

SCHRIFTENREIHE FINANZIERUNG UND BANKEN

Herausgeber: Prof. Dr. Detlev Hummel

Peter Claudy

Projektfinanzierung in Emerging Markets



Verlag Wissenschaft & Praxis



Projektfinanzierung in Emerging Markets

SCHRIFTENREIHE FINANZIERUNG UND BANKEN

Herausgegeben von
Prof. Dr. Detlev Hummel

Band 4

Peter Claudy

Projektfinanzierung in Emerging Markets

eine institutionenökonomische Analyse

Verlag Wissenschaft & Praxis



Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Claudy, Peter:

Projektfinanzierung in Emerging Markets : eine institutionenökonomische Analyse /
Peter Claudy.

– Sternenfels : Verl. Wiss. und Praxis, 2002

(Schriftenreihe Finanzierung und Banken ; Bd. 4)

Zugl. : Potsdam, Univ., Diss., 2002

ISBN 3-89673-141-6

ISBN 3-89673-141-6

© Verlag Wissenschaft & Praxis

Dr. Brauner GmbH 2002

D-75447 Sternenfels, Nußbaumweg 6

Tel. 07045/930093 Fax 07045/930094

Alle Rechte vorbehalten

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Printed in Germany

GELEITWORT

Internationale Projektfinanzierungen verlangen aufgrund ihrer Komplexität einen interdisziplinären Ansatz. Bisherige Untersuchungen zu diesem Thema stellten vor allem Managementmethoden und Finanzierungsinstrumente mit ihrer strategischen Bedeutung in den Mittelpunkt. In dieser Arbeit geht es um die Strukturierung von langfristigen Vereinbarungen zwischen sehr unterschiedlichen Partnern.

Internationale Großbanken arbeiten nach schmerzhaften Verlusten insbesondere in Lateinamerika, Asien und Russland seit Ende der 90er Jahre daran, der Forderung nach einer größeren Sorgfaltspflicht und einem rationalen Risikobewusstsein zu entsprechen, indem Erfahrungen über unterschiedlichste Erfolgsfaktoren sowie über Risiken bei der Beurteilung von Neuengagements einbezogen werden.

Um den gewaltigen Finanzbedarf für Infrastrukturinvestitionen in Emerging Markets sowie für den Umbau der Industrien in Transformationsländern zu decken, ist es einerseits notwendig, die Interessen privater Investoren und die Ziele multinationaler Entwicklungsbanken zu vereinen. Andererseits sind die besonderen Motive und Anreizsysteme sowie davon abgeleitete Verhaltensweisen der beteiligten Institutionen in den jeweiligen Ländern aufgrund ihrer nationalen und kulturellen Besonderheiten zu berücksichtigen und damit alle Beteiligten nachhaltig in Verantwortung und Haftung einzubinden.

Die vorliegende Arbeit behandelt Bestandteile und mögliche Problemfelder der Strukturierung und Realisierung internationaler Projektfinanzierungen mittels eines verhaltens- und entscheidungsorientierten Ansatzes. Institutionell bedingte Risiken bei Projektfinanzierungen werden identifiziert und Lösungswege für deren Minderung aufgezeigt. Verschiedene Variablen bestimmen die konkrete Entscheidungsstruktur für Projektfinanzierungen. Rückschläge und Verluste in der Vergangenheit beruhen zu meist nicht auf vorübergehenden Finanzungleichgewichten, sondern auf strukturellen Problemen und institutionellen Unzulänglichkeiten.

Mangelnder Schutz von Verfügungs- und Handlungsrechten ist für institutionelle Rahmenbedingungen der sog. Emerging Markets und Transformationsländer typisch. In diesen Ländern herrschen teilweise Bedingungen, die opportunistisches Verhalten der Beteiligten ermöglichen. Dem wirkungsvolle Grenzen zu setzen und Projektfinanzierungen erfolgreich zu verwirklichen ist ein wesentliches Anliegen des Autors, der auf einschlägige Praxiserfahrungen verweisen kann. Weiterführend dabei ist, wie diese speziellen Überlegungen der Thematik mit den grundlegenden Theorieansätzen des Neoinstitutionalismus in Verbindung gebracht werden. Somit gibt die vorliegende Arbeit sowohl der Wissenschaft wie auch der Praxis interessante Anregungen.

Prof. Dr. Detlev Hummel

VORWORT

An dieser Stelle möchte ich mich bei allen Personen bedanken, die mich im Laufe meiner Doktorarbeit bei der Bearbeitung des Themas „Projektfinanzierungen in Emerging Markets“ unterstützt haben.

Mein besonderer Dank gilt dabei Herrn Professor Dr. Detlev Hummel, meinem Doktorvater, für seine Bereitschaft, mich als externen Doktoranden zu betreuen, sowie für seine motivierende und kenntnisreiche Unterstützung. Herrn Professor Dr. Leo Schuster danke ich herzlich für seine Bereitschaft, als Zweitgutachter meiner Dissertation zu fungieren und dafür, daß er für meine Disputation eigens von Ingolstadt nach Potsdam gekommen ist.

Frau Christine Schulz und Frau Gabriela Gutt sowie den Herren Rainer Harpin, Jörg Borchert und Johann Reindl und nicht zuletzt meinem Vater danke ich für die Durchsicht von Teilen der Arbeit vor ihrer Einreichung bei der Universität Potsdam sowie für ihre wertvolle Kritik und ihre nützlichen Anmerkungen. Herrn François J. Georg Holler danke ich für zahlreiche fachlichen Diskussionen zur Thematik, die die Arbeit ebenfalls positiv befruchtet haben.

Der EBRD und Herrn Joachim Jahnke danke ich für den mir zu Beginn meiner Forschungsarbeiten gewährten Einblick in die Organisation einer Entwicklungsbank.

Schließlich danke ich meinen Eltern, dass sie mir meine Ausbildung überhaupt erst ermöglicht haben.

Ich widme diese Arbeit meiner Freundin, Marianna Glouzberg, die mich während meines gesamten Dissertationsvorhabens liebevoll begleitet hat.

INHALTSVERZEICHNIS

GELEITWORT	V
VORWORT	VII
INHALTSVERZEICHNIS	IX
EINLEITUNG	1
A. Zielsetzung und Aufbau der Arbeit	1
B. Forschungskonzeption	5
KAPITEL I: EINFÜHRUNG UND METHODE DER ARBEIT	7
A. Definition Projektfinanzierung	7
1. Die Finanzierung einer sich selbst tragenden Wirtschaftseinheit	7
2. Die Verteilung von Aufgaben, Finanzierungslasten und Risiken auf die verschiedenen Projektbeteiligten	7
2.1. Die Projektgesellschaft und ihre Eigenkapitalgeber	9
2.2. Die Fremdkapitalgeber der Projektgesellschaft	10
2.3. Die Anlagelieferanten für ein Projekt und das Fertigstellungsrisiko	11
2.4. Die Betriebsgesellschaft und das Management eines Projektes	12
2.5. Die Zulieferer eines Projektes	13
2.6. Die Abnehmer der erstellten Leistung	13
2.7. Die Rolle des Staates bei einem Projekt	14
B. Definition Emerging Markets	14
C. Methode der Arbeit	16
1. Die Variablen einer Entscheidungssituation	16
1.1. Entscheidungsträger bei Projektfinanzierungen in Emerging Markets	17
1.2. Ziele und Werte von Entscheidungsträgern	18
a) Ziele und Werte von Individuen als Entscheidungsträgern	18
b) Ziele von kollektiven Entscheidungsträgern	19
1.3. Entscheidungsträgern auferlegte Restriktionen	20
1.4. Kollektivinterne Entscheidungs- und Koordinationsprozesse	23
1.5. Kollektivexterne Entscheidungs- und Koordinationsprozesse	23
2. Realisierung einer Projektfinanzierung durch Senkung von Transaktionskosten	24

KAPITEL II: STRUKTURIERUNG EINER PROJEKT-FINANZIERUNG UNTER INSTITUTIONELLEN BEDINGUNGEN VON EMERGING MARKETS	26
A. Allgemeine institutionelle Risiken bei Projektfinanzierungen in Emerging Markets und deren Behandlung	26
1. Enteignungs- und Dispositionsrisiken durch staatliche Institutionen	28
1.1. Von Seiten der Gesetzgebung	29
1.2. Von Seiten der Rechtsanwendung	30
1.3. Von Seiten der Exekutive	32
1.4. Durch die Steuergesetzgebung- und anwendung	33
1.4.1. Risiken aus der Steuergesetzgebung	33
1.4.2. Risiken aus der Anwendung der Steuergesetze	35
2. Währungs-, Konvertierungs- und Transferrisiken	37
3. Opportunistisches Verhalten von Vertragspartnern	40
3.1. Abwanderung als mögliche Handlungsoption gegenüber Vertragspartnern.....	41
3.2. Widerspruch als mögliche Handlungsoption gegenüber Vertragspartnern.....	43
B. Infrastrukturfinanzierungen von Konzessionsprojekten in Emerging Markets	46
1. Allgemeine Vorbemerkungen	46
2. Die besondere Rolle des Staates bei Konzessionsprojekten und die Bedeutung einer partnerschaftlichen Zusammenarbeit mit der Projektgesellschaft	47
3. Transaktionskosten beim Verhandlungsprozeß von Verwaltungsapparat und politischem Sektor mit dem Konzessionsnehmer	48
3.1. Verhandlungsgegenstand vor Konzessionsvergabe	48
3.2. Verschiedene Interessenlagen der Beteiligten im Verhandlungsprozeß	50
a) Strategische Grundeinstellung der Regierung	51
b) Unterschiedliche Interessenpositionen von Verwaltung und Politik und der Projektgesellschaft	51
3.3. Der Einfluß des rechtlich-formellen Rahmens auf den Verhandlungsprozeß	53
a) Festlegung der Konzessionsbedingungen in einem offenen Verhandlungsprozess ohne Rückgriff auf umfassende gesetzliche Vorgaben	54
b) Rückgriff der Verhandlungsakteure auf ein detailliertes Gesetzeswerk als Grundlage für den Abschluß eines Konzessionsvertrages	55
c) Hybride Zwischenformen und Mittelwege	56

3.4. Transaktionskosten unterschiedlicher Methoden zur Vergabe von Konzessionen	57
a) Offene Ausschreibungen.....	57
b) Parallele Verhandlungen mit mehreren Bietern	57
c) Direkte Verhandlungen mit einem Bewerber	58
4. Transaktionskosten bei der Durchsetzung des Konzessionsvertrages und Maßnahmen zur Abmilderung institutioneller Risiken	58
4.1. Transaktionskosten aufgrund möglichen opportunistischen Verhaltens des politischen Sektors und der Bürokratie nach Beendigung der Investitionsphase.....	58
4.2. Maßnahmen zur Abmilderung institutioneller Risiken	61
4.2.1. Allgemeine Maßnahmen zur Beeinflussung des Kosten-Nutzen-Kalküls staatlicher Entscheidungsträger	62
a) Teilweise Trennung von Eigentum und Handlungs- und Verfügungsrechten.....	62
b) Aufteilung der Erträge aus Effizienzgewinnen zwischen Projektgesellschaft und Staat.....	63
c) Flexibilität bei Anpassung des Projektdesigns an veränderte Rahmenbedingungen	64
d) Sinnvolle Bemessung der Konzessionslaufzeit.....	64
e) Design von Konfliktlösungsmechanismen.....	66
f) Große internationale Beteiligung	66
4.2.2. Strukturierung einzelner institutioneller Risiken in Emerging Markets	67
a) Genehmigungsrisiken bei Planung und Durchführung eines Projektes	67
b) Rechtliche Risiken bei der Umsetzung des Konzessionsvertrages	68
c) Das Risiko der Gebührenerhebung.....	69
d) Währungsrisiken bei Konzessionsprojekten	71
5. Eingrenzung des Markt- und unternehmerischen Risikos der Projektgesellschaft durch den Staat im Rahmen einer PPP	73
5.1. Grundsätzliche Überlegungen zum Marktrisiko.....	74
5.2. Die Kreditwürdigkeit der öffentlichen Hand als Voraussetzung für eine Stabilisierung der Projektstruktur.....	76
a) Die Bedeutung der Kreditwürdigkeit eines Staates	76
b) Einschätzung von kommunalen- und städtischen Kreditrisiken	77
5.3. Beurteilung verschiedener Instrumente des Staates und deren ökonomische Wirkung	80
a) Subventionen und Direktzahlungen.....	80
b) Garantien zur Flexibilisierung der Finanzierungsstruktur.....	80
c) Cash-Ausfall-Garantie der öffentlichen Hand	82
d) Abnahmeverträge mit staatlichen Einheiten zur Reduzierung des Marktrisikos	83
e) Staatliche Zusicherungen mit Einfluß auf die Wettbewerbssituation der Projektgesellschaft.....	86

KAPITEL III: PROBLEME IN DER PRINCIPAL-AGENT-BEZIEHUNG ZWISCHEN FREMDKAPITALGEBERN UND DER PROJEKTGESELLSCHAFT UND MÖGLICHE LÖSUNGSANSÄTZE	88
A. Der kollektivinterne Entscheidungsprozeß bei der Projektgesellschaft	90
1. Die Bedeutung des kollektivinternen Entscheidungsprozesses bei der Projektgesellschaft	90
2. Mögliche Probleme und Lösungsansätze bei der Festlegung der Projektstruktur	91
2.1. Ziele von Eigenkapital- und Fremdkapitalgebern sind nicht deckungsgleich	91
2.2. Einflußnahme des politischen Sektors und von Interessengruppen auf die Tätigkeit der Projektgesellschaft	93
2.2.1. Mangelnde politische Akzeptanz für ausländische Mehrheitsbeteiligungen bei Infrastrukturprojekten	93
2.2.2. Der Einfluß von bestehenden Interessengruppen auf die Tätigkeit der Projektgesellschaft.....	94
a) Der Einfluß bestehender Interessengruppen und die Notwendigkeit einer transparenten Projektstruktur.....	94
b) Die Rolle des bestehenden Managements und der Belegschaft.....	95
B. Die kollektivexterne Kontrolle und Steuerung der Projektgesellschaft durch die Fremdkapitalgeber über Auszahlungsbedingungen und Covenants	96
1. Die Bedeutung und die Anwendung von Auszahlungsbedingungen und Covenants	96
1.1. Die Bedeutung von Auszahlungsbedingungen und Covenants als Restriktionen des Kollektivakteurs Projektgesellschaft	96
1.2. Anwendungsbereiche und Wirkungen von Auszahlungsbedingungen und Covenants	97
a) Die zweckbestimmte Durchführung eines Projektes als Auszahlungsbedingung.....	97
b) Anwendungsbereiche und Wirkungen von Covenants	98
2. Mit Covenants verbundene Transaktionskosten in Emerging Markets ...	100
2.1. Transaktionskosten aufgrund mangelnden Zugangs der Kreditgeber zu Informationen.....	100
2.2. Transaktionskosten bei der Durchsetzung von Covenants	103
2.2.1. Transaktionskosten bei der Bereitstellung und Verwertung von Sicherheiten	103
a) Transaktionskosten bei der Bestellung von Sicherheiten.....	104
b) Transaktionskosten bei der Durchsetzung von Sicherheiten.....	105
2.2.2. Risiken und Kosten bei der Einleitung von Reorganisationsmaßnah- men nach Verletzung der Covenants durch die Projektgesellschaft.....	105
2.2.3. Transaktionskosten eines Insolvenzverfahrens.....	107

KAPITEL IV: DIE REALISIERUNG VON PROJEKTFINANZIERUNGEN IN EMERGING MARKETS MIT HILFE SUPRA- NATIONALE ENTWICKLUNGSBANKEN	109
A. Ausgangspunkt der Analyse	109
B. Gemeinsame Risikotragung unter dem Dach einer Entwicklungsbank	113
1. Ziele und Restriktionen einer an marktwirtschaftlichen Prinzipien orientierten Entwicklungsbank am Beispiel der EBRD - Implikationen und Konsequenzen	113
2. Untersuchung der kollektivinternen Entscheidungs- und Koordinationsprozesse innerhalb einer Entwicklungsbank	116
2.1. Darstellung des kollektivinternen Entscheidungs- und Koordinationsprozesses bei privaten Projektfinanzierungen.....	116
2.2. Die Bedeutung des Verfassungskonsenses in einer supranationalen Entwicklungsbank als theoretischer Ausgangspunkt.....	120
3. Analyse der Rolle von Entwicklungsbanken bei der Initiierung und Strukturierung von Projektfinanzierungen ex-ante	125
3.1. Schaffung von Demonstrationseffekten als Leitmotiv.....	125
3.2. Mögliche Schwierigkeiten und Probleme – eine Betrachtung aus individualistischer Sicht.....	127
3.2.1. Probleme bei der Umsetzung vorgegebener Strategien.....	127
3.2.2. Kreditentscheidungen bei Grenzsrisiken.....	130
4. Analyse der Handlungsoptionen und Möglichkeiten von Entwicklungsbanken bei der Reduzierung von institutionell bedingten Problemen nach Inkrafttreten der Kreditverträge	132
4.1. Herausnahme der Entwicklungsbanken von Kapitalverkehrsbeschränkungen und Zahlungsmoratorien.....	133
4.2. Kollektivinterne- und externe Entscheidungs- und Koordinations- prozesse bei politischer Einflußnahme durch die Entwicklungsbank.....	135
4.2.1. Kollektivinterner Handlungsrahmen zur politischen Einflußnahme für die einzelnen Entscheidungsakteure.....	135
4.2.2. Kollektivexterne Entscheidungs- und Koordinationsprozesse zwischen einer Entwicklungsbank und ihren Zielländern.....	137
4.2.2.1. Abgrenzung und Klärung des Verhandlungsgegenstandes.....	137
4.2.2.2. Modellierung des Verhandlungsprozesses zwischen beiden Parteien.....	138
a) Interessenlagen der Verhandlungsparteien.....	138
b) Prioritätensetzung im diplomatischen Verhandlungsprozeß bei den Beteiligten.....	140
4.2.2.3. Die Durchsetzbarkeit der Verhandlungsergebnisse.....	140
5. Unterschiedliche Wirkungen des Schutzschilds einer Entwicklungsbank für Fremd- und Eigenkapitalgeber	141
5.1. Die Entwicklungsbank ist lediglich Kreditgeber.....	141
5.2. Die Entwicklungsbank ist Eigenkapital- und Fremdkapitalgeber.....	142
6. Zusammenfassende Abschlußbewertung	142

C. Das Prinzip der Risikotrennung - Übernahme	
von bestimmten Teilrisiken durch Entwicklungsbanken	144
1. Bestehende Instrumente zur Einräumung von Teilgarantien	144
1.1. Die Weltbank-Garantie für Fremdkapitalgeber	144
1.2. Investitionsschutz durch MIGA	147
1.3. „Specific event guarantee for co-financiers“ der EBRD	148
2. Weitergehende Vorschläge	149
2.1. Der Ereignisumfang von Teilgarantien und die Bedeutung der Rückabsicherung sowie der Koordination einzelner supranationaler Organisationen untereinander	149
2.1.1. Teilgarantien für staatliche Zusagen	149
2.1.2. Absicherungsmöglichkeiten gegen eine investitionsfeindliche Gesetzgebung und Rechtsanwendung	151
a) Absicherungsmöglichkeiten gegen eine investitionsfeindliche Gesetzgebung	152
b) Absicherungsmöglichkeiten gegen eine investitionsfeindliche Rechtsanwendung	153
2.2. Die Einbindung privater Rückversicherungsmärkte für politische und institutionelle Risiken	154
ZUSAMMENFASSUNG DER UNTERSUCHUNGS- ERGEBNISSE IN THESEN	155
LITERATURVERZEICHNIS	164

DARSTELLUNGSVERZEICHNIS

Darstellung

1	Private Nettokapitalflüsse in Emerging Markets	2
2	Beteiligte einer Projektfinanzierung	8
3	Das institutionelle Umfeld eines Projektes	27
4	Wachstumsraten asiatischer Länder 1994-98	38
5	Verschiedene Optionen zur Beteiligung privaten Kapitals an Infrastrukturprojekten	46
6	Die Principal-Agent-Beziehung zwischen Fremdkapitalgebern und Projektgesellschaft	89
7	IFC-Kredite FY 94-98	111
8	Projektzyklus bei der EBRD	117
9	Konsensfindungskosten beim Verfassungskalkül	122
10	Wahrscheinliche externe Kosten beim Verfassungskalkül	122
11	Interdependenzkosten beim Verfassungskalkül	123
12	Bestandsrisikostreuerung bei der EBRD	131
13	Weltbankgarantie am Beispiel Uch Power Ltd	146

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

DSCR	Debt Service Coverage Ratio
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development
EU	European Union
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
GUS	Gemeinschaft Unabhängiger Staaten
IFC	International Finance Corporation
IMF	International Monetary Fund
IPP	Independent Power Project
IWF	Internationaler Währungsfonds
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MIGA	Multilateral Investment Guarantee Agency
PED	Project Evaluation Department
PPI	Private Participation in Infrastructure
PPP	Private Public Partnership
USA	United States of America
WTO	World Trade Organization

EINLEITUNG

A. Zielsetzung und Aufbau der Arbeit

Gegenstand dieser Arbeit sind Projektfinanzierungen in Ländern, die den sogenannten Emerging Markets zuzuordnen und als Schwellenländer anzusehen sind (bzgl. der Definition der beiden Begriffe Projektfinanzierung und Emerging Markets, siehe Kapitel I). Darunter fallen heute eine zunehmende Anzahl von Ländern und Regionen, wie z.B. die osteuropäischen Reformländer nach dem Zusammenbruch des Sozialismus, die asiatischen Tiger-Länder nach ihrer Entwicklung in den letzten Jahrzehnten oder auch viele lateinamerikanische Länder wie Mexiko, Brasilien oder Argentinien.

Die Investitionsmöglichkeiten in manchen Ländern wurden teilweise euphorisch beurteilt, bis in den letzten Jahren größere Finanzkrisen stattfanden, die sich auch auf Projektfinanzierungen negativ auswirkten. Die Probleme begannen 1997 in Thailand¹ und wirkten sich zunächst nur auf Asien aus. Galt z.B. Indonesien Anfang 1997 noch als ein Land mit großem Potential für Projektfinanzierungen, mußten bereits 1998 mehrere Vorhaben im Nachhinein abgesagt werden, bei denen die Kreditverträge schon ausgehandelt waren. Die Realisierung einer Reihe von weiteren geplanten Projekten wurde auf unbestimmte Zeit verschoben. Bestehende Engagements gerieten zum größten Teil in erhebliche Schwierigkeiten.² 1998 breitete sich die Krise auf Rußland aus und später in abgeschwächter Form sogar auf Lateinamerika, insbesondere auf Brasilien.³

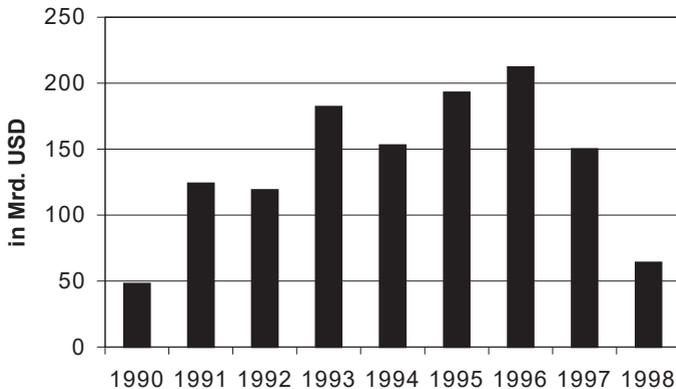
Als Folge dieser Entwicklungen nahmen die privaten Nettokapitalzuflüsse in Emerging Markets nach deutlichen Steigerungsraten 1995 und 1996 in den Jahren 1997 und besonders 1998 drastisch ab (siehe Abbildung, nachfolgende Seite). Während Anzeichen der Krise erst im 2. Halbjahr 1997 erkannt wurden, reagierten die ausländischen Investoren in Emerging Markets anschließend auf die eingetretenen Ereignisse um so deutlicher:

¹ Vgl. YIN, Bath Pain, S. 12: „The sharp devaluation of the Thai bath has caused a delay in the financing of independent power projects.“

² Vgl. PROJECT FINANCE INTERNATIONAL, IPPs, S. 19 ff.

³ In Brasilien kündigte sich eine Krise bereits im Herbst 1998 an, vgl. GREGORIO, Bridge loans, S. 22, der beschreibt, daß den Banken, die Überbrückungskredite für Projektfinanzierungen ausgegeben hatten, in vielen Fällen keine andere Wahl blieb, als diese zu verlängern, ohne daß sie von einem herkömmlichen Projektkredit abgelöst werden konnten. Im Januar 1999 schließlich verlor die brasilianische Währung Real 30% ihres Wertes (GREGORIO, Brazil, S. 48), seit dem 12. Januar 1999 wurde sie nicht mehr offiziell an den Dollar gebunden. Als Folge dieser Entwicklung kamen die Aktivitäten bei Projektfinanzierungen in Brasilien zum Stillstand, vgl. a.a.O., S. 49: „Project finance has now been basically put on hold.“

Darst 1: Private Nettokapitalflüsse in Emerging Markets



Quelle: IWF, International Capital Markets, September 1999, S. 92.

Es zeigte sich, daß die Ursache der meisten Krisen nicht in vorübergehenden Finanzungleichgewichten, sondern vielmehr in strukturellen Problemen lag. Häufig erwiesen sich zudem institutionelle Unzulänglichkeiten, wie der mangelnde Schutz von Verfügungs- und Handlungsrechten, opportunistisches Verhalten von Vertragspartnern oder das jeweilige staatliche Verhalten eines Landes für westliche Kapitalgeber als Problem. Bei Projektfinanzierungen haben sich Banken und Sponsoren häufig auf unkalkulierbare Risiken eingelassen, was sicherlich zum großen Teil auf einen bestehenden intensiven Wettbewerb untereinander zurückzuführen war. Die Erfahrungen der vergangenen Jahre sollten jedoch inzwischen bei diesen Parteien die Einsicht gefördert haben, daß bei der Konzeptionierung zukünftiger Vorhaben in Emerging Markets eine größere Sorgfalt anzuwenden ist. Worenklein zumindest vertritt die Ansicht, daß sich nach den Ereignissen in Süd-Ost Asien tatsächlich auch ein zunehmendes Risikobewußtsein durchsetzt:⁴

„The economic crisis that erupted in South-East Asia ... will change for years to come the way lenders and project sponsors look at the business of project development in emerging countries. Lenders, investors and project sponsors will not easily forget how risky even the stronger emerging market economies can turn out to be.“

Diese Arbeit setzt sich deshalb zum Ziel, mittels eines entscheidungsorientierten Ansatzes die wesentlichen Bestandteile und möglichen Problemfelder bei der Strukturierung und Realisierung von Projektfinanzierungen in Emerging Markets zu untersuchen und Handlungsalternativen für unterschiedliche Situationen aufzuzeigen. Investoren und Kreditgebern soll eine Instrument in die Hand gegeben werden, mit dessen Hilfe sie die mit einem potentiellen Engagement verbunden Implikationen bes-

⁴ WORENKLEIN, S. 47.

ser beurteilen und leichter Lösungsmöglichkeiten für die Überwindung eventueller Schwierigkeiten finden können. Dabei werden zunächst die theoretischen Grundlagen gelegt. Die sich daran anschließende Erörterung, in der es um die Voraussetzungen und die eventuell zu treffenden Maßnahmen für die Arrangierung einer Projektfinanzierung geht, erfolgt aus einer Beraterperspektive. Im Schlußteil wird dann die mögliche Rolle einer supranationalen Entwicklungsbank bei der Realisierung eines Projektvorhabens analysiert und inwiefern sie das Risiko für andere Kapitalgeber zu vermindern in der Lage ist.

Kapitel I geht zunächst auf die Eigenschaften einer Projektfinanzierung ein, die auf Limited-recourse-Basis erfolgt und hauptsächlich auf prognostizierte Cash-flows und erst nachrangig auf gestellte Sicherheiten abstellt. Risiken verteilen sich am effizientesten zwischen den verschiedenen Beteiligten, indem derjenige eine bestimmte Aufgabe übernimmt, der diese am besten ausüben kann. Der Kapitalmarkt - sowohl Fremdkapital- als auch Eigenkapitalgeber - hat gewisse Margen- bzw. Renditeanforderungen und Vorstellungen bezüglich einer tragfähigen Projektstruktur.

Die klassischen Projektfinanzierungsrisiken werden jedoch im weiteren Verlauf nicht im einzelnen vertieft. So werden beispielsweise die mit der Fertigstellung verbundenen Risiken nur am Rande erwähnt. Wie international übliche Bauleistungsverträge mit Generalunternehmern verfaßt werden, wurde bereits ausreichend in anderen Dissertationen behandelt.⁵ Als Ausgangsdaten betrachtet diese Arbeit die institutionellen Rahmenbedingungen in Emerging Markets, wobei die konkreten Gegebenheiten in einem Land bei der Konzeptionierung von Projekten berücksichtigt werden. Der Begriff „Emerging Markets“ ist dabei zu definieren und abzugrenzen. Es dürfte zwar in der Realität nicht immer einfach sein, die klare Trennungslinie zu ziehen, welche Kriterien eigentlich typisch für Projektfinanzierungen in Emerging Markets sind, denn einige der angesprochenen Probleme treten ebenso in westlich orientierten Marktwirtschaften auf. Insofern gelten die gewonnenen Erkenntnisse teilweise auch für diese Regionen. Viele Risiken treten jedoch in Emerging Markets deutlich verschärft auf, was die Formulierung der Themenstellung rechtfertigt.

Methodisch sollen mit Hilfe eines verhaltens- und entscheidungstheoretischen Modells, das sich insbesondere an den Interessenkalkülen und Denkweisen der beteiligten Individuen und Gruppen orientiert, die für Projektfinanzierungen relevanten Entscheidungsstrukturen herausgestellt und untersucht werden, welche Transaktionskosten jeweils bestehen und wie diese eventuell gesenkt werden können.

Nachdem in Kapitel I die definatorischen und methodischen Grundlagen für das Thema gelegt worden sind, analysiert Kapitel II die Projektgesellschaft innerhalb des institutionellen Rahmens eines Landes und behandelt zunächst allgemeine institutionelle Risiken bei Projektfinanzierungen in Emerging Markets. Jedoch konzentrieren sich die weiteren Ausführungen in weitaus größerem Umfang auf Infrastrukturfinan-

⁵ Z.B. UEKERMANN, Risikopolitik, S. 35 ff.