

**PROJEKTANLEIHEN ZUR FI-  
NANZIERUNG ÖFFENTLICH-  
PRIVATER PARTNERSCHAFTEN  
– VERGABERECHTLICHE AS-  
PEKTE**

SEPTEMBER 2013

## **Projektanleihen zur Finanzierung von öffentlich-privater Partnerschaften in Deutschland - vergaberechtliche Aspekte**

*Diese Gemeinschaftspublikation des European PPP Expertise Centre mit Freshfields Bruckhaus Deringer LLP soll öffentlichen Auftraggebern, Bieter und Finanzinvestoren einen Überblick über die Vorgaben des deutschen Vergaberechts für die Finanzierung öffentlich-privater Partnerschaften mittels Projektanleihen geben.<sup>1</sup>*

### **Einführung**

Am 21. Dezember 2012 veröffentlichte die Europäische Investitionsbank (**EIB**) einen Leitfaden zu *Project Bonds Credit Enhancement and the Project Bond Initiative*.<sup>2</sup> In Deutschland wurden öffentlich-private Partnerschaften (**ÖPPen**) bislang fast ausschließlich durch Bankkredite finanziert. Aufgrund dieser Erfahrungen betrachten Bieter und öffentliche Auftraggeber Bankkredite als Standardlösung, deren operative Anforderungen in den Vergabeverfahren weitgehend berücksichtigt werden. Die Öffnung des Marktes für Projektanleihen bedeutet deswegen eine signifikante Veränderung. Nach allgemeiner Erwartung werden Projektanleihen längere Laufzeiten und größere Markttiefe und deswegen häufig auch niedrigere Zinsen ermöglichen.

Andererseits gelten für die Dokumentation und Platzierung einer Anleihe sehr viel rigidiere Marktstandards als für die Aufnahme eines Bankdarlehens. In einer Publikation vom Oktober 2012<sup>3</sup> hat das European PPP Expertise Centre (**EPEC**) die wesentlichen Aspekte identifiziert, die öffentliche Auftraggeber bei der Strukturierung eines Vergabeverfahrens berücksichtigen, um die Finanzierung eines ÖPP mittels Projektanleihen zu ermöglichen. Die vorliegende Publikation adressiert diese Fragen aus der Sicht des deutschen Vergaberechts.

Die von EPEC identifizierten Herausforderungen resultieren weitgehend aus den unterschiedlichen Kredit- und Dokumentationsprozessen für Bankdarlehen und Unternehmensanleihen. Der erste Teil dieser Publikation vergleicht diese Prozesse mit ei-

---

<sup>1</sup> Bitte beachten sie die Nutzungsbedingungen am Ende dieser Ausarbeitung.

<sup>2</sup> [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/financial\\_operations/investment/europe\\_2020/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/financial_operations/investment/europe_2020/index_en.htm).

<sup>3</sup> Financing PPPs with project bonds – Issues for procuring authorities, October 2012, <http://www.eib.org/products/project-bonds/index.htm>

inander und stellt sie in den Kontext des Vergabeverfahrens. Für Leser, die mit den rechtlichen Rahmenbedingungen weniger vertraut sind, werden zudem kurz die maßgeblichen Vorgaben des deutschen Vergaberechts umrissen. Die rechtliche Analyse und mögliche Lösungsansätze finden sich im zweiten Teil der Publikation.

## Zusammenfassung

- Die Finanzierung von ÖPPs durch Projektanleihen ist nach deutschem Vergaberecht möglich. Insbesondere das Verhandlungsverfahren und der wettbewerbliche Dialog eröffnen weite Ermessensspielräume, um das Vergabeverfahren an die Besonderheiten einer Anleihefinanzierung anzupassen.
- Die wesentliche rechtliche Herausforderung ist die Entwicklung einer Bewertungsmethodik, anhand derer die Vergabestelle die wirtschaftlichste Finanzierungslösung ermitteln kann. Diese Methodik muss zudem die bis zur Platzierung geringere Abschlussicherheit einer Anleihefinanzierung gegenüber einem fest zugesagten Bankdarlehen abbilden – es sei denn, die Anleihe wäre bereits bei Abgabe des Erstangebotes vollständig gezeichnet, was praktisch ausgeschlossen erscheint. Neben Finanzierungsbedingungen und Abschlussicherheit müssen gegebenenfalls auch die unterschiedlichen Vertragsbestimmungen der angebotenen Finanzierungslösungen bewertet werden.
- Die Definition und Kalibrierung rationaler Kriterien für eine Bewertungsmatrix erfordert ein hohes Maß an Kapitalmarktexpertise, für die typischerweise ein externer Finanzberater herangezogen werden müsste.
- Um das Risiko eines Nachprüfungsantrags zur Bewertungsmethodik zu reduzieren empfiehlt es sich, als Voraussetzung für die Teilnahme am Vergabeverfahren sowohl eine Kreditlösung als auch eine Anleihenfinanzierung zu fordern, zwischen denen der öffentliche Auftraggeber bis zur tatsächlichen Umsetzung wählen kann. . Zudem erlaubt eine solche Gestaltung, auf die Kreditfinanzierung zurückzugreifen, wenn die Platzierung der Anleihe nicht gelingen sollte.

## TEIL 1 – KONTEXT

### 1.1 Deutsches Vergaberecht

Die nationalen Rechtsgrundlagen für die Vergabe von Infrastrukturprojekten als ÖPPs finden sich im Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen (**GWB**), in der Verordnung über die Vergabe öffentlicher Aufträge (Vergabeverordnung) (**VgV**) und in der Vergabe- und Vertragsordnung für Bauleistungen (**VOB/A**).<sup>4</sup> Diese Vorschriften basieren auf europarechtlichen Vorgaben, insbesondere der Vergabekoordinationsricht-

---

<sup>4</sup> Transeuropäische Energie- und Kommunikationsnetzwerke, die nicht für die Pilotphase des Projekts zur Anleiheninitiative geeignet sind, werden in Deutschland nicht als PPPs realisiert und sind daher nicht Gegenstand dieser Publikation.

linie.<sup>5</sup> Gleichzeitig sind sie Ausdruck traditioneller deutscher Vergaberechtskonzepte und einer rasanten Entwicklung der nationalen Rechtsprechung in den letzten 20 Jahren.

### ***Verfahrensarten***

Aufgrund der Komplexität von ÖPPs strukturieren öffentliche Auftraggeber in Deutschland das Vergabeverfahren meist als Verhandlungsverfahren. Ebenfalls möglich, aber für ÖPPs bislang selten genutzt, ist ein wettbewerblicher Dialog. Zwar erlaubt der wettbewerbliche Dialog größere Flexibilität, wenn der Umfang des Projekts anfangs nur schwer bestimmt werden kann. Für die speziellen Herausforderungen einer Anleiheplatzierung bietet der wettbewerbliche Dialog aber keine besseren Voraussetzungen als das Verhandlungsverfahren.

Für das Vergabeverfahren einer ÖPP mit Anleihefinanzierung sind insbesondere die folgenden rechtlichen Anforderungen zu berücksichtigen, die für beide genannte Verfahrensarten Bedeutung haben.

### ***Vorinformation***

Eine Vorinformation ist nach deutschem Vergaberecht nur erforderlich, wenn gesetzliche Mindestfristen verkürzt werden sollen. Dies ist bei ÖPPs wegen der Komplexität der Aufgabenstellung in der Regel wenig sinnvoll. Typischerweise veröffentlichen Auftraggeber eine Vorinformation aber freiwillig, um die Aufmerksamkeit des Marktes auf das bevorstehende Projekt zu lenken.

### ***Teilnahmewettbewerb***

Beabsichtigt die Vergabestelle, die Anzahl qualifizierter Bieter abzuschichten, was in Vergabeprozessen für ÖPPen regelmäßig der Fall ist, muss sie alle relevanten Eignungskriterien im Supplement zum Amtsblatt der Europäischen Union - *Tenders Electronic Daily (TED)* aufführen.<sup>6</sup> Ergänzend dazu muss die Vergabestelle in Teil 2 III.1.2 des Formblatts für Bauleistungen die wesentlichen Finanzierungskonditionen des Projekts aufführen.

### ***Vergabeunterlage***

Um den ***effektiven Wettbewerb***<sup>7</sup>, die ***Transparenz des Vergabeverfahrens***<sup>8</sup>, die ***Gleichbehandlung der Bieter***,<sup>9</sup> und die ***Auswahl des wirtschaftlichsten Angebots***<sup>10</sup> zu gewährleisten, müssen sich Gegenstand des ÖPP und Vergabestrategie in den

---

<sup>5</sup> Richtlinie 2004/18/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 31. März 2004 über die Koordinierung der Verfahren zur Vergabe öffentlicher Bauaufträge, Lieferaufträge und Dienstleistungsaufträge.

<sup>6</sup> §§ 6 Abs. 2 Nr. 4 a) und 12 Abs. 2 EG VOB/A.

<sup>7</sup> § 97 Abs. 1 GWB.

<sup>8</sup> § 97 Abs. 1 GWB.

<sup>9</sup> § 97 Abs. 2 GWB.

<sup>10</sup> § 97 Abs. 5 GWB.

Vergabeunterlagen niederschlagen. Insbesondere müssen die Vergabeunterlagen festlegen:

- den Leistungsumfang, der die Vorgaben der Vergabestelle in eindeutiger<sup>11</sup> und produktneutraler<sup>12</sup> Weise festlegt und den Bietern kein ungewöhnliches Wagnis auferlegt<sup>13</sup>;
- die Vertragsbedingungen, die teilweise je nach Art der Leistungserfüllung durch die Bieter variieren können;<sup>14</sup>
- welche Preise, Erklärungen und Nachweise im Angebot enthalten sein müssen;<sup>15</sup> und
- die Zuschlagskriterien sowie deren Gewichtung.<sup>16</sup>

### *Inhalt der Angebote*

Die Angebote müssen alle geforderten Preise, Erklärungen und Nachweise enthalten.<sup>17</sup>

### *Wertung*

Bei der Wertung der Angebote dürfen nur Zuschlagskriterien und deren Gewichtung berücksichtigt werden, die in der Bekanntmachung oder in den Vergabeunterlagen genannt sind.<sup>18</sup>

### *Zuschlag*

Der Zuschlag wird auf das wirtschaftlichste Angebot erteilt.<sup>19</sup> Die Ausschreibung muss aufgehoben werden, wenn kein Angebot eingegangen ist, das den Ausschreibungsbedingungen entspricht.<sup>20</sup>

Weitere vergaberechtliche Themen können sich aus der konkreten Verfahrenssituation ergeben. Dementsprechend muss in jedem Einzelfall eine umfassende vergaberechtliche Analyse durchgeführt werden, bevor eine Bekanntmachung im TED veröffent-

---

<sup>11</sup> § 7 Abs. 1 EG VOB/A.

<sup>12</sup> OLG Koblenz 10.6.2010 – 1 Verg 3/10; OLG München 5.11.2009 – Verg 15/09.

<sup>13</sup> § 7 Abs. 1 Nr. 3 EG VOB/A.

<sup>14</sup> § 8 Abs. 1 Nr. 2 EG VOB/A.

<sup>15</sup> § 13 Abs. 6 und § 13 Abs. 1 Nrn. 3 und 4 EG VOB/A; BGH 10.9.2009 – VII ZR 255/08.

<sup>16</sup> § 16 Abs. 7 EG VOB/A.

<sup>17</sup> § 13 Abs. 1 Nrn. 3 und 4 EG VOB/A.

<sup>18</sup> § 16 Abs. 7 EG VOB/A.

<sup>19</sup> § 97 Abs. 5 GWB.

<sup>20</sup> § 17 Abs. 1 Nr. 1 EG VOB/A.

licht wird. Die Ergebnisse der Analyse sind bei der Erstellung der Vergabeunterlagen zu berücksichtigen.

## **1.2 Finanzierungsprozess**

Die Konditionen einer Darlehens- oder Anleihefinanzierung für ein- und dasselbe Projekt sind Ausdruck der unterschiedlichen Anforderungen an Bankdarlehen und Kapitalmarktemissionen und können teilweise variieren; für Zwecke des Vergabeverfahrens ist der wesentliche Unterschied aber nicht in abweichenden inhaltlichen Anforderungen zu sehen, sondern in den unterschiedlichen Prozessen der Kreditaufnahme.

### **(a) Aufnahme eines Bankkredits**

Der Prozess der Aufnahme eines Darlehens zur Projektfinanzierung in Deutschland orientiert sich weitgehend an internationalen Standards insbesondere des Londoner Bankenmarktes: jeder Bieter mandatiert vor Abgabe seines Erstangebotes im Vergabeverfahren eine Gruppe von Banken auf Grundlage eines Term Sheet mit bestätigten Finanzierungszusagen und Preisindikationen.

Da die Banken verpflichtet sind, das Darlehen an die Projektgesellschaft auszureichen, wenn die im Term Sheet genannten Bedingungen erfüllt sind, müssen entsprechende vorläufige Gremienbeschlüsse bereits in dieser Phase eingeholt werden. Weiters muss die Bank Opportunitätskosten in Betracht ziehen, d. h. den Gewinn der ihr dadurch entgeht, dass die betreffenden Gelder nicht für alternative Langzeitanlagen verwendet werden können. Dies betrifft insbesondere den Fall, dass der Zuschlag nicht an den von der Bank unterstützen Bieter erteilt wird, so dass anschließend nach einer alternativen Langzeitanlage gesucht werden muss. In Anbetracht der typischen Zeitspanne von sechs bis zwölf Monaten von der Finanzierungszusage bis zum Financial Close müssen diese Opportunitätskosten bei der Zinskalkulation berücksichtigt werden und haben zur Folge, dass sich das Projekt insgesamt verteuert.

Entwurf und Verhandlung der Finanzierungsdokumentation verursachen erhebliche Beratungskosten und binden darüber hinaus Personalkapazitäten. Dieser Prozess wird daher in der Regel nur gestartet, wenn der Bieter zu einem der Preferred Bidder ernannt worden ist.<sup>21</sup> Die so erstellten Finanzierungsdokumente reflektieren dann durch ein ausgefeiltes System von Informationsrechten, Nebenbestimmungen und Kündigungsgründen das gemeinsame Verständnis, dass die Banken während der Laufzeit des Darlehens eng in das Projekt einbezogen sein werden. Aus Sicht des Bieters wird dieses engmaschige Netz durch die Erwartung kompensiert, dass die mit dem Projekt gut vertrauten Darlehensgeber von Fall zu Fall zum Verzicht auf vertragliche Sanktionen bereit sein werden, solange das Projekt wirtschaftlich gesund ist.

Da der Darlehensvertrag die wichtigste Finanzierungsquelle für das Projekt darstellt, wird der Bieter typischerweise versuchen, den Abschluss aller Transaktionsverträge – einschließlich derjenigen mit dem öffentlichen Auftraggeber – und die Erfüllung der

---

<sup>21</sup> Das deutsche Vergaberecht verlangt wenn möglich die Benennung zweier Preferred Bidder, § 3 Abs. 6 Nr. 2 a.E. EG VOB/A.

Auszahlungsvoraussetzungen für das Darlehen so auf einander abzustimmen, dass alle vertraglichen Rechte und Pflichten zeitgleich in Kraft treten. Im Zuge dieses Prozesses wird der Zinssatz des Darlehens, der sich typischerweise aus einem variablen Referenzsatz wie dem 3- oder 6-Monats-EURIBOR – und der Marge zusammensetzt, durch ein Zinssicherungsgeschäft langfristig festgeschrieben. Am selben Tag wird der mit dem öffentlichen Auftraggeber vereinbarte Preis in Abhängigkeit von demselben oder einem ähnlichen Swapsatz angepasst, etwa anhand des 10-Jahres ISDAFIX.

Nach Vertragsschluss und Vorliegen der Auszahlungsvoraussetzungen (*financial close*) werden die Konsortialführer auf Bankenseite (*mandated lead arrangers*) versuchen, Teile des Darlehens in einem Syndizierungsprozess auf andere Banken zu übertragen. Der Bieter muss sich typischerweise in seinem Mandatsschreiben (*mandate letter*) den Banken gegenüber dazu verpflichten, diesen Prozess zu unterstützen. Eine von vorne herein vereinbarte Beteiligungsquote (*final hold amount*) verbleibt allerdings typischerweise bei den Konsortialführern. Damit soll sichergestellt werden, dass das Verständnis der Konsortialführer von der Transaktion im Falle einer späteren Leistungsstörung noch verfügbar ist.

Zusammenfassend ist die Aufnahme eines Projektdarlehens in Deutschland wesentlich von der langfristigen Geschäftsbeziehung des Bieters mit den Konsortialbanken geprägt. Diese Geschäftsbeziehungen erleichtern es, frühzeitige Finanzierungszusagen einzuholen und etwaige Schwierigkeiten nach Financial Close zu bewältigen. Allerdings muss für Projektdarlehen ein verhältnismäßig hoher Preis gezahlt werden, der die Opportunitätskosten infolge der langfristigen Bindung im Vergleich zur höheren Liquidität einer Projektanleihe widerspiegelt, insbesondere wenn letztere an einer Börse öffentlich gehandelt wird.

## **(b) Platzierung einer öffentlichen Anleihe**

Im Gegensatz zu einem Projektdarlehen hängt der Platzierungserfolg einer öffentlichen Anleihe wesentlich von der Liquidität der Kapitalmärkte für standardisierte Schuldverschreibungen mit einem bestimmten Rating ab. Unter idealtypischen Bedingungen führt dies zu geringeren Zinssätzen und längeren Laufzeiten als am Bankenmarkt. Allerdings muss die Projektgesellschaft bereit sein, bis Financial Close das Platzierungsrisiko zu tragen und die stärkere Standardisierung der Vertragsbedingungen zu akzeptieren.

Zur Vorbereitung einer Anleiheemission muss der erfolgreiche Bieter zunächst eine Investment Bank als Lead Manager beauftragen. Die Aufgabe des Lead Manager ist es, die Zeichnung der Anleihe zu arrangieren, typischerweise aber nicht, die Finanzierung selbst bereitzustellen. Der Support Letter des Lead Manager für Zwecke des Vergabeverfahrens sieht deswegen typischerweise nur eine Platzierung auf *Best-Efforts*-Basis vor, nicht aber eine Finanzierungszusage, wie sie vom Konsortialführer (*Lead Arranger*) eines Projektdarlehens erwartet würde.

Ebenso wie beim Term Sheet, das dem Mandat des Konsortialführers einer Darlehensfinanzierung zugrunde liegt, beschreibt das Mandatsschreiben des Lead Manager die vorgeschlagenen Anleihebedingungen. Allerdings liegt der Schwerpunkt weniger auf den vertraglichen Anforderungen als vielmehr auf marktbezogenen Aspekten, insbesondere dem in Aussicht genommenen Investorenkreis (z. B. europäische Versiche-

rungsgesellschaften), der Platzierungsstrategie (z. B. frühzeitige Sondierung des Marktes), dem angestrebten Rating (z. B. A- durch Standard & Poor's), dem angestrebten Preis (z.B. der angestrebten Marge über dem Zinssatz einer als Referenzwert herangezogenen Staatsanleihe), dem Börsenplatz, der Festlegung der Emissions- und Zahlstelle und der Gebührenstruktur.

Obwohl der Lead Manager potentielle Anleiheinvestoren bereits zu einem frühen Zeitpunkt ansprechen kann, stehen Preisindikationen in dieser Phase unter dem Vorbehalt künftiger Marktentwicklungen und der Anforderungen an das Rating. Generell gilt, dass Anleiheinvestoren Gelder nicht auf der Grundlage langfristiger Geschäftsbeziehungen oder der Projektanalyse zuordnen werden. Stattdessen versuchen sie, innerhalb einer Matrix von Anlageklassen, Ertrags- und Bonitätsanforderungen, Marktchancen zu realisieren. Der angestrebte Preis für eine Projektanleihe wird deswegen im Verhältnis zum Zinsniveau für langfristige Staatsanleihen mit vergleichbarer Laufzeit, vergleichbar dem Referenzzinssatz, und einem Margenraster bestimmt, das typische Risikoaufschläge für verschiedene Bonitätsstufen vorgibt.

In Vorbereitung auf den Platzierungsprozess wird der Lead Manager eine oder zwei der international tätigen Ratingagenturen kontaktieren, um eine indikative Bonitätsbewertung für die Anleihe unter der Annahme einzuholen, dass alle Projektverträge abgeschlossen worden sind. Die Bewertung durch die Ratingagentur wird typischerweise auf dem Finanzmodell für das Projekt, der Erläuterung der Transaktionsstruktur einschließlich der im Term Sheet reflektierten Risikoverteilung und den Berichten der rechtlichen, technischen Versicherungs- und sonstigen Berater beruhen. Die Ratingagenturen werden meist auch darauf bestehen, dass die Projektanleihe von einer besonderen Zweckgesellschaft begeben wird. Der Prozess vom ersten Kontakt bis zur Mitteilung des indikativen Rating dauert in etwa 6 – 8 Wochen.

Sobald das indikative Rating oder ein Bonitätsraster vorliegt, beginnt die Arbeit an der Anleihedokumentation. Neben den Kredit- und Sicherheitenverträgen umfasst diese den Anleiheprospekt, der die Informationen zu allen Aspekten der geplanten Emission für potentielle Investoren zusammenfasst. Auf der Grundlage des Prospektentwurfs vermarktet der Lead Manager die Anleihe gegenüber potentiellen Investoren im Rahmen einer „Road Show“. Gleichzeitig wird der Preis endgültig festgelegt, der nun auf dem aktuellen Zinsniveau oder Ertrag für Anleihen mit demselben Rating in derselben oder einer ähnlichen Anlageklasse beruhen kann. Die indikative Bonitätsbewertung wird bestätigt, sobald alle Finanzierungsdokumente in endgültiger Form vorliegen. Die Herausgabe des endgültigen Rating stellt zugleich eine Auszahlungsvoraussetzung für die Anleihe dar.

Das Financial Close findet üblicherweise etwa eine Woche nach Vertragsunterzeichnung statt. Zu diesem Zeitpunkt erhält der Emittent den Emissionserlös; gleichzeitig entstehen die Verbindlichkeiten aus der Begebung der Anleihe. Anschließend wird die Projektgesellschaft eine Vereinbarung über die Investitionen des Emissionserlöses zu einem garantierten Zinssatz abschließen. Damit soll der Verlust aus der Differenz zwischen dem für die Projektanleihe geschuldeten Zins und dem niedrigeren Wiederanlagezins für die Zeit bis zur tatsächlichen Verwendung des Anlageerlöses für Projektkosten begrenzt werden.



Soll die Anleihe an einer öffentlichen Börse gehandelt werden, muss der erfolgreiche Bieter einen Listing Agent – üblicherweise die als Lead Manager beauftragte Investment Bank – bestimmen, die als Bindeglied zwischen dem Emittenten und der Börse dient. Jede Börse hat ihre eigenen Zulassungsregeln, denen der Emittent genügen muss. Diese Vorschriften regeln unter anderem Offenlegungspflichten hinsichtlich des Projektes, Prospektspflichten hinsichtlich etwaiger Risiken der Kreditdokumentation und laufende Berichtspflichten.

**(c) Privatplatzierung**

Die Privatplatzierung einer Anleihe kann sich als sinnvoller Kompromiss anbieten, um zwischen den Vor- und Nachteilen eines Bankdarlehens und einer börsennotierten Anleihe einen Ausgleich zu finden. Vorbehaltlich der Beschränkungen, die sich aus bankaufsichtsrechtlichen Vorschriften und Kapitalmarktregelungen ergeben, kann der Emissionsprozess für eine Privatplatzierung weitgehend an die Anforderungen des konkreten Projektes und der Zielinvestoren angepasst werden. Allerdings hat der maßgeschneiderte Emissionsprozess im Vergleich zur Begebung einer börsennotierten Anleihe geringere Liquidität und deswegen tendenziell höhere Zinskosten zur Folge. Zudem lassen sich auch im Rahmen einer Privatplatzierung selten feste Finanzierungszusagen zu einem frühen Zeitpunkt erzielen. Ungeachtet dieser Vorbehalte dürfte sich zum gegenwärtigen Zeitpunkt eine Privatplatzierung im deutschen Marktumfeld leichter realisieren lassen als die Begebung einer börsennotierten Projektanleihe.

**TEIL 2 – ANALYSE UND LÖSUNGSANSÄTZE**

**2.1 Zeitplan**

Um den Bietern die Möglichkeit einer Anleihefinanzierung anstelle einer Darlehensaufnahme zu eröffnen, müssten die Vergabeunterlagen in etwa den folgenden indikativen Zeitplan widerspiegeln:

| Verfahrensschritte   | Bankdarlehen                   | Privatplatzierte Anleihe                      | Börsennotierte Anleihe  | Kommentar  |
|----------------------|--------------------------------|---|---|--|
| Vorinformationen     | Mandate Konsortialführer       | Mandatierung Investment Bank als Lead Manager | Mandatierung Investment Bank als Lead Manager                                 |  |
| Bekanntmachung (TED) | Indikatives Term Sheet Angebot | Information Memorandum                        | Allgemeine Beschreibung der Anlagebedingungen und Lead Manager Support Letter | Transparente Eignungskriterien siehe 2.2(a) unten  |
| <b>0 Monat</b>       | Aufhebung Gremienvorbehalt     | Bepreisung und Finanzierungszusage            | Sondierung bei Ratingagenturen, wenn anwendbar                                | Aufforderung zur Angebotsabgabe muss Bewertungskriterien festlegen, siehe unten zu 2.(c)-(e) |

| Verfahrensschritte                     | Bankdarlehen                                       | Privatplatzierte Anleihe   | Börsennotierte Anleihe  | Kommentar  |
|--|--|--|---|--|
| Versendung Teilnahmeunterlage          | Ausarbeitung der Kreditunterlagen                  | Financial Close, Begebung der Anlage und Abschluss Investitionsvertrag | Vorlage Informationsmaterial an Ratingagenturen, falls anwendbar  | Preisermittlung vorbehaltlich Platzierung siehe unten zu 2.(b)   |
| <b>0 + 1 Monat</b>                     | Financial Close und Finanzierungsprozess           |  | Entwicklung der Anleihedokumentation  | Evaluierung der Preisanpassungsmechanismen, Realisierbarkeit und alternative Anlage- oder Darlehensfinanzierung siehe 2.2 (c)–(e) unten  |
| Entscheidung des Teilnahme Wettbewerbs |  |  | Abschluss Ratingprozess und indikative Preisfestlegung  | Evaluierung des Preisanpassungsmechanismus, Realisierbarkeit und alternative Anleihe- oder Darlehensfinanzierung siehe 2.2 (c)-(e) unten |
| <b>0 + 2 Monate</b>                    |  |  | Financial Close und Begebung der Anleihe; Abschluss Investmentvertrag; Börsenzulassung, falls anwendbar | Platzierungsrisiko siehe 2.2 (e) 2. unten  |
| Einladung zum Verhandlungsverfahren    |  |  |   | Aufforderung zur Angebotsabgabe muss Bewertungskriterien festlegen – siehe unten 2.2(c)-(e)  |
| <b>0 + 4 Monate</b>                    | Mandatierung der Geschäftsbanken als Lead Arranger | Mandatierung der Geschäftsbanken als Lead Manager                      | Mandatierung der Investment Bank als Lead Manager   |  |
| Abgabe des indikativen Angebots        | Indikatives Term Sheet Angebot                     | Information Memorandum   | Festlegung der Anleihebedingungen und Lead Manager Support Letter                                       | Bepreisung vorbehaltlich der Platzierung – siehe unten 2.2(b)  |
| <b>0 + 8 Monate</b>                    |  |  |   |  |
| Bewertung und Aufklärung               |  |  | Bewertung der Rating-Agenturen, falls anwendbar   | Bewertung von Preisanpassungsmechanismen, Durchsetzbarkeit von An-   |
| <b>0 + 10 Monate</b>                   |  |  |   |  |

| Verfahrensschritte  | Bankdarlehen                             | Privatplatzierte Anleihe   | Börsennotierte Anleihe   | Kommentar   |
|---|--|--|--|---|
| Abschichtung der Bieter<br><b>0 + 12 Monate</b>   | Genehmigung des Credit committee         | Bepreisung und verbindliche Risikoübernahme                          | Erklärung der Rating Agentur, falls anwendbar  | leihe – siehe unten 2.2(c)-(e)  |
| BAFO Abgabe<br><b>0 + 14 Monate</b>   |  |  |  |   |
| Bewertung und Auswahl der Preferred Bidder<br>Informationsschreiben<br>Zuschlag<br><b>0 + 22 Monate</b> | Ausarbeitung der Kreditunterlagen        |  | Ausarbeitung der Anleiheunterlagen<br>Abschluss des Wertungsprozesses und Preisgestaltung            | Bewertung von Preisanpassungsmechanismen, Durchsetzbarkeit von Anleihe – siehe unten 2.2(c)-(e) |
| Unterzeichnung des Projektvertrags<br><b>0 + 25 Monate</b>  | Financial Close und Syndizierungsprozess | Financial Close und Anleiheausgabe; garantierter Investitionsvertrag | Financial Close und Anleiheausgabe; garantierter Investitionsvertrag; Börsennotierung wenn anwendbar | Platzierungsrisiko – siehe unten 2.2(e)(2)  |

Wichtig ist die Erkenntnis, dass ein Emissionsprozess typischerweise mehr Zeit in Anspruch nehmen wird als die Aufnahme eines Projektdarlehens und dass der Lead Manager zu Beginn des Emissionsprozesses kaum feste Zusagen hinsichtlich der Realisierbarkeit einer Anleihefinanzierung machen wird. Diese Marktgegebenheiten muss die Vergabestelle bei der Beurteilung der potentiellen wirtschaftlichen Vorteile einer Anleihefinanzierung als Teil der Vergabestrategie berücksichtigen.

## 2.2 Vergaberechtliche Aspekte

Ein öffentlicher Auftraggeber, der Vorschläge für eine Anleihefinanzierung bei einem deutschen ÖPP-Projekt zulässt, muss sich mit verschiedenen vergaberechtlichen Aspekten befassen. Diese betreffen insbesondere:

- (1) Die Anforderungen von Anleiheinvestoren an die Bonität des Bieters,

- (2) das spätere Vorliegen von Finanzierungszusagen der Anleiheinvestoren im Vergleich zu denjenigen eines herkömmlichen Bankkonsortiums und
- (3) die Unterschiede in den Vertragsbedingungen zwischen den beiden Formen der Finanzierung.

Da diese Aspekte grundsätzlich gleichermaßen für börsennotierte und privatplatzierte Anleihen gelten, werden diese beiden Varianten im weiteren Verlauf zusammen behandelt.

**(a) Transparenz der Eignungskriterien**

Nicht jeder Bieter, der aufgrund der Stärke seiner Geschäftsbeziehung zur Hausbank eine Darlehensfinanzierung darstellen kann, wird auch imstande sein, eine Projektanleihe zu arrangieren. Insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen dürften die administrativen Anforderungen des Rating- und Platzierungsprozesses eine erhebliche Herausforderung darstellen. Wegen ihrer fehlenden Kapitalmarktexpertise werden diese Bieter häufig auch mit unvorteilhaften Zinskonditionen konfrontiert sein. Deswegen muss ein öffentlicher Auftraggeber, der die Kapitalmarktfähigkeit für die Präqualifikation berücksichtigen will, die Fähigkeit zur Darstellung einer Anleihefinanzierung als Eignungskriterium in der TED-Bekanntmachung als Eignungskriterium aufnehmen.

**(b) Preisgestaltung vorbehaltlich der Platzierung**

Da die Projektanleihe erst nach der Abgabe des Erstangebots begeben und bepreist wird, ist der Finanzierungsvorschlag späteren Preisschwankungen in der Emissionsphase ausgesetzt. Etwas anderes würde nur gelten, wenn der Bieter das Platzierungsrisiko in vollem Umfang übernehme, was sehr unwahrscheinlich ist. Eine Anforderung an die Bieter, Preisschwankungen der Finanzierungskosten in Folge von Marktentwicklungen über einen Zeitraum von mehreren Monaten zu tragen, könnte sogar ein unangemessenes Risiko darstellen. Dies hätte einen Verstoß gegen den vergaberechtlichen Grundsatz zur Folge, dass Bietern insbesondere bei der Auftragsvergabe für Bauleistungen kein ungewöhnliches Wagnis auferlegt werden darf.

Demgegenüber darf eine angemessene Veränderung der Vergütung in den Vertragsunterlagen festgelegt werden, wenn wesentliche Änderungen auftreten, deren Eintritt oder Ausmaß ungewiss sind.<sup>22</sup> Dementsprechend sind Preisänderungsklauseln mit einem Referenzzinssatz bei Finanzierungsangeboten für Bankdarlehen in ÖPP allgemein akzeptiert. Allerdings muss die Preisänderungsklausel grundsätzlich vom öffentlichen Auftraggeber vorgegeben sein, um Vergleichbarkeit sicherzustellen.<sup>23</sup> Sollen stattdessen die Bieter selbst mathematische Formeln zur Preisanpassung vorschlagen, muss der öffentliche Auftraggeber über entsprechende Überprüfungs kompetenz verfügen.<sup>24</sup> Generell wird für alle Fälle, in denen Preisanpassungen in Folge von Markt-

---

<sup>22</sup> § 9 Abs. 9 EG VOB/A.

<sup>23</sup> VK Düsseldorf 7.6.2001 - VK 13/2001 – B.

<sup>24</sup> Bekanntmachung der Grundsätze zur Anwendung von Preisvorbehalten bei öffentlichen Aufträgen vom 5. Mai 1972, Abschnitt I.2.f), VHB 2008, Anhang 4.

bewegungen nach Angebotsabgabe zugelassen wird, eine Risikoteilung zwischen dem Bieter und dem öffentlichen Auftraggeber empfohlen.<sup>25</sup>

**Beispiel 1 Indexierung durch den Auftraggeber:** In deutschen ÖPP-Projekten sehen die Vergabeunterlagen gelegentlich mit Preisanpassungsformeln vor, die es den Bietern erlauben, den Finanzierungskosten des Projektes in Abhängigkeit von Veränderungen des ISDAFIX 2 mit einer angenommenen Durchschnittslaufzeit des Darlehens von z. B. 10 Jahren zwischen einem festgelegten Zeitpunkt vor Erstangebotsabgabe und Financial Close anzupassen. Bei einer Projektlaufzeit von 20 Jahren läuft dieser Referenzzinssatz auf eine teilweise Übernahme des Zinsänderungsrisikos durch den öffentlichen Auftraggeber hinaus, wenn der Bieter bei Financial Close ein Zinssicherungsgeschäft abschließt. Allerdings ist der Referenzzinssatz nur ein Näherungswert, weil das Darlehen in keinem Fall nach 10 Jahren in einer Summe zurückgezahlt würde. Selbst wenn in den Vergabeunterlagen ein bestimmtes Rückzahlungsprofil zugrunde gelegt wäre, verbliebe dennoch ein starkes Risikoelement für die Bieter. Denn diesen bliebe es unbenommen, ihre Fremdkapitalfinanzierung abweichend zu strukturieren; zudem würden auf ISDAFIX nicht alle Tilgungstermine quotiert; und schließlich dürften die tatsächlichen Swap-Sätze von den auf ISDA Fix Quotierten in jedem Fall abweichen. Die skizzierte Regelung läuft damit auf eine typische Risikoteilung zwischen Bieter und Auftraggeber hinaus.

**Beispiel 2 Vorschlag einer Anpassungsformel durch die Bieter:** In jüngerer Zeit hat sich demgegenüber eine Tendenz abgezeichnet, nur die Quotierungsdaten vorzugeben und es im Übrigen jedem Bieter zu überlassen, die von ihm präferierten Anpassungsformeln und Referenzzinssätze anzuwenden. Gefordert ist insoweit nur, dass die verwendete Formel transparent und die Quotierung aus öffentlich zugänglichen Quellen entnommen werden kann. Im Ergebnis bedeutet dies, dass das Zinsänderungsrisiko – zugleich aber auch das korrespondierende Einsparungspotential – in größerem Umfang auf den öffentlichen Auftraggeber übertragen wird. Aber auch in dieser Gestaltungsvariante verbleibt ein Risikoelement bei den Bietern, weil die tatsächlichen Swap-Sätze typischerweise von den indizierten mittleren Marktsätzen abweichen.

In beiden Szenarien steht die Kreditmarge, die Ausdruck der Einschätzung des Projektrisikos und der Bonität der Bieter durch die Konsortialbanken ist, aber grundsätzlich bereits vor Erstangebotsabgabe fest. Ausnahmen gelten insoweit nur für wesentliche Erkenntnisse aus dem Due Diligence-Prozess oder Verzögerungen im Vergabeverfahren. Vor diesem Hintergrund kommen für die Integration einer Projektanleihe in das Vergabeverfahren die folgenden Lösungsansätze in Betracht:

---

<sup>25</sup> Bekanntmachung, Abschnitt I.2.d); diese Empfehlung kann als Ausnahme von dem allgemeinen Grundsatz verstanden werden, demzufolge dem Bieter kein ungewöhnliches Wagnis auferlegt werden darf, vgl. § 7 Abs. 1 Nr. 3 EG VOB/A.

### ***Option 1 – Verbindliche Preisanpassungsformel***

Für eine Projektanleihe können die Renditen deutscher Staatsanleihen vergleichbar dem ISDAFIX für Darlehensfinanzierungen als Referenzzinssatz dienen. Allerdings werden die Bieter weitere Anpassungsmechanismen für notwendig erachten, um dem Umstand Rechnung zu tragen, dass die Anleiheinvestoren bei Angebotsabgabe noch unbekannt sind. Insoweit besteht ein Unterschied zur Bankfinanzierung, bei der die Konsortialführer bereits eine bestimmte Marge zugesagt haben, die sowohl das Projektrisiko als auch das Bonitätsrisiko der Bieter zum Zeitpunkt der Angebotsabgabe widerspiegelt. Dem gegenüber werden Anleiheinvestoren ihre Zinserwartungen an die Projektanleihe erst kurz vor Financial Close aufgrund eines Marktvergleichs mit alternativen Anlagemöglichkeiten gleicher Bonität festlegen.

Auf dieser Grundlage ließe sich ein geeigneter Anpassungsmechanismus für Projektanleihen durch Bezugnahme auf die Durchschnittsrendite eines vorab definierten Portfolios von Referenzanleihen erreichen. Dieses würde beispielsweise aus deutschen Staatsanleihen und Unternehmensanleihen mit vergleichbarem Gesamtrisikoprofil bestehen. Abhängig vom Gegenstand des Projektes könnten hierfür beispielsweise Anleihen von Bauunternehmen, Immobilienverwaltungsgesellschaften und Logistikunternehmen herangezogen werden.

**Beispiel:** Ein Referenzportfolio für eine Projektanleihe zur Finanzierung eines deutschen Straßen- oder Hochbauprojektes könnte beispielsweise aus den gleich gewichteten Durchschnittsrenditen dreier Bundesanleihen mit Laufzeiten von 10, 20 und 30 Jahren und drei Unternehmensanleihen von Bauunternehmen definiert werden, die sich in der Vergangenheit als Bieter an vergleichbaren Projekten beteiligt haben. Von dem Referenzportfolio wären lediglich Unternehmensanleihen des jeweiligen Bieters ausgeschlossen, um auf diese Weise den objektiven Charakter der Anpassungsformel zu wahren.

**Beispiel:** Um in dem genannten Fall eine Situation zu vermeiden, in der die Anpassungsformel auf die Unternehmensanleihe eines Bieters Bezug nähme, könnten hilfsweise eine oder zwei Unternehmensanleihen ähnlicher Bauunternehmen als Referenzanleihen hinzugenommen werden.

Wird eine derartige Portfoliobasierte Anpassungsformel verwendet, dann trägt der erfolgreiche Bieter das Risiko eines tatsächlich höheren Anleihezinssatzes dergestalt, dass die zusätzlichen Finanzierungskosten durch Eigenkapital ausgeglichen werden müssten; umgekehrt würde durch erfolgreiche Platzierung zu einem niedrigeren Anleihezins durch eine niedrigere Eigenkapitalquote begünstigt werden.

**Beispiel:** In einem ihm nachteiligen Szenario hätte der obsiegende Bieter ein Angebot auf der Grundlage einer Marge von 3 % p.a. über der Durchschnittsrendite des Referenzportfolios angeboten. Wenn sich die Projektanleihe bei Financial Close nur mit einer höheren Marge von z. B. 3,1 % p.a. platzieren lässt, hätte der Bieter diese zusätzlichen Kosten durch einen niedrigeren Ertrag auf das eingesetzte Kapital zu absorbieren. Umgekehrt würde sich die Eigenkapitalrendite durch eine Platzierung zu 2,9 % p.a. über der Durchschnittsrendite des Referenzportfolios erhöhen.

Obwohl Bieter generell wenig Bereitschaft zeigen werden, signifikante Zinsänderungsrisiken einer Projektanleihe für die Dauer des Vergabeverfahrens zu tragen, mag der vorgeschlagene Portfolioansatz dies akzeptabel machen.

**Beispiel:** Um die Struktur des Risikoprofils der geplanten Projektanleihe genauer abzubilden, mag es aus Sicht des Bieters vorzugswürdig sein, die Staatsanleihen im Referenzportfolio anders zu gewichten oder die Unternehmensanleihe eines Wettbewerbers aus dem Heimatmarkt anstelle derjenigen typischer Bieter für ein deutsches ÖPP-Projekt in Bezug zu nehmen.

Aus vergaberechtlicher Sicht hat eine feste Preisanpassungsformel nach den eben skizzierten Grundsätzen den Vorteil, dass sie an die bestehende Praxis für Referenzzinssätze in Darlehensfinanzierungen anknüpft und dem Gedanken der Risikoteilung angemessen Rechnung trägt.

### ***Option 2 – Weitergabe der tatsächlichen Zinskonditionen***

Alternativ können die Vergabeunterlagen vorsehen, dass die tatsächlichen Zinskosten der Projektanleihe im Rahmen des Projektvertrages in vollem Umfang an den öffentlichen Auftraggeber durchgestellt werden. Dieser Ansatz ist aus Sicht des Bieters vorteilhaft, weil er vom Zinsänderungsrisiko in vollem Umfang entlastet wird. Dies impliziert allerdings zugleich ein erhöhtes Nachprüfungsrisiko nach deutschem Vergaberecht, weil die Bonität des Bieters erheblichen Einfluss auf das tatsächliche Preisniveau der Anleihe haben wird. Hinzu kommt, dass eine Weiterleitung unbekannter Finanzierungskosten gegen den Grundsatz der Transparenz verstoßen könnte. Vor diesem Hintergrund erscheint die Durchstellung der tatsächlichen Zinskosten nach deutschem Vergaberecht problematisch. Der öffentliche Auftraggeber könnte diesem Risiko dadurch begegnen, dass die Anlage als optionale Alternative zu einer Darlehensfinanzierung mit verbindlicher Finanzierungszusage zugelassen wird. Die fest zugesagte Darlehensfinanzierung würde dann als Auffanglösung für den Fall zur Verfügung stehen, dass der öffentliche Auftraggeber die unmittelbar vor Financial Close antizipierten aktualisierten Zinskosten einer Anleihe für unzulänglich hält.

### **(c) Wertung des Preisangebotes für die Anleihe**

Unabhängig davon, welche Methode für Preisanpassungen bei der Anleihefinanzierung gewählt wird, müssen die Wertungskriterien hierfür in den Vergabeunterlagen genannt sein. Die Entwicklung einer sinnvollen Wertungssystematik bedarf dabei beträchtlicher Erfahrung mit Kapitalmarkttransaktionen, für die der öffentliche Auftraggeber typischerweise auf externe Beratung zurückgreifen müssen wird. Im Grundsatz wären folgende Methoden denkbar:

### ***Option 1 – Verbindliche Preisanpassungsformel***

Wenn die Vergabeunterlagen eine einheitliche, verbindliche Preisformel vorsehen,<sup>26</sup> kann das Preiselement der Anleihe für die verschiedenen Angebote mit Hilfe von aktuellen Marktdaten bewertet werden. In diesem Szenario haben Veränderungen am

---

<sup>26</sup> Siehe oben für Beispiele, Teil 2, 2(b) Option 1.

Markt grundsätzlich (nämlich bei gleichem Kapitalbetrag und gleichem Ziehungs- und Tilgungsprofil) denselben Einfluss auf alle Angebote.

**Beispiel** – Wenn ein einheitliches Referenzportfolio vorgegeben wird, muss der öffentliche Auftraggeber nur die Anleiherenditen für die relevanten Quotierungsstichtage in Erfahrung bringen und die Preisanpassung für jedes Angebot auf der Grundlage der ebenfalls vorgegebenen Formel berechnen. Da für alle Bieter dasselbe Referenzportfolio gilt, können sich zukünftige Änderungen der Anleiherenditen bei im Übrigen identischen Angeboten nicht auf deren relative Wirtschaftlichkeit auswirken. Daher kann kein Bieter unter Verweis auf spätere Marktentwicklungen behaupten, vorzeitig aus dem Vergabeverfahren ausgeschlossen worden zu sein.

Wenn den Bietern gestattet wird, ihren Angeboten eigene Preisanpassungsformeln zugrunde zu legen, erfordert die Bewertung größere Marktkenntnis. Das ist insbesondere dann der Fall, wenn die Bieter ihre eigenen Referenzportfolios vorschlagen dürfen. Denn dann müssen die Renditen zum Zeitpunkt des Financial Close und damit der Preis der Projektanleihe aufgrund von Marktvorhersagen bewertet werden.

**Beispiel** – Wenn jeder Bieter sein eigenes Referenzportfolio definieren darf, werden die Preisrelationen der Angebote durch zukünftige Änderungen der Renditen aller Anleihen beeinflusst, die nicht von allen Bietern mit dem gleichen Gewicht berücksichtigt worden sind. Um unter diesen Umständen das wirtschaftlichste Angebot zu ermitteln, kann die Vergabestelle neben den gegenwärtigen Renditedaten einen Faktor anwenden, der Volatilität der Gesamrendite des jeweiligen Portfolios reflektiert.

Selbst wenn die Vergabeunterlagen weitgehende Flexibilität bei der Entwicklung einer verbindlichen Preisanpassungsformel zulassen, sollte auf diese Weise eine mathematische Prognose der Bepreisung zum Financial Close im Wertungsstadium möglich sein. Die Vergleichbarkeit der Angebote wäre damit sichergestellt.

### ***Option 2 – Weitergabe der tatsächlichen Zinskonditionen***

Wenn der Finanzierungsvorschlag die Weitergabe der tatsächlichen Zinskonditionen der Anleihe vorsieht, ist der Auftraggeber weitgehend auf eine qualitative Wertung beschränkt. Die Anleihe wird in diesem Szenario anhand der Plausibilität der indikativen Zinskonditionen unter Berücksichtigung der vorgesehenen Platzierungsstrategie evaluiert. Um Vergleichbarkeit sicherzustellen, müssen bei der Auswertung alle projektbezogenen Umstände berücksichtigt werden, die bei Financial Close Einfluss auf die endgültigen Zinskonditionen haben können; dies umfasst insbesondere das Zielrating oder das Margenraster für unterschiedliche Ratings und die nachgewiesenen Erfahrungen der Bieter und ihrer finanziellen Berater mit ähnlichen Kapitalmarkttransaktionen.

Um sich vor überoptimistischen Preisannahmen zu schützen, kann die Vergabestelle festlegen, dass Angebote mit Margenraster auf der Basis des höchsten Zinssatzes in der niedrigsten Ratingkategorie zu bewerten sind. Zudem sieht das deutsche Vergabe-



recht vor, dass auf ein Angebot mit einem unangemessen niedrigen Preis grundsätzlich nicht der Zuschlag erteilt werden darf.<sup>27</sup>

#### **(d) Bewertung der Transaktionssicherheit**

Eng mit der Bewertung des Preisangebotes für die Anleihe verbunden ist die Bewertung der Fähigkeit der Bieter, die vorgeschlagene Platzierungsstrategie für das ausgeschriebene Projekt tatsächlich umzusetzen.

##### ***Option 1 – Verbindliche Preisanpassungsformel***

Wenn sich der Bieter verbindlich auf eine Preisanpassungsformel festgelegt hat, ist die Ungewissheit auf folgende Aspekte beschränkt:

- (i) die generelle Kreditwürdigkeit des Bieters und etwaige betragsmäßige Beschränkungen der Verpflichtung, eine etwaige Differenz zwischen den aufgrund der Preisanpassungsformel bei Financial Close ermittelten Zinskonditionen und den tatsächlichen Kosten der Anleihe durch eine Erhöhung des Eigenkapitals auszugleichen. Die Analyse ist wiederum ähnlich, aber komplexer als bei einer Darlehensfinanzierung;

**Beispiel** – Wenn sich die Kreditwürdigkeit des erfolgreichen Bieters zwischen der Angebotsabgabe und Financial Close wesentlich verschlechtert, können die Banken ihre Finanzierungszusagen kündigen.

- (ii) Faktoren, die sich - wie unten zu 2) im Einzelnen dargestellt - auf die Durchführbarkeit der Transaktion insgesamt auswirken; allerdings sind überoptimistische Preisannahmen sehr viel weniger wahrscheinlich, wenn die Bieter durch eine verbindliche Preisanpassungsformel einen wesentlichen Teil des Preisrisikos übernommen haben.

##### ***Option 2 – Weitergabe der tatsächlichen Zinskonditionen***

Wenn die Angebote vorbehaltlich der tatsächlichen Platzierung auf Grundlage indikativer Zinskonditionen bewertet werden, ist eine besonders gründliche Analyse der Transaktionssicherheit geboten, um überoptimistischen Preisannahmen entgegenzuwirken. Überdies bedeutet die Abhängigkeit der Transaktionssicherheit von zukünftigen Faktoren wie dem angestrebten Rating und den Marktbedingungen bei Platzierung, dass diesen Aspekten bei der Bewertung ein größeres Gewicht zukommen wird, als den indikativen Zinskonditionen.<sup>28</sup> Da eine solche Bewertung ein hohes Maß an Marktkenntnis voraussetzt, wird die Vergabestelle für die Beurteilung der Transaktionssicherheit ohne verbindliche Preisanpassungsformel höchstwahrscheinlich externe Beratung durch einen Kapitalmarktexperten in Anspruch nehmen müssen. Idealerweise sollte diese Bewertung mit einem Preisangebot auf der Grundlage einer mathematischen Formel kombiniert werden, um einen Ausgleich zwischen Transaktionssicherheit und Finanzierungskosten zu erreichen.

---

<sup>27</sup> § 16 EG Abs. 6 Nr. 1 VOB/A.

<sup>28</sup> OLG Dresden 6.4.2004 WVerg 1/04.

## **(e) Vergleichende Bewertung von Anleihe- und Darlehensfinanzierung**

Die eben unter (a) bis (d) diskutierten Fragen stellen sich unabhängig davon, ob die Vergabeunterlagen als Alternative zur Anleihe eine Darlehensfinanzierung verlangen oder zulassen. Allerdings wird die Vergabestelle den Bietern in aller Regel die Wahl zwischen Anleihe und Bankdarlehen eröffnen, um eine optimale Kombination aus niedrigen Zinskonditionen und Transaktionssicherheit zu erreichen. Da jedes Angebot gesondert zu bewerten ist, wirft die Alternative zwischen Anleihe und Bankdarlehen im Hinblick auf die unterschiedliche Natur der beiden Finanzierungsinstrumente weitere vergaberechtliche Fragen auf:

### ***Option 1 – Getrennte Finanzierungsvorschläge***

Wenn die Vergabeunterlagen es den Bietern freistellen, eine Anleihen- oder Darlehensfinanzierung anzubieten, muss die Vergabestelle eine transparente und nachvollziehbare Methode aufstellen, nach der sie die zwei Optionen für jedes einzelne Angebot vergleicht und bewertet.

Im Kern muss die Methodik (a) die unterschiedlichen Zinskonditionen (d.h. Darlehenszins bzw. Anleihenrendite), (b) den unterschiedlichen Grad der Transaktionssicherheit und (c) die qualitative Bewertung der unterschiedlichen vertraglichen Nebenbestimmungen, bewerten und gewichten. Eine wesentliche Herausforderung in diesem Prozess ist es, ungewollte Bevorzugungen zu vermeiden, die sich aus der Festlegung der Bewertungsmethodik in den Vergabeunterlagen ergeben können. Besonders die Bewertung und Gewichtung der Transaktionssicherheit können das Ergebnis präjudizieren. Da die Bewertungsmethode im Laufe des Vergabeprozesses nicht verändert werden darf, kann dies nach Veröffentlichung der Vergabeunterlagen kaum noch korrigiert werden.

Wenn die Vergabestelle eine Bewertungsmethode wählt, die Transaktionssicherheit und Zinskonditionen einander gegenüberstellt, wird das Bankdarlehen wahrscheinlich hinsichtlich der Transaktionssicherheit besser und hinsichtlich der Zinskonditionen schlechter abschneiden, als die Projektanleihe. Wenn die Bewertungsmethode korrekt kalibriert ist, sollte sie geeignet sein, für das konkrete Projekt einen fairen Vergleich zwischen Darlehens- und Anleihenfinanzierung in Bezug auf Zinskosten, Transaktionssicherheit und Nebenbestimmungen zu ermöglichen.

### ***Option 2 – Kombinierte Finanzierungsvorschläge***

Statt die Wahl zwischen Bankdarlehen und Anleihe den Bietern zu überlassen, kann die Vergabestelle sich diese Entscheidung selbst vorbehalten, etwa für den Zeitpunkt der Ernennung der Preferred Bidder oder für den Fall, dass sich die Anleihe nicht zu den angestrebten Konditionen im Markt platzieren lässt. Um dies zu erreichen, können die Vergabeunterlagen sowohl eine Darlehens- als auch eine Anleihefinanzierung verlangen und die Bewertung beider Alternativen auf gewichteter Basis vorsehen. Das wirtschaftlichste Angebot ist dann diejenige Kombination, die nach Maßgabe der Einzelbewertungen und der Gewichtung die beste Aussicht auf optimale Finanzierungsbedingungen bietet.

Auch wenn es bisher noch keinen Präzedenzfall gibt, sollte diese Bewertungsmethodik mit dem deutschen Vergaberecht vereinbar sein. Voraussetzung dafür ist jedoch, dass die Gewichtungsfaktoren in den Vergabeunterlagen geregelt sind. Um Diskriminierungen und Manipulationen zu vermeiden, sollte die Vergabestelle der Gewichtung eine realistische Einschätzung zugrunde legen, mit welcher Wahrscheinlichkeiten zuletzt ein Bankdarlehen oder eine Anleihe zum Einsatz kommen wird. Auch diese Prognose wird typischerweise die Unterstützung durch externe Finanzberatern mit entsprechender Erfahrung erforderlich machen.

**Beispiel** – Wenn die Vergabestelle eine Anleihenfinanzierung für etwas wahrscheinlicher hält, kann sie diese mit 55% und die Darlehenslösung mit 45% gewichten.

Mittels Gewichtung der beiden Alternativen kann die Vergabestelle sicherstellen, dass das erfolgreichste Angebot dasjenige ist, welches die wirtschaftlichste Kombination von Anleihe und Bankdarlehen bietet und damit den realistischen Anforderungen der Vergabestelle am besten gerecht wird. Der Nachteil dieser Methode ist, dass isoliert betrachtet möglicherweise weder die angebotene Anleihe noch das angebotene Darlehen die besten Konditionen bietet. Indem die Gewichtung die Erwartungen der Vergabestelle hinsichtlich der Umsetzung der einen oder anderen Lösung widerspiegelt, setzt diese Methode aber einen deutlichen Anreiz für realistische Preisbildung und erleichtert damit die Ermittlung des insgesamt wirtschaftlichsten Angebotes.

\* \* \*

## **Nutzungsbedingungen für diese Veröffentlichung**

Das European PPP Expertise Centre (*EPEC*) ist eine gemeinsame Initiative der Europäischen Investitionsbank (*EIB*), der Europäischen Kommission, der Mitgliedsstaaten der Europäischen Union, der Beitrittsstaaten und einzelner weiterer Staaten. Weitere Informationen zu EPEC und Mitgliedschaften finden Sie unter [www.eib.org/epec](http://www.eib.org/epec).

Freshfields Bruckhaus Deringer LLP (*Freshfields*) ist eine führende internationale Rechtsanwaltssozietät mit über 2.500 Rechtsanwälten, die global in 28 Büros, 16 Ländern und 17 Rechtsordnungen praktizieren. Freshfields bietet seinen Mandanten umfassenden Rechtsrat in allen Bereichen des Wirtschaftsrechts, insbesondere im Gesellschaftsrecht, im Bank- und Finanzrecht, im Prozessrecht, im Steuerrecht, im Kartell- und Wettbewerbsrecht, im gewerblichen Rechtsschutz, im öffentlichen Recht und Vergaberecht, und im Immobilienwirtschaftsrecht. Mehr Informationen zu Freshfields finden Sie unter [www.freshfields.com/en/global/](http://www.freshfields.com/en/global/).

Diese Publikation soll ein Diskussionsbeitrag zu öffentlich-privaten Partnerschaften (*ÖPPs*) sein und zugleich die Entwicklung von Marktstandards fördern.

Die Erkenntnisse, Analysen, Interpretationen und Schlussfolgerungen in dieser Publikation spiegeln nicht notwendig die Sichtweise oder Praxis von Freshfields, der EIB, der Europäischen Kommission oder irgendeines anderen Mitglieds von EPEC wider. Weder Freshfields noch irgendein Mitglied von EPEC einschließlich der EIB und der Europäischen Kommission übernehmen die Haftung für die Richtigkeit der in dieser Publikation enthaltenen Informationen. Die Nutzung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt deswegen auf alleiniges Risiko des Nutzers.

Freshfields und EPEC gestatten den Nutzern dieser Publikation, diese mit folgenden Maßgaben zu lesen, herunterzuladen, wiederzugeben und auszudrucken: (i) bei der Nutzung der Publikation muss die Quelle genannt werden, und (ii) unter keinen Umständen darf das Dokument kommerziell genutzt werden.