

A photograph of an industrial facility, possibly a power plant or refinery, featuring large, corrugated metal pipes and a complex network of walkways and railings. The scene is captured from a low angle, looking up at the structure. The lighting is dramatic, with strong highlights and deep shadows. A bright green geometric shape is visible in the top right corner of the image.

Hogan  
Lovells

# Investitionen in Energie- und Infrastrukturprojekte

Projektrisiken und ihre Strukturierung

September 2019



# Inhalt

Einführung	4
Projektrisiken und ihre Strukturierung	6
Risikocheckliste	7
Kreditrisiken	9
Technische Risiken (im weiteren Sinne)	11
Wirtschaftliche Risiken (im weiteren Sinne)	21
Politische Risiken	30
Höhere Gewalt	32
Risikocheckliste: Übersicht	33
Fazit	34
Ihr Energy and Infrastructure-Team von Hogan Lovells in Deutschland	36
Unsere Life Cycle-Beratung	38
Highlights aus unserer Beratung (I)	40
Highlights aus unserer Beratung (II)	41
Hogan Lovells weltweit	42

# Einführung

Investitionen in Energie- und Infrastrukturprojekte als Anlage: Energie- und Infrastrukturprojekte sind nicht nur für klassische industrielle Sponsoren als Initiatoren der Projekte oder finanzierende Banken von Interesse.

Zunehmend suchen auch Kapitalbeteiligungsgesellschaften (private equity funds), Hedgefonds, Versicherungen, Pensionskassen und andere institutionelle Investoren aussichtsreiche Möglichkeiten, in Energieerzeugungs- und Energiespeicherprojekte vor allem aus den Sektoren Photovoltaik, Wind, entsprechende Technologieunternehmen und Infrastrukturvorhaben etwa im Bereich Ver-/Entsorgungseinrichtungen, Telekommunikation, Netze, Transport und Verkehr zu investieren. Besonders im Fokus stehen aktuell neben Projekten im Bereich Erneuerbarer Energie (dort insbesondere Onshore- und Offshore-Windprojekte und Solar) Straßenprojekte.

Gründe hierfür sind u.a. ein bereits lange anhaltendes Niedrigzinsumfeld und ein steigender Bedarf nach langfristigen alternativen Anlagemöglichkeiten.

Investments in Energie- und Infrastrukturprojekte eignen sich dafür grundsätzlich gut, da sie in der Regel vergleichsweise stabile und gut prognostizierbare Cashflows über einen langen Zeitraum erwarten lassen. Zusätzlich zum finanzwirtschaftlichen Aspekt gewinnen bei Investitionen in Erneuerbare Energien die sogenannten ESG-Faktoren (Environment, Social, Governance) an Bedeutung.

Der Investitionsprozess ist jedoch deutlich komplexer als bei manch anderen Asset-Klassen. Das Finden geeigneter rechtlicher Strukturen, die Einbettung in die eigenen Bewertungs- und Risikosysteme und ein erhöhter Aufwand bei Due Diligence-Prozessen, im Controlling und Bestandsmanagement können für manche Investoren daher noch relevante Hürden auf dem Weg zur positiven Investitionsentscheidung sein. Auch regulatorische Schranken gilt es für einige Investoren zu beachten.

Viele Investoren schätzen Direktinvestments, sei es auf der Eigen- oder Fremdkapitalseite. Strategische Kooperationen über Co-Investment-Strukturen zwischen Finanzinvestoren, die die nötigen Mittel, und Projektentwicklern oder Energieversorgungsunternehmen als klassische industrielle Sponsoren, die das erforderliche (technische) Know-how für die Realisierung des Projekts mitbringen, können ebenfalls eine attraktive Lösung sein. Eine weitere Möglichkeit stellen passend strukturierte Fondsangebote dar.

Die Attraktivität des jeweiligen Projekts hängt von dem passenden Risiko-Rendite-Verhältnis ab. Um dies verlässlich einschätzen zu können, ist die Risikoanalyse und Risikostrukturierung des Projekts für jede Art der direkten oder indirekten Beteiligung an einem Projekt, sei es auf der Eigenkapitalseite, sei es auf der Fremdkapitalseite, ein essentieller Erfolgsfaktor.

Diese Broschüre soll potentiellen Beteiligten einen Überblick über die relevanten Fragen und Themen rund um die typischerweise vorhandenen Projektrisiken geben und Strukturierungs- sowie Miti-gierungswege aufzeigen.





# Projektrisiken und ihre Strukturierung

Der Projekt-Cashflow kann sich nur dann wie prognostiziert entwickeln, wenn sich die Annahmen, die dem Finanzmodell zugrunde liegen, über die Projektlaufzeit nicht oder nur in dem vorhergesehenen Umfang verändern und sich keine ungeplanten oder sachwidrig verteilten Risiken verwirklichen (z.B. Entwicklung der Betriebskosten, der Verkehrsmengen, der Steuern, höhere Baukosten als erwartet, Nichterreichen von Leistungsparametern, etc.).

Investoren auf der Eigenkapital- und Fremdkapitalseite sind daher üblicherweise nur bereit, Kapital für ein Projekt bereit zu stellen, wenn dieses ein angemessenes Risikoprofil aufweist. Um ein angemessenes Risikoprofil zu erreichen, ist unter anderem sicherzustellen, dass

- die technische, wirtschaftliche und rechtliche Machbarkeit des Projektes nachgewiesen ist;
- die Projektgesellschaft kein unbegrenztes oder wertmäßig nicht einschätzbares Risiko trägt; und
- etwaige durch die Projektgesellschaft übernommene Risiken sachgerecht an weitere Beteiligte durchgestellt und/oder bewert- und beherrschbar sind.

Ausgangspunkt eines jeden Projekts sind in der Regel Planungen und eine Machbarkeitsstudie, in der die technische und wirtschaftliche Machbarkeit eines Projekts auf Basis der bereits vorhandenen Eckdaten überprüft und bestätigt wird. Der Inhalt der Studie ist zwar projektabhängig, wird regelmäßig aber folgende allgemeine Punkte behandeln:

- Kann der Projektgegenstand zu den geplanten Kosten errichtet/saniert und betrieben werden?
- Ist der Projektstandort geeignet?
- Welche öffentlichrechtlichen oder regulatorischen Genehmigungen sind erforderlich und was sind die Genehmigungsvoraussetzungen?
- Wirtschaftlichkeitsuntersuchung mit Sensitivitäts- und Szenarioanalyse (z.B. Base Case und Downside-Szenario)
- Wer sind die wesentlichen Vertragspartner in der Bau- und in der Betriebsphase? Wie ist die geplante Vertragsstruktur und Risikoverteilung?
- Woher kommt und wie verlässlich ist der Cashflow? Gibt es eine staatliche Förderung?

Gibt es Marktrisiken? Gibt es ein PPA (Power Purchase Agreement)?

- Ist die Projektgesellschaft technisch, personell und wirtschaftlich in der Lage, den Projektgegenstand nach den erforderlichen Standards zu betreiben und instand zu halten bzw. hat sie Zugriff auf entsprechende Dienstleister, die dies gewährleisten können?
- Stehen die zum Betrieb erforderlichen Betriebsmittel und die Infrastruktur zur Verfügung (Gas, Wasser, Elektrizität, Transportwege, Abfall, Abwasser)?
- Welche Versicherungen sind notwendig oder sinnvoll?



## Risikocheckliste

Wesentliches Ziel der Überprüfung des Projekts im Rahmen der sog. Due Diligence ist die Identifizierung von Projektrisiken und die Frage, wem das Risiko in der Projektstruktur zugewiesen ist. Ein Risiko "tragen" heißt, für die wirtschaftlichen Folgen seiner Verwirklichung einzustehen. Projektrisiken können vertraglich nicht ausgeschlossen, aber eingeschätzt, zugewiesen und kontrolliert bzw. eingepreist werden. Hier stehen je nach identifiziertem Risiko verschiedene Mechanismen zur Verfügung.

Die Projektgesellschaft sollte grundsätzlich nur bewert- und begrenzbare Risiken übernehmen. Im Übrigen gilt üblicherweise der Grundsatz, dass stets derjenige Projektbeteiligte ein Risiko tragen sollte, der seine Verwirklichung am besten steuern oder die Folgen am besten mildern oder beseitigen kann. Gelingt dies, sind die Gesamtrisiken und die Gesamtkosten des Projektes am geringsten und der Cashflow ist "robust".

Die Auswirkungen einzelner Risiken und die dadurch bedingten Abweichungen vom Base Case können mittels Sensitivitäts- und Szenarioanalysen abgeschätzt werden. Trägt die Projektgesellschaft ein bestimmtes Risiko, so stellt sich die Frage, wie sie mit dem Risiko umgeht: Was ist zu tun, damit sich das Risiko nicht verwirklicht? Wer steht für die wirtschaftlichen Folgen ein, wenn dies doch geschehen sollte?

Ziel der Projektgesellschaft ist es grundsätzlich, jedes relevante Risiko an einen der Projektbeteiligten weiterzureichen, insbesondere also an Lieferanten, Abnehmer, (Nach-)Unternehmer (Bau/Betrieb), an etwaige Nutzer bzw. den öffentlichen Auftraggeber (sofern vorhanden), an Versicherungen oder – aus Sicht von Fremdfinanziers – an die Eigenkapitalgeber (Sponsoren).

Entfällt bspw. die Stromproduktion in einem Onshore-Windpark aufgrund des Ausfalls einer Anlage, so muss der Ausfall durch geeignete Verfügbarkeitsgarantien im Rahmen von Wartungsverträgen durch die Anlagenhersteller bzw. Betriebsunterbrechungsversicherungen kompensiert werden.

Wir werden im Folgenden zunächst typische Projektrisiken aufzeigen und im Anschluss die bank- bzw. investorenüblichen Wünsche und Anforderungen an die einzelnen Projektverträge kurz umreißen.

Der Umfang der erforderlichen Prüfung wird zunächst wesentlich durch die Frage bestimmt, ob ein mögliches Zielobjekt erst entwickelt, geplant und errichtet werden muss ("greenfield"), oder ob ein bereits in Betrieb genommenes Infrastruktur- oder Energieprojekt für die Investition ausgewählt wurde ("brownfield").

Je früher man in eine konkrete Projektgesellschaft investiert, desto umfänglicher gestaltet sich das zu tragende Entwicklungs- und Errichtungsrisiko. Äquivalent steigen üblicherweise aber auch die Renditechancen für solche Projekte. Umso wichtiger ist hier die professionelle Gestaltung und Strukturierung der Projektverträge, die zu einer angemessenen Risikoverteilung beitragen müssen. Im Gegensatz dazu liegt der Prüfungsschwerpunkt bei Investitionen in bereits realisierte bzw. schon betriebene Projekte in der Analyse des Betriebsrisikos für den Investor.

Die folgende Aufzählung der Risiken ist als allgemeine Due Diligence-Checkliste für Sponsoren, Investoren und Fremdkapitalgeber geeignet, erhebt aber insbesondere im Hinblick auf die Besonderheiten eines jeden Projektes keinen Anspruch auf Vollständigkeit.



# Kreditrisiken

## Kreditrisiko der Projektgesellschaft

Zur Vermeidung des allgemeinen Risikos des Zahlungsverzuges oder Kreditausfalls (Kreditrisiko) der Projektgesellschaft ist vor allem eine gründliche technische und rechtliche Due Diligence des gesamten Projektes, insbesondere des Cashflow-Modells und seiner Annahmen einschließlich Sensitivitätstests erforderlich. Darüber hinaus sind das Projekt und die Projektverträge sachgerecht zu strukturieren.

Zu den typischen rechtlichen Begrenzungsmöglichkeiten in Darlehensverträgen gehören aus Sicht der Fremdkapitalgeber:

- die Auszahlungsvoraussetzungen (*conditions precedent*), Garantien (*representations and warranties*), Kreditaufgaben (*covenants*), Reservekonten (*reserve accounts*), Finanzkennzahlen (*cover ratios*) einschließlich Eigenkapitalquote sowie die Kündigungsgründe (*events of default*) und Auszahlungs- und Ausschüttungssperren und Pflichtondertilgungen;
- hinzu kommen Kreditsicherheiten, Eintrittsrechte sowie zusätzliche besondere Verpflichtungen der Sponsoren in einer etwaigen Gesellschaftsunterstützungsvereinbarung (*sponsor support agreement*) wie insbesondere in begrenzten Ausnahmefällen Nachschusspflichten.

Eigenkapitalinvestoren hingegen haben einerseits ein starkes Interesse die direkten Verpflichtungen der Eigenkapitalgeber gegenüber den Fremdkapitalgebern oder der Projektgesellschaft, wie insbesondere Nachschusspflichten so gering wie möglich zu halten (Stichwort "non-recourse"/"limited recourse"). Andererseits möchte sich die Eigenkapitalseite eine möglichst große freiwillige Flexibilität zum Heilen von aufkommenden Kreditrisiken ausbedingen. Typische Instrumente sind hier sog. "Equity Cure"-Mechanismen in Darlehensverträgen. Da das Eigenkapital nachrangig gegenüber dem Fremdkapital ist und damit bei aufkommenden Problemen noch größer im Risiko steht, besteht das eigentliche Ziel der Eigenkapitalseite (im Gleichlauf mit den Interessen der Fremdkapitalinvestoren) aber ohnehin im Verhindern von Kreditrisiken, was im Wesentlichen durch die angesprochene Due Diligence und sachgerechte Strukturierung bei Einstieg in das Projekt erfolgt.

## Kreditrisiko der Vertragspartner der Projektgesellschaft

Die Projektgesellschaft und damit das Projekt sind zusätzlich den Kreditrisiken der Lieferanten, Abnehmer, (Nach-)Unternehmer, Versicherungen und Hedging-Vertragspartner ausgesetzt. Von besonderer Bedeutung ist die Bonität des Unternehmens, das mit der Herstellung des Projekts befasst ist oder wesentliche Komponenten liefert, wie bspw. der Generalunternehmer oder der Turbinenlieferant für Windparks sowie etwaige Rohstoff- bzw. Brennstofflieferanten; im Rahmen von Erneuerbare Energieprojekten ist auch das Kreditrisiko des Direktvermarkters zu berücksichtigen. Bei großflächigen Projekten an Land kann auch die insolvenzfeste Sicherung der Anlage- und Infrastrukturstandorte eine besondere Herausforderung sein, wenn diese nicht im Eigentum der Projektgesellschaft stehen, sondern von Dritteigentümern gepachtet sind.

Die jeweilige Kreditwürdigkeit ist standardmäßig zu überprüfen (insbes. Analyse unterjähriger (Bilanz-)Kennzahlen und von Jahresabschlüssen; internes oder externes Rating). Gegebenenfalls wird der Vertragspartner adäquate Sicherheiten zugunsten der Projektgesellschaft stellen müssen, so bspw. ein nicht über eine ausreichende Bonität verfügendes Direktvermarktungsunternehmen. Auch die wesentlichen Projektpartner für die Projektrealisierung sind typischerweise verpflichtet, Garantien oder Bürgschaften in bestimmten Rahmen als Gewähr für die vertragsgerechte Umsetzung abzugeben (bspw. Konzernsicherheiten, Anzahlungssicherheiten, Vertragserfüllungs- und Gewährleistungssicherheiten).

Wenn der Abnehmer, Direktvermarkter bzw. der öffentliche Auftraggeber in einer PPP-Struktur seine Pflichten unter dem geschlossenen Vertrag auf einen Dritten übertragen kann, muss der Dritte entweder eine mindestens gleichwertige Bonität haben oder wird der ursprüngliche Vertragspartner weiter für die Erfüllung seiner Verpflichtungen einstehen müssen. Mit Ausnahme von öffentlichen Auftraggebern wird hier aber typischerweise eine vorherige Zustimmung der Projektgesellschaft und/oder der Fremdkapitalgeber vorgesehen sein.

Fremdkapitalgeber schließen wesentliche Vertragspartner der Projektgesellschaft typischerweise über den Begriff der "Major Project Parties" in die Regelungen der Finanzierungsdokumente ein. So bestehen dann entsprechende Informationspflichten, bspw. zur Vorlage von Jahresabschlüssen, (je nach Projekt strenge oder weniger strenge) Auflagen zum Umgang mit den wesentlichen Projektverträgen. Schließlich können negative Auswirkungen auf wesentliche Projektparteien unter Umständen einen Kündigungsgrund für die Finanzierung bedeuten (bspw. die Insolvenz des

Generalunternehmers in der Bauphase).

Die Projektgesellschaft wird versuchen, die Kündigung über sog. "last man standing"-Regeln abzuwenden, d.h. den betroffenen Vertragspartner auszutauschen.

Öffentliche Auftraggeber oder Abnehmer können wegen der öffentlichen Gewährträgerhaftung zwar nicht überschuldet, wohl aber zahlungsunfähig und damit insolvent sein. Im Rahmen der Due Diligence kann zu prüfen sein, ob der öffentliche Auftraggeber über ein gesichertes Einkommen an Steuern, Beiträgen, Gebühren und sonstigen Mitteln verfügt.



# Technische Risiken (im weiteren Sinne)

## Fertigstellungsrisiken

Das Fertigstellungsrisiko umfasst das Risiko, dass der Projektgegenstand verspätet oder nur mangelhaft fertiggestellt wird. Dieses Risiko ist sog. "Greenfield"-Projekten immanent, da das Projekt in diesen Fällen erst noch errichtet werden muss. Erst nach erfolgreichem Abschluss der Bauphase kann das Projekt seinen bestimmungsgemäßen Cashflow generieren.

- Die grundsätzliche technische Machbarkeit eines Projektes lassen (institutionelle) Investoren und Fremdkapitalgeber regelmäßig durch interne Fachleute oder externe technische Berater überprüfen.
- Die Höhe des Fertigstellungsrisikos hängt im Wesentlichen ab vom technologischen Risiko des Projektes, der Erprobtheit der Technologie, von der Erfahrung, den Ressourcen und der Bonität der gewählten (Nach-)Unternehmer für die Bauphase und von der vertraglichen Gestaltung einschließlich der gewährten Sicherheiten. So ist das Fertigstellungsrisiko bei einem Onshore Windpark beispielsweise deutlich niedriger zu bewerten als bei einem Offshore-Windpark.
- Die Projektgesellschaft stellt das Fertigstellungsrisiko so weit wie möglich an einen oder mehrere (Nach-)Unternehmer Bau durch; diese Durchstellung erfolgt optimalerweise durch einen Generalunternehmervertrag über die Planung und schlüsselfertige Errichtung zu einem festen Pauschalpreis und einem festen, vertragsstrafenbewehrten Fertigstellungstermin. Hat man keinen Generalunternehmer, sollte zumindest das Fertigstellungsrisiko für den Ankauf und die Installation kritischer Komponenten, wie bspw. die Turbinen bei einem Windpark an die Zulieferer über vertragsstrafenbewehrte Lieferfristen durchgestellt werden. Je mehr unterschiedliche Vertragspartner man in der Bauphase hat ("Multi-Contracting"), je höher ist das Schnittstellenrisiko und es sind geeignete Schnittstellenregelungen zu treffen.
- Je nach Art des Projektes müssen die Verträge mit den (Nach-) Unternehmer(n) und Zulieferern bestimmte Besonderheiten abdecken. Bspw. müssen bei Offshore-Projekten die technischen Besonderheiten wie z.B. Wetter- und Grundrisiken und Themen in Bezug auf Schiffe und Installationsausrüstung berücksichtigt werden.
- Ist das Fertigstellungsrisiko hoch, bietet sich aus Fremdkapitalgebersicht die Abgabe von Fertigstellungsgarantien (sehr selten) oder die Regelung von (begrenzten) Nachschussverpflichtungen durch die Sponsoren an; die Eigenkapitalseite wird insbesondere der Forderung nach Fertigstellungsgarantien vehement widersprechen, weil sie dem "non-recourse"-Charakter einer Projektfinanzierung widerspricht; man sieht dies bei in Deutschland belegenen Projekten daher auch normalerweise nicht.
- Eine Regelung zu finanziellen Puffern bei Überschreitung der angesetzten Gesamtinvestitionskosten ist aber sowohl aus Eigen- als auch Fremdkapitalsicht sinnvoll und wichtig. Hier gibt es beispielsweise entsprechende Fazilitäten ("Cost-Overrun" oder "Contingent Facilities", sowohl auf Eigen- und auch Fremdkapitalseite) und/oder man plant Rückstellungen für Kostenüberschreitungen direkt im Budget ein.
- Aus Investorensicht ist es auch wichtig, den Baufortschritt regelmäßig zu überwachen, um so bei auftretenden Problemen möglichst frühzeitig einschreiten zu können. Üblicherweise verpflichtet sich die Projektgesellschaft im Darlehensvertrag zur regelmäßigen Vorlage von Projektberichten, es gibt Zugangsrechte und eine (projektspezifische) Vielzahl an weiteren Auflagen, die eine ordnungsgemäße Fertigstellung sicherstellen sollen. Die Auszahlungen sind strikt zweckgebunden ausgestaltet und etwa ausschließlich für die Zahlung von Baukosten (ggf. nach Bestätigung des erreichten Baufortschritts durch einen technischen Berater) zu verwenden.

- Ist das Fertigstellungsrisiko aus Sicht von Investoren trotz aller Strukturierungsmöglichkeiten zu hoch (so bspw. aus Sicht von manchen institutionellen Investoren teilweise bei Offshore-Windparks noch der Fall), kann man in diese Projekte auch erst in der Betriebsphase einsteigen, wenn die ursprünglichen Eigenkapitalinvestoren ihre Beteiligung veräußern oder das Fremdkapital refinanziert wird. Die erzielbare Renditeerwartung wird dann aber auch mutmaßlich der Tatsache Rechnung tragen, dass der Investor in ein Projekt ohne Fertigstellungsrisiko einsteigt.
- Zur Sicherstellung der termingerechten Fertigstellung hat die Projektgesellschaft darum in einem solchen Bauvertrag feste, strafbewehrte Vertragsfristen mit auskömmlichen Puffern zu vereinbaren und durch Bürgschaften o.ä. abzusichern. Die Vertragsstrafen oder der pauschale Schadensersatz sollten grundsätzlich so bemessen sein, dass die Projektgesellschaft ihre laufenden Kosten einschließlich des Schuldendienstes decken und etwaige Verbindlichkeiten gegenüber Dritten (Vertragsstrafen, pauschalierten Schadensersatz) bedienen kann. Typischerweise enthalten die Projektverträge jedoch auch Haftungsbegrenzungen (Höhe sektor- und projektabhängig), so dass über die Haftungsbegrenzungen hinausgehende Schäden aufgrund der Verspätung bei der Projektgesellschaft verbleiben. Auch stehen der bzw. die Baupartner auch nur für die Realisierung solcher Risiken ein, die nach den Regelungen des Vertrags auch von diesem/diesen übernommen wurden.

### Verspätete Fertigstellung

Das Risiko verspäteter Fertigstellung trägt zunächst die Projektgesellschaft, und zwar regelmäßig dadurch, dass sie erst nach Fertigstellung Cashflows generiert. So ist dies bspw. in PPP-Strukturen, aber faktisch auch bei Erneuerbaren Energieprojekten, da die staatliche finanzielle Förderung erst ab Inbetriebnahme für die tatsächliche Einspeisung von Strom gezahlt wird, d.h. die Projektgesellschaft trägt aufgrund der Förderregelungen des EEG grundsätzlich das Fertigstellungsrisiko. Ausnahmen von dieser Regelung gibt es bspw. in den Fällen einer von der Projektgesellschaft nicht verschuldeten Verspätung der Netzanbindung von Offshore-Windparks unter den Voraussetzungen einer fingierten Betriebsbereitschaft (§ 17e Abs. 2 Satz 4 EnWG). Ist die rechtzeitige Erstellung des Projekts, bspw. einer Autobahn, gegenüber einem öffentlichen Auftraggeber geschuldet, wird es darüber hinaus feste und strafbewehrte Vertragsfristen geben. Hier ist in den entsprechenden Projektverträgen darauf zu achten, dass die Projektgesellschaft unter bestimmten Umständen einen Anspruch auf Bauzeitverlängerung haben muss (Änderungsanordnungen des öffentlichen Auftraggebers, höhere Gewalt etc.).

- Die Projektgesellschaft stellt das Risiko so weit wie möglich an ihre (Nach-)Unternehmer, wie bspw. den Generalunternehmer Bau, durch.
- Stets zu klären ist, wer die Fixkosten der Projektgesellschaft trägt, wenn sich die Fertigstellung infolge höherer Gewalt oder aus einem sonstigen Grund verzögert, den der bzw. die (Nach-)Unternehmer Bau nicht zu vertreten hat bzw. haben: Soweit keine Versicherung besteht, muss dies im Regelfall über die Puffer für Kostenüberschreitungen abgedeckt werden.
- Ziel der Projektgesellschaft und der in die Projektgesellschaft investierenden Investoren ist möglichst ein Gleichlauf von Ansprüchen aufgrund desselben Ereignisses. So sollte bspw. ein Anspruch auf Bauzeitverlängerung des (Nach-)Unternehmers Bau in einem PPP-Projekt davon abhängen, dass ein entsprechender Anspruch auch unter den Projektvertrag mit dem öffentlichen Auftraggeber besteht.



- Bei Projekten mit Multi-Contracting-Strukturen ist insbesondere auf sachgerechte Schnittstellenregelungen zu achten, bspw. durch die Pauschalierung von Ansprüchen der jeweiligen (Nach-)Unternehmer bei Behinderung durch einen anderen (Nach-)Unternehmer, so dass die Projektgesellschaft diese stets optimal durchreichen kann. Ein Beispiel hierfür ist die Offshore-Installationsphase. Wird hier ein Installationsschiff von einem (Nach-)Unternehmer an einen anderen (bspw. vom Balance-of-Plant-Unternehmer an den Turbinenlieferanten) über die Projektgesellschaft beigestellt, sind diffizile Regelungen, auch unter Berücksichtigung des Schlechtwetterrisikos erforderlich, um eine sachgerechte für die Projektgesellschaft vorteilhafte Risikoallokation zu erreichen.
- Das Risiko mangelhafter Fertigstellung ist – soweit möglich – an die jeweiligen (Nach-)Unternehmer und Zulieferer, wie insbesondere den bzw. die (Nach-)Unternehmer Bau weiterzugeben, bspw. durch adäquate (pönalisierte) Abnahme- und Gewährleistungsregelungen. Bei Kraftwerksprojekten wird das Risiko des Nichterreichens wirtschaftlich wichtiger Leistungsparameter durch sog. Leistungsparameter teilweise auf den EPC-Generalunternehmer übertragen; darüber hinaus wird die den Abnehmern geschuldete Kapazität regelmäßig erst nach Fertigstellung festgelegt. Bei Erneuerbaren Energieprojekten übernehmen Verfügbarkeits- bzw. Ertragsgarantien eine wichtige Absicherung.
- Insbesondere die Gewährleistungspflichten und -fristen unter den (Nach-)Unternehmer- und Zulieferverträgen müssen auskömmlich und praktikabel sein und gegebenenfalls mit denen des Abnahme- oder Projektvertrages harmonisieren.
- In PPP-Strukturen sollte die Abnahme unter einem (Nach-)Unternehmervertrag nicht früher als die Abnahme unter dem Projektvertrag mit der öffentlichen Hand stattfinden.
- (Nach-)Unternehmer und Zulieferer werden ihre Haftung für Verzug und Nichterreichen der vertraglich vereinbarten Leistungsparameter nach verschiedenen Kriterien beschränken wollen; etwaige Begrenzungen müssen indes auskömmlich sein. So sollten Gewährleistungspflichten optimalerweise nicht Gegenstand von Haftungsbeschränkungen sein. In einem Gewährleistungsfall im Offshore-Bereich wird bspw. ein Großteil der Kosten für die Reparatur oder den Austausch eines defekten Teiles nicht durch die Reparatur selbst verursacht, sondern durch die Demontage, den Transport an Land, den Rücktransport auf See und die erneute Montage (“In-and-out-expenses”). Es ist im Offshore-Bereich nicht immer selbstverständlich, dass die Gewährleistungspflicht diese “In-and-out-expenses” umfasst. Jedenfalls dann, wenn sich die Verpflichtung des Werkunternehmers auf die Lieferung zum Hafen oder auch an Bord eines Schiffes beschränkt (FAS oder FOB), wird diese Verpflichtung gelegentlich ausgenommen, so dass hierauf aus Investorensicht immer zu achten ist.

Bestandteil des Risikos verspäteter Fertigstellung ist auch das Risiko, dass alle weiteren, zum ordnungsgemäßen Betrieb des Projektes notwendigen Personal- und Sachmittel sowie die notwendige Infrastruktur rechtzeitig und vollständig bereitstehen, so dass man nach Fertigstellung reibungslos in den Betrieb übergehen kann. Dieses Risiko wird in vielen Fällen vertraglich an den (kommerziellen und/oder technischen) Betreiber durchgereicht, der in eigenverantwortlicher Abstimmung mit dem bzw. den (Nach-)Unternehmer(n) Bau die notwendigen Vorbereitungen treffen und gleichfalls geeignete Strafversprechen abgeben muss. Bei Windparkprojekten schließt man typischerweise mit dem Turbinenlieferanten zeitgleich mit dem Turbinenlieferungsvertrag auch einen Wartungs- und Servicevertrag ab. Abgestimmt auf die konkreten Abnahmeregelungen im Turbinenlieferungsvertrag, beginnt der Wartungs- und Servicezeitraum, üblicherweise mit einer Verfügbarkeitsgarantie.

### Mangelhafte Fertigstellung (Technologisches Risiko im engeren Sinne)

Das Risiko mangelhafter Fertigstellung bedeutet das Risiko, dass der fertige Projektgegenstand nicht den vorgegebenen Anforderungen entspricht, die erfüllt werden müssen, um im Rahmen des Betriebs die eingeplante Vergütung zu erwirtschaften. Das Risiko trägt grundsätzlich die Projektgesellschaft und ist eine klassische Ausprägung des Baurisikos bei Projekten.

Im Offshore-Windbereich sind Serienschadensregelungen Standard. Damit wird erreicht, dass bei Überschreitung einer bestimmten Anzahl an gleichen oder ähnlichen Mängeln (Schwelle projektabhängig) eine weitergehende Ursachenanalyse durchgeführt wird, bei der üblicherweise auch weitere Komponenten desselben Typs, bei denen der Schaden (noch) nicht aufgetreten ist, untersucht werden. Ergibt die Überprüfung, dass eine weitergehende Anzahl von Komponenten, bspw. aufgrund eines Design-Fehlers, ebenfalls betroffen ist, ist der Zulieferer verpflichtet, alle entsprechenden Komponenten des Windparks auszutauschen bzw. zu reparieren.

### Grundstücksrechte

- Verfügt die Projektgesellschaft über hinreichende und gesicherte Rechte an den zur Projektdurchführung erforderlichen Grundstücken?
- Wer steht gegebenenfalls dafür ein, dass die Grundstücke erst verspätet oder unvollständig bereit stehen?
- Stehen Rechte Dritter entgegen?

Die Zuordnung dieses Risikos hängt von der jeweiligen Projektstruktur ab. Während bei Autobahn-PPP-Projekten die Grundstücksbeschaffung typischerweise ein Risiko ist, dass der öffentliche Auftraggeber übernimmt, liegen Grundstücksthe-

men bei großflächigen Wind- und Solarprojekten auf Land typischerweise bei der Projektgesellschaft und stellen einen wichtigen Bestandteil der Due Diligence dar. Um den dauerhaften Betrieb der Anlagen sicherzustellen, ist es erforderlich, dass die Projektgesellschaft an allen für die Energieerzeugung und -einspeisung benötigten Flächen dinglich gesicherte Nutzungsrechte hat.

Darüber hinaus haben die Fremdkapitalgeber ebenfalls ein Interesse daran, selbst Sicherheiten an diesen Grundstücken zu haben, insbesondere um das Projekt gegebenenfalls durch einen Dritten fortführen lassen zu können. Bei Windprojekten etwa ist in diesem Zusammenhang die Einräumung beschränkter persönlicher Dienstbarkeiten oder die Bestellung geeigneter Vormerkungen üblich.

Auch die Einräumung eines Nießbrauchs kann in bestimmten Fällen eine angezeigte Alternative sein. Bei der Beteiligung mehrerer Fremdkapitalgeber und ggfls. zugleich mehrerer Projekte, die auf dieselbe Infrastruktur und Grundstücke zugreifen müssen, kann die Sicherung zugunsten aller beteiligter Fremdkapitalgeber über maßgeschneiderte Sicherungspoolvereinbarungen erfolgen. Ein Anwendungsfall ist beispielsweise die Sicherung der Kabelgrundstücke und Umspannwerke für die finanzierenden Banken mehrerer Windparks.



**Hogan Lovells International LLP**  
**gelistet in Band 1 für Energie:**  
 Transaktionen Legal500, 2019

## Planungsrisiko

Das Planungsrisiko ist das Risiko, die Output-Spezifikation bzw. die funktionalen Leistungsanforderungen des jeweiligen Projektes unzureichend in eine Ausführungsplanung umzusetzen.

Das Planungsrisiko trägt grundsätzlich die Projektgesellschaft, die es nach Möglichkeit an ihre(n) (Nach-)Unternehmer Bau weiterreicht.

Das Planungsrisiko wird im Rahmen einer PPP regelmäßig durch eine funktionale Leistungsbeschreibung auf die Projektgesellschaft übertragen. Dies gilt grundsätzlich auch dann, wenn die Projektgesellschaft eine Referenzplanung des öffentlichen Auftraggebers übernimmt.

Wichtig ist hier aus Sicht der Projektgesellschaft, dass das Anforderungsprofil des Leistungsprogramms klar, objektiv und begrenzt ist.

Bei Projekten im Bereich Erneuerbare Energien, insbesondere im Bereich Offshore-Wind, verlangt man typischerweise von den Planungsverantwortlichen auf der (Nach-)Unternehmerebene, dass die Planung für eine bestimmte Lebensdauer ausgelegt ist, ein sog. "Design Life".

Zu einer Herausforderung wird das Planungsrisiko bei größeren Vorhaben unter Verwendung einer Multi-Contracting-Struktur. Dies kann etwa bei der Realisierung eines Offshore-Windparks der Fall sein. Die einzelnen Projektpartner übernehmen dann nur die Verantwortung für die von ihnen vertraglich zugesagten Leistungen, während bei der Projektgesellschaft das übergeordnete Planungs- und Schnittstellenrisiko verbleibt. Haftungssensibel ist insbesondere im Bereich der Planung von Offshore-Projekten auch die Schnittstelle zwischen den Fundamenten und den Turbinen, da die Planung der Fundamente auf die Lasten von den Turbinen ausgelegt werden muss. Die sog. Lastenkalkulation und die Frage, inwieweit für falsche Angaben hieraus gehaftet wird, ist daher ein wichtiger Aspekt bei der Verteilung des Planungsrisikos.

## Genehmigungsrisiko

Wer trägt das Risiko, dass die zur Durchführung des Projektes notwendigen öffentlichrechtlichen Genehmigungen (Baugenehmigung oder Planfeststellungsbeschlüsse, Genehmigung nach dem Bundesimmissionsschutzgesetz, wasserrechtliche Erlaubnis etc.) gar nicht, abgeändert bzw. mit belastenden Nebenbedingungen versehen oder verspätet erteilt werden?



- Im Bereich Erneuerbare Energien trägt die Projektgesellschaft in der Regel das grundlegende Genehmigungsrisiko, während (Nach-) Unternehmer etwa die Verantwortung für die Genehmigungsfähigkeit einer Planung und die Verantwortung für besondere Genehmigungserfordernisse tragen, etwa im Bereich von Offshore-Windparks für strom- und schiffahrtspolizeiliche Genehmigungen oder den Einsatz von besonderen Arbeitsgeräten.
- In einer PPP wird das Risiko üblicherweise zwischen dem öffentlichen Auftraggeber und dem Privaten aufgeteilt. Der Private sollte nicht das Risiko von Bearbeitungsverzögerungen durch Behörden oder Verzögerungen durch unverschuldete Rechtsstreitigkeiten tragen. Der Private stellt das Risiko im Wesentlichen an seine (Nach-)Unternehmer durch.
- Das Vorliegen der erforderlichen Genehmigungen wird für die Fremdkapitalgeber typischerweise eine Auszahlungsvoraussetzung bzw. für die Investoren eine Investitionsbedingung sein.

### Baugrundrisiko/Kampfmittel und Kampfstoffe

Wer trägt das Risiko, dass sich die Bauausführung wegen unvorhergesehener Baugrundbedingungen oder Kampfmittel- oder Kampfstofffunden verzögert oder verteuert oder dass die Bauausführung gar unmöglich wird?

- Auch dieses Risiko trägt meist die Projektgesellschaft, die das Ausmaß vorab auf Grundlage von Untersuchungen, Gutachten, etc. einschätzen muss.
- Soweit es (Nach-)Unternehmer gibt, wird das Risiko meist geteilt und, soweit die Auswirkungen abschätzbar sind, an den (Nach-)Unternehmer Bau oder andere (Nach-)Unternehmer durchgestellt.
- In einer PPP sollte die Projektgesellschaft das Risiko nur soweit übernehmen, wie sie es vorab auf Grundlage der bereits durchgeführten Untersuchungen, Gutachten etc. einschätzen kann oder nur im Rahmen vorab einkalkulierter Grenzen. Zu klären ist, wer für etwaige Fehler solcher Gutachten einsteht.

### Denkmäler

Zufällig gefundene Kulturdenkmäler sind in Deutschland nach Landesgesetzen den zuständigen Behörden anzuzeigen; ein solcher Fund kann einen auch lang andauernden Baustopp mit den entsprechenden Zeit- und Kostenfolgen nach sich ziehen. Im Ausland gilt Entsprechendes.

Angemessen ist es, dieses Risiko weitestgehend der Projektgesellschaft zuzuordnen, weil andere Beteiligte wie etwa ein Bauunternehmer keinen Einfluss auf solche Funde hat. In einer PPP sollte das Risiko dem öffentlichen Auftraggeber zugewiesen werden.

### Versteckte Mängel von vorhandener Bauten

Wenn die Projektgesellschaft sich verpflichtet, bspw. im Rahmen einer PPP, vorhandene Bauten zu sanieren, zu betreiben oder instand zu halten, ist stets zu klären, wer das Risiko versteckter Mängel dieser Bauten trägt. Ebenso wie das Baugrundrisiko sollte die Projektgesellschaft dieses bei PPP-Projekten nur übernehmen, soweit sie das Risiko vorab genau einschätzen kann.

“Das Team ist ‘sehr gut organisiert’, ‘stets ansprechbar und liefert gute Lösungsansätze’.”

*Legal 500  
Deutschland, 2018*

## Versorgungsunternehmen und Schnittstellen

Häufig, insbesondere bei Straßen- und Pipelineprojekten, sind im Rahmen der Projektdurchführung Strom- und Fernmeldekabel, Wasserleitungen etc. umzulegen.

In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob die Projektgesellschaft die hierzu erforderlichen Rechte hat bzw. hinreichend ermächtigt ist, solche sog. Folgepflichten gegenüber den Versorgungsunternehmen geltend zu machen, und wer die Kosten der Verlegungen und das Risiko von Verspätungen trägt.

Auch bei Offshore-Windparks und deren Netzanbindungen sind Risiken aus der Kreuzung mit Unterwasserkabeln u. ä. zu beachten. Hier ist insbesondere wichtig, sicherzustellen, dass es Kreuzungsverträge gibt und diese mit den Versicherern abgestimmt sind.

Regelmäßig trägt die Projektgesellschaft solche Risiken und stellt sie – soweit möglich – an die (Nach-)Unternehmer durch.

## Interne Ermächtigungen/wirksames Förderregime

Sind auf Seiten des öffentlichen Auftraggebers (bei PPP) oder sonstiger Abnehmer und Vertragspartner die internen haushalts- und aufsichtsrechtlichen Voraussetzungen für den Abschluss des Projektvertrages gegeben?

Liegen bei Erneuerbaren Energieprojekten alle Voraussetzungen dafür vor, dass die Projektgesellschaft einen Anspruch auf die zugesagte Förderung hat?

Welche Voraussetzungen vorliegen müssen, ist im Rahmen der rechtlichen Due Diligence zu prüfen. Das Vorliegen der erforderlichen Voraussetzungen wird etwa Auszahlungsvoraussetzung unter dem Darlehensvertrag bzw. Investitionsbedingung sein.

## Sabotage, Vandalismus

Zu prüfen ist aus Investorensicht weiter, ob die Projektgesellschaft – insbesondere während der Bauphase – das Risiko von Sabotage durch Dritte und Vandalismus trägt. Mit Ausnahme von PPP-Strukturen trägt die Projektgesellschaft das Risiko von solchen Drittschäden üblicherweise selbst. Entscheidend ist hier das Versicherungskonzept. In PPP-Strukturen ist das Risiko, ebenfalls unter Einbindung von Versicherungsschutz, angemessen aufzuteilen und ggf. an relevante (Nach-)Unternehmer weiterzureichen.

Mandanten sehen die Teamstärken in der Bearbeitung von 'komplexen Vertragsthemen mit technischen Anforderungen' und schätzen die 'internationale Vernetzung der Anwälte mit wichtigen Stakeholdern'.

*Legal 500, 2017*

## Transportrisiken

Zum Materialbeschaffungsrisiko gehören häufig auch Transportrisiken, also das Risiko, dass der Brenn- oder Rohstoff oder auch das Produkt wie die Elektrizität über eine gewisse Strecke transportiert werden muss und dieser Transport gestört wird. Ein übliches Mittel zur Abmilderung dieses Risikos in bestimmten Fällen sind ausreichende Reservelager auf dem Projektgelände.

Transportrisiken sind nach Möglichkeit den Rohstofflieferanten und Abnehmern zuzuweisen und/oder zu versichern.

Bei Kraftwerksprojekten etwa kann die Projektgesellschaft ein Interesse daran haben, sich die erforderlichen Netzkapazitäten durch den Abschluss eigener Verträge mit den Netzbetreibern zu sichern.

Bei Erneuerbaren Energieprojekten entsteht der Anspruch auf die Förderung nur in Höhe der tatsächlichen Einspeisung ins Netz. Entscheidend ist der Verknüpfungspunkt im Sinne des EEG; bis zu diesem Punkt trägt die Projektgesellschaft das Transportrisiko. Die Projektgesellschaft trägt also insbesondere Einbußen durch Netzverluste aufgrund von längeren Netzanschlussleitungen und/oder Umspannungsverluste. § 17e EnWG regelt in bestimmten Fällen eine Entschädigung bei Störungen oder Verzögerung der Anbindung von Offshore-Anlagen.

## Abnahme- und Übergabekriterien

Zur Minimierung der Fertigstellungsrisiken gehört es auch, dass in allen für die Fertigstellung eines Projekts erforderlichen Verträgen, so bspw. der Projektvertrag in einer PPP-Struktur, klar definierte Abnahme- und Übergabekriterien vorgesehen sind und dass ihr Vorliegen objektiv nachweisbar und überprüfbar ist. Vorsicht ist insbesondere bei den (Nach-)Unternehmerverträgen bei Regelungen zu fingierter Abnahme geboten. Dies sollte nach Möglichkeit ausgeschlossen werden.

## Risikodurchstellung an (Nach-)Unternehmer und sonstige Beteiligte

Wenn man als Finanzierer oder Investor prüft, ob ein Risiko wirksam und effektiv auf einen (Nach-)Unternehmer (Bau) oder sonstige Beteiligte

durchgestellt ist, sind allgemein folgende Grundsätze zu beachten:

- Jede Risikodurchstellung ist nur so viel Wert wie die Bonität des Risikoträgers
- Werden Sicherheiten gestellt?
- Gleichschaltung und gegebenenfalls Verkürzung von Vergütung und Fristen (*pay when paid* etc.), wenn man selbst als Projektgesellschaft durch einen Hauptauftrag an einen Auftraggeber gebunden ist
- Gleichschaltung von Vertragsänderungs- und Streitlösungsmechanismen etc.
- Angemessenheit eines pauschalierten Schadenersatzes für Verzug und andere Vertragsbrüche
- Auswirkungen höherer Gewalt insbesondere auch auf die Einnahmensituation der Projektgesellschaft (wer kommt für die Fixkosten der Projektgesellschaft auf?)
- die Angemessenheit von Haftungsbeschränkungen, Haftungsausschlüssen und Gewährleistungsregelungen
- Direktvereinbarungen der Fremdkapitalgeber mit wichtigen (Nach-)Unternehmern und gegebenenfalls dem öffentlichen Auftraggeber
- Wie sind die Kündigungsrechte ausgestaltet und was ist die Rechtsfolge bei einer Kündigung?
- Schnittstellenrisiken: Mängel des Projektgegenstandes lassen sich nicht immer eindeutig einem (Nach-)Unternehmer zuordnen. Die Projektgesellschaft sollte nicht das Risiko tragen, den Verursacher eines Mangels nicht ermitteln zu können und entsprechende Schäden nicht ersetzt zu bekommen. Solche und andere Schnittstellenrisiken lassen sich ggf. in einer Schnittstellen- oder Koordinationsvereinbarung zwischen der Projektgesellschaft und den (Nach-)Unternehmern auf die (Nach-)Unternehmer übertragen bzw. zumindest aufteilen.



## Wirtschaftliche Risiken (im weiteren Sinne)

### Abnahme- bzw. Einnahmenrisiko

Ist eines der zentralen Risiken und bedeutet die Möglichkeit, dass die Einnahmen des Projektes unter den prognostizierten Werten liegen. Das Abnahme- bzw. Einnahmenrisiko hängt von der Art des Projektes ab.

Die Analyse des Zahlungsmechanismus des Projektvertrages oder der sonstigen Abnahmeverträge bzw. sonstigen (gesetzlichen) Grundlagen für den maßgeblichen Cashflow, insbesondere der Möglichkeit von Abzügen bei Nicht- oder Schlechtleistungen, ist für die Bewertung des Betriebsrisikos und für die Finanzierbarkeit bzw. Investitionswürdigkeit von entscheidender Bedeutung:

- Sind die Bemessungskriterien klar, eindeutig und objektiv (d.h. messbar)?
- Trägt die Projektgesellschaft Markt- oder Verkehrsmengenrisiken?
- Inwieweit kann die Projektgesellschaft ihre Preise erhöhen?
- Sind etwaige Vertragsstrafen und Abzüge objektiv und angemessen?

In vielen Projekten ist das Risiko durch langfristige Abnahme- oder Projektverträge mit Abnehmern mit einer ausreichenden Bonität gesichert; diese Abnahmeverträge sind für die Finanzierbarkeit des Projektes entscheidend.

Bei einer PPP beruht der Zahlungsmechanismus üblicherweise auf

- einem Verfügbarkeitsentgelt, das die Projektgesellschaft nur erhält, wenn und soweit der Projektgegenstand tatsächlich verfügbar ist, und/oder auf
- einem Volumenentgelt, das von der Menge der erbrachten Leistungen oder der Verkehrsmenge abhängt, und/oder auf
- einem Mechanismus, der Veränderungen des Entgelts bei Nichteinhaltung bestimmter Service Level zulässt.

Bei früheren Straßenprojekten wie den älteren A- und F-Modellen trug der Konzessionär das Verkehrsmengenrisiko, das Entgelt war nicht an die bloße Verfügbarkeit der Straße geknüpft. Die realistische Einschätzung des Verkehrsmengenrisikos auf Grundlage eines Verkehrsgutachtens ist die Basis der Einschätzung der künftigen Einnahmen der Projektgesellschaft und von entscheidender Bedeutung für den Erfolg des gesamten Projektes. Die Erfahrungen insbesondere bei sog. Greenfield-Projekten (Travetunnel, Warnowquerung, Kanaltunnel) zeigen, wie erheblich die Fehleinschätzungen sein können.

Bei Projekten im Bereich der Erneuerbaren Energien war das Abnahmerisiko in Deutschland bislang klar geregelt und nicht von der Projektgesellschaft zu tragen. Ähnliche Systeme gibt es in zahlreichen anderen Ländern. Bei der Finanzierung von Erneuerbare Energieprojekten waren bestimmte Risiken, etwa Abnahme und Kreditrisiken, durch die nach § 4 EEG a.F. bestehende (kaufmännische) Abnahmepflicht der Netzbetreiber, Einspeisevorrang und garantierte Einspeisevergütung auf Grundlage des Erneuerbare-Energien-Gesetzes vernachlässigbar.

Mit der EEG-Reform 2014 hat sich die Förder-systematik grundlegend geändert. Die garantierte Einspeisevergütung gilt nunmehr nur noch beschränkt im Rahmen für kleine Anlagen und der Einspeisevergütung in Ausnahmefällen sowie für Bestandsanlagen in der Einspeisevergütung. Deshalb sind bei der Prüfung nunmehr auch Besonderheiten hinsichtlich der grundsätzlichen Pflicht zur Direktvermarktung zu berücksichtigen, wie etwa das allgemeine Vertragspartnerrisiko, die abgesenkte Ausfallvergütung beispielsweise im Falle der Insolvenz des Direktvermarktungsunternehmers oder das Risiko eines Förderungsaustritts bei negativen Strompreisen am Spotmarkt der Strombörse EPEX Spot SE in Paris.

Zusätzlich kommt es für neue Projekte ab 2017 nun zu Ausschreibungen, d.h. die Förderung für die Erneuerbaren Energien wird wettbewerblich ermittelt. Damit vollzieht die Politik einen Paradigmenwechsel: Von bestimmten Ausnahmen für Bestands- oder Übergangprojekten einmal abgesehen wird die Höhe der staatlichen Förderung für Neuanlage nicht mehr vom Gesetzgeber bestimmt, sondern durch Ausschreibungen ermittelt. Bei diesen Ausschreibungen sind die Bieter erfolgreich, die mit möglichst geringer staatlicher Förderung auskommen.

### Baukostenüberschreitungen

Das Risiko von Baukostenüberschreitungen (sog. *Capital expenditure* oder *Capex risk*) trägt grundsätzlich die Projektgesellschaft. Soweit möglich, sollte das Risiko durch entsprechende Vertragsgestaltung an (Nach-)Unternehmer und Zulieferer über Festpreise weitergereicht werden. Im Übrigen bleibt den Investoren nur auf eine konservative Budgetplanung mit ausreichend Puffern und Kreditlinien für den Fall von Kostenüberschreitungen zu achten. Die Fremdkapitalgeber werden im Gegenzug auf entsprechende Nachschusspflichten der Sponsoren/Investoren bestehen.

Um frühzeitig über etwaige (sich abzeichnende) Kostensteigerungen informiert zu sein, ist der Nachweis, dass sich beantragte Auszahlungen zur Fertigstellung innerhalb des vereinbarten Kostenbudgets bewegen – neben dem Nachweis des Erreichens bestimmter Meilensteine – üblicherweise Auszahlungsvoraussetzung unter dem Darlehensvertrag.

Im Rahmen von PPP-Strukturen wird das Risiko in bestimmten Situationen vom öffentlichen Auftraggeber getragen. Baukostenüberschreitungen, die auf Umständen beruhen, welche in die Risikosphäre des Auftraggebers fallen (höhere Gewalt; Gesetzesänderungen; unvorhersehbare Baugrundrisiken; Verletzung von Mitwirkungspflichten), sind auch von diesem zu kompensieren. Optimalerweise trägt die Projektgesellschaft auch nur in diesem Ausmaß Kostensteigerungsrisiken und spiegelt daher die mit dem öffentlichen Auftraggeber gefundene Regelung in dem Vertrag mit

dem (Nach-)Unternehmer Bau. Optimalerweise darf bspw. der (Nach-)Unternehmer Bau bei einer PPP-Struktur nur in dem Umfang eine Zusatzvergütung fordern, wie dies der Auftragnehmer gegenüber dem öffentlichen Auftraggeber kann.

Das Betriebsrisiko bedeutet die Möglichkeit,

- dass entweder die Betriebs- und Instandhaltungskosten die budgetierten Kosten überschreiten (sog. *operating expenditure* oder *Opexrisk*),
- dass das Projekt die geschuldeten Leistungsparameter nicht einhält oder
- dass es zu Betriebsunterbrechungen oder schlechterer Performance als geplant kommt.

Der Betreiber kann entweder eine unabhängige Gesellschaft oder einer der Sponsoren sein; wichtig sind hinreichende Erfahrung und effektives Management.

Bei einer PPP wird das Betriebsrisiko grundsätzlich zwischen dem öffentlichen Auftraggeber und der Projektgesellschaft aufgeteilt; je nachdem, welche Ursache zu den Mindereinnahmen oder Mehrkosten führt (Gesetzesänderungen, Änderungsanordnungen, allgemeine Kostensteigerungen etc.). Mittel der Risikozuordnung ist der Zahlungsmechanismus des Projektvertrages einschließlich der Anpassungsklauseln. Entsprechendes gilt für Kraftwerksprojekte. Im Bereich Erneuerbare Energien liegen Betriebsrisiken in der Regel bei der Projektgesellschaft. Die technische und/oder kaufmännische Betriebsführung wird oft über entsprechende Verträge ganz oder teilweise ausgelagert.

Wird der Betrieb komplett an einen (Nach-)Unternehmer Betrieb vergeben, hängt es stark von den Umständen des Einzelfalls ab, in wie weit dieser auch Teile des Betriebsrisikos übernimmt. Im Grundsatz gilt, dass Einnahmeausfälle und Kostensteigerungen durch äußere, nicht durch den Betreiber zu verantwortende Ursachen grundsätzlich zu Lasten der Projektgesellschaft gehen: Der Betreiber ist grundsätzlich nur zur Disziplin verpflichtet und kann – insbesondere wegen seiner geringen Vergütung ohne große Risikomargen keine unkontrollierbaren Risiken tragen. Mittel zur Disziplinierung des (Nach-)Unternehmers

Betrieb sind regelmäßig Betreiberverträge mit Bonus/Malus-Regelungen; darüber hinaus muss der Betreiber bei Schlechtleistungen kurzfristig ausgetauscht werden können. Faktisch ist die Übertragung des Betriebsrisikos immer durch die summenmäßig niedrigen Haftungsbegrenzungen des Betriebsvertrages beschränkt (z.B. Begrenzung der Haftung der jährlichen „claims made“ auf eine Jahresvergütung).

Bei Straßenprojekten etwa stellt die Projektgesellschaft ein etwaiges Verkehrsmengenrisiko grundsätzlich nicht an den (Nach-)Unternehmer Betrieb durch; auch das Risiko grundhafter Erneuerung (*heavy maintenance*) bleibt in aller Regel bei der Projektgesellschaft.

Bei Kraftwerksprojekten und Windparks wird regelmäßig ein Wartungsvertrag mit dem Anlagenbauer/Turbinenlieferanten abgeschlossen, der pönalisierte Garantien für Arbeitsverfügbarkeiten enthält. Zudem verpflichten sich die Abnehmer üblicherweise, den Leistungspreis auch bei Nichtverfügbarkeit der Anlage (etwa während Wartungsstillständen, höherer Gewalt u.ä.) über einen bestimmten Zeitraum, z.B. 60 Tage, zu entrichten, bis die Betriebsunterbrechungsversicherung eingreift („fiktive Verfügbarkeit“). Bei höherer Gewalt wird zudem die Take-or-pay-Verpflichtung unter dem Brennstoffliefervertrag ausgesetzt.

Zusätzlich können sich die Eigenkapitalgeber/Sponsoren in der Gesellschafterunterstützungsvereinbarung zur Unterstützung der Projektgesellschaft in verschiedenen Fällen verpflichten.

Das Risiko von Betriebsunterbrechungen wird darüber hinaus insbesondere durch den Abschluss geeigneter Betriebsunterbrechungsversicherungen beschränkt.

## Änderungsanordnungen

Insbesondere bei einer PPP wird sich der öffentliche Auftraggeber das Recht vorbehalten, zu jeder Zeit Leistungsänderungen fordern zu können. Die Projektgesellschaft muss im Gegenzug – soweit erforderlich – eine ausreichende Verlängerung der Bauzeit und zusätzliche Vergütung fordern können. Wirkt sich eine Änderungsanordnung nachteilig auf die Risikostruktur des Projektes aus, sollte die Wirksamkeit zusätzlich von der Zustimmung der Projektgesellschaft und/oder den Fremdkapitalgebern abhängig gemacht werden.

Umgekehrt muss die Projektgesellschaft gegenüber den (Nach-)Unternehmern handlungsfähig sein und erforderliche Nachträge mit den (Nach-)Unternehmern vereinbaren können, ohne sich erpressen zu lassen. Beliebt sind hierfür entsprechende Instruktionsrechte („right to instruct a variation“), die aber in der Regel intensiv verhandelt werden, weil die (Nach-)Unternehmer diese nicht gerne sehen.

“Strong team for project financing and PPP projects, particularly within the renewable energy sector.”

*Chambers Europe, 2019*

## Brennstoff- und Materialbeschaffungsrisiken

Meint das Risiko, den erforderlichen Brennstoff oder die sonstigen Rohstoffe nicht, verspätet, in unzureichender Menge oder Qualität (Brennwert) oder nur zu gestiegenen Kosten zu erhalten. Übliche rechtliche Steuerungsmittel sind

- langfristige Lieferverträge;
- die Weitergabe von Kostensteigerungen über den Arbeitspreis an die Abnehmer; und
- die Weitergabe eines "Take-or-pay"-Risikos über die Vereinbarung von Mindestabnahmemengen an die Abnehmer.

Die Standortqualität für Wind- oder Photovoltaikanlagen wird üblicherweise über Gutachten belegt. Der tatsächliche Stromertrag unterliegt dann in Abhängigkeit vom konkreten Windaufkommen den natürlichen Schwankungen. Versicherungen für dieses Risiko haben sich bislang nicht durchgesetzt.

Stets ist zu prüfen, welche gesetzlichen und vertraglichen Haftungsrisiken in Bezug auf vorhandene und während der Projektlaufzeit entstehende Kontaminationen bestehen. Kraftwerks-, Bergbau und sonstige Industrieprojekte sind in besonderem Maße dem Risiko ausgesetzt, Umweltverschmutzungen und -schäden zu verursachen und damit finanziell beträchtlichen Haftungsrisiken ausgesetzt zu sein. Hinzu kommen Altlastenrisiken und Gesetzesänderungsrisiken, etwaige Verpflichtungen zur Verwendung neuer umweltschonender Technologien etc.

Dieses zum Teil erhebliche Risiko wird insbesondere beschränkt durch

- die Verwendung einer dem aktuellen Stand der Technik entsprechenden, umweltschonenden Technologie,
- Umweltgutachten oder einer Umweltverträglichkeitsprüfung und gegebenenfalls deren Überprüfung durch den technischen Berater der Fremdkapitalgeber oder Investoren,
- die Erarbeitung und Beachtung von Umwelttrichtlinien durch die Projektgesellschaft und
- Rückstellungen in der Kostenplanung für Überwachung und Schadensbeseitigung.

Die Projektgesellschaft wird das Risiko von Umweltschäden zudem versichern; ferner wird sie bestimmte Umweltauflagen im Darlehensvertrag einhalten müssen, z.B. die nationalen Gesetze oder Weltbankstandards. Insbesondere bei Förderbanken ist die Einhaltung von Umweltgesetzen eine besonders wichtige Auflage.

## Entsorgungsrisiken

Manche Projekte wie etwa Müllverbrennungsanlagen produzieren Abfälle, die zu entsorgen sind. Dieses Risiko ist durch geeignete langfristige Entsorgungsverträge zu minimieren. Generell sind (Nach-)Unternehmer zu verpflichten, bei der Herstellung anfallende Abfälle ordnungsgemäß zu entsorgen. Dies gilt insbesondere, weil die Einhaltung von Umweltschutzgesetzen in den Finanzierungsverträgen üblicherweise eine sehr hohe Priorität hat.

## Bestehende Verpflichtungen

Stets ist zu prüfen, dass man in ein in rechtlicher Hinsicht unbelastetes Projekt investiert, d.h. dass die Projektgesellschaft oder der öffentliche Auftraggeber bei einer PPP nicht bereits bestehende vertragliche Verpflichtungen haben, die die Realisierung und den erfolgreichen Betrieb des Projekts behindern. Diese Themen sind im Rahmen der Due Diligence sorgfältig zu prüfen:

- Welche Verpflichtungen bestehen bereits in Bezug auf den Projektgegenstand, etwa aus Verträgen mit Dritten?
- Soweit es sich um Verpflichtungen des öffentlichen Auftraggebers bei einer PPP handelt: Tritt

"One client emphasises the firm's "outstanding" international resources and the "excellent, flexible and instant services" offered."

*Chambers Europe, 2019*

der Auftragnehmer in diese ein oder übernimmt er Pflichten aus diesen Verträgen?

- Welchen Einfluss haben die Verpflichtungen auf die Leistungserbringung durch die Projektgesellschaft?
- Komplikationen können sich auch daraus ergeben, dass es eine "geteilte Infrastruktur" gibt, d.h., dass bestimmte für den Betrieb des Projekts erforderliche Infrastruktur, wie bspw. ein Umspannwerk, auch von anderen Projekten genutzt werden. Ein solches Umspannwerk gehört dann üblicherweise einer anderen Gesellschaft, deren Gesellschafter die Nutzer-Projekte sind. Hier muss die dauerhafte Funktionsfähigkeit und Nutzung sichergestellt sein. Es stellen sich meist komplizierte Sicherungs- und Vergütungsfragen.

### Arbeitsverhältnisse

Bei Investitionen auf der Eigen- oder Fremdkapitalseite in ein Projekt, insbesondere wenn das Projekt schon eine gewisse Historie hat und Projektrechte von anderen Gesellschaften erworben werden, ist auch das Arbeitsrecht nicht aus den Augen zu verlieren:

Übernimmt die Projektgesellschaft bestehende Arbeitsverhältnisse, gegebenenfalls kraft Gesetzes (§ 613a BGB) und was sind die Konsequenzen hieraus?

### Versicherungen

Versicherungen sind für die Risikoverteilung unter verschiedenen Aspekten von großer Bedeutung. Zunächst ist zu prüfen, ggf. durch Einschaltung eines Versicherungsberaters, ob etwaige Pflichtversicherungen abzuschließen sind (sei es weil sie aufgrund einer PPP-Struktur vorgegeben sind, sei es weil sie im mit den (Nach-)Unternehmern vereinbarten Versicherungskonzept vorgesehen sind), ob diese angemessen sind und ob ggf. zusätzliche Versicherungen abzuschließen sind.

Im Rahmen von PPP-Strukturen muss die Projektgesellschaft ausreichend geschützt sein, wenn Risiken nachträglich unversicherbar werden (keine Wiederaufbaupflicht) oder wenn Versicherungsprämien über ein gewisses Maß hinaus steigen (Durchreichung an den öffentlichen Auf-

traggeber oder an die Abnehmer, an den öffentlichen Auftraggeber eventuell als sog. „*Insurer of last Resort*“, dem dann auch Prämien in gewissem Umfang zu zahlen sein können).

In der Regel haben vereinbarungsgemäß Fremdkapitalgeber den ersten Zugriff auf Versicherungsleistungen und können somit entscheiden, ob mit den Leistungen die Darlehen zurückgeführt werden oder ob das Projekt wiederaufgebaut wird. Vor allem aus Eigenkapitalgebersicht ist beachtenswert, dass auf einen Wiederaufbau nicht ohne wichtigen Grund verzichtet wird und das Projekt Zugriff auf vergütungsersetzende Versicherungsleistungen ohne Risiko einer Pflichtondertilgung erhält. Auch die Frage, ob von der Versicherungsleistung im Fall einer Pflichtondertilgung eine – je nach Finanzierungsart – möglicherweise erhebliche Vorfälligkeitsentschädigung bezahlt werden muss, ist zu beachten. Bei PPPs ist dieser erste Zugriff wegen des öffentlichen Interesses an dem Projekt indes grundsätzlich nicht durchzusetzen.

Üblich sind

- während der Bauphase insbesondere eine Bau- und Montageversicherung, eine *Delay-in-start-up*-Versicherung ("DSU"), eine *Advance-Loss-of-Profit*-Versicherung ("ALOP") und eine Haftpflichtversicherung sowie
- während der Betriebsphase eine Sachversicherung, eine Betriebsunterbrechungsver-sicherung sowie Betriebs- und Umwelthaftpflichtversicherungen,
- gegebenenfalls können Transportversicherungen dazu kommen.

Im Bereich Offshore kommen insbesondere noch die maritimen Spezialversicherungen hinzu.

Stets zu klären ist, wer die Versicherungen in wessen Interesse abschließt: die Projektgesellschaft für alle (Nach-)Unternehmer oder jede Partei getrennt.

### Sachschäden

Gegen sonstige Sachschäden am Projektgegenstand in der Bau- und Betriebsphase sichert sich die Projektgesellschaft üblicherweise durch geeignete

Versicherungsverträge ab. Dies ist Teil des Versicherungskonzepts.

### Personenschäden

Gegen Personenschäden in der Bau- und Betriebsphase sichert sich die Projektgesellschaft bzw. ein relevanter (Nach-)Unternehmer üblicherweise durch geeignete Versicherungsverträge ab.

### Inflations- und Deflationsrisiko

Das Inflationsrisiko liegt üblicherweise auf Seiten des öffentlichen Auftraggebers bzw. Abnehmers und wird durch Preisgleitklauseln oder Preis Anpassungsrechte durchgestellt; bei anderen Projekten wie bspw. im Bereich der Erneuerbaren Energien trägt es die Projektgesellschaft. Gegenüber wesentlichen (Nach-)Unternehmern und Zulieferern wird es üblicherweise durch Festpreise begrenzt; bei (Nach-)Unternehmern für langfristige Betriebs- und Wartungsdienstleistungen wird üblicherweise eine Indexierung der Vergütung vereinbart.

### Zinsänderungsrisiko

Das Zinsänderungsrisiko, also das Risiko, dass sich die Zinsen für aufgenommene Darlehen ändern, liegt üblicherweise, auch bei einer PPP, auf Seiten der Projektgesellschaft. Diese sichert sich gegen das Zinsänderungsrisiko entweder durch den Abschluss eines Darlehensvertrages mit langfristiger Zinsbindung oder durch Derivatgeschäfte ab (*hedging*), in aller Regel durch interest rate swaps oder caps. Details für das Zinssicherungskonzept werden üblicherweise bereits in den Term Sheets für die aufzunehmende Finanzierung ausgehandelt.

Wechselkursrisiken trägt die Projektgesellschaft, wenn sie Verträge in verschiedenen Währungen abgeschlossen hat und die sie treffenden Ein- und Ausgaben daher nicht den gleichen Schwankungen in einer gemeinsamen Währung unterliegen, also bspw. dann, wenn Darlehensvertrag und Abnahmeverträge oder (Nach-)Unternehmerverträge in verschiedenen Währungen geschlossen werden. Um Wechselkursrisiken zu vermeiden, sollten diese Verträge darum idealerweise in derselben Währung geschlossen werden. Ansonsten bieten sich Preisgleit- und Wertsicherungsklauseln (soweit rechtlich zulässig) oder wiederum Derivatgeschäfte, wie

insbesondere Währungsswaps an, um bestehende Risiken zu mindern.

### Refinanzierung

Die Risiken und Chancen einer Refinanzierung während der Laufzeit liegen üblicherweise bei der Projektgesellschaften und ihren Gesellschaftern. Bei einer PPP-Struktur ist darauf zu achten, dass der öffentliche Auftraggeber bei etwaigen Refinanzierungen üblicherweise gewisse Mitspracherechte hat und an etwaigen Gewinnen partizipiert. Ein wichtiger Punkt bei der Frage, ob eine Refinanzierung sich lohnt ist neben dem aktuellen Zinsniveau und dem Status des Projekts insbesondere auch die Frage, ob und inwiefern Entschädigungen (Vorfälligkeitsentschädigungen, Auflösungskosten aus Zinssicherungsgeschäften, "Make Whole"-Zahlungen) an die bestehenden Fremdkapitalgeber zu leisten sind.

### Haftung der Projektgesellschaft

Die Haftung der Projektgesellschaft gegenüber den Abnehmern bzw. dem öffentlichen Auftraggeber und sonstigen Beteiligten ist nach Möglichkeit angemessen zu begrenzen. Hierauf sollten sowohl Eigen- als auch Fremdkapitalgeber achten, um die Projektgesellschaft nicht unkalkulierbaren Risiken auszusetzen, für die keine Reserven vorhanden sind.

### Haftung anderer Vertragspartner

Haften Vertragspartner der Projektgesellschaft hinreichend für alle denkbaren Verletzungen von Mitwirkungs- und sonstigen Pflichten, welche sich auf die Projektgesellschaft auswirken können? Inwieweit wird etwa für Daten haftet, die der Projektgesellschaft zur Verfügung gestellt werden?



## Interessenkonflikte

Das Handeln der Projektgesellschaft soll nur ihren Eigeninteressen verpflichtet sein. Verträge müssen “at arms length” geschlossen werden, auch mit Vertragspartnern, die gleichzeitig Sponsoren oder verbundene Unternehmen von Sponsoren sind.

So ist beispielsweise aus Sicht der Fremdkapitalgeber sicherzustellen, dass die Sponsoren der Projektgesellschaft keine unnötigen oder überkauften Dienstleistungen “verkaufen”, dass also alle Verträge zwischen den Sponsoren und der Projektgesellschaft nach Fremdleistungsgrundsätzen geschlossen werden. Des Weiteren sollten nicht dieselben Personen oder Teams der Projektgesellschaft gleichzeitig auf Sponsoren- bzw. (Nach-)Unternehmerseite tätig sein.

## Vorzeitige Vertragsbeendigung

Bei einer PPP, die regelmäßig nur einen einzigen in Frage kommenden Abnehmer hat, nämlich den öffentlichen Auftraggeber, ist das Risiko einer vorzeitigen Vertragsbeendigung von besonderer Bedeutung.

Allgemein kommt es wesentlich darauf an, dass

- die Kündigungsgründe bei Vertragsverletzungen durch die Projektgesellschaft angemessen und objektiv feststellbar sind,
- kleinere Vertragsbrüche ohne materielle Auswirkungen keine Kündigungsrechte begründen,
- die Projektgesellschaft hinreichende Heilungsmöglichkeiten hat und dass
- die Entschädigung ausreichend zur Rückführung des Fremdkapitals einschließlich Zinsen ist oder dass wenigstens praktikable Eintrittsrechte bestehen.

Im Hinblick auf Vertragsverletzungen durch den öffentlichen Auftraggeber ist wichtig, dass die essentiellen Mitwirkungshandlungen des öffentlichen Auftraggebers als echte Rechtspflichten ausgestaltet sind und dass der Projektgesellschaft ausreichende und durchsetzbare Rechte zustehen, um solchen Vertragsverletzungen angemessen begegnen zu können. Gegebenenfalls muss die Projektgesellschaft zeitnah kündigen können und muss die Entschädigung ausreichend sein.

Die Gründe für eine vorzeitige Beendigung wegen Ursachen, die von keiner Seite zu vertreten sind, müssen angemessen und ausreichend sein, insbesondere bei länger andauernder höherer Gewalt.

Aus Sicht der Fremdkapitalgeber muss unabhängig vom Grund der Kündigung sichergestellt sein, dass die nach dem Projektvertrag zu leistende Entschädigung ausreichend ist, also insbesondere Folgendes umfasst: das ausstehende Fremdkapital, grundsätzlich die ausstehenden Zinsen sowie eine Vorfälligkeitsentschädigung. Zu prüfen ist weiter, wann die Entschädigungszahlung zu leisten ist und ob sie angemessen zu verzinsen ist.

Aus Sicht von Eigenkapitalinvestoren ist es meist so, dass das Eigenkapital im Fall einer Kündigung aufgrund Verschuldens der Projektgesellschaft verloren ist; bei anderen Kündigungsgründen ist darauf zu achten, dass das Eigenkapital angemessen kompensiert wird und auch eine Entschädigung auf die entgehende Rendite gezahlt wird. Ein wesentliches Kriterium ist auch der im Rahmen dieser Berechnung angewandte Abzinsungszinssatz. Ist dieser zu hoch (bspw. wenn die Eigenkapitalrendite), führt dies wiederum zu einer unzureichenden Entschädigung, da es unrealistisch ist, dass der Eigenkapitalinvestor das zurückgezahlte Eigenkapital unmittelbar in ein vergleichbares Projekt mit vergleichbarer Laufzeit und Rendite investieren kann.

## Rückgabestatus

Insbesondere aus Sicht der Projektgesellschaft muss der Zustand des Projektgegenstandes bei Rückgabe im Rahmen einer PPP eindeutig definiert sein. Üblicherweise wird eine Rückgabesicherheit gefordert. Darüber hinaus darf die Projektgesellschaft nicht über den Ablauf des Projektvertrages hinaus für Mängel des Projektgegenstandes haften. Für die Fremdkapitalgeber sind diese Punkte von geringerem Interesse, da das Fremdkapital zum Zeitpunkt der Rückgabe bereits zurückgeführt sein sollte. Anders ist dies für die Eigenkapitalgeber. Je nach geschuldetem Rückgabestatus und tatsächlichem Zustand des Projektgegenstandes können hier von der Projektgesellschaft noch erhebliche Aufwendungen zu tätigen sein, die die Cashflows belasten.

Bei Projekten im Bereich der Erneuerbaren Energien ist meist eine Rückbauverpflichtung in den Genehmigungen zu beachten; hierfür sind auch

Absicherungen in der Form von Bürgschaften zu stellen. Diese werden häufig im Rahmen der Projektfinanzierung mitfinanziert und es ist daher wichtig einen Ansparmechanismus zwischen den Beteiligten zu vereinbaren, um sicherzustellen, dass die Projektgesellschaft ausreichende Gelder für die Durchführung von anstehenden Rückbaumaßnahmen hat.

### Restwertrisiko

Restwertrisiko ist das Risiko, dass der Projektgegenstand zum Ende der Vertragslaufzeit noch einen wirtschaftlich realisierbaren Wert hat.

Bei einer PPP trägt die Projektgesellschaft das Restwertrisiko nur beim Miet- und Optionsmodell. Solche Modelle sind indes selten, weil die Übertragung des Restwertrisikos in aller Regel nicht wirtschaftlich ist. In den meisten Fällen sind Projektgegenstände spezifisch auf einen speziellen öffentlichen Nutzen zugeschnitten (Straße, Schule, Gefängnis, Krankenhaus); anders kann es sich bei Verwaltungsgebäuden in Innenstadtlagen verhalten.

Fremd- und Eigenkapitalgeber werden aus diesen Gründen zumeist nicht bereit sein, das Restwertrisiko zu tragen; sie werden ihre Vergütung regelmäßig so kalkulieren, dass sich die Investition am Ende der Laufzeit unabhängig von einem etwaigen Restwert amortisiert hat.

### Streitigkeiten

Enthalten die relevanten Verträge angemessene Streitlösungsmechanismen, mit denen insbesondere Streitigkeiten während der Bauphase zügig gelöst werden können, ohne dass zusätzlicher Terminverzug droht?



# Politische Risiken

## Allgemeine politische Risiken

Politische Risiken hängen vor allem davon ab, wo das Projekt realisiert wird und welcher Rechtsordnung es unterliegt. In Ländern, in denen eine *rule of law* nicht gewährleistet ist, sind die politischen Risiken kaum vorhersehbar noch und schon gar nicht beherrschbar (z.B. willkürliche Enteignung). Bei Projekten im Inland bzw. in Rechtsräumen mit einer entsprechenden *rule of law* policy sind vor allem folgende politische Risiken relevant:

## Kontrollrechte des öffentlichen Auftraggebers

Bei einer PPP räumt sich der öffentliche Auftraggeber üblicherweise diverse Informations- und Kontrollrechte gegenüber der Projektgesellschaft ein (Auswahl (Nach-)Unternehmer, Änderung (Nach-)Unternehmerverträge, Wechsel Gesellschafter der Projektgesellschaft, Änderung Finanzierungsverträge, Einflüsse auf die Geschäftsführung der Projektgesellschaft etc.). Diese Rechte dürfen die Fähigkeit der Projektgesellschaft nicht beeinträchtigen, den Projektver-

trag zu erfüllen und Entscheidungen eigenverantwortlich zu treffen.

## Gesetzesänderungen

Das Risiko bedeutet die Gefahr, dass Gesetzesänderungen nach Abschluss des Projektvertrages oder nach Abgabe eines verbindlichen Angebots die Aufwands- oder Ertragssituation der Projektgesellschaft negativ beeinflussen; Entsprechendes gilt für die Änderungen technischer Normen und Standards.

In einer PPP wird das Risiko zwischen der Projektgesellschaft und dem öffentlichen Auftraggeber grundsätzlich aufgeteilt; im Übrigen wird dieses Risiko grundsätzlich bei der Projektgesellschaft verbleiben.

Die Projektgesellschaft muss insbesondere angemessen davor geschützt werden, dass sie aufgrund von Gesetzesänderungen oder Änderungen technischer Normen unvorhergesehene Investitionen vornehmen muss oder dass sie, soweit sie Markt- bzw. Verkehrsmengenrisiken trägt, infolge des Erlasses neuer Gesetze mit Auswirkungen auf das Projekt Einnahmeausfälle erleidet. Ein Teil des Gesetzesänderungsrisikos kann bereits durch die Indexierung der Vergütung aufgefangen



werden. Es sollte überdies versucht werden, das Risiko so weit wie möglich an (Nach-)Unternehmer durchzustellen.

### Steueränderungsrisiko

Insbesondere Änderungen der Umsatzsteuer können erhebliche Auswirkungen haben; dieses Risiko müssen deshalb die Abnehmer bzw. der öffentliche Auftraggeber tragen. Im Übrigen trägt üblicherweise die Projektgesellschaft das allgemeine Steueränderungsrisiko.

Bei steuergetriebenen bzw. -sparenden Projektstrukturen ist die vorherige Einholung einer verbindlichen Auskunft bei dem zuständigen Finanzamt zu empfehlen und gegebenenfalls zur Auszahlungsvoraussetzung bzw. Investitionsbedingung zu machen.

### Politische Risiken im Ausland

Bei Projekten in bestimmten Ländern können gewisse politische Risiken ggf. beschränkt durch

- eine Exportkreditversicherung, die nur politische oder politische und wirtschaftliche Risiken abdeckt,
- staatliche Garantien,
- eine Patronatserklärung bzw. einen *comfort letter* der Regierung des Gastlandes,
- eine politische Risikoversicherung (*political risk insurance* ("PRI")), welche indes nicht die Leistungsstörungen eines Vertrages mit einem staatlichen Vertragspartner deckt),
- die Einbindung des Gastlandes als Gesellschafter der Projektgesellschaft und/oder
- bestehende bilaterale Investitionsschutzabkommen oder die Vereinbarung von ICSID-Schiedsabreden.

### Beschlagnahme und Enteignung

Beschlagnahmen und Enteignungen sind stets Kündigungsgründe im Darlehensvertrag. Rechtsschutz gegen solche Maßnahmen bieten insbesondere ICSID-Schiedsverfahren.

### Im- und Exportbeschränkungen/Embargo

Im- und Exportbeschränkungen sind stets Kündigungsgründe im Darlehensvertrag.

### Konzessionsbruch

Beschlagnahmen und Enteignungen sind stets Kündigungsgründe im Darlehensvertrag. Rechtsschutz gegen solche Maßnahmen bieten insbesondere ICSID-Schiedsverfahren.

### Zolländerungsrisiko

Vor Zolländerungsrisiken schützen üblicherweise *grossup*-Klauseln.

### Risiko örtlicher Beeinträchtigung

Hiervor schützen insbesondere die Wahl örtlicher Projektpartner sowie wirtschaftlicher Nutzen für Ortsansässige.

### Währungstransfer- und Währungskonvertierungsrisiko

Beide Risiken lassen sich beschränken durch

- die Strukturierung von Geldforderungen in EUR, USD oder anderen "harten" Währungen,
- die Einrichtung von (Devisen-) Konten im Ausland (*offshore collection account*),
- die Bestimmung des Zahlungsflusses (insbesondere Einzahlung auf ein *offshore collection account*) in der Projektkontovereinbarung und
- die Einrichtung eines Schuldendienstreservekontos im Ausland.

Zur Vermeidung des Währungstransferrisikos können zusätzlich Devisenausfuhrgenehmigungen erforderlich sein.

## Höhere Gewalt

Unter höherer Gewalt versteht man gemeinhin von außen einwirkende, nicht vorhersehbare Ereignisse, denen mit zumutbaren Mitteln nicht angemessen vorgebeugt werden kann und welche die Erfüllung der vertraglichen Pflichten einer Partei unmöglich, unzumutbar oder sinnlos macht.

Risiken höherer Gewalt werden üblicherweise zwischen allen Beteiligten angemessen aufgeteilt. Kernfrage ist zunächst, ob und inwieweit die Folgen höherer Gewalt versicherbar sind.

Versicherbare Risiken werden meist von der Projektgesellschaft bzw. in der Phase bis zur Abnahme von den am Bau beteiligten Unternehmen getragen und versichert bzw. an weitere Beteiligte durchgestellt.

Kann die Projektgesellschaft infolge höherer Gewalt ihren Verpflichtungen nicht nachkommen und/oder wird der Projektgegenstand beschädigt oder zerstört, gilt dies zunächst unter dem PPP-Projektvertrag nicht als Pflichtverletzung; zum Wiederaufbau sollte sie nur verpflichtet sein, wenn und soweit sie die erforderlichen Gelder von einer Versicherung erhält. Wenn nicht, sollte der öffentliche Auftraggeber diese Kosten tragen. Im Übrigen trägt nach Abnahme im Grundsatz die Projektgesellschaft das Risiko.

Einnahmeausfälle der Projektgesellschaft werden durch eine Betriebsunterbrechungsversicherung abgedeckt; da diese zeitlich begrenzt ist, muss die Projektgesellschaft den Projektvertrag nach dem Anlauf dieser Begrenzung wegen länger andauernder höherer Gewalt kündigen können, damit die Fremdkapitalgeber das ausstehende Fremdkapital mit der dann fälligen Entschädigung zurückführen können.

Schwieriger und keine exakte Wissenschaft ist die Behandlung unversicherbarer Fälle höherer Gewalt. In jedem Falle wird es bei längerem Andauern Kündigungsrechte für die Beteiligten mit gewissen Kompensationsansprüchen geben.



## Risikockeckliste: Übersicht

• Abnahme- bzw. Einnahmenrisiko	21	• <b>Kreditrisiken</b>	<b>9</b>
• Abnahme- und Übergabekriterien	19	• Kreditrisiko der Projektgesellschaft	9
• Allgemeine politische Risiken	30	• Kreditrisiko der Vertragspartner der Projektgesellschaft	9
• Altlasten- und Umweltrisiken	24	• Mangelhafte Fertigstellung	14
• Änderungsanordnungen	23	• Personenschäden	26
• Arbeitsverhältnisse	25	• Planungsrisiko	16
• Baugrundrisiko/Kampfmittel und Kampfstoffe	17	• <b>Politische Risiken</b>	<b>30</b>
• Baukostenüberschreitungen	22	• Politische Risiken im Ausland	31
• Beschlagnahme und Enteignung	31	• Refinanzierung	26
• Bestehende Verpflichtungen	24	• Restwertrisiko	29
• Betriebsrisiko	22	• Risiko örtlicher Beeinträchtigung	31
• Brennstoff- und Materialbeschaffungsrisiken	24	• Risikodurchstellung	19
• Denkmäler	17	• Rückgabezustand	28
• Entsorgungsrisiken	24	• Sabotage, Vandalismus	18
• Fertigstellungsrisiken	11	• Sachschäden	26
• Genehmigungsrisiko	16	• Steueränderungsrisiko	31
• Gesetzesänderungen	30	• Streitigkeiten	29
• Grundstücksrechte	15	• <b>Technische Risiken</b>	<b>11</b>
• Haftung anderer Vertragspartner	26	• Transportrisiken	18
• Haftung der Projektgesellschaft	26	• Versicherungen	25
• <b>Höhere Gewalt</b>	<b>32</b>	• Versorgungsunternehmen und Schnittstellen	18
• Im- und Exportbeschränkungen/Embargo	31	• Verspätete Fertigstellung	12
• Inflations- und Deflationsrisiko	26	• Versteckte Mängel vorhandener Bauten	17
• Interessenkonflikte	28	• Vorzeitige Vertragsbeendigung	28
• Interne Ermächtigungen/wirksames Förderregime	18	• Währungstransfer- und Währungskonvertierungsrisiko	31
• Kontrollrechte des öffentlichen Auftraggebers	30	• Wechselkursrisiken	26
• Konzessionsbruch	31	• <b>Wirtschaftliche Risiken</b>	<b>21</b>
		• Zinsänderungsrisiko	26
		• Zolländerungsrisiko	31

## Fazit

Die aufgezeigten und alle weiteren Risiken werden üblicherweise in den Projektverträgen verteilt. Ziel ist es, jeweils eine Risikoaufteilung zu finden, welche den jeweils marktüblichen Anforderungen der Finanzierbarkeit – *bankability* – entspricht bzw. die positive Investitionsentscheidung auf der Eigenkapitalseite ermöglicht; diese Anforderungen ändern sich in Abhängigkeit von Angebot und Nachfrage und je nach Projekt erheblich.

Wichtig ist es, die Verträge als Gesamtheit zu sehen und zu strukturieren; immer dann, wo die Projektgesellschaft ungewöhnlich hohe Risiken trägt, sind diese durch besondere Strukturen weiterzugeben. Der Grundsatz, dass immer diejenige Partei ein Risiko tragen soll, die es am besten steuern kann, ist in der Praxis oft reine Theorie; entscheidend sind die Machtverhältnisse in den Verhandlungen sowie Kompensationsgeschäfte nach Basar-Manier zwischen den Beteiligten. Je mehr es den Sponsoren indes gelingt, Risiken an die Vertragsparteien der Projektgesellschaft durchzustellen, desto besser wird die Projektgesellschaft Kapital zu attraktiven Konditionen aufnehmen und desto wirtschaftlicher wird das Projekt durchgeführt werden können; gleichfalls steigert dies auch das Interesse von Investoren auf der Eigenkapitalseite. Ggf. kann es aber auch umgekehrt eine kommerziell vorteilhaftere Lösung sein, in bestimmten Fällen ein bestimmtes Risiko zu akzeptieren, um zu verhindern, dass die Vertragspartei dafür eine unnötig hohe Risikovor-sorge in den Preis einkalkuliert. In dieser Hinsicht ist es daher zunächst wichtig, die Risiken zu identifizieren und dann in den jeweiligen Einzelfällen zu überlegen, wie für ein bestimmtes Projekt die best-mögliche Lösung aussieht.

Die Projektstrukturierung und die dabei anstehenden Vertragsverhandlungen sind auf jeden Fall eine sehr spannende und herausfordernde Tätigkeit, bei der die grundlegenden Weichenstellungen für den Erfolg oder Misserfolg eines Projekts gelegt werden – wir beraten Sie hierbei gerne.

Wir beraten Sponsoren, Investoren und Finanziers mit einem eingespielten Kernteam umfassend zu allen Themen, die im Rahmen der Begleitung von Investments in Projekte in den Sektoren Infrastruktur, Energie und Erneuerbare Energien im In- und Ausland auf der Eigenkapital- und auf der Fremdkapitalseite relevant sind.

Alle Mitglieder unseres Kernteams zeichnen sich durch dreierlei aus: Branchenkenntnis, Projekterfahrung und Spezialisierung auf eines der maßgeblichen Rechtsgebiete:

- **Projektentwicklung** – Beratung zu der Vertragsgestaltung und -verhandlung der Projektverträge, Vergaberecht, regulatorischen und öffentlichrechtlichen Fragestellungen von Projekten
- **Finanzierung** – Beratung bei der Projekt- oder Akquisitionsfinanzierung
- **Project M&A** – Beratung beim Kauf und Verkauf von Projektbeteiligungen und Projekten, sowohl auf der Eigenkapital- als auf der Fremdkapitalseite
- **Disputes/Claim Management** – Beratung in allen Bereichen nationaler und internationaler Projektstreitigkeiten, einschließlich Schieds- und Gerichtsverfahren sowie Claim Management und projektbegleitender Konfliktberatung
- **Aufsichtsrechtliches Investment Management** – Beratung zu den relevanten aufsichtsrechtlichen und fondsrechtlichen Fragestellungen rund um die Durchführung der Infrastrukturinvestments
- **Steuerrecht** – Beratung zu den relevanten steuerrechtlichen Fragestellungen und Optimierungsmöglichkeiten

Bei ausländischen Projekten koordinieren wir, soweit gewünscht, die Beratung durch Kollegen in unseren weltweit über 40 eigenen Büros in Europa, Mittleren Osten, Asien, Australien, USA und Amerika.

Ihr Energy and Infrastructure-Team von Hogan Lovells Deutschland.



# Ihr Energy and Infrastructure-Team von Hogan Lovells in Deutschland

Unser Team in Frankfurt und Hamburg

Hamburg



**Dr. Christian Knütel**  
Partner, Hamburg  
T +49 40 41993 508  
christian.knuetel@hoganlovells.com



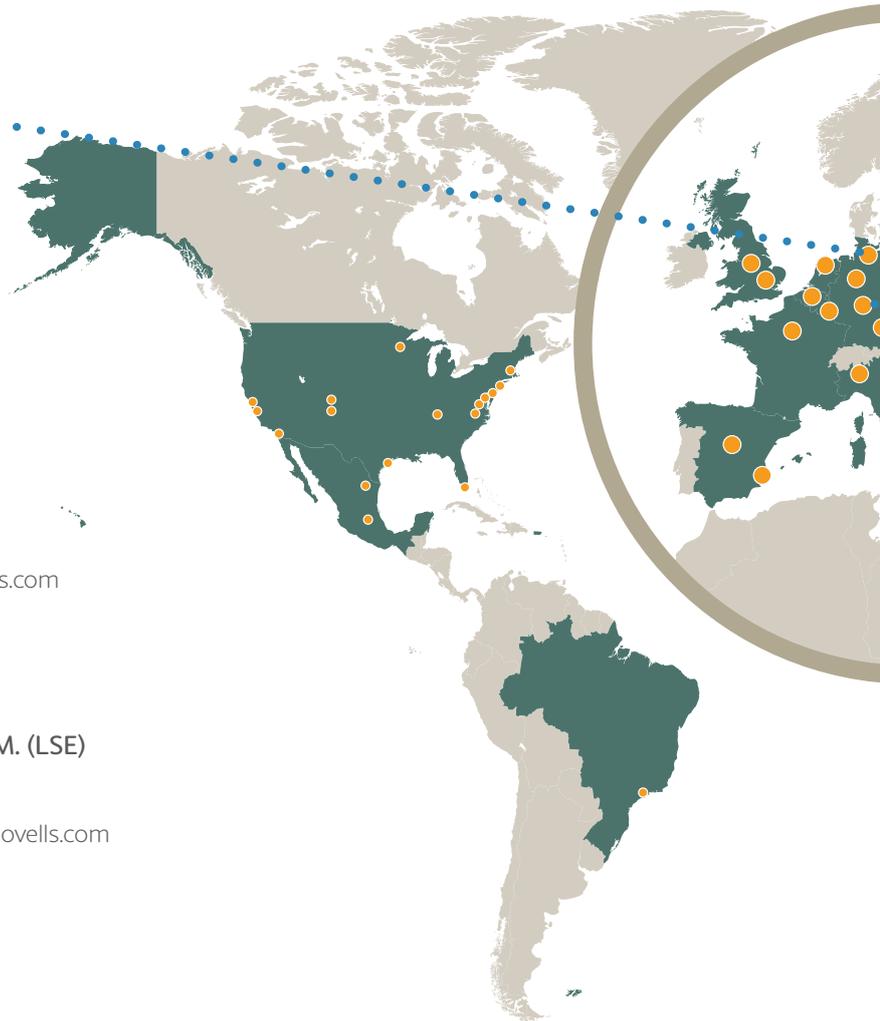
**Matthias Hirschmann, LL.M. (LSE)**  
Partner, Hamburg  
T +49 40 41993 285  
matthias.hirschmann@hoganlovells.com



**Dr. Carla Luh**  
Partner, Hamburg  
T +49 40 41993 303  
carla.luh@hoganlovells.com



**Tobias Flasbarth**  
Counsel, Hamburg  
T +49 69 96236 285  
tobias.flasbarth@hoganlovells.com





Frankfurt



**Dr. Tobias Faber**  
Partner, Frankfurt am Main  
T +49 69 96236 161  
[tobias.faber@hoganlovells.com](mailto:tobias.faber@hoganlovells.com)



**Dr. Alexander Stefan Rieger**  
Partner, Frankfurt am Main  
T +49 69 96236 161  
[alexander.rieger@hoganlovells.com](mailto:alexander.rieger@hoganlovells.com)

# Unsere Life Cycle-Beratung



## Planung | Errichtung | Betrieb | Verkauf

### Projektentwicklung

- Engineering, Procurement & Construction bzw. Construction Management Verträge (EPC/EPCM)
- Service und Management Verträge (O&M Verträge)
- Standardverträge (FIDIC, NEC, JCT, etc.)

### Finanzierung

- Nationale und internationale Projektfinanzierungen
- Finanzierungs- und Projektvertragsdokumentationen
- Distressed assets
- Direct Lending, Bond-Finanzierung, Verbriefung

### Regulatory/öffentliches Recht

- Regulatorische Implikationen und kartellrechtliche Aspekte
- Regulatorische Themen bspw. EEG, EnWG

### Vergabeprozess

- Projektbegleitende Beratung von öffentlichen Auftraggebern bei der Strukturierung und Ausgestaltung von Beschaffungsvorgängen
- Ausschreibungsbegleitende Beratung von Bietern
- Prozessvertretung von Bietern und Auftraggebern in Vergabenachprüfungsverfahren

### Disputes/Claim Management

- Claim Management
- Projektbezogene Gerichts- und Schiedsverfahren
- Projektbegleitende Konfliktberatung

### Project M&A

- Unternehmenskäufe und -verkäufe einschließlich Legal Due Diligence
- Restrukturierungsmaßnahmen vor, während und nach Abschluss von Transaktionen
- Gründung von Joint Venture Unternehmen
- Investmentmanagement
- Aufsichtsrecht
- Investment Compliance



# Highlights aus unserer Beratung (I)

## Energie



### Merkur Offshore GmbH

Beratung zur Projektentwicklung und Projektfinanzierung des Offshore-Windparks Merkur mit einem Finanzierungsvolumen von EUR 1,6 Mrd



### Kirkbi A/S (LEGO) und William Demant A/S

Beratung beim Erwerb einer Beteiligung an einem Offshore-Windparkprojekt in der Nordsee



### Ein Versicherungskonzern

Beratung beim Erwerb und der Refinanzierung der Windparks Parchim 1 bis 3 (Mecklenburg-Vorpommern) und Rehain 1 (Brandenburg) mit einer Gesamtnennleistung von 43,5 MW



### Enel

Beratung zur Finanzierung, Projektentwicklung und zum Erwerb eines internationalen rund 6.000 MW umfassenden Projektportfolios (Onshore-Wind und Solar) mit Sowitec



### John Laing Infrastructure

Beratung beim Markteintritt und dem strategischen Kauf eines Windparks im Nordwesten Frankreichs von Energiequelle GmbH (Parc Éolien Le Placis Vert) sowie beim Erwerb von fünf Windrädern in der französischen Gemeinde Plouguernevel von Enercon



### Eine führende US-Investmentbank

Beratung beim erfolgreichen Erwerb eines Darlehenssportfolios, das durch 30 Onshore-Windparks, Biomasse- und Wasserkraftwerke in Deutschland, Österreich, Ungarn und Polen besichert wird



### Mitsubishi Corp.

Beratung bei dem Erwerb von Beteiligungen und der Gründung von Joint Ventures mit TenneT zur Errichtung und dem Betrieb eines Offshore-Netzanbindungssystems in der deutschen Nordsee (BorWin1 und BorWin2 sowie HelWin 2 und DolWin 2)



### DekaBank

Beratung bei der Projektfinanzierung eines Onshore-Windparkportfolios in Deutschland

## Highlights aus unserer Beratung (II)

### Infrastruktur



#### Meridiam

Beratung beim Erwerb einer Beteiligung an dem A-Modell BAB 4 von Hochtief



#### BAM, Fluor, Volker Wessels und Egis

Beratung beim Verkauf der Geschäftsanteile an der Projektgesellschaft des 1. A-Modells A8



#### Keppel Telecommunications & Transport und Alpha Investment Partners

Beratung beim EUR 76 Mio. Erwerb eines Datenzentrums in Frankfurt und dessen geplanter Finanzierung



#### A-Modelle konkret: Konsortium VINCI/BAM

Beratung bei der Projektfinanzierung der A9 und dem gesamten Vergabeverfahren bis zum Financial Close



#### A-Modell allgemein: Bieterkonsortien/finanzierende Banken/Investoren

Umfassende Beratung verschiedener Bieterkonsortien bzw. der finanzierenden Banken/Investoren zu allen A-Modellen in Deutschland seit Beginn der ersten Welle, insbesondere zu dem Projektvertrag und der Projektfinanzierung inklusive Anleihestrukturen



#### Einen finnischen Papierhersteller

Beratung im Zusammenhang mit der Projektfinanzierung für ein EBS-Kraftwerk mit einer GuD-Anlage



#### DZ Bank, Deka-Bank, NIBC

Beratung im Zusammenhang mit der Projektfinanzierung für die Vollzugsanstalt in Bremervörde (PPP)



#### PPP-Gesellschaft eines der weltweit größten Baudienstleistungsunternehmen

Beratung im Zusammenhang mit der Veräußerung von über 20 PPP-Projekten weltweit an einen UK-Infrastrukturfonds

# Hogan Lovells weltweit

## Individueller und maßgeschneiderter Rechtsrat

Hogan Lovells berät Unternehmen, Finanzinstitute und die öffentliche Hand umfassend auf allen Gebieten des nationalen und internationalen Wirtschaftsrechts. Wir verfügen über ca. 2.500 Anwälte an mehr als 45 Standorten in den bedeutendsten Geschäfts- und Finanzzentren Afrikas, Asiens, Australiens, Europas, Lateinamerikas, des Nahen Ostens und Nordamerikas.

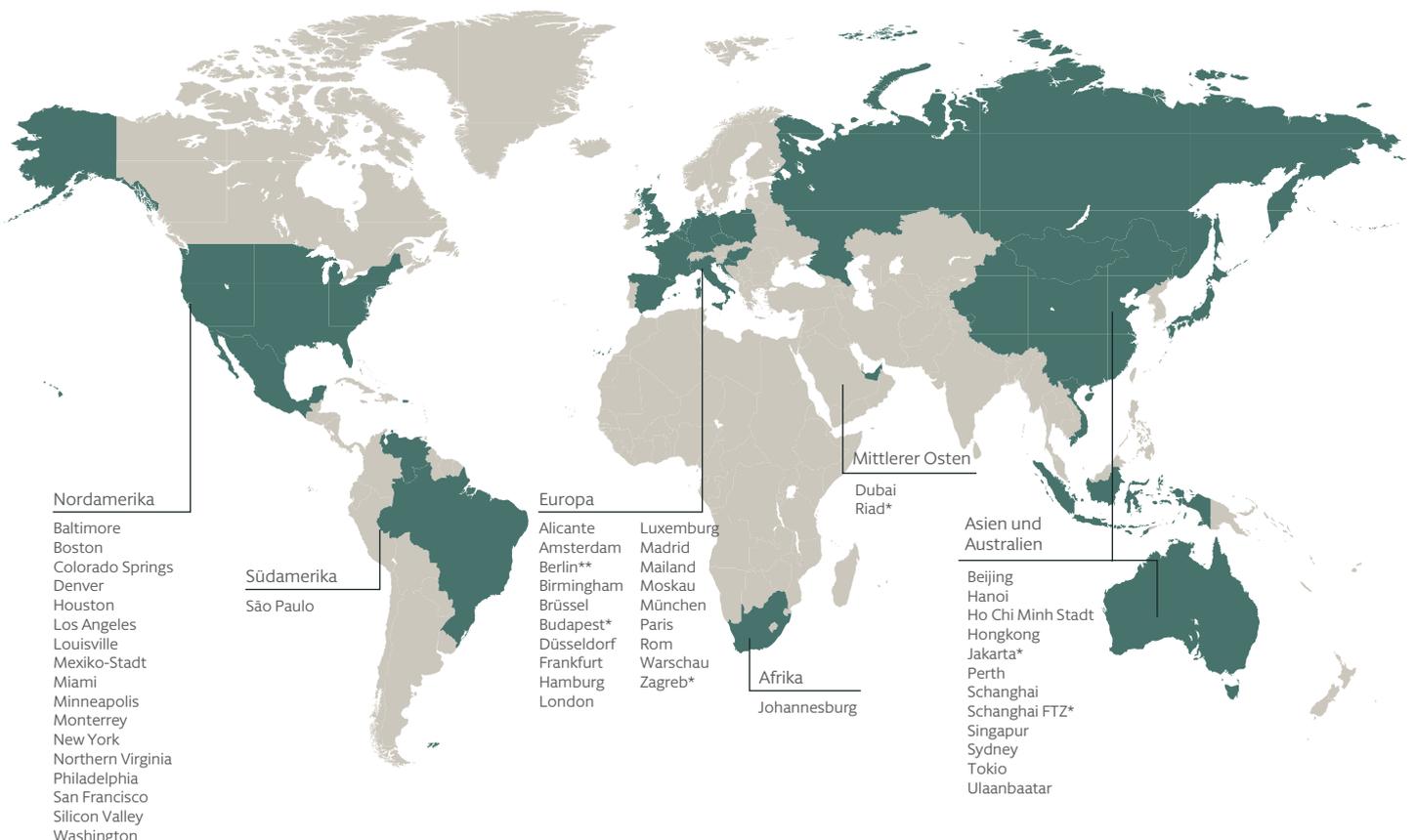
## Unser Beratungsangebot

- Einzigartige und erstklassige transatlantische Beratungskapazität in den wichtigsten Geschäfts- und Finanzzentren der Welt
- Besondere Stärken in den Bereichen Prozessführung und Schiedsgerichtsbarkeit, Corporate, Bank- und Finanzrecht, Government und Regulatory und Gewerblicher Rechtsschutz
- Umfangreiches Branchenwissen in Schlüsselindustrien wie Energie, Infrastruktur, Finanzdienstleistungen, Life Sciences und Pharma, Telekommunikation Medien und Technologie, Konsumgüter und Immobilien

Durch die Kombination aus einem breiten Rechtsangebot, geographischer Reichweite und fundiertem Branchenwissen sind wir bestens gerüstet, um unseren Mandanten Antworten auf alle rechtlichen Fragestellungen zu bieten, die zu einer erfolgreichen Geschäftstätigkeit beitragen.

## Unverwechselbare Unternehmenskultur

Hogan Lovells zeichnet sich durch eine Unternehmenskultur des Miteinanders aus, die den Beitrag jedes Einzelnen inner- und außerhalb der Sozietät fördert und schätzt. Wir legen großen Wert auf Qualität, Wirtschaftlichkeit, Serviceorientierung und Teamwork für eine erfolgreiche und langjährige Beratung unserer Mandanten.





Alicante  
Amsterdam  
Baltimore  
Birmingham  
Boston  
Brüssel  
Budapest\*  
Colorado Springs  
Denver  
Dubai  
Düsseldorf  
Frankfurt  
Hamburg  
Hanoi  
Ho Chi Minh Stadt  
Hongkong  
Houston  
Jakarta\*  
Johannesburg  
London  
Los Angeles  
Louisville  
Luxemburg  
Madrid  
Mailand  
Mexiko-Stadt  
Miami  
Minneapolis  
Monterrey  
Moskau  
München  
New York  
Northern Virginia  
Paris  
Peking  
Perth  
Philadelphia  
Riad\*  
Rom  
San Francisco  
São Paulo  
Schanghai  
Schanghai FTZ\*  
Silicon Valley  
Singapur  
Sydney  
Tokio  
Ulaanbaatar\*  
Warschau  
Washington  
Zagreb\*

\*Kooperationsbüros  
Zweigstelle: Berlin

## [www.hoganlovells.com](http://www.hoganlovells.com)

“Hogan Lovells” oder die “Sozietät” ist eine internationale Anwaltssozietät, zu der Hogan Lovells International LLP und Hogan Lovells US LLP und ihnen nahestehende Gesellschaften gehören.

Die Bezeichnung “Partner” beschreibt einen Partner oder ein Mitglied von Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP oder einer der ihnen nahestehenden Gesellschaften oder einen Mitarbeiter oder Berater mit entsprechender Stellung. Einzelne Personen, die als Partner bezeichnet werden, aber nicht Mitglieder von Hogan Lovells International LLP sind, verfügen nicht über eine Qualifikation, die der von Mitgliedern entspricht.

Weitere Informationen über Hogan Lovells, die Partner und deren Qualifikationen finden Sie unter [www.hoganlovells.com](http://www.hoganlovells.com).

Sofern Fallstudien dargestellt sind, garantieren die dort erzielten Ergebnisse nicht einen ähnlichen Ausgang für andere Mandanten. Anwaltswerbung.

Abbildungen von Personen zeigen aktuelle oder ehemalige Anwälte und Mitarbeiter von Hogan Lovells oder Models, die nicht mit der Sozietät in Verbindung stehen.

© Hogan Lovells 2020. Alle Rechte vorbehalten. 1151667\_0120