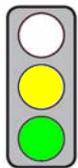


## KERNPUNKTE

**Ziel der Konsultation:** Die Kommission stellt ein Modell zur Finanzierung von Infrastruktur vor: Zahlungsgarantien oder Kredite der Europäischen Investitionsbank (EIB) sollen private Investoren dazu bewegen, den Großteil der Finanzierung von Infrastruktur zu übernehmen.

**Betroffene:** Investoren und Betreiber von Infrastrukturprojekten.



**Pro:** (1) Die direkte Beteiligung privater Investoren begünstigt einen Infrastrukturaufbau eher nach wirtschaftlichen als nach politischen Erwägungen.

(2) Öffentliche Zahlungsgarantien oder Kredite fördern über eine Verbesserung des Ratings eine Beteiligung privater Investoren am Infrastrukturaufbau.

**Contra:** EIB-Zahlungsgarantien oder -Kredite für Infrastrukturprojekte jenseits der transeuropäischen Netze behindern den Aus- und Aufbau der transeuropäischen Netze selbst.

## INHALT

### Titel

**Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen** [ohne Nummer] vom 28. Februar 2011: **The Europe 2020 Project Bond Initiative**

### Kurzdarstellung

#### ► Hintergrund und Ziel

- Nach Auffassung der Kommission besteht bis 2020 ein hoher Investitionsbedarf für die europäischen Energie-, Verkehrs- und Telekommunikationsinfrastrukturen.
- Aufgrund der Verschuldung der öffentlichen Haushalte will sie verstärkt private Investoren dazu bewegen, sich direkt an der Infrastrukturfinanzierung zu beteiligen.
- Ziel der Konsultation ist es, Rückmeldungen über das folgende Finanzierungsmodell für einzelne Infrastrukturprojekte zu erhalten:
  - Private oder öffentlich-private Projektgesellschaften begeben auf dem Kapitalmarkt Anleihen zur Finanzierung von Infrastruktur („projektbezogene Anleihen“).
  - In ihrer Höhe begrenzte Zahlungsgarantien oder Kredite der Europäischen Investitionsbank (EIB) sollen private Investoren dazu bewegen, diese projektbezogenen Anleihen zu zeichnen.
- Projektbezogene Anleihen sind keine Eurobonds. Unter Eurobonds versteht man (bislang nicht existierende) Anleihen der EU oder einer Gemeinschaft von Mitgliedstaaten. Diese Idee ist umstritten, da Eurobonds gegen das Verschuldungsverbot für die EU verstoßen würden (s. [CEP-Studie](#)).

#### ► Investitionsbedarf für Infrastrukturprojekte

Die Kommission schätzt den Investitionsbedarf für die Energie-, Verkehrs-, und Telekommunikationsinfrastrukturen in der EU bis 2020 auf 1,5 Billionen bis 2 Billionen Euro. Davon entfallen

- 1,1 Billionen Euro auf die Transeuropäischen Netze Energie (TEN-E) [dazu auch KOM(2010) 677; s. [CEP-Analyse](#)]:
  - 500 Mrd. Euro für die Instandhaltung bestehender und den Bau neuer Energieerzeugungskapazitäten,
  - 400 Mrd. Euro für Verteilernetze und „intelligente Netze“ sowie
  - 200 Mrd. Euro für Übertragungsnetze sowie Strom- und Gasspeicher;
- 500 Mrd. Euro auf die Transeuropäischen Netze Verkehr (TEN-V) [dazu auch KOM(2010) 212; s. [CEP-Analyse](#)];
- bis zu 268 Mrd. Euro auf Telekommunikationsinfrastrukturen, insbesondere für den Ausbau flächendeckender Breitbandnetze [dazu auch KOM(2010) 472].

#### ► Öffentliche und private Finanzierung von Infrastruktur

- Eine öffentliche (Teil-)Finanzierung von Infrastruktur ist laut Kommission durch „signifikante indirekte Vorteile“ gerechtfertigt, von denen die Allgemeinheit insgesamt profitiert (S. 3). Insbesondere wirkt sich eine gut ausgebaute Infrastruktur positiv auf das langfristige Wirtschaftswachstum aus.
- Eine private (Teil-)Finanzierung von Infrastruktur wird von den Mitgliedstaaten seit Anfang der 1990er Jahre bei einzelnen Vorhaben zunehmend angestrebt (projektbezogene Finanzierung).

#### ► Projektbezogene Finanzierung durch Projektgesellschaften

- Eine Projektgesellschaft soll das jeweilige Infrastrukturprojekt finanzieren, umsetzen und betreiben.
- Die Projektgesellschaft ist
  - eine rein private Gesellschaft, bei der die privaten Investoren (z. B. Immobilienentwickler oder Finanzinvestoren) das komplette Investitionsrisiko tragen, oder

- eine öffentlich-private Gesellschaft, bei der sich öffentliche und private Gesellschafter das Investitionsrisiko teilen [sog. Public Private Partnership (PPP); s. [CEP-Analyse](#)].
  - Die Projektgesellschaft bringt die Investitionskosten auf über
    - Eigenkapital (Einlagen der Gesellschafter) und
    - Fremdkapital (Bankkredit oder „projektbezogene Anleihe“).
  - Die Projektgesellschaft erzielt nach Fertigstellung der Infrastruktur laufende Einnahmen aus dem Projekt:
    - aus Zahlungen der öffentlichen Hand für die Bereitstellung der Infrastruktur und/oder
    - aus Zahlungen der Nutzer der Infrastruktur, z. B. Mautgebühren („user-pays-principle“).
  - Die Projektgesellschaft bedient mit diesen laufenden Einnahmen das Fremd- und das Eigenkapital.
- **Förderung projektbezogener Anleihen durch die Europäische Investitionsbank (EIB)**
- Den sicheren hohen Investitionskosten stehen unsichere laufende Einnahmen gegenüber, die evtl. über mehrere Jahrzehnte verteilt sind. Die Zeichnung projektbezogener Anleihen ist daher für private Investoren mit einem hohen Risiko verbunden.
  - Das Risiko sinkt jedoch, wenn ein Teil der laufenden Einnahmen über Zahlungsgarantien abgesichert ist. Dies führt zu einem besseren Rating der projektbezogenen Anleihe.
  - Bislang haben Anleiheversicherer („Monoliner“) Zahlungsgarantien gegen eine Risikoprämie übernommen. Nach Ausbruch der Wirtschafts- und Finanzkrise 2008 ist das Geschäftsmodell der Anleiheversicherer jedoch „zum Erliegen gekommen“.
  - Als Ersatz propagiert die Kommission Zahlungsgarantien (oder Kredite) der Europäischen Investitionsbank („Europe 2020 Project Bond Initiative“).
- **„Europe 2020 Project Bond Initiative“**
- **Konzeption**
    - Die Projektgesellschaft begibt eine projektbezogene Anleihe zur Finanzierung des Infrastrukturvorhabens am Kapitalmarkt.
    - Die EIB gewährt gegen Zahlung einer Risikoprämie für die gesamte Laufzeit der Anleihe eine Garantie in Höhe von maximal 20% der Investitionssumme („Project Bond Guarantee Facility“).
    - Die Garantie ist gerade so hoch, dass die projektbezogene Anleihe ein Rating von „ungefähr A“ („Investmentgrade-Status“) erzielt.
    - Private Investoren (z. B. Versicherungen und Pensionsfonds) zeichnen die projektbezogene Anleihe.
    - Die Projektgesellschaft bedient die Anleihe aus ihren laufenden Einnahmen.
  - **Garantiefall**
    - Der Garantiefall tritt ein, wenn die Anleihe „aus welchen Gründen auch immer“ (S. 6) temporär nicht aus den laufenden Einnahmen bedient werden kann. In diesem Fall werden mit den Garantiegeldern der EIB die Zeichner der Anleihe bedient, maximal in Höhe der vorher festgelegten Garantiesumme.
    - Die Gesellschafter der Projektgesellschaft erhalten zu einem späteren Zeitpunkt, wenn die laufenden Einnahmen wieder ausreichend hoch sind, so lange keine Gewinnausschüttungen, bis die Garantiezahlung der EIB vollständig ausgeglichen wurde.
  - **EIB-Kredit als Alternative zur Garantie**
    - Anstelle einer Zahlungsgarantie kann die EIB der Projektgesellschaft auch einen Kredit in Höhe von maximal 20% der Investitionssumme gewähren.
  - **Beteiligung der EU**
    - Die EU teilt sich gemeinsam mit der EIB das Ausfallrisiko, indem die EU ihrerseits der EIB eine Zahlungsgarantie in Höhe ihres Anteils am Ausfallrisiko ausspricht.
    - Die Höhe des maximalen Ausfallrisikos für die EU ist auf die hierfür zurückgestellten Gelder im EU-Finanzrahmen begrenzt. Die EU geht darüber hinaus keine weiteren Verpflichtungen ein.
- **Auswahl der Infrastrukturprojekte**
- Die Kommission hält alle Infrastrukturprojekte für förderungsfähig, die „wirtschaftlich überlebensfähig“ sind. Dazu zählt sie insbesondere Projekte mit „stabilen und starken Einnahmeströmen“ aus öffentlichen Geldern für die Bereitstellung oder aus Nutzerentgelten.
  - Die EIB könnte
    - die Wirtschaftlichkeitsprüfung der Projekte („due diligence“) übernehmen, da sie diesbezüglich über Erfahrungswerte verfügt, und
    - die Durchführung der Projekte beaufsichtigen („controlling creditor“).
  - Die Initiative gilt zunächst für Projekte der TEN-E, TEN-V sowie für Telekommunikationsinfrastrukturen. Die Kommission will aber weitere Infrastrukturprojekte „bankfähig“ machen.
  - Um das Ausfallrisiko zu streuen, sollen die geförderten Projekte auf verschiedene Sektoren verteilt werden. Da es unwahrscheinlich ist, dass der Garantiefall bei allen Projekten eintritt, können so mit dem gleichen Mitteleinsatz mehr Projekte unterstützt werden („Portfolio-Ansatz“).
- **Ausweitung auf die Finanzierung von Infrastruktur durch Kredite**
- Die „Europe 2020 Project Bond Initiative“ zielt zwar primär auf die Zeichnung projektbezogener Anleihen durch Kapitalanleger; mit ihr darf die EIB aber auch Kredite von Geschäftsbanken garantieren.
  - Denn auch die Kreditfinanzierung von großen Infrastrukturvorhaben ist schwieriger geworden, da Geschäftsbanken nach der Krise strengeren Kapital- und Liquiditätsanforderungen unterliegen.

## Subsidiaritätsbegründung der Kommission

Die Kommission geht auf Fragen der Subsidiarität nicht ein.

## Politischer Kontext

Die transeuropäischen Netze (TEN) finanziert, neben den Mitgliedstaaten und Privaten, die EU über Strukturfonds, Kohäsionsfonds und TEN-Haushaltsmittel; die EIB gewährt Darlehen. Die Bedingungen und das Verfahren für EU-Finanzhilfen im Rahmen der transeuropäischen Netze sind im Bereich Verkehr und Energie durch die Verordnung 2007/680/EG geregelt, im Bereich Telekommunikation durch die Verordnung 2010/67/EU.

2008 schloss die Kommission mit der EIB eine Kooperationsvereinbarung über ein Kreditgarantieinstrument für Projekte der TEN-V (Loan Guarantee Instrument for Trans-European Transport Network Projects, LGTT). Mit jeweils 500 Mio. Euro wollen Kommission und EIB insgesamt 20 Mrd. Euro privates Kapital für die Verkehrsinfrastrukturfinanzierung gewinnen, indem das hohe Ertragsrisiko in Frühphasen von Projekten durch Kreditgarantien abgesichert wird.

## Politische Einflussmöglichkeiten

Federführende Generaldirektion:

GD Wirtschaft und Finanzen

Konsultationsverfahren:

Jeder kann bis zum 2. Mai 2011 Stellung nehmen:

[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/consultation/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/consultation/index_en.htm)

# BEWERTUNG

## Ökonomische Folgenabschätzung

### Ordnungspolitische Beurteilung

Der (zumindest vorläufige) Verzicht der Kommission auf Eurobonds zur Finanzierung von Infrastruktur bedeutet einen Kurswechsel. Noch bei ihren ersten Überlegungen zur Überarbeitung der Politik für die transeuropäischen Netze Verkehr (TEN-V) [KOM(2009) 44; s. [CEP-Analyse](#)], hatte sie Eurobonds propagiert.

Für einen Großteil der Infrastrukturprojekte kommt die nun vorgeschlagene „Europe 2020 Projekt Bond Initiative“ indes von vornherein nicht in Frage: Sie verfügen über keine ausreichend zurechenbaren laufenden Einnahmen, z.B. Nutzungsgebühren, so dass sie für private Investoren nicht attraktiv sind. Für die in Frage kommenden Projekte gilt:

**Durch die direkte Beteiligung privater Investoren besteht die Aussicht, dass der Infrastrukturaufbau eher nach wirtschaftlichen als nach politischen Erwägungen erfolgt. Denn Investoren werden sich nur beteiligen, wenn die Projekte über ein nachhaltiges Finanzierungsmodell verfügen.** Dies gilt insbesondere für Projekte, die ihre laufenden Einnahmen über Nutzungsgebühren erzielen („user-pays-principle“). In diesem Fall spiegeln die Einnahmen näherungsweise den volkswirtschaftlichen Nutzen wider. Erzielen Projekte jedoch ihre laufenden Einnahmen über öffentliche Zahlungen, die politisch festgelegt sind, können sich diese Projekte zwar betriebswirtschaftlich lohnen, doch aus volkswirtschaftlicher Sicht unangemessen sein.

Grundsätzlich stellt sich die Frage nach der Notwendigkeit von öffentlichen Garantien (oder Krediten) für die Beteiligung privater Investoren. Denn zum einen hat sich infolge der gegenwärtigen Verschuldungskrise vieler Mitgliedstaaten die Attraktivität der Projektgesellschaften für Investoren verbessert, da auch bei etlichen Staatsanleihen ein Zahlungsausfall nicht mehr auszuschließen ist. Zum anderen verteilen Investoren in der Regel bereits aus Eigeninteresse ihr Risiko auf verschiedene Infrastrukturprojekte und versichern sich somit selbst gegen mögliche Zahlungsausfälle.

Eigene oder gesetzlich vorgegebene Mindestbedingungen an das Rating eines einzelnen Investitionsprojektes können jedoch verhindern, dass Versicherungen und Pensionsfonds projektbezogene Anleihen mit einem schlechteren Rating als „A“ zeichnen. **Öffentliche Garantien** (oder Kredite) können in diesen Fällen über eine Verbesserung des Ratings auf „Investmentgrade-Status“ dazu führen, dass diese Investoren projektbezogene Anleihen zeichnen, und **fördern somit eine Beteiligung privater Investoren.**

Garantien (oder Kredite) der EIB und der EU, sollten jedoch nur für Infrastrukturprojekte im Rahmen der transeuropäischen Netze verwendet werden. **Die erwogene Ausweitung der „Europe 2020 Projekt Bond Initiative“ auf potentiell „bankfähige“ Infrastrukturprojekte jenseits der transeuropäischen Netze droht hingegen, den Aus- und Aufbau der transeuropäischen Netze selbst zu erschweren**, da knappe EU-Finanzmittel dann hierfür nicht mehr zur Verfügung stehen.

Speziell im Verkehrsbereich ist eine weitergehende Einschränkung des Geltungsbereichs der „Europe 2020 Projekt Bond Initiative“ wünschenswert. Denn bereits heute ist die Definition der transeuropäischen Netze sehr weit gefasst und umfasst auch reine nationale Abschnitte ohne europäische Bedeutung (s. [CEP-Analyse](#) zur Überarbeitung der TEN-V). EU-Gelder sollten daher insbesondere für den Aufbau von Infrastruktur mit eindeutigem europäischem Mehrwert verwendet werden. Diese Bedingung dürfte insbesondere bei Projekten im Rahmen des nun auch von der Kommission geplanten „Kernnetzes“ innerhalb der TEN-V gegeben sein: Nach seiner Fertigstellung soll es einen reibungslosen Verkehrsfluss auf den für die wirtschaftliche Entwicklung wichtigsten Strecken in der EU ermöglichen [s. hierzu auch das Weißbuch Verkehr KOM(2011) 144; s. [CEP-Analyse](#)].

Mit der „Europe 2020 Projekt Bond Initiative“ übernimmt die EU erklärtermaßen das Geschäftsmodell der Anleiheversicherer („Monoliner“). Leider versäumt es die Kommission zu erläutern, ob dieses Geschäftsmodell dauerhaft oder nur temporär „zum Erliegen“ gekommen ist. In letzterem Fall erschwert die Initiative den Wiedereintritt der Anleiheversicherer in den Markt, indem sie diesen mit EU-Geldern Konkurrenz macht.

Das Ausmaß dieser möglichen Wettbewerbsverzerrung kann jedoch durch die Höhe der Risikoprämie, die die Projektgesellschaft an die EIB zu zahlen hat, verringert werden: Je eher sich die Höhe der Risikoprämie an der Reduktion der Fremdfinanzierungskosten orientiert, die aufgrund eines besseren Ratings aus der EIB-Garantie resultiert, desto eher entspricht dies dem „Marktpreis“ einer Garantie und desto geringer ist die mögliche Wettbewerbsverzerrung. Zu diesen Fragen äußert sich die Kommission freilich nicht.

#### Folgen für Effizienz und individuelle Wahlmöglichkeiten

Leistungsstarke Verkehrs-, Energie- und Telekommunikationsnetze steigern die gesamtwirtschaftliche Effizienz.

#### Folgen für Wachstum und Beschäftigung

Eine gut ausgebaute Infrastruktur erleichtert die Arbeitsteilung zwischen den Mitgliedstaaten und steigert daher Wachstum und Beschäftigung. Gleichwohl gilt dies nur für Infrastrukturprojekte, die insbesondere nach wirtschaftlichen Kriterien und nicht nach politischen Wunschvorstellungen errichtet werden.

#### Folgen für die Standortqualität Europas

Maßnahmen für den Erhalt und den Neubau von Infrastruktur steigern die Standortattraktivität Europas.

## Juristische Bewertung

### Kompetenz

Die EU kann Finanzhilfen für den Aufbau transeuropäischer Netze in den Bereichen Verkehr, Energie und Telekommunikation gewähren (Art. 171 Abs. 1 AEUV i.V.m. Art. 170 AEUV). Für eine finanzielle Unterstützung von Infrastrukturvorhaben außerhalb der Definition der transeuropäischen Netze, d.h. ohne eine grenzüberschreitende Funktion und EU-weite Bedeutung, ist eine Rechtsgrundlage nicht ersichtlich.

### Subsidiarität

Unbeschadet der Kompetenzfrage würde die Subventionierung von Vorhaben unterhalb der transeuropäischen Netze gegen das Subsidiaritätsprinzip verstoßen. Die Steigerung der Attraktivität nur national relevanter Vorhaben für private Investoren kann ausreichend durch Bürgschaften oder Kredite des jeweiligen Mitgliedstaats selbst verwirklicht werden.

### Verhältnismäßigkeit

Kann derzeit noch nicht beurteilt werden.

### Vereinbarkeit mit EU-Recht

Unproblematisch.

### Vereinbarkeit mit deutschem Recht

Unproblematisch.

## Alternatives Vorgehen

Der Infrastrukturaufbau kann statt durch EU-Garantien marktkonform zum einen dadurch gefördert werden, dass das regulatorische Umfeld für den Infrastrukturbetreiber verbessert wird: Nur Investoren, die Aussicht auf hohe Renditen haben, gehen auch die für den Infrastrukturaufbau typischen hohen Risiken ein. Bei der Infrastrukturregulierung sollte das hohe Investitionsrisiko daher ausreichend berücksichtigt werden, zum Beispiel durch größere Freiheiten bei der Festlegung der Nutzerentgelte. Zum anderen können die Mitgliedstaaten selbst die öffentlichen Zahlungen erhöhen oder diese mit glaubhaften Zahlungsversprechen versehen, um die Wirtschaftlichkeit des Infrastrukturprojekts sicherzustellen.

## Mögliche zukünftige Folgemaßnahmen der EU

Nach Ablauf der Konsultation wird die Kommission voraussichtlich vorschlagen, im künftigen EU-Finanzrahmen ab 2014 für die „Project Bond Guarantee Facility“ Gelder zurückzustellen. Als Vorbild für hierfür dient das Kreditgarantieinstrument für Projekte der TEN-V (LGTT).

## Zusammenfassung der Bewertung

Die vorgesehene direkte Beteiligung privater Investoren begünstigt einen Infrastrukturaufbau eher nach wirtschaftlichen als nach politischen Erwägungen. Öffentliche Garantien (oder Kredite) können über eine Verbesserung des Ratings auf „Investmentgrade-Status“ dazu führen, dass Investoren projektbezogene Anleihen zeichnen, und fördern somit eine Beteiligung privater Investoren. Die erwogene Ausweitung der „Europe 2020 Projekt Bond Initiative“ auf potentiell „bankfähige“ Infrastrukturprojekte jenseits der transeuropäischen Netze behindert hingegen den Aus- und Aufbau der transeuropäischen Netze selbst, da knappe EU-Finanzmittel dann hierfür nicht mehr zur Verfügung stehen. Die „Europe 2020 Projekt Bond Initiative“ sollte daher strikt auf Projekte im Rahmen der transeuropäischen Netze beschränkt bleiben.