-826-3
- Heft 52 Kerstin Rummel, *Verfahrensrechte im europäischen Arzneimittelzulassungsrecht*, März 2006, ISBN 3-86010-828-X

- Heft 53 Marko Wohlfahrt, Gläubigerschutz bei EU-Auslandsgesellschaften, März 2006, ISBN (10) 3-86010-831-X, ISBN (13) 978-3-86010-831-4
- Heft 54 Nikolai Fichtner, The Rise and Fall of the Country of Origin Principle in the EU's Services Directive – Uncovering the Principle's Premises and Potential Implications –, April 2006, ISBN (10) 3-86010-834-4, ISBN (13) 978-3-86010-834-5
- Heft 55 Anne Reinhardt-Salcinovic, Informelle Strategien zur Korruptionsbekämpfung – Der Einfluss von Nichtregierungsorganisationen am Beispiel von Transparency International –, Mai 2006, ISBN (10) 3-86010-840-9, ISBN (13) 978-3-86010-840-6
- Heft 56 Marius Rochow, Die Maßnahmen von OECD und Europarat zur Bekämpfung der Bestechung, Mai 2006, ISBN (10) 3-86010-842-5, ISBN (13) 978-3-86010-842-0
- Heft 57 Christian J. Tams, An Appealing Option? The Debate about an ICSID Appellate Structure, Juni 2006, ISBN (10) 3-86010-843-3, ISBN (13) 978-3-86010-843-7
- Heft 58 Sandy Hamelmann, Internationale Jurisdiktionskonflikte und Vernetzungen transnationaler Rechtsregime – Die Entscheidungen des Panels und des Appellate Body der WTO in Sachen "Mexico – Tax Measures on Soft Drinks and Other Beverages" –, Juli 2006, ISBN (10) 3-86010-850-6, ISBN (13) 978-3-86010-850-5
- Heft 59 Torje Sunde, Möglichkeiten und Grenzen innerstaatlicher Regulierung nach Art. VI GATS, Juli 2006, ISBN (10) 3-86010-849-2, ISBN (13) 978-3-86010-849-9
- Heft 60 Kay Wissenbach, Schadenersatzklagen gegen Kartellmitglieder – Offene Fragen nach der 7. Novellierung des GWB, August 2006, ISBN (10) 3-86010-852-2, ISBN (13) 978-3-86010-852-9
- Heft 61 Sebastian Wolf, Welthandelsrechtliche Rahmenbedingungen für die Liberalisierung ausländischer Direktinvestitionen – Multilaterale Investitionsverhandlungen oder Rückbesinnung auf bestehende Investitionsregelungen im Rahmen der WTO?, September 2006, ISBN (10) 3-86010-860-3, ISBN (13) 978-3-86010-860-4
- Heft 62 Daniel Kirmse, Cross-Border Delisting – Der Börsenrückzug deutscher Aktiengesellschaften mit Zweitnotierungen an ausländischen Handelsplätzen, Oktober 2006, ISBN (10) 3-86010-861-1, ISBN (13) 978-3-86010-861-1
- Heft 63 Karoline Kampermann, Aktuelle Entwicklungen im internationalen Investitionsschutzrecht mit Blick auf die staatliche Steuersouveränität, Dezember 2006, ISBN (10) 3-86010-879-4, ISBN (13) 978-3-86010-879-6
- Heft 64 Maria Pätz, Die Auswirkungen der Zinsrichtlinie innerhalb der EU und im Verhältnis zur Schweiz, April 2007, ISBN 978-3-86010-904-5

- Heft 65 Norman Hölzel, Kartellrechtlicher Individualrechtsschutz im Umbruch – Neue Impulse durch Grünbuch und *Zementkartell*, Mai 2007, ISBN 978-3-86010-903-8
- Heft 66 Karsten Nowrot, Netzwerke im Transnationalen Wirtschaftsrecht und Rechtsdogmatik, Mai 2007, ISBN 978-3-86010-908-3
- Heft 67 Marzena Przewlocka, Die rechtliche Regelung von Directors’ Dealings in Deutschland und Polen – unter Berücksichtigung der Neuerungen durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz –, Juni 2007, ISBN 978-3-86010-909-0
- Heft 68 Steffen Fritzsche, Open Skies EU-USA – an extraordinary achievement!? August 2007, ISBN 978-3-86010-933-5
- Heft 69 Günter Hirsch, Internationalisierung und Europäisierung des Privatrechts, September 2007, ISBN 978-3-86010-922-9
- Heft 70 Karsten Nowrot, The Relationship between National Legal Regulations and CSR Instruments: Complementary or Exclusionary Approaches to Good Corporate Citizenship? Oktober 2007, ISBN 978-3-86010-945-8
- Heft 71 Martin Brenncke, Is “fair use” an option for U.K. copyright legislation? November 2007, ISBN 978-3-86010-963-2
- Heft 72 Rainer Bierwagen, Das Grünbuch der Europäischen Kommission zu den handelspolitischen Schutzinstrumenten der EG – ein Meilenstein in der Reformdebatte? November 2007, ISBN 978-3-86010-966-3
- Heft 73 Murad L. Wisniewski, Employee involvement in multinational corporations – A European perspective, Februar 2008, ISBN 978-3-86010-996-0
- Heft 74 Christian Tietje/Karsten Nowrot/Clemens Wackernagel, Once and Forever? The Legal Effects of a Denunciation of ICSID, March 2008, ISBN 978-3-86829-011-0
- Heft 75 Christian Tietje/Bernhard Kluttig, Beschränkungen ausländischer Unternehmensbeteiligungen und –übernahmen – Zur Rechtslage in den USA, Großbritannien, Frankreich und Italien, Mai 2008, ISBN 978-3-86829-035-6
- Heft 76 Daniel Scharf, Die Kapitalverkehrsfreiheit gegenüber Drittstaaten, Juni 2008, ISBN 978-3-86829-048-6
- Heft 77 Martina Franke, Chinas Währungspolitik in der Kritik des US-amerikanischen und des internationalen Wirtschaftsrechts, August 2008, ISBN 978-3-86829-069-1
- Heft 78 Christian Tietje, The Applicability of the Energy Charter Treaty in ICSID Arbitration of EU Nationals vs. EU Member States, September 2008, ISBN 978-3-86829-071-4

- Heft 79 Martin Brenncke, The EU Roaming Regulation and its non-compliance with Article 95 EC, October 2008, ISBN 978-3-86829-078-3
- Heft 80 Katharina Winzer, Der Umzug einer GmbH in Europa – Betrachtungen im Lichte der Rechtsprechung des EuGH sowie der aktuellen Gesetzgebung, November 2008, ISBN 978-3-86829-083-7
- Heft 81 Jürgen Bering, Die rechtliche Behandlung von ‚Briefkastenfirmen‘ nach Art. 17 ECT und im allgemeinen internationalen Investitionsschutzrecht, Dezember 2008, ISBN 978-3-86829-101-8
- Heft 82 Clemens Wackernagel, Das Verhältnis von treaty und contract claims in der internationalen Investitionsschiedsgerichtsbarkeit, Januar 2009, ISBN 978-3-86829-103-2
- Heft 83 Christian Tietje, Die Außenwirtschaftsverfassung der EU nach dem Vertrag von Lissabon, Januar 2009, ISBN 978-3-86829-105-6
- Heft 84 Martina Franke, Historische und aktuelle Lösungsansätze zur Rohstoffversorgungssicherheit, Februar 2009, ISBN 978-3-86829-127-8
- Heft 85 Hans Tietmeyer, Währungs- und Finanzmarktstabilität als Aufgabe – Rückblick und Perspektiven, März 2009, ISBN 978-3-86829-119-3
- Heft 86 Wolfgang Ramsteck, Die Germany Trade and Invest GmbH und die Reformen der Außenwirtschaftsförderung des Bundes: Eine Kopie des britischen Ansatzes?, März 2009, ISBN 978-3-86829-129-2
- Heft 87 Sven Leif Erik Johannsen, Der Investitionsbegriff nach Art. 25 Abs. 1 der ICSID-Konvention, April 2009, ISBN 978-3-86829-131-5
- Heft 88 Koresuke Yamauchi, Das globale Internationale Privatrecht im 21. Jahrhundert – Wendung des klassischen Paradigmas des IPRs zur Globalisierung, Mai 2009, ISBN 978-3-86829-148-3
- Heft 89 Dana Ruddigkeit, Border Tax Adjustment an der Schnittstelle von Welt handelsrecht und Klimaschutz vor dem Hintergrund des Europäischen Emissionszertifikatehandels, Juli 2009, ISBN 978-3-86829-151-3
- Heft 90 Sven Leif Erik Johannsen, Die Kompetenz der Europäischen Union für ausländische Direktinvestitionen nach dem Vertrag von Lissabon, August 2009, ISBN 978-3-86829-155-1
- Heft 91 André Duczek, Rom II-VO und Umweltschädigung – Ein Überblick, September 2009, ISBN 978-3-86829-175-9
- Heft 92 Carsten Quilitzsch, Projektfinanzierung als Mittel zur Umsetzung internationaler Rohstoffvorhaben, Oktober 2009, ISBN 978-3-86829-183-4