

# Projektrating

## Überblick über die methodische Ratingvergabe an Projektfinanzierungen

August 2019

### Einleitung

Eine Projektfinanzierung ist ein grundsätzlich risikobehaftetes Unterfangen. Ähnlich wie bei der Wagniskapitalfinanzierung für ein Startup ist die Finanzierung von Projekten, welche sich erst im Planstadium befinden, mit zahlreichen Unsicherheiten behaftet. Aus der Gläubigerperspektive besteht dennoch das Bedürfnis nach einer fundierten Einschätzung des Risikoprofils eines Projekts im Vergleich zu anderen Projekten.

Aus methodischer Sicht unterscheidet sich das Projektrating grundlegend von einem Emittentenrating. Da Geschäftsmodelle und Finanzplanungen von Projekten naturgemäss auf Plandaten und Erfahrungswerten beruhen, ist eine quantitative Bonitätsbeurteilung nur bedingt möglich. Die Einschätzung des Risikoprofils basiert letztlich auf der systematischen Beurteilung vor allem qualitativer Merkmale im Hinblick auf projekttypische Risiko- und Erfolgsfaktoren. Eine Ratingagentur kann somit mit der Vergabe eines Projektratings keine statistisch geschätzte Ausfallwahrscheinlichkeit, sondern lediglich eine fundierte Einschätzung des Risikoprofils einer Projektfinanzierung vornehmen.

Projektratings im Investment-Grade Bereich sind im privaten Sektor die Ausnahme. Im Einflussbereich der öffentlichen Hand profitieren Projektfinanzierungen hingegen häufig von Garantien oder spezifischen Fördersubventionen und allenfalls auch von einem impliziten Support durch die Eigentümer. In der Schweiz kommen Projektfinanzierungen demzufolge häufig im Einflussbereich der öffentli-

chen Hand vor. Als Alternative zu Projektfinanzierungen werden auch wieder vermehrt Finanzierungen im Rahmen einer Public-Private-Partnership (PPP) geprüft.

Nicht selten tritt die öffentliche Hand auf der Suche nach Fremdkapital für Projektfinanzierungen indirekt über ihre staatsnahen Unternehmen am Markt auf. Typische Projektfinanzierungen finden sich denn auch in den Sektoren Energieproduktion, Gesundheitsversorgung, Transportinfrastruktur oder Abwasseraufbereitung.

### Ratingkonzept und Ratingkriterien

Die Risikofaktoren einer Projektfinanzierung werden systematisch durch das Ratingteam identifiziert und bewertet sowie anschliessend durch den Ratingausschuss diskutiert. Im Rahmen des Ratingprozesses sind ratingrelevante Sachverhalte aus den folgenden vier Bereichen (ohne Vollständigkeit) grundsätzlich relevant (siehe auch Abb. 1):

- **Projektspezifisches Risikoprofil**
- **Strukturelles Risikoprofil**
- **Institutionelles Risikoprofil**
- **Garantien und Support der öffentlichen Hand**

Ausgangspunkt für die Ratingvergabe an eine Projektfinanzierung ist das sogenannte Ankerrating, d.h. die Bonität von zentralen Eigentümern und/oder Garantiegebern der Projektfinanzierung. Abweichungen vom Ankerrating sind dann aufgrund der unterschiedlichen Risikoprofile einer Projektfinanzierung objektiv gerechtfertigt.

## Projektspezifisches Risikoprofil

In einem ersten Schritt werden die Projektunterlagen kritisch auf die Wettbewerbsfähigkeit eines Geschäftsmodells (Project Case) geprüft. Die verschiedenen Annahmen und Erwartungen in den Plandaten werden im Hinblick auf Ertragskraft und Bilanzresistenz der Projektfinanzierung konservativen Stressszenarien unterworfen. Nachfolgend ist eine Auswahl der geprüften Merkmale aufgeführt:

- Wettbewerbsfähigkeit von Technologien und Produkten
- Abnahmeverträge mit Preisgarantien (kostendeckende Preise, Marktpreise, Fixpreise usw.)
- Substituierbarkeit von Lieferanten und Abnehmern
- Stabilität und Profitabilität der Cash-Flows
- Ertragskraft und Reservepolster für Zins- und Kapitaldienst (Szenarien für Preis- und Zinsentwicklung)
- Finanzierungshorizont, Amortisationsdauer und Kapitalstruktur (Rangierung)

## Strukturelles Risikoprofil

In einem zweiten Schritt werden die Projektunterlagen kritisch auf die Eignung der geplanten Unternehmensstruktur (Project Structure) analysiert. Dabei werden mögliche Risiko- und Gefahrenquellen im Hinblick auf die längerfristige Nachhaltigkeit im operativen Betrieb eines Projekts einer kritischen Prüfung unterzogen. Nachfolgend ist eine Auswahl der geprüften Merkmale aufgeführt:

- Bonität der Eigentümer und Eigentümerstruktur
- Spezifische technische Erfahrung und operative Ressourcen der Projektträger
- Statuten (Kompetenzen und Pflichten)
- Risikopuffer bei Negativszenario (Aktionärsbindungsvertrag mit Dividend Lock-in, Nachschusspflichten usw.)
- Alternativstrategien für die Zeit nach Kapitaltilgung oder defizitärem Geschäftsgang (Exit)



- 1 Beurteilung des Risikoprofils einer Projektfinanzierung mit systematischen projektspezifischen Risiko- und Erfolgsfaktoren

## Institutionelles Risikoprofil

In einem dritten Schritt werden die Projektunterlagen kritisch auf mögliche Negativentwicklungen im Umfeld der Projektfinanzierung geprüft (Project Framework). Dabei werden mögliche Risikoquellen berücksichtigt, die insbesondere langfristig angelegte und technologisch komplexe Projektfinanzierungen gefährden können:

- Projektspezifische Marktstrukturen und -entwicklungen (Liberalisierung, Internationalisierung und Wettbewerbsschranken)
- Projektspezifischer technologischer Wandel (Länge von Innovationszyklen)
- Regulatorische Stabilität und Zuverlässigkeit (Reformtakt und Rechtssicherheit)
- Politisches Risiko für Stabilität wesentlicher Projektvoraussetzungen (national und international)

Mit der abschliessenden Beurteilung des Risikoprofils einer Projektfinanzierung durch den Ratingausschuss wird ein Down-Notching vom Ankerrating vorgenommen. ■

## Kontakt

---

fedafin AG  
Galerieweg 8  
9443 Widnau  
Schweiz

Telefon: +41 71 552 32 00  
E-Mail: [info@fedafin.ch](mailto:info@fedafin.ch)  
Webseite: [www.fedafin.ch](http://www.fedafin.ch)

## Disclaimer

---

© Copyright 2002-2020 fedafin AG. Alle Urheberrechte bleiben vorbehalten. Das Reproduzieren, Übermitteln, Modifizieren oder Benutzen von Elementen und Informationen in diesem Dokument für öffentliche oder kommerzielle Zwecke ist ohne vorherige schriftliche Genehmigung der fedafin AG ausdrücklich untersagt. Sämtliche Informationen stammen aus Quellen, die als zuverlässig und akkurat eingestuft werden. Dennoch kann fedafin AG die Genauigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit der verwendeten Informationen aus Gründen von menschlichen, technischen oder anderen Fehlern nicht garantieren und lehnt daher jede Haftung für irgendwelche Schäden aus der Verwendung dieser Informationen ab. Überdies stellen die Informationen in diesem Dokument keinerlei Aufforderungen, Ratschläge oder Empfehlungen für irgendwelche wirtschaftlichen Tätigkeiten dar.