Dr. Hans-Georg Napp Bingen, im Februar 2024

Vorschläge zur Rolle von (unmittelbaren/mittelbaren) kapitalmarktbasierten Finanzierungsinstrumenten im Rahmen des Transformationsprozesses

---

1. **Schuldscheine bzw. Anleihen und (wegen der Erreichung notwendiger Ticketgrößen unter Gesichtspunkten wie Marktgängigkeit und Kostentragfähigkeit) sog. Gemeinschaftsanleihen (Multi-Schuldner-Papiere)**

Schuldscheine werden hier nicht betrachtet, diese sind als Praxis und Beimischung zu den dominierenden bilateralen und Konsortialkreditfinanzierungen des Bankensektors für die kommunalen Infrastrukturkonzerne bereits mehr oder minder etabliert und heutzutage auch (bspw. als ESG-linked) für nachhaltige Schuldscheinemissionen gebräuchlich. Vorteil dabei: vereinfachtes (auch privat placement) Emissionsverfahren und überschaubarer (den Schuldner kennender (über genossenschaftlicher / Sparkassensektor verwobener) Investoren-/Zeichnerkreise.

(Unternehmens-)Anleihen und Verbriefungen (mittels Bündelung eines Portfolios an Forderungen, welches über mindestens zwei Tranchen von Schuldtiteln finanziert bzw. abgesichert wird (Finanzierung dabei über am Kapitalmarkt emittierte als Wertpapiere oder OTC über eine / mehrere Banken oder über andere spezialisierte Investoren.

Sind Gemeinschaftsanleihen (welche sich vor ca. 10 Jahren als neue Finanzierungsmöglichkeit deutscher Städte etabliert haben) eine Variante mit denen Investorenkapital (speziell FK) für die Finanzierung der energiewirtschaftlichen Transformation im allgemeinen und Städte und Gemeinden sowie deren Unternehmen im Besonderen ihre Kapitalbeschaffung ausdehnen können.

Für die Diskussion der Nutzung solcher Möglichkeiten gibt es zwei denkbare Ansätze; zum einen quasi eine Gemeinschaftsanleihe der Kommune mit ihren Beteiligungsunternehmen und zum anderen ein entsprechendes Vorgehen mehrere unabhängige und eingeständige Schuldner. Zum Einstieg in diese Diskussion soll zunächst kurz die Historie kommunaler Gemeinschaftsanleihen (sog. Multi-Städte-Anleihen) skizziert und dabei vor allem aus dem Blickwinkel ihrer Wirtschaftlichkeit nicht nur für die relevanten Schuldner sondern auch für die Zeichner (also die Investoren) solcher Emissionen als Investoren betrachtet werden

Es lohnt sich also ein kurzer Blick zurück auf Erfahrungen mit solchen (kommunalen / kommunalnahen) Gemeinschaftsanleihen. Im Mai 2013 emittierten mit Würzburg und Nürnberg erstmals zwei deutsche Städte eine gemeinsame Anleihe und nutzen damit unmittelbar den Kapitalmarkt für die (Re-)Finanzierung. Das Emissionsvolumen betrug damals 100 Mio Euro. Die Anleihe wurde seitens der beiden Kommunen (quotal)/mit unterschiedlichen Größenordnungen) zur Kapitalbeschaffung genutzt, hatte eine Laufzeit von 10 Jahren und wurde ausschließlich institutionellen Investoren angeboten. Damit ersparten sich die Städte unter anderem die Erstellung eines Emissionsprospekts, denn institutionellen Investoren (sog. professionellen Anlegern) traut der Gesetzgeber zu, auch ohne weitreichende und detailliert aufbereitete Informationen seitens der Emittenten eine ausreichende due dilligence im Vorfeld eines Wertpapierkaufs vornehmen zu können. Haftungstechnisch steht jede Stadt (wie auch bei den folgenden Gemeinschaftsanleihen) nur für ihren Anteil gerade und haftet folglich nicht für die andere Stadt mit.

Der Grund für ihr gemeinsames Vorgehen lag in der Erreichung einer kritischen Größe, welche für solche Finanzinstrumente und die damit verbundenen Kosten bei ca. 100 Mio. Euro gesehen wird; nicht zu vernachlässigen sind bei solchen Überlegungen aber sicherlich auch relevante Publizitätseffekte.

Im Folgejahr nahmen sich 6 Städte aus dem Ruhrgebiet und dem Bergischen Land das obige Beispiel als Vorbild und begaben die sogenannte Ruhranleihe oder auch NRW-Städteanleihe genannt. Dortmund, Essen, Herne, Remscheid, Solingen und Wuppertal begaben eine 4-jährige Anleihe über 400 Mio. Euro. Auch hier quotale Nutzung des Kapitalmarktinstruments durch jede einzelne Kommune; jede Stadt haftete explizit auch nur für ihren eigenen Anteil. Anfang 2015 erfolgte eine weitere Emission eines sehr ähnlichen Sextetts (anstelle der Stadt Dortmund beteiligte sich Bochum). Emissionsvolumen hier 500 Mio Euro; Laufzeit 10 Jahre. Im Juni 2015 emittierten dann Bielefeld, Essen, Gelsenkirchen, Hagen und Remscheid eine Gemeinschaftsanleihe über 250 Mio. Euro (Laufzeit hier 7 Jahre).

Können solche Gemeinschaftsanleihen mögliche Blaupausen für ein gemeinsames Agieren (speziell kleinerer und mittlerer) kommunalnaher Unternehmen sein, um bei eigenen Finanzierungsbedarfen kritische Größenordnungen für solche Kapitalmarktinstrumente zu erreichen? Hierzu im folgenden einige erste Einschätzungen für unsere weiteren Diskussionen:

Stadtwerke sind Unternehmen mit sehr unterschiedlichen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und folglich auch einer durchaus divergierenden (in der Regel nicht durch ein externes Rating festgestellten) Bonitätseinschätzung. Schon die bei obigen Multi-Städte-Anleihen beschriebene Haftungssituation, das jede Kommune nur für ihren Anteil gerade steht, wurde auf der Investorenseite durchaus kritisch gesehen. Diese Investoren müssen eine due diligence nicht nur für einen Schuldner machen,

sondern gleich für mehrere parallel. D.h. vor Zeichnung (aber auch danach für die Laufzeit jährlich) mehrere „Bilanzen“ analysieren und bewerten. Das gleiche gilt für die Bestimmung von Bonität und Ausfallwahrscheinlichkeit für den jeweiligen quotalen Anteil an der Anleihe plus Korrelationen. Viel Aufwand für den Investor dem als Nutzen die übliche Zinsmarge gegenübersteht. Ein Konflikt zwischen (wirtschaftlichen) Optimierungsinteressen der Gläubiger und der Schuldner tritt hier zutage. Dieser könnte unter Kosten-Nutzen-Gesichtspunkten das Instrument gegenüber einem individuellem Vorgehen benachteiligen.

Zudem handelt es sich bei allen bisherigen Emissionen ausschließlich um Angebote an institutionellen Investoren wie Banken, Versicherungen und Versorgungswerke. Damit benötigen solche Wertpapiere keinen Prospekt und haben weniger Publizitätsauflagen (was aus Sicht der Schuldner positiv zu bewerten ist). Der Gläubiger hat dadurch aber zunächst weniger Information zu Verfügung.

Im Grunde wurden diese Multi-Städte-Anleihen von den Investoren vor allem deshalb gezeichnet, weil die grundsätzliche Überzeugung der Insolvenzfestigkeit deutscher Kommunen im Rahmen der (deutschen) Finanzverfassung mit den dort verankerten vertikalen bzw. horizontalen Finanzzuweisungssystemen dem Ganzen zugrunde lag. Dies reduziert bzw. relativiert dann die oben beschriebene Aufwandspositionen.

Richtig Sinn machen Gemeinschaftsanleihen – ob nun von Städten, (Bundes-)Ländern oder anderen Emissionsgemeinschaften (also auch Stadtwerken) – aber erst dann, wenn entweder die Emittenten entweder selbst gegenseitig die Haftung als Gesamtschuldner übernehmen (das kann man sich selbstverständlich nur (quasi intern) im kommunalen Infrastrukturkonzern aber natürlich nicht zwischen rechtlich und wirtschaftlich selbständigen/unabhängigen Unternehmen und Körperschaften vorstellen) oder dies mittels Garantiegewährung ein Dritter (bspw. Staatsgarantien (Bund und Länder) für bestimmte Investitionen im Rahmen der Energiewende) tut. Diese Vorgehensweise würde das Risiko eines Ausfalls nicht auf das kumulierte Ausfallrisiko aller Beteiligten abstellen, sondern es deutlich reduzieren, was sich in einem niedrigeren Emissionsspread und damit günstigeren Finanzierungs- sprich Zinskonditionen ausdrücken würden. Der ersparte (zusätzliche) Risikoaufsatz im Zinssatz stellt dabei entweder so zu sagen die Versicherungsprämie dar, mit sich die Emittenten gegenseitig (wegen gesamtschuldnerischer Haftung) gegen Ausfall versichern; oder vergleichbar könnte der Garantiegeber agieren, wenn Selbiger für mehrere Emittenten bonitätsstärkend und damit finanzierungskostenoptimierend, tätig wird. Staatsgarantien könnten dann im Rahmen von (liquiditätsbestückten) Sondervermögen (quasi als Energiewende- bzw. Transformationsfonds) nicht nur liquiditätswirksame Kapital(ver-)stärkungen gewähren, sondern komplementär auch über Garantieinstrumente quasi investitions- und damit finanzierungsinduzierend (Teil-)Risiken abdecken, um den Markt zu „befeuern“.

(Zwischen-)Fazit: Ohne gemeinschaftliche Haftung machen Einzelemissionen für Investoren unter reinen Wirtschaftlichkeitsgesichtspunkten (Zins- bzw. Kuponkonditionierung) deutlich mehr Sinn (sind also marktgängiger); dann kann sich der Investor das Risiko „kaufen“, welches er eingehen möchte, ohne sich ein Bündel an credits anschauen und sich quasi „ans Bein binden“ zu müssen. Hier stehen also die möglichen Einzelvorgehensweise der „Großen“ (kritische Größe einer Einzelemission wird bei diesen i.d.R. erreicht) wirtschaftlich dem gebündelten/gepoolten Vorgehen der Kleinen und Mittleren entgegen und schafft im Wettbewerb Fakten bzw. erschwert Agieren bei Multi-Schuldner-Anleihen.

2. Bedeutung und mögliche Rolle von Verbriefungen

Verbriefungen bieten Möglichkeiten, die bankbasierte Unternehmensfinanzierung (wie bspw. für Stadtwerke Standard und weitestgehend Usance) mit den Kapitalmärkten auch unmittelbar zu vernetzen (-> Gläubigerdiversifikation als Ziel). Diese Finanzierungsvariante / dieses Instrumentarium könnte gerade vor dem Hintergrund der besonderen Finanzierungsherausforderungen der energiewirtschaftlichen Transformation zunehmend Sinn machen und in den Fokus rücken.

Verbriefungen sind ein international häufig genutztes Finanzinstrument; im Zuge der Schaffung einer europäischen Kapitalmarktunion von 2015 wurden Verbriefungen als Finanzprodukt europaweit vereinheitlich und auf einem sehr hohen Transparenzniveau reguliert. Dieser Trend zur stärker kapitalmarktorientierten Finanzierung für bis dato klassische Unternehmensfinanzierungsakteure kann helfen, Risiken im Energiesektor zukünftig auf breitere Schultern zu verteilen (damit können Engpässe durch das Erreichen von Limiten, Risikodeckelungen, (Engagement-)Obergrenzen oder bpsw. das Nutzen eines zu kleinen (Hausbanken)Gläubigerkreises überwunden werden).

Insbesondere die deutsche Energiewirtschaft und damit der Stadtwerkesektor und seine Finanzierungspartner stehen vor enormen Herausforderungen wie

- die Auswirkungen geopolitischer Verwerfungen (eingeschränkte Verfügbarkeit von Energieträgern) bzw.
- die erforderliche Gewährleistung angemessener Finanzierungsbedingungen und -möglichkeiten für die energiewirtschaftliche/digitale Transformation.

Denn der Transformationsprozess der Stadtwerke erfordert umfangreiche Investitionen und dafür ist auch eine angemessene Mobilisierung privaten Kapitals erforderlich. Da

die Energiewirtschaft und hier vor allem die Stadtwerke die Transformation vornehmlich auf einem hohen Sockel bankbasierter Unternehmensfinanzierungen bewältigen muss, ist eine regulatorische Kapitalentlastung der (bisher und zukünftig) finanzierenden Banken von besonderer Bedeutung. Die Nutzung des weiterentwickelten Verbriefungsmarktes kann somit einen Beitrag dazu leisten, a) wieder Freiräume für Neuengagements bei den bisherigen und zukünftigen Bankpartnern zu schaffen sowie b) den hohen Finanzierungsbedarf in der Transformation langfristig zu decken.

Die intensive Nutzung verschiedener Finanzierungsinstrumente ist von Nöten, und das gilt auch für Verbriefungen.

a) Rolle von Verbriefungen als Kapitalmarktinstrument (im Vergleich zu Unternehmensanleihen)

Verbriefung bedeutet die Bündelung eines Portfolios an Forderungen, welches über mehrere (mindestens 2) Tranchen von Schuldtiteln finanziert bzw. abgesichert wird. Die Finanzierung kann über am Kapitalmarkt emittierte Wertpapiere erfolgen, über ein oder mehrere Banken oder über andere spezialisierte Investoren. Üblicherweise werden dabei Forderungen an eine Zweckgesellschaft (SPV) verkauft und übertragen. Das SPV refinanziert den Ankauf der Forderungen durch die Ausgabe von Wertpapieren am Geld- oder Kapitalmarkt. Kennzeichnend und eine Verbriefung definierend ist die Emission verschiedener Tranchen an Wertpapieren.

Wertpapiere, die im Zuge einer Verbriefung ausgegeben werden, sind zumeist variabel verzinst (als floating rate notes bzw. floater). Der Zins der Notes orientiert sich an einem variablen Referenzzinssatz am Markt. Nur der eigentliche Credit Spread, den das SPV (Zweckgesellschaft) aus den Zahlungsströmen (Cash Flows) der unterlegten Forderungen dem Investor (also dem Zeichner des Wertpapiers) zahlt, ist fix.

Unternehmensanleihen sind hingegen im Regelfall festverzinsliche Schuldverschreibungen. Im Gegensatz zu Verbriefungen haftet das Unternehmen hierbei mit all seinen Vermögenswerten für die Bedienung von Rück- und Zinszahlungsverpflichtungen (also dem Schuldendienst). Anleihen sind daher vollständig „originator-backed“ und nicht „asset-backed“ (wie Verbriefungen). Im Insolvenzfall haben die Gläubiger bzw. Investoren keinen (expliziten) Anspruch auf die Liquidationserlöse bestimmter Assets. Der Investor „erwirbt“ mit der Zeichnung einer Anleihe das spezifische Risiko des betreffenden Unternehmens. Entsprechend sind bei der Bonitätseinschätzung (dem Rating) in erster Linie die Kreditwürdigkeit und erwartete Kapitaldienstfähigkeit (Schuldentragfähigkeit) des Unternehmens bedeutsam.

Bei Verbriefungen hingegen verpflichtet sich der Originator zu weitergehenden Transaktions- und Portfolioinformationen. Dieses Reporting gibt zeitnah Aufschluss über

die Entwicklung zugrunde liegender Portfolios; im Vergleich zu Anleihen sind die Risiken bei Verbriefungen aufgrund eines Pools von Forderungen sehr viel breiter gestreut.

b) Covered Bonds als Optimierungsvariante für die Transformationsfinanzierung

Covered Bonds sind in Form von Pfandbriefen (sowie anderen gedeckten Schuldverschreibungen) in Deutschland ein Finanzierungsinstrument mit langer Tradition. Langfristige Immobilien-, Schiffs- und Flugzeugfinanzierungen sowie Kredite an die öffentliche Hand dienen langfristig als Besicherung (klass. Unternehmensfinanzierungen (blanko) natürlich nicht).

An die Qualität des Forderungspools von Covered Bonds werden hohe Anforderungen gestellt, die die Emittenten fortwährend erfüllen müssen.

Hinsichtlich ihrer „asset-backed“ Struktur ähneln Covered Bonds den Verbriefungen.

Covered Bonds haben im Vergleich zu Verbriefungen den Vorteil des Dual Recourse (aus Sicht der Investoren sind diese sowohl „asset-backed“ (Rückgriff auf den zugrundeliegenden Forderungspool) als auch originator backed“ (Rückgriffsmöglichkeit auf weitere Vermögenswerte in der Bilanz des Emittenten). Da der Forderungspool bei covered bonds anders als reinen Verbriefungen nicht ausgelagert wird, sondern auf der Bilanz der emittierenden Bank verbleibt, haftet die emittierende Bank im Rahmen des dual recourse zusätzlich zum Sicherheitenpool.

DiskussionsFrage: Forderungspools im Rahmen der energiewirtschaftlichen Transformation (welche Form ist sinnvoll?)

Bei Nutzung von Garantien und Übernahme von (Teil-)Risiken könnten Assets der Energiewirtschaft (bspw. regulierte Assets wie Netze, aber auch (erneuerbare) Erzeugungsanlagen) zu mit covered bonds vergleichbaren Strukturen werden. Vorteil: für Banken und Investoren erprobtes und risikooptimiertes / -mitigierendes Finanzierungsinstrument bei zinsoptimierter Kostenstruktur.

Aber auch reine Verbriefungen haben aufgrund der Poolcharakters der dahinter liegenden Forderungen einen Vorteil, weil im Vergleich zu unternehmensindividuellen Anleihen (als klass. (FK-)Kapitalmarktinstrument) für Investoren eine diversifizierte Risikostruktur vorliegt. Diese („optimierte“) Risiko-/Renditeeinschätzung kann dann folglich auch eine Finanzierungskostengünstigkeit für den Schuldner bedeuten.

c) Einwertung

Traditionell werden bei einer true sale Verbriefung Forderungen an ein SPV verkauft und übertragen. Dabei ist es unerheblich, ob die von dem SPV emittierten Wertpapiere vom

originator einbehalten (eine sogenannte retained transaction) bei der EZB als Sicherheit eingereicht oder am Kapitalmarkt platziert werden. Bei einer synthetischen Transaktion bzw. Bilanzverbriefung von Krediten verbleiben die verbrieften Forderungen hingegen im Eigentum der originierenden Bank. Es wird lediglich das Kreditrisiko an den Kapitalmarkt transferiert. Ziel einer Bank im Rahmen einer solchen Transaktion ist es ihr Eigenkapital zu entlasten, d.h. regulatorisch erforderliche Eigenmittel zur risikoadäquaten Unterlegung von Forderungsausfallrisiken zu reduzieren.

Eine Verbriefung beginnt mit der Festlegung zu erreichende Ziele; davon abhängig erfolgt die Identifikation des zu verbriefenden Portfolios. Es ist zu entscheiden, ob ein zivilrechtlicher Verkauf (true sale) an ein SPV (‚special purpose verhicle') oder eine synthetische Bilanzverbriefung, ohne dass ein echter Verkauf durchgeführt wird, stattfinden soll. Ebenfalls definierend für Verbriefungen ist darüber hinaus, dass die Rückzahlungen der emittierten Wertpapiere von den Zahlungen der unterlegten Forderungen abhängt und verbriefende Unternehmen nicht direkt für Rückzahlung der Finanzierung haftet. Verbriefungen werden daher auch als ABS (‚asset backed securities') bezeichnet, bei deren klassischer Variante geht das Asset auf ein schuldrechtliches Verhältnis zwischen einem Forderungsschuldner (Kreditnehmer einer Bank) und dessen Gläubiger zurück.

<u>Mögliche Vorteile für die Marktteilnehmer:</u>

- *Unternehmen (Stadtwerke):* Finanzierung unabhängiger von der eigenen Bonität; günstige Refinanzierung; zusätzliche Liquiditätsreserven; Diversifizierung der Finanzierungsinstrumente; Verbesserung der Finanzkennzahlen durch Bilanzentlastung
- *Banken:* Erweiterung der Investorenbasis; Diversifizierung der Refinanzierung; (teilweise) Transfer von Kreditrisiken und regulatorischer Eigenkapitalentlastungen; Schaffung zusätzlicher Spielräume im Kreditgeschäft zur Finanzierung der Energiewirtschaft.
- *Investoren:* Erweiterung des Anlagespektrums in gewünschten Assetklassen und Risikokategorien; hochtransparente Wertpapiere mit forderungsbasierten Cash Flows; erhöhte Liquidität durch Notenbankfähigkeit der emittierten Wertpapiere und hohe Liquidität im Sekundärmarkt.

Verbriefungen passen damit m.E. gut zur überwiegend bankbasierten Unternehmensfinanzierung im Energiesektor. Gerade die Vielzahl der kleinen und mittleren Stadtwerke verfügt häufig nicht über das erforderliche (externe) Rating für einen direkten Kapitalmarktzugang und damit zusammenhängend auch das erforderliche know how/Erfahrungen. Folglich sind die kleinen und mittleren kommunalen Unternehmen nicht direkt kapitalmarktfähig. Die Gründe hierfür sind

vielfältig. Individuelle Geschäftsmodelle mit spezifischen Finanzierungsbedürfnissen, mangelnde Ressourcen/Erfahrung für kapitalmarkterforderliche Reporting- und Controllingstrukturen sowie eine spezifische Unternehmens-Governance.

Verbriefungen bieten eine Möglichkeit, a) die bankbasierte Unternehmensfinanzierung kapitalmarktaffiner zu machen und b) hat die Weiterentwicklung des Marktes das Potential, die Finanzierungsfähigkeit der (kommunalen) Energiewirtschaft (systematisch) zu verbessern und Stadtwerke mittelbar an den Kapitalmärkten teilhaben zu lassen.