



# Einer für alle, alle für Einen?

## Kommunale Finanzagentur – ein Überblick

21. August 2012

### Autoren

Frank Zipfel  
+49 69 910-31890  
frank.zipfel@db.com

Samuel Mann

### Editor

Barbara Böttcher

Deutsche Bank AG  
DB Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)  
Fax: +49 69 910-31877

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

### DB Research Management

Ralf Hoffmann | Bernhard Speyer

Trotz verbesserter Finanzlage in diesem und dem nächsten Jahr nimmt die kommunale Verschuldung weiter zu – wenn auch regional sehr unterschiedlich. Insbesondere die Entwicklung der nur für kurzfristige Liquiditätsengpässe gedachten Kassenkredite zeigt dies. Gegenwärtig werden rund 95% der Schuldenaufnahme durch Kreditinstitute (also vor allem Buchkredite) finanziert. Struktur und Volumen der kommunalen Kreditfinanzierung haben sich merklich geändert. Kürzere und mittlere Laufzeiten haben stark zugenommen. Allerdings ist diese Entwicklung zwischen den Bankengruppen unterschiedlich verlaufen – zuletzt waren Kreditbanken eher in der kurzen Frist, Sparkassen, Landesbanken sowie Banken mit Sonderaufgaben (v.a. Förderbanken) eher längerfristig engagiert.

Ob die dominierende Rolle der Banken im Rahmen der kommunalen Kreditfinanzierung auch in der Zukunft Bestand haben wird, ist zu bezweifeln. Angesichts des sich ändernden Regulierungsumfelds (v.a. erhöhte Eigenkapitalanforderungen sowie neue Liquiditätsanforderungen im Rahmen von Basel III) und den Auswirkungen der Staatsschuldenkrise auf die Risikoeinschätzung der Kommunen durch die Banken, dürften Kommunalkredite zu den bislang gewohnten Konditionen und/oder nicht mehr in dem bisherigen Umfang für die einzelnen Kommunen bereit gestellt werden.

Eine interessante Alternative könnte daher die Finanzierung über den Kapitalmarkt darstellen. Die Bündelung der Kreditnachfrage im Rahmen einer kommunalen Finanzagentur könnte es den Kommunen ermöglichen, mit den für den Kapitalmarkt notwendigen Volumina aufzutreten. Dafür gibt es vor allem in Skandinavien und Nordamerika eine Reihe von bewährten Beispielen. Den einen Typus Finanzagentur gibt es nicht. Vielmehr besteht für die konkrete Ausgestaltung eine ganze Reihe von Möglichkeiten.

Aus ökonomischer Sicht hängt die Beurteilung stark von den Ausgestaltungsmerkmalen ab. Insbesondere die Art der gegenseitigen Haftung und der Umfang der Bedingungen für eine Mitgliedschaft der einzelnen Kommune in einer Agentur spielen eine wichtige Rolle. Ziel sollte sein, eine weitgehend negative Selektion der teilnehmenden Kommunen zu vermeiden. Angesichts der impliziten Garantie der Gebietskörperschaften in Deutschland füreinander sowie der gesetzlich verankerten Autonomie der öffentlichen Haushalte, sollte aus ökonomischer Sicht in Deutschland eine vergleichsweise strengere Aufsicht bzw. Konditionalität gewählt werden.



## Einer für alle, alle für Einen? – Kommunale Finanzagentur – ein Überblick

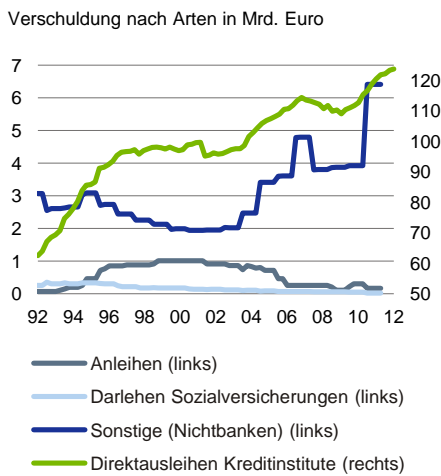
---



Einer für alle, alle für Einen? – Kommunale Finanzagentur – ein Überblick

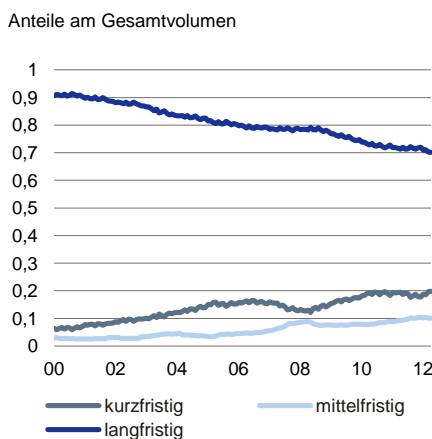
**Kommunale Kreditfinanzierung und Basel III**

**1 Kreditinstitute dominieren**



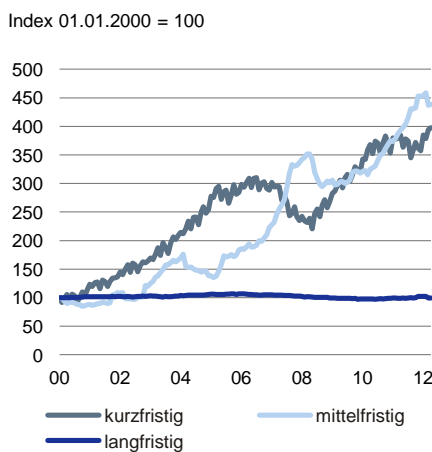
Quellen: Bundesbank, DB Research

**2 Kredite nach Fristigkeit**



Quellen: Bundesbank, DB Research

**3 Kredite nach Fristigkeit, indiziert**



Quellen: Bundesbank, DB Research

Mit knapp EUR 130 Mrd. (nach Maastricht-Abgrenzung sogar EUR 140 Mrd.) hat die Verschuldung der Kommunen Ende 2011 einen neuen Höchststand erreicht. Darin enthalten sind rund EUR 45 Mrd. Kassenkredite – letztere ein beredtes Beispiel für die Finanznöte zahlreicher Kommunen in Deutschland. Eigentlich nur für kurzfristige Liquiditätsengpässe gedacht, haben sie sich aber für viele Kommunen als dauerhaftes Mittel zur Finanzierung laufender Ausgaben entwickelt. Aber nicht nur dieser gleichsam „Dispo-Kredit“ der Kommunen finanziert sich über (Buch)kredite, sondern auch die „reguläre“ Mittelaufnahme wird bislang fast ausschließlich über Bankkredite finanziert.

In den vergangenen zehn Jahren hat sich neben dem Volumen auch die Struktur dieser kommunalen Kreditfinanzierung merklich geändert. So werden z.B. immer häufiger kürzere Laufzeiten vereinbart. Während kurzfristige Kredite im Jahr 1999 gut 6% der gesamten Kreditvergabe an Gemeinden ausmachten, waren es im Jahr 2011 schon knapp 20%. Im Gegenzug dazu fiel der Anteil langfristiger Kredite von 90% auf 70%. Die indexierte Darstellung in Abbildung 3 verdeutlicht zudem, dass sich die anteilmäßige Veränderung aus einem Anstieg der kurzfristigen Kredite, bei gleichzeitig konstantem Volumen langfristiger Kredite, ergab. Hier zeigt sich die dramatische Zunahme der Kassenkredite, deren Anteil an der Gesamtverschuldung von 7% (2000) auf fast 35% (2011) stieg.

Betrachtet man die Veränderungen nach Bankengruppen (siehe Abb. 4 sowie ausführlicher Anhang), so fällt auf, dass vor allem bei den Kreditbanken (Großbanken, Regionalbanken und Zweigstellen ausländischer Banken) seit 2008 eine deutliche Zunahme des Volumens kurzfristiger Kredite mit einer Abnahme langfristiger Kredite einherging. Dem gegenüber stehen Sparkassen sowie Banken mit Sonderaufgaben (v.a. Förderbanken), bei denen das Volumen langfristiger Kredite anstieg. Eine relevante Abnahme kurzfristiger Kredite tritt hingegen in keinem Bereich auf. Die Detailbetrachtung unterstreicht somit das Gesamtbild abnehmender langfristiger und zunehmender mittel- und kurzfristiger Kredite.

Die Bankfinanzierung spielt bislang eine überragende Rolle für Kommunen, da deren Kreditfinanzierung fast gänzlich durch Banken dargestellt wird. Ob dies auch in der Zukunft so bleibt, ist angesichts des sich ändernden Regulierungsumfelds, aber auch der Auswirkungen der Staatsschuldenkrise auf die Risikoeinschätzung von Kommunen durch Banken, durchaus zu bezweifeln. Höhere Eigenkapitalanforderungen wie auch neue Liquiditätsanforderungen im Rahmen von Basel III werden hierbei eine wichtige Rolle spielen.<sup>1</sup> Beides wird voraussichtlich dazu führen, dass – soweit die Anforderungen so umgesetzt werden wie derzeit geplant – Kommunalkredite zu den derzeitigen Konditionen für Banken in der Zukunft (spätestens ab 2018) weniger attraktiv sein werden bzw. nicht mehr in dem bisherigen Umfang für die einzelne Kommune bereitgestellt werden können. Bei gleichbleibendem oder steigendem Kreditvolumen stellt sich damit die Frage, wie die Liquiditätsversorgung der Kommunen sichergestellt werden kann.

Ändert sich am geplanten Regulierungsrahmen nicht viel, sind grundsätzlich mehrere Optionen denkbar, den Kommunen Liquidität zur Verfügung zu stellen. Zum einen können die Länder selbst mehr Mittel bereitstellen, sei es über direkte Mittelvergabe oder indirekt durch höhere Zuweisungen an die Kommunalhaushalte. Angesichts der auch für viele Länder schwierigen Haushaltslage, der Einführung der Schuldenbremse bis 2020 und eines sich abzeichnenden demografisch bedingten Ausgabeanstiegs in den kommenden Jahren (letzterer ist bei den Ländern wegen ihres institutionell bestimmten hohen Pensionsausgabenanteils besonders ausgeprägt) dürfte die Bereitschaft auf Länderebene dafür je-

<sup>1</sup> Siehe hierzu ausführlich BdB (2012) sowie BIS (2011).

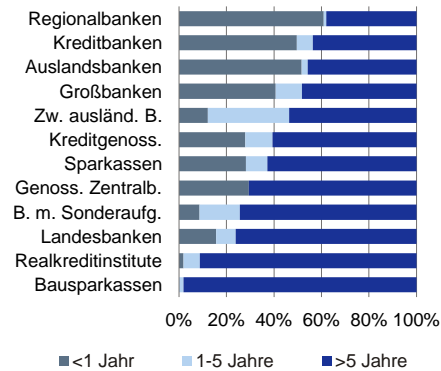


## Einer für alle, alle für Einen? – Kommunale Finanzagentur – ein Überblick

### Kreditbanken derzeit am kurzen Ende

4

Buchkredite an Kommunen, Anteile nach Fristigkeit in der jeweiligen Bankengruppe, April 2012



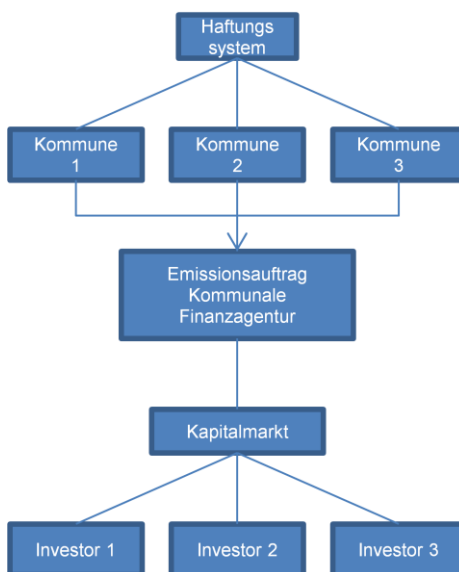
Quellen: Bundesbank, DB Research

doch eher gering sein. Zum anderen könnten öffentlich-rechtliche Banken (einschließlich Förderbanken) ihr Engagement ausbauen. Die Entwicklung im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise insbesondere im Landesbankensektor sowie die zunehmend vorsichtigere Positionierung der Förderbanken (z.B. durch strengere Bonitätsprüfung) lassen indes auch hinsichtlich dieser Option Zweifel aufkommen.

Eine dritte und interessante Alternative zur Erweiterung bzw. Erhalt der Kreditgeber könnte daher die Finanzierung über den Kapitalmarkt sein. Über den Kapitalmarkt ließe sich darüber hinaus auch eine Diversifizierung der Finanzierung erreichen (d.h. weg von der reinen Kreditfinanzierung). Wichtigste Instrumente stellen (börsengehandelte) Anleihen und (i.d.R. nicht-börsengehandelte, bilaterale) Schuldscheindarlehen dar. Beide Instrumente bieten die Möglichkeit über längere Laufzeiten Mittel aufzunehmen. Allerdings, und das dürfte für das Gros der Kommunen das Hautproblem darstellen: Beide Instrumente verlangen ein substantielles Volumen (ab EUR 10 Mio. aufwärts bei Schuldscheinen und ab EUR 150-300 Mio. bei Anleihen), das damit üblicherweise für die einzelne Kommune zu groß ist. Kleinere Volumina sowie kommunaltypische Tilgungsstrukturen sind schwer am Kapitalmarkt zu platzieren. Ein Ausweg böte sich daher darin, die Nachfrage von Kommunen zu bündeln. Dies könnte über eine Kommunale Finanzagentur bewerkstelligt werden. Im Folgenden werden daher Ausgestaltungsmöglichkeiten bzw. Gestaltungsmerkmale und deren Vor- und Nachteile aus ökonomischer Sicht untersucht sowie existierende Beispiele in anderen Staaten näher beleuchtet. Um es gleich vorwegzunehmen: Strukturelle Finanzprobleme der Kommunen, die auch nach der (teilweisen) Übernahme von Sozialausgaben durch den Bund (also neben Grundsicherung im Alter und bei Erwerbsminderung ebenso die Eingliederungskosten von Behinderten) verbleiben, kann auch eine Kommunale Finanzagentur nicht lösen. Hierzu bedarf es letztlich Änderungen bei der finanziellen Verflechtung von Bund, Länder und Kommunen, die bis spätestens 2020 angesichts des Auslaufens des bestehenden Finanzausgleichs und des Solidarpaktes II ohnehin notwendig werden.

### Grundlegendes Prinzip: Bündelung der Kreditnachfrage

5



Quelle: Eigene Darstellung

## Grundlegende Merkmale Kommunaler Finanzagenturen

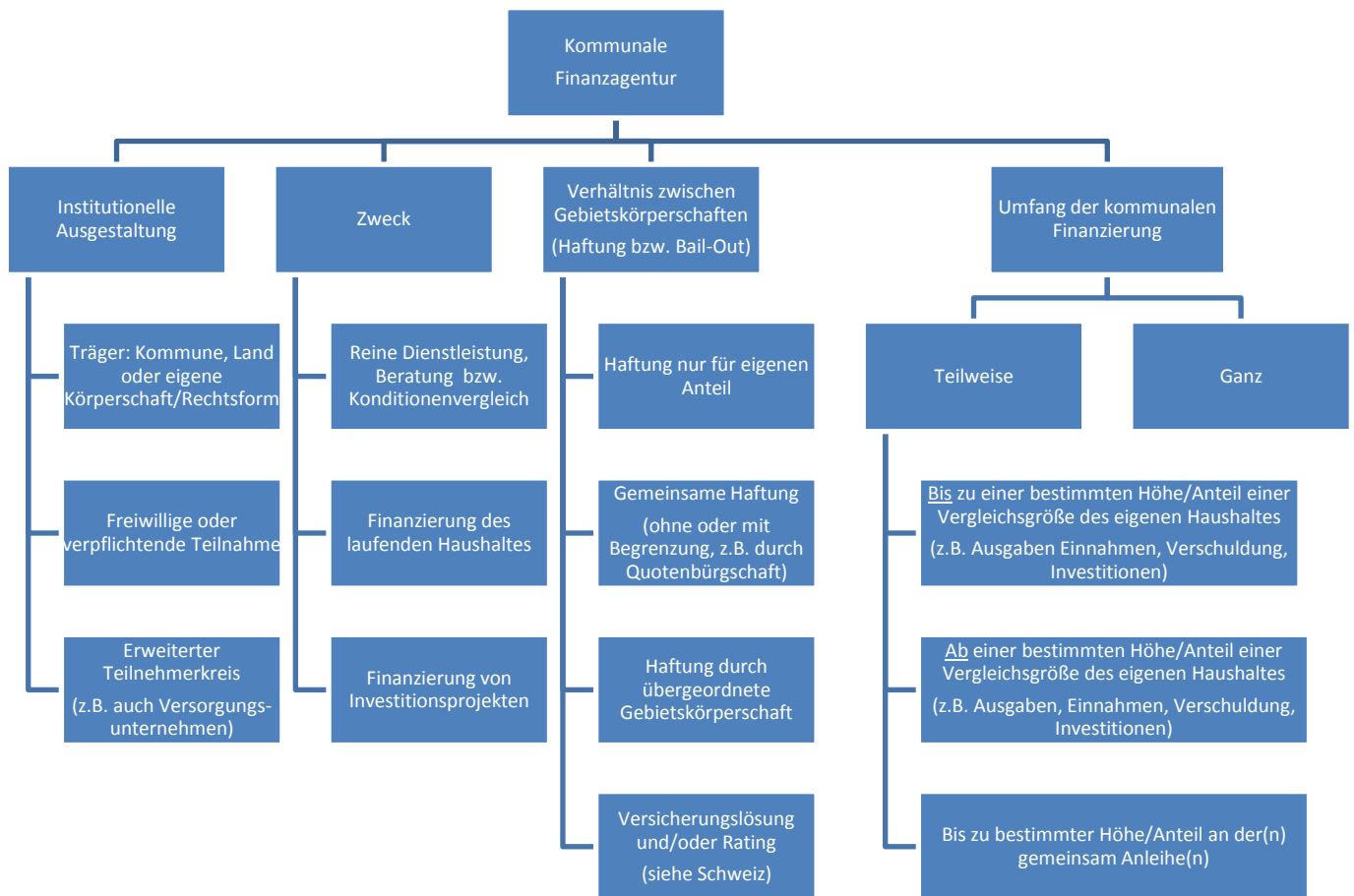
Die Hauptaufgabe Kommunaler Finanzagenturen ist die Bündelung der Kapitalnachfrage einzelner Kommunen, um in deren Auftrag Kapital zu günstigen Konditionen am Finanzmarkt zu beschaffen. In der Praxis geschieht dies in der Regel durch die Ausgabe gemeinsamer Anleihen. Bei der konkreten Ausgestaltung einer Kommunalen Finanzagentur besteht jedoch eine Vielzahl von Möglichkeiten. Einer der wichtigsten Punkte – insbesondere aus der Sicht der Investoren – ist die Frage des Verhältnisses der Gebietskörperschaften und deren (mögliche) Haftung untereinander. Haften die an einer gemeinsamen Anleihe beteiligten Kommunen füreinander (ganz oder teilweise) bzw. gar die übergeordnete Gebietskörperschaft, oder haftet jeder nur für seinen Anteil (wie z.B. bei einem Länder-Jumbo)? In der Schweiz ist im Rahmen der dortigen Finanzagentur eine so genannte Quotenbürgschaft vorgesehen, d.h. die beteiligten Kommunen haften im Außenverhältnis bis zur Höhe des eigenen Anteils für andere Kommunen. Die Frage der Haftung spielt bei der Einschätzung der Bonität (Rating) und damit letztlich auch der Preisfindung der begebenen Anleihen eine elementare Rolle. Die folgende Übersicht gibt einen Überblick der konstituierenden Merkmale einer Kommunalen Finanzagentur.



## Einer für alle, alle für Einen? – Kommunale Finanzagentur – ein Überblick

Übersicht grundlegender Merkmale Kommunaler Finanzagenturen

6



Quelle: Eigene Darstellung

Neben der Haftung sind es vor allem der Zweck bzw. Ziel, die institutionelle Ausgestaltung sowie der Umfang der kommunalen Finanzierung, die die Ausgestaltung einer Kommunalen Finanzagentur ausmachen. Die Übersicht macht aber auch deutlich: Abgesehen vom Ziel der Bündelung der Kreditnachfrage gibt es nicht *den* einen Typ Finanzagentur – dies zeigen auch die Beispiele im Ausland. Vor- und Nachteile aus ökonomischer aber ebenso aus Sicht von Kommunen und Kapitalgebern können daher sehr unterschiedlich sein. Zweck und institutionelle Ausgestaltung sind eng miteinander verbunden – so wird eine reine Beratungseinheit sicherlich nicht mit einer verpflichtenden Teilnahme von Kommunen verbunden sein.<sup>2</sup>

### Vor- und Nachteile einer Kommunalen Finanzagentur

In der Umsetzung bedeutet Bündelung, dass die mit der Emission beauftragte Kommunale Finanzagentur mit der Ausgabe *einer* Anleihe am Kapitalmarkt, die Finanzierungsbedürfnisse *aller* teilnehmenden Kommunen zu einem bestimmten Zeitpunkt deckt. Aus ökonomischer Sicht ergibt sich hieraus eine Reihe von Vorteilen. An erster Stelle stehen positive Skaleneffekte aufgrund sinkender Durchschnittskosten. Werden Anleihen zum Verkauf angeboten, so ist dies üblicherweise mit hohen Fixkosten verbunden. Gebühren für das Emissionskonsortium und die Börseneinführung und die Kosten zur Kurspflege können für Emittenten kleinerer Volumina prohibitiv hoch werden<sup>3</sup>. Eine Kommunale Finanzagentur löst dieses Problem, indem sie die Fixkosten auf eine große Anzahl von

<sup>2</sup> Letzteres ist in den betrachteten Beispielen desgleichen nicht anzutreffen.

<sup>3</sup> Siehe Schwarting, Gunnar (2006), S. 45.





## Einer für alle, alle für Einen? – Kommunale Finanzagentur – ein Überblick

Kommunen verteilt. Hierdurch wird es zudem auch möglich das für die Abwicklung notwendige Fachwissen, z.B. durch speziell qualifizierte Mitarbeiter, bereitzustellen, um die kommunale Seite in die Lage zu versetzen auf Augenhöhe mit den (internationalen) Kapitalgebern zu verhandeln.

Durch die Bündelung entsteht ein diversifiziertes Wertpapier. Begäbe sich jede Kommune selbstständig auf den Kapitalmarkt, so resultierte daraus eine Vielzahl von Anleihen, die an das Schicksal der jeweiligen Kommune gebunden wären und somit einer höheren Varianz bzw. einem höheren Ausfallrisiko unterlägen. Aus Sicht des Gläubigers entsteht durch die Bündelung ein einheitliches Rechtsgeschäft mit der Kommunalen Finanzagentur.<sup>4</sup> In diesem Zusammenhang wird schließlich die interne Haftungsstruktur relevant, welche Mitglieder im unterschiedlichen Maße dazu verpflichten kann, die Schulden einer insolventen Kommune zu decken. Je umfangreicher die Haftung füreinander, desto attraktiver stellt sich die Anleihe aus Sicht des Kapitalgebers dar, da per se das Ausfallrisiko sinkt. Umgekehrt sinkt damit der Anreiz für finanziell (sehr) gut gestellte Kommunen zur Teilnahme an einer solchen Agentur.

### Vorteile gebündelter Kreditnachfrage

7

- Emissionen in kürzeren zeitlichen Abständen
- Aufteilung der Fixkosten
- Diversifizierteres Wertpapier mit niedrigerem Ausfallrisiko
- Hinreichend große Emissionsvolumina und Liquidität

Soweit Kommunale Finanzagenturen über einen hinreichend großen Teilnehmerkreis verfügen, sind sie darüber hinaus in der Lage über ein hohes Volumen ausreichend Liquidität zu schaffen, d.h. genügend Investoren anzuziehen und damit effizienter zu agieren. Sehr wahrscheinlich wird die Liquidität einer Kommunalanleihe aufgrund des Größenunterschiedes immer noch beträchtlich geringer sein als die einer Staatsanleihe des betreffenden Zentralstaates. Folglich dürfte auch der Zinssatz, den Investoren auf Kommunalanleihen erhalten, höher als jener auf Staatsanleihen sein.<sup>5</sup> Aus diesem Grund können sich Kommunalanleihen als besonders attraktive Investitionsobjekte für Investoren erweisen, die nicht auf maximale Liquidität angewiesen sind. Der Zinssatz für (sichere) Staatsanleihen ist damit als eine Untergrenze für die Zinsen auf Kommunalanleihen anzusehen. Eine Obergrenze ist durch den Zinssatz auf Bankenkredite auf bilateraler Basis gegeben. Da Kommunalanleihen, die durch Bündelung der Kapitalnachfrage mehrerer Kommunen entstehen, ein weitaus geringeres (in meisten Fällen theoretisches) Ausfallrisiko besitzen als Kredite, welche an eine einzelne Kommune vergeben werden, dürfte der Zinssatz einer solchen Anleihe geringer als der eines durchschnittlichen Banken- oder Kassenkredites sein.<sup>6</sup> Die Zinssätze ( $i$ ) dürften daher in der Regel wie folgt in Relation zueinander stehen:

$$i_{\text{Staatsanleihe}} < i_{\text{Kommunalanleihe}} < i_{\text{Bankenkredit}}$$

Von dieser günstigen Zinskonstellation können Kommunale Finanzagenturen jedoch in der Regel nur profitieren, wenn sie sich mithilfe eines externen Ratings klar auf dem Kapitalmarkt positionieren. Denn Anleger auf dem Kapitalmarkt verlangen vor allem Transparenz. Eine externe Bewertung spiegelt die Bonität bzw. das Ausfallrisiko der Kommunalanleihe in quantifizierter Form wider. Dies ist sowohl für die Kommunale Finanzagentur als auch für Investoren von großer Bedeutung. Denn nur durch das externe Rating erhalten Investoren die Bestätigung in ein stabiles Wertpapier zu investieren und sind bereit, niedrige Zinskonditionen zu akzeptieren. Verstärkt werden diese Anlegerpräferenzen durch die Globalisierung der Finanzmärkte, da sich insbesondere ausländische Gläubiger in ihrer Investitionsentscheidung oft auf das Ratingergebnis stützen.<sup>7</sup> Dadurch wird wiederum die Erfüllung der Kernaufgabe Kommunaler Finanzagenturen, die günstige Kapitalbeschaffung, möglich. Theoretisch lässt sich dies als eine Verringerung der Informationsasymmetrien zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer darstellen. Wie wichtig gerade der internationale Aspekt ist zeigen

<sup>4</sup> Siehe ebenda, S. 134.

<sup>5</sup> Knoch (2011), S. 9.

<sup>6</sup> Zudem entfallen die Liquiditätsbeschaffungskosten der Banken, die im Zuge einer Kreditvergabe entstehen.

<sup>7</sup> Birkholz (2008), S. 64.



## Einer für alle, alle für Einen? – Kommunale Finanzagentur – ein Überblick

bspw. die Agenturen in Finnland, deren Anleihen (2011) zu jeweils weniger als 10% in Skandinavien selbst nachgefragt wurden. Im kanadischen Beispiel (British Columbia) betrug der Anteil der Auslandsnachfrage immerhin noch gut 50%. Die norwegische Agentur begab 2011 lediglich 5% der Anleihen in norwegischen Kronen aber fast 50% in japanischen Yen.

Eine Kommunale Finanzagentur kann somit dank des Liquiditäts- und Bonitäts-effekts entscheidend die Zinslast einer Kommune senken. Gleichzeitig stellen die begebenen Anleihen mit einem höheren Zinssatz als bei Staatsanleihen eine attraktive Investitionsalternative für Investoren dar, die höhere Renditen suchen.

### Ökonomische und rechtliche Aspekte

Die Bewertung (Rating) der einzelnen Mitglieder – extern oder durchaus auch intern – ist nicht nur aus Investorensicht von Bedeutung. Denn sie kann darüber hinaus helfen – in Abhängigkeit der konkreten Ausgestaltung der Finanzagentur – die Anreizstrukturen für Kommunen und Agentur zu verbessern. Hierbei steht im Vordergrund, bestimmte Selektionsprozesse hinsichtlich der Teilnahme von Kommunen an einer kommunalen Agentur zu vermeiden (negative Selektion) oder auch zu fördern (positive Selektion).

Aus ökonomischer Sicht ist insbesondere die Frage der Haftung im Innenverhältnis für die begebenen Anleihen mit Problemen behaftet. Soweit die Kommunen bspw. gemeinsam füreinander haften, kann es dazu kommen, dass für die einzelne Kommune der Anreiz für eine solide Haushaltsführung sinkt, da im Notfall andere Kommunen oder auch eine übergeordnete Gebietskörperschaft für Verpflichtungen im Außenverhältnis einstehen müssen („bail-out“). Das wird insbesondere dann problematisch, wenn die Teilnahme freiwillig ist und die Agentur auch kaum Möglichkeiten besitzt, Kommunen von der Mittelbeschaffung auszuschließen. In der Folge kann es zu einer negativen Selektion kommen, bei der am Ende nur mehr finanzschwache Kommunen auf die Kommunale Finanzagentur zugreifen. Damit wären die skizzierten Vorteile weitgehend obsolet und die Agentur wahrscheinlich nicht in der Lage das Geschäft längerfristig weiterzuführen.

Die existierenden Beispiele in der Praxis zeigen, dass die Teilnahme in der Regel freiwillig ist und die Agentur selbst entscheiden kann, potentiellen Mitgliedern bei schlechter Haushaltslage die Mitgliedschaft zu verwehren.<sup>8</sup> Hierdurch kann es zu einer positiven Selektion kommen, bei der nur finanziell gut gestellte Kommunen ihren Kreditbedarf über eine Agentur decken. Je nachdem wie streng ein internes Rating ausgestaltet ist, sind auch Zwischenlösungen, die sowohl finanzstärkeren als auch finanzschwächeren Kommunen den Zugang zu Gemeinschaftsanleihen gleichermaßen ermöglichen, denkbar – bspw. indem der Umfang der kommunalen Finanzierung, die durch eine Agentur abgedeckt ist, beschränkt wird. Umsetzen ließe sich dies dadurch, dass die Kreditaufnahme nur bis zu einer bestimmten Höhe oder eines Anteils einer Vergleichsgröße im eigenen Haushalt (wie Investitionen, Ausgaben oder ähnlichem) zulässig ist. Auch die Begrenzung des individuellen Anteils einer Kommune an der Gemeinschaftsanleihe wirkt in diese Richtung.

Interne und externe Bewertung ebenso wie die Anreizstruktur, der die Kommunen unterliegen, hängen in bedeutendem Maße auch von der institutionellen Stellung der Kommunen ab. Das beinhaltet z.B. die Frage, inwieweit diese eine

#### Informationsasymmetrie

8

Entscheidungen werden unter „Informationsasymmetrie“ getroffen, wenn ein Akteur einer Transaktion über mehr oder bessere Information verfügt als der andere\*. Im Kontext kommunaler Finanzierung tritt Informationsasymmetrie insofern auf, als Investoren entscheidend weniger Information zur finanziellen Lage von Kommunen besitzen als die Kommunen selbst („Hidden Knowledge“) – letzteres auch, weil Investoren den Aufwand für eigene Analysen scheuen. Erreicht die Informationsasymmetrie ein kritisches Ausmaß, so ist der Investor nicht mehr bereit eine Transaktion durchzuführen und der potentielle Wohlfahrtsgewinn beider Parteien bleibt aus („Adverse Selektion“).

#### Moral Hazard

Ein weiteres Folgeproblem von Informationsasymmetrien ist neben der adversen Selektion das Eingehen von übermäßigen Risiken durch den besser informierten Akteur. Dieser sogenannte „Moral Hazard“ kann eintreten, wenn die Gegenpartei nicht in der Lage ist, unerwünschtes Verhalten zu überwachen bzw. zu bestrafen\*\*. Bei Kommunalen Finanzagenturen könnte Moral Hazard auftreten, wenn eine Bail-Out-Garantie einer höheren staatlichen Ebene vorliegt, wie dies beim Beispiel der Insolvenzunfähigkeit deutscher Gemeinden aller Wahrscheinlichkeit de facto der Fall ist. Die Garantie ermöglicht Kommunen größere finanzielle Risiken einzugehen, da Land oder Bund im Falle einer drohenden Insolvenz unterstützend einspringen.

Die genannten Beispiele zeigen deutlich, dass ein entscheidender Faktor für das reibungslose Funktionieren einer Kommunalen Finanzagentur darin besteht, Informationsasymmetrien zu verringern. Dies wird primär durch den Einsatz von externen Ratings erreicht.

\*Kräkel (2007), S. 19

\*\*Griffiths und Wall (2000), S. 486

<sup>8</sup> In den meisten Fällen nehmen die Agenturen ein eigenes internes Rating vor. In der Schweiz existiert eine vorgeschaltete Versicherung, die in der Folge der Insolvenz der Kommune Leukerbad eingeführt wurde. Dieses interne Rating orientiert sich z.B. an den Finanzkennzahlen der Kommunen wie Selbstfinanzierungsgrad, Selbstfinanzierungsanteil, Zinsbelastungsanteil und Kapitaldienstanteil.



## Einer für alle, alle für Einen? – Kommunale Finanzagentur – ein Überblick

### Insolvenzordnung

9

#### § 12 Juristische Personen des öffentlichen Rechts

(1) Unzulässig ist das Insolvenzverfahren über das Vermögen

1. des Bundes oder eines Landes;
2. einer juristischen Person des öffentlichen Rechts, die der Aufsicht eines Landes untersteht, wenn das Landesrecht dies bestimmt

eigene Steuerhoheit bzw. Finanzautonomie (Ausgaben und Einnahmen) besitzen. In Deutschland ist hier relevant, dass Kommunen nur unter bestimmten Umständen für Dritte bürgen bzw. haften dürften (z.B. Artikel 104 GemO RLP). In manchen Staaten – wie auch in Deutschland – können Kommunen darüber hinaus per Gesetz insolvenzunfähig sein (§ 12 Abs. 1 Nr. 2 InsO). Letzteres gilt natürlich auch für den Fall, dass die übergeordnete Gebietskörperschaft unmittelbar und sofort für eine Kommune einspringt, sollte diese in eine finanzielle Schieflage geraten. In diesem Falle sind die oben skizzierten negativen Anreizeffekte alleine durch die Ausgestaltung einer Kommunalen Finanzagentur nur schwer zu vermeiden. Negative Anreizeffekte lassen sich generell am leichtesten vermeiden, je mehr Autonomie die Kommunen besitzen und desto mehr eigene Verantwortung diese für ihr Handeln tragen. Nicht jede institutionelle Ausgestaltung der Finanzbeziehungen zwischen den Gebietskörperschaften dürfte aus ökonomischer Sicht daher für die Einrichtung einer Kommunalen Finanzagentur gleich gut geeignet sein.

### Kommunale Finanzagenturen weltweit

10

Kommunale Finanzagenturen finden sich weltweit, in Europa vor allem in Skandinavien:

- Dänemark (KommuneKredit)  
<http://kommunekredit.com/>
- Finnland (MuniFin)  
<http://www.kuntarahoitus.fi/en>
- Norwegen (Kommunalbanken)  
<http://www.kommunalbanken.no/>
- Schweden (Komminvest)  
<http://www.kommuninvest.se/>
- Schweiz (Emissionszentrale Schweizer Gemeinden) <http://www.esg-ccs.ch/>

In Frankreich\* wird derzeit darüber debattiert eine Finanzagentur einzurichten. In Nordamerika, sind Kommunale Finanzagenturen ebenfalls weit verbreitet:

- Kanada (Auswahl):
  - Alberta Capital Finance Authority (ACFA) <http://www.acfa.gov.ab.ca/>
  - Municipal Finance Authority of British Columbia (MFABC) <http://mfa.bc.ca/>
- Vereinigte Staaten: (Auswahl)
  - Sunshine State Governmental Financing Commission (SSGFC) <http://ssgfc.affiniscap.com/>
  - Vermont Municipal Bond Bank (VMBB) <http://www.vmbb.org/>
  - New Hampshire Municipal Bond Bank (NHMBB) <http://www.nhmbb.org/>
- Neuseeland (New Zealand Local Government Funding Agency, LGFA) <http://www.lgfa.co.nz/>
- Japan (Japan Finance Organization for Municipalities-Bond, JFM) <http://www.jfm.go.jp/en/>

\*Französisches Parlament (2012).

In der Praxis kann es somit sinnvoll sein, dass die Mittelbeschaffung über Kommunale Finanzagenturen nur für bestimmte Projekte bzw. Ausgaben der Kommunen nutzbar sind, die auch in der Kompetenz der Kommunen liegen. Aus diesem Umstand könnten sich zweckgebundene Finanzagenturen bilden. Ein Beispiel einer strikt zweckgebundenen Finanzagentur aus der Praxis ist die Niederlandse Waterschapsbank N.V. (NWB). Die NWB Bank beschränkt sich bei ihrer Finanzierungshilfe auf Wohnungsbau, Gesundheit, Bildungseinrichtungen sowie Projekte im Bereich Wasser und Umwelt. In Deutschland könnte man hier an den Infrastrukturbereich denken, da die Kommunen den wesentlichen Anteil der staatlichen Investitionen tätigen. Letztere sind allerdings seit geraumer Zeit bedenklich rückläufig. An dieser Stelle ist jedoch festzuhalten, dass bei einer derartigen Ausgestaltung die Grenzen zu einer Förderbank verschwimmen. Das gilt auch für das genannte Beispiel aus den Niederlanden, die gleichfalls mehr als Förderbank anzusehen ist.

### Beispiele existierender Kommunalen Finanzagenturen

Kommunale Finanzierung durch Ausgabe von Wertpapieren steckt in Europa noch in den Anfängen.<sup>9</sup> Um die Kapitalbeschaffung für Kommunen zu vereinfachen und die Zinslast von Krediten zu verringern, wurden in einigen europäischen Staaten jedoch bereits Kommunale Finanzagenturen eingerichtet. Hierzu zählen unter anderem die Emissionszentrale Schweizer Gemeinden (ESG), Kommuninvest of Sweden, KommuneKredit in Dänemark, die Kommunalbanken Norge sowie die niederländische NWB Bank. Aufgrund ihrer klar ausgestalteten strukturellen Eigenschaften und beispielhafter Umsetzung wird im Folgenden näher auf das schweizerische, das schwedische sowie das dänische Modell eingegangen. Dies soll helfen grundlegende Ausgestaltungsmerkmale und Erfolgsfaktoren zu identifizieren. Insbesondere werden dabei die zwei zentralen Themen Mitgliederauswahl und Haftungssystem beleuchtet. Der kommunale Anleihenmarkt der Vereinigten Staaten, mit aktuell USD 2,8 Bill. an ausstehenden Anleihen der größte der Welt<sup>10</sup>, eignet sich in diesem Zusammenhang nicht als Vorbild. Dies liegt u.a. daran, dass Zinsgewinne von Kommunalanleihen in den USA immer von der nationalen und in vielen Fällen auch von der bundesstaatlichen sowie regionalen Einkommenssteuer befreit sind<sup>11</sup>, was besondere Investitionsanreize schafft und einen direkten Strukturvergleich schwierig macht. Darüber hinaus treten neben Kommunen auch Bundesstaaten und deren ausgegliederte Verwaltungsträger als Emittenten auf.<sup>12</sup>

<sup>9</sup> Vgl. Birkholz (2008), S. 79.

<sup>10</sup> U.S. Securities and Exchange Commission (2012).

<sup>11</sup> Sifma (2011), S. 2.

<sup>12</sup> Birkholz (2008), S. 79.





## Einer für alle, alle für Einen? – Kommunale Finanzagentur – ein Überblick

### Das schweizer Modell

Die Emissionszentrale Schweizer Gemeinden wurde bereits im Jahr 1971 mit dem Zweck gegründet, ihre Mitglieder in gemeinsamer Selbsthilfe bei der Beschaffung von Geldern zu unterstützen.<sup>13</sup> Die ESG ist als privatrechtliche Genossenschaft organisiert und begibt Anleihen, bei der sich Mitglieder zu sogenannten Emissionspools zusammenfinden. Somit wird es den Mitgliedern – zuletzt noch ca. 30% aller Schweizer Gemeinden – möglich, ihre Kapitalnachfrage zu bündeln und ein stabiles Wertpapier zu attraktiven Zinskonditionen anzubieten.<sup>14</sup>

Um der ESG beizutreten muss sich eine Gemeinde einem differenzierten internen Prüfverfahren unterziehen. Bei einem ausgeglichenen Gemeindehaushalt kann sich die Gemeinde ohne weitere Auflagen an den Emissionen der ESG beteiligen. Weist eine Gemeinde hingegen einen schlechten Finanzstatus auf, so muss bei einer Beteiligung ein Risikozuschlag zwischen 0,125% und 0,25% des aufgenommenen Kapitals bezahlt werden. Die einbezahlten Risikozuschläge schwächerer Mitglieder dienen der Bildung von Reserven, auf welche bei Zahlungsausfällen zurückgegriffen werden kann. Diese Form der institutionellen Ausgestaltung mit freiwilliger Teilnahme und internem Prüfverfahren resultiert in einer positiven Selektion der Mitglieder, welche wiederum das externe Rating der Emissionszentrale durch Rating-Agenturen aufwertet. Verstärkt wird dieser Mechanismus durch die Möglichkeit Kommunen auszuschließen, sollte sich deren Finanzhaushalt entscheidend verschlechtern.

Das Verhältnis zwischen den Gebietskörperschaften wird durch eine so genannte Quotenbürgschaft geregelt. Dies bedeutet, dass jede Gemeinde anteilmäßig, aber maximal bis zum Betrag ihrer Quoten für die Ausfälle anderer Gemeinden einsteht. Um das Ausfallrisiko von Mitgliedern zu minimieren ist dieser Quotenbürgschaft zudem eine Versicherung vorgelagert. Im Rahmen der Emissionskosten wird eine Prämie in Höhe von 1,1% pro Anleihe mit Laufzeit 10 Jahren bezahlt, welche dazu dient Zahlungsausfälle im Umfang von 10% des jeweiligen Anleihevolumens zu decken. Ein Teil der Prämie dient ebenfalls dem Aufbau einer Reserve. Diese Konstellation soll einen Rückgriff auf die Quotenbürgschaft nur in Ausnahmesituationen notwendig machen.

Darüber hinaus wird die Diversifizierung der Pools durch Anteilsbeschränkungen sichergestellt. Abgestimmt auf die Versicherung ist es Mitgliedern nicht erlaubt sich mit mehr als 10% des Anleihevolumens oder 10 Mio. Franken an einer Emission zu beteiligen. Folglich sind an jeder Emission zumindest 10 Gemeinden beteiligt, so dass die Versicherung den Ausfall einer Gemeinde abdeckt. In der Umsetzung sind die Pools jedoch weitaus diversifizierter. Als Beispiel sei die ESG-Anleihe Serie 82 genannt, an welcher sich 55 Gemeinden mit insgesamt 74,8 Mio. Franken beteiligten.<sup>15</sup> In der Vergangenheit lag das durchschnittliche Volumen der ausgegebenen ESG-Anleihen bei ca. 120 Mio. Franken.<sup>16</sup>

Vor diesem Hintergrund ist es zwar auf den ersten Blick überraschend, dass sich die ESG derzeit in Auflösung befindet. Das liegt jedoch an der insgesamt positiven Finanzsituation der Kommunen. Der stark rückläufige Finanzbedarf der Schweizer Kommunen spiegelt den Rückgang der Verschuldung wider, die sich seit Mitte der 1990er Jahre fast halbiert hat.<sup>17</sup> Gleichwohl ist die ESG als Erfolgsmodell anzusehen und aufgrund der ausgeprägten Autonomie der Schweizer Kommunen (diese können sogar insolvent gehen) als Vergleichsmo-

<sup>13</sup> Glatthard (2002), S. 28 ff.

<sup>14</sup> Zu beachten ist an dieser Stelle, dass die ESG keine neuen Anleihen mehr begibt, da sie sich derzeit in Auflösung befindet. Siehe dazu am Ende dieses Abschnittes.

<sup>15</sup> Vgl. Schwarting (2006), S. 134.

<sup>16</sup> Rehm & Tholen (2008), S. 129.

<sup>17</sup> In Relation stieg damit auch die Anbieterzahl. Parallel sank durch zahlreiche Fusionen zudem die Zahl der Gemeinden deutlich (seit 1990 um gut 17%, vgl. <http://www.bfs.admin.ch>).



## Einer für alle, alle für Einen? – Kommunale Finanzagentur – ein Überblick

dell interessant. Daher lassen sich drei grundsätzliche Erfolgsfaktoren ableiten. 1) Der große Grad an Diversifikation, durch eine Vielzahl von an jeder Emission beteiligten Gemeinden. 2) Die strukturierte Haftungsregelung, die nicht zwangsläufig einer staatlichen Garantie bedarf sowie 3) das differenzierte Prüfverfahren, woraus sich eine positive Selektion der Mitglieder ergibt.

### Das schwedische Modell

In vielerlei Hinsicht ähnlich gestaltet ist die 1986 gegründete Genossenschaft Kommuninvest of Sweden. Neben dem Zweck, die Zinslast bei der Kapitalbeschaffung von Kommunen zu reduzieren, stellt die Kommuninvest auch generelle Informationen und Beratungsdienstleistungen zur Kommunalfinanzierung bereit.<sup>18</sup> Anders als bei der schweizerischen ESG erweist sich die Mitgliederpolitik der Kommuninvest als umfassender. Von den insgesamt 310 schwedischen Kommunen sind bereits 90% Mitglied der Genossenschaft, welche als ausdrückliches Ziel angibt, bis zum Jahr 2015 alle Kommunen inkorporieren zu wollen. Mitgliedskandidaten durchlaufen trotzdem eine Prüfung und können bei einer Verschlechterung des Finanzhaushaltes wieder aus der Kommuninvest ausgeschlossen werden. Die gleichwohl hohen Mitgliederzahlen lassen sich auf den generell gesunden finanziellen Zustand schwedischer Lokalregierungen zurückführen.

Auch das Verhältnis zwischen den Gebietskörperschaften weicht vom schweizer Modell ab. Die Mitglieder unterzeichnen eine Ausfallbürgschaft, die im Außenverhältnis eine gesamtschuldnerische Haftung begründet. Eine zusätzliche vorgelagerte Versicherung existiert nicht, im Gegensatz zur Schweiz können Kommunen jedoch nicht insolvent werden. Zudem existiert eine implizite Garantie durch den Zentralstaat. Die Ausfallbürgschaft wird durch ein interkommunales Abkommen ergänzt, wonach jede Kommune prinzipiell für die eigenen Schulden haftet (Innenverhältnis). Kommt es jedoch dazu, dass eine Kommune ihren Verpflichtungen (nach außen) nicht mehr nachkommen kann, werden die unbezahlten Schulden proportional zum jeweiligen Kreditanteil auf die übrigen Kommunen aufgeteilt.<sup>19</sup>

Am Beispiel der Kommuninvest wird ersichtlich, wie wichtig externe Ratings für die erfolgreiche Emission von Anleihen sind. Sowohl Moody's als auch Standard & Poors versahen Kommuninvest in den letzten Jahren konstant mit den jeweiligen Höchstbewertungen (AAA und Aaa). Diese Ratings schaffen bei Investoren das nötige Vertrauen. Dieses wird darüber hinaus über intensive Bemühungen verstärkt, die Strukturen schwedischer Kommunen sowie deren wirtschaftliche Situation den Investoren zu erklären. Dass Kommuninvest ihre Bedeutung durch diese Strategie in den letzten Jahren vergrößern konnte, ist unter anderem am kontinuierlichen Wachstum der Kreditmenge ersichtlich (siehe Abbildung 12). Über die letzten 10 Jahre hat sich die Kreditvergabe um durchschnittlich 16% pro Jahr erhöht. Damit stieg auch der Anteil von Kommuninvest an den Gesamtschulden schwedischer Kommunen.

Wie auch im schweizer Modell profitiert die Kommuninvest in starkem Maße von der gesunden finanziellen Situation schwedischer Kommunen. Die institutionelle Ausgestaltung sorgt dafür, dass sich das Vertrauen, das Investoren gegenüber schwedischen Kommunen haben, direkt auf die Finanzagentur überträgt.

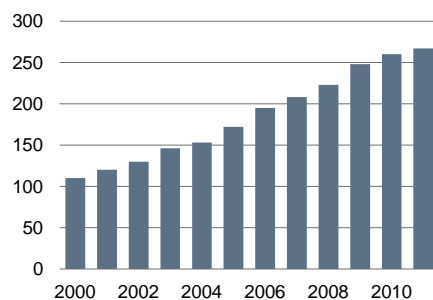
### Das dänische Modell

Die dänische Finanzagentur – KommuneKredit – sticht in ihrer Bedeutung heraus, da in keinem anderen Land mit Kommunaler Finanzagentur ein derart großer Anteil der gesamten Staatsausgaben auf Gemeindeebene ausgegeben wird

Mitgliederwachstum Kommuninvest

11

Anzahl Kommunen

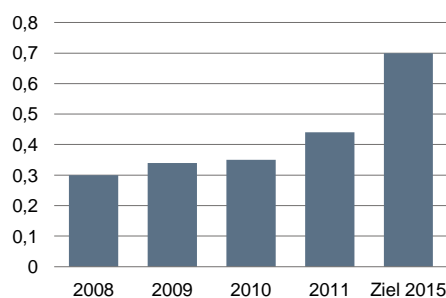


Quelle: Kommuninvest

Kreditaufnahme über Kommuninvest

12

Anteil an gesamter kommunalen Kreditaufnahme



Quelle: Kommuninvest

<sup>18</sup> Kommuninvest (2012).

<sup>19</sup> Standard & Poor's (2012).



## Einer für alle, alle für Einen? – Kommunale Finanzagentur – ein Überblick

(siehe Tabelle 13). Er beträgt in Dänemark 64,77%, gegenüber 18% in Deutschland. Im Zusammenhang mit den generell hohen Staatsausgaben Dänemarks (57,9% des BIP im Jahr 2011) ist es wenig erstaunlich, dass KommuneKredit eine dominante Rolle bei der Beschaffung von Krediten auf lokaler Ebene zukommt. Die Agentur wurde bereits im Jahr 1898 als Verein gegründet und soll eine kosteneffiziente Finanzierung für Mitglieder sichern.<sup>20</sup> Neben einer Auswahl an Finanzprodukten bietet KommuneKredit auch einen beratenden Service an.

Die Teilnahme an KommuneKredit ist freiwillig. Dennoch sind zurzeit (Stand 2012) alle Kommunen Dänemarks Mitglied. Das Verhältnis zwischen den Mitgliedern ist durch eine direkte, gesamtschuldnerische Bürgschaft zwischen den Kommunen geregelt. Hinzu kommen jedoch weitere regulatorische Rahmenbedingungen: Das beschaffte Kapital darf nicht zur Deckung laufender Kredite, sondern nur für vom Zentralstaat genehmigte Investitionen verwendet werden.<sup>21</sup> Zudem verfügen Kommunen über das Recht, Steuern in unbegrenztem Ausmaß einzufordern. Diese, zum Erhalt eines gesunden kommunalen Finanzhaushaltes vorteilhaften Bestimmungen, machten einen Rückgriff auf die Bürgschaft bis heute überflüssig. Wie in Schweden, können auch in Dänemark die Kommunen nicht in Insolvenz gehen.<sup>22</sup>

Vergleicht man die vorgestellten Modelle von Kommunalen Finanzagenturen (siehe Tabelle 13), so treten zwei zentrale Struktureigenschaften hervor. Zum einen ist dies die ausgeprägte gegenseitige Haftung füreinander im Außenverhältnis. Sie entbindet die Kommunen jedoch nicht im Innenverhältnis für ihren Anteil einzustehen. Zum anderen ist dies die strenge Kontrolle der Finanzen der Mitgliedskommunen durch die Agentur. Da die Mitgliedschaft freiwillig ist, können die Agenturen einzelne Kommunen auch wieder von der gemeinsamen Anleihebegebung ausschließen.

Übersicht über bestehende Kommunale Finanzagenturen mit Vergleich Deutschland

13

2011	Dänemark	Finnland	Norwegen	Niederlande	Schweden	Schweiz <sup>1</sup>	Deutschland
Staatsausgaben (% des BIP)	57,9	54	44,6	50,1	51,3	34,2	45,6
Öffentlicher Bruttoschuldenstand (% des BIP)	46,5	48,6	29	65,2	38,4	38,4	81,2
Staatsdefizit (% des BIP)	-1,8	-0,5	13,6	-4,7	0,3	0,4	-1
Finanzierungssaldo des Staates (% des BIP)	-1,9	-0,9	13,6	-4,6	0,1	0,6	-1
Gemeindeausgaben (% der Staatsausgaben)	64,77	40,93	34	33	49	22	18
Gesamtausgaben der Gemeinden (% des BIP)	37,5	22,1	15	16,7	25,2	7,5	8
Gesamteinnahmen der Gemeinden (% des BIP)	37,5	21,7	14,2	16	24,9	7,8	8
Finanzierungssaldo der Gemeinden (% des BIP)	0	-0,4	-0,8	-0,7	-0,3	0,3	0
Bruttoschuldenstand der Gemeinden (% des BIP)	7,3	6,5	12,4	8,6	6,9	7,7	5,4
Gemeindefschulden absolut (in Mio. Euro)	17.504	12.452	43.286	51.781	26.687	36.641	138.823
Verhältnis Schulden/Einnahmen der Gemeinden	0,2	0,3	0,87	0,54	0,28	0,99	0,68
Anteil der durch Agentur gedeckten Gesamtverschuldung aller Mitglieder	90%	45-50% (2010)	49,30%		40% (2010)		-
Mitglieder (Anteil aller Kommunen)	100%	99,7%	98,6%		86,8%	28,2%	-
Haftungsstruktur	Kommunen gesamtschuldnerisch.	Gemeinschaftliche Haftung durch kommunalen Haftungsausschuss. <sup>2</sup>	Patronatserklärung der Regierung (100%iger Eigentümer).	Implizite Unterstützung durch Finanzministerium.	Kommunen gesamtschuldnerisch.	Quotenbürgschaft mit vorgelagerter Versicherung.	-

Quellen: Eurostat, DB Research, Kommuninvest, KommuneKredit, KBN, ESG, Moody's; <sup>1</sup> Daten 2010; <sup>2</sup> engl.: Municipal Guarantee Board

<sup>20</sup> KommuneKredit (2012).

<sup>21</sup> KommuneKredit (2011), S. 7.

<sup>22</sup> Moody's (2012), S. 14.



Kommunale Darlehensgemeinschaft in  
Rheinland-Pfalz

14

In Rheinland-Pfalz existiert seit 2005 eine Art gebündelter Kapitalbeschaffung von Kommunen. Im Rahmen der so genannten kommunalen Darlehensgemeinschaft wird dabei in einem standardisierten Verfahren ein Teil der Kreditnachfrage der Landkreise gebündelt per Ausschreibung (Auktion) an Banken weitergeleitet. Das rheinland-pfälzische Finanzministerium koordiniert die Darlehensaufnahmen, wobei in der Regel eine externe Bank als Zahlstelle (zwischen Landkreisen und darlehensgebender Bank) fungiert. Die Teilnahme ist für die Landkreise freiwillig, jeder Landkreis haftet quotale, also nur für seinen Anteil am Gesamtkredit. Das Volumen der gebündelten Kredite bewegt sich bei langfristiger Laufzeit (10 Jahre) im unteren zweistelligen Millionenbereich. Das Ziel der Bündelung des Refinanzierungsbedarfs sind besserer Konditionen, Informationsvorteile sowie ein aktiveres bzw. professionelleres Zinsmanagement. Eine eigene institutionelle Einheit, wie sie im Rahmen dieser Studie in Form der kommunalen Finanzagentur beschrieben wird, stellt die Darlehensgemeinschaft jedoch nicht dar, zumal bislang lediglich die Bündelung von (Bank-)Krediten vorgesehen ist. Daher ist sie auch nicht mit den beschriebenen Modellen aus dem Ausland – z.B. in Skandinavien – vergleichbar.

Quelle: Finanzministerium Rheinland-Pfalz

## Fazit – ein Modell für Deutschland?

Kommunale Finanzagenturen sind prinzipiell gut geeignet, um den Kommunen neue und vorteilhafte Finanzierungsalternativen über den Kapitalmarkt zu bieten – das zeigen insbesondere die skandinavischen Beispiele.<sup>23</sup> Durch die Bündelung der Kapitalnachfrage entstehen gegenüber einer Einzelemission von Anleihen eine Reihe von Vorteilen (insbesondere: Fixkostendegression, höhere Volumina und Liquidität sowie diversifizierte Produkte), die für Kommunen zu erheblichen Kostenvorteilen führen können bzw. einen Gang an den Kapitalmarkt erst möglich machen. Gleichzeitig entsteht ein Produkt, das auch für viele internationale Investoren interessant sein kann. Für Deutschland trifft dies umso mehr zu, als das Kreditvolumen deutscher Gemeinden um ein Vielfaches größer ist als jenes vergleichbarer Länder mit kommunaler Finanzagentur. Folglich wäre eine regelmäßige Ausgabe volumenstarker Anleihen relativ einfach zu bewerkstelligen.

Wie hoch die Ersparnis für eine Kommune im Einzelnen sein kann (sowohl im Vergleich zur Kreditaufnahme als auch im Vergleich zur individuellen Emission von Anleihen), ist jedoch schwer zu quantifizieren. Ursache dafür sind fehlende Vergleichsgrößen, was unter anderem an den unterschiedlichen Volumina und Laufzeiten der ausgebenen Anleihen liegt.

Das Problem der Quantifizierung gilt umso mehr für Deutschland. Gegenwärtig sind lediglich zwei kommunale Anleihen<sup>24</sup> im Umlauf. Versucht man die Renditen dieser Anleihen mit diversen Anleihen von Bundesländern zu vergleichen, so ist ein verlässlicher einheitlicher Wert für einen „Spread“ zwischen diesen Anleihen nicht eindeutig zu erkennen. Die für einen Vergleich zur kommunalen Kreditaufnahme notwendigen statistischen Daten zu Kreditkonditionen der Kommunen sind in Deutschland nicht verfügbar. Die einschlägigen Bundesbankstatistiken zur kommunalen Kreditaufnahme erfassen weder Anzahl der Kredite noch Zinssätze.

Die vorangegangene Analyse zeigt, dass Kommunale Finanzagenturen weder starre, noch einheitliche Institutionen sind – *den* einen Typ Finanzagentur gibt es angesichts der vielfältigen Ausgestaltungsmöglichkeiten nicht. Aus ökonomischer Sicht hängt die Beurteilung stark von eben diesen Ausgestaltungsmerkmalen ab – und hier insbesondere von der Art der gegenseitigen Haftung und den Bedingungen für eine Mitgliedschaft in der Agentur. Ziel sollte sein, eine zu starke negative Selektion der teilnehmenden Kommunen zu vermeiden. Eine optimale Ausgestaltung kann ihre Wirkung jedoch nur entfalten, wenn auch die fiskalischen Rahmenbedingungen – konkret die Beziehungen zwischen den Gebietskörperschaften – geeignet sind. Angesichts der impliziten Garantie der Gebietskörperschaften in Deutschland füreinander sowie der gesetzlich verankerten Autonomie der öffentlichen Haushalte<sup>25</sup>, spricht aus ökonomischer Sicht einiges dafür in Deutschland eine eher strenge Aufsicht/Konditionalität zu wählen, um eine positive Selektion zu erreichen. Das legen auch die Beispiele aus dem Ausland nahe. Dabei bedeutet Konditionalität, dass ein Auswahlverfahren mit differenzierter Prüfung der Gemeindefinanzen durchaus sinnvoll wäre – z.B.

<sup>23</sup> Wie aus der Tabelle ersichtlich, ist in Skandinavien häufig das Modell einer gesamtschuldnerischen Bürgschaft („joint and several guarantee“) im Rahmen der Haftungsstruktur vorgesehen. Gesamtschuldnerisch bedeutet, dass wenn A eine Forderung in Höhe von X Euro gegenüber B und C hat – die dafür als Gesamtschuldner haften – kann A seinen Anspruch in Höhe von X sowohl gegenüber B als auch C (teilweise oder ganz) geltend machen. A kann allerdings insgesamt nicht mehr als X Euro verlangen. B und C können der Forderung nicht entgegenhalten, dass sie im Innenverhältnis vereinbart haben, zu einem bestimmten Anteil (z.B. 50:50) zu haften. Wird B voll in Anspruch genommen, muss B voll an A zahlen und sich wegen des hälftigen Innenausgleichs an C halten. Siehe auch §§ 421, 426 und 427 BGB sowie Haag, Kurt (2011). Der Haftpflichtprozess.

<sup>24</sup> Hannover, mit einem Kupon von 3,645%, einer Restlaufzeit bis 12/2019 und einem Volumen von EUR 180 Mio.; und Essen (2,625%, 02/2015, EUR 250 Mio.)

<sup>25</sup> Für ein externes Rating sind beide positiv anzusehen.



## Einer für alle, alle für Einen? – Kommunale Finanzagentur – ein Überblick

---

anhand bestimmter Haushaltsziffern bzw. Finanzkennzahlen. Eine negative Selektion, d.h. eine Agentur die vornehmlich finanzschwachen Kommunen Kredite gewähren würde, ginge letztlich stark in Richtung eines Entschuldungsfonds. Letztere existieren aber in unterschiedlicher Form bereits in einer Reihe von Bundesländern.

Grundsätzlich wären in Deutschland vor der Etablierung Kommunaler Finanzagenturen eine Reihe von Fragen zu klären bzw. zu diskutieren, wie sie sich aus der Übersicht 6 ergeben. Dazu gehören u.a.:

- Wie gestaltet man die Haftung und Teilnahmebedingungen – vor allem im Hinblick auf die strukturellen Haushaltsprobleme vieler Kommunen? Hierdurch ergeben sich große regionale Unterschiede hinsichtlich des Finanzierungsbedarfs der Kommunen. Die strukturellen Haushaltsprobleme können durch eine Kommunale Finanzagentur nicht gelöst werden.
- Wer ist Träger einer Kommunalen Agentur, wenn sie über eine reine Service bzw. Zahlenstellenfunktion hinausgeht? Sollte bspw. das jeweilige Land involviert sein?
- Zahlreiche rechtlichen Aspekte/Rahmenbedingungen:
  - i. Inwieweit sind gegenseitige (voll- oder anteilige) Bürgschaften zwischen Kommunen möglich, bzw. Änderungen der Gemeindeordnungen notwendig?
  - ii. Inwieweit sollte in die kommunale Finanzautonomie durch eine Agentur bzw. das Land eingegriffen werden? Wäre das im Rahmen der grundgesetzlich garantierten kommunalen Selbstverwaltung und Haushaltsautonomie der kommunalen Haushalte möglich bzw. erwünscht?

Abschließend bleibt festzuhalten, dass die gebündelte Kapitalnachfrage durch eine Kommunale Finanzagentur auch in Deutschland eine sinnvolle und überlegenswerte Alternative im Rahmen der kommunalen Finanzierung darstellen kann. Daher lohnt es sich, das Thema weiterzuverfolgen und intensiver zu diskutieren.

Frank Zipfel (+49 69 910-31890, frank.zipfel@db.com)

Samuel Mann



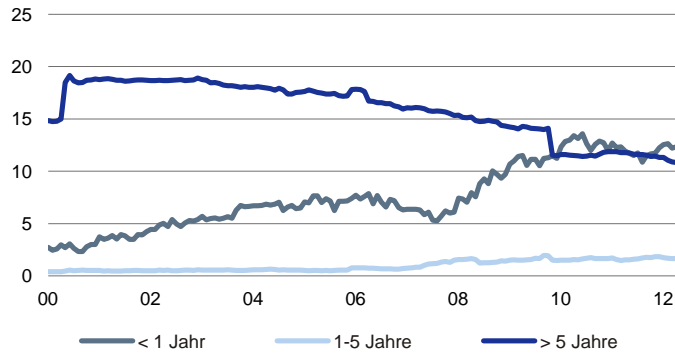


## Einer für alle, alle für Einen? – Kommunale Finanzagentur – ein Überblick

### Kreditbanken

15

Kredite nach Fristigkeit in EUR Mrd.

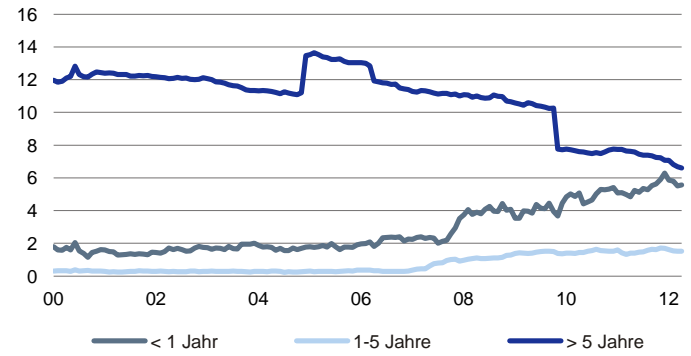


Quellen: Bundesbank, DB Research

### Großbanken

16

Kredite nach Fristigkeit in EUR Mrd.

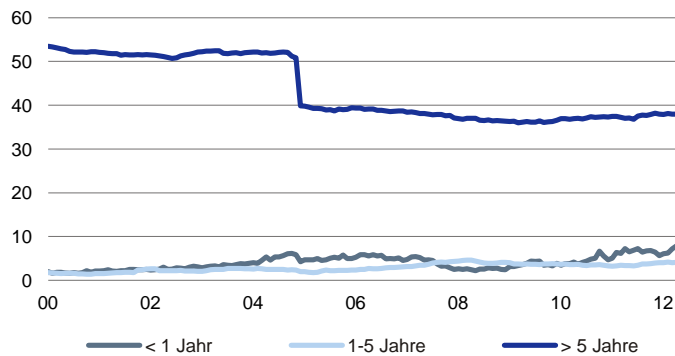


Quellen: Bundesbank, DB Research

### Landesbanken

17

Kredite nach Fristigkeit in EUR Mrd.

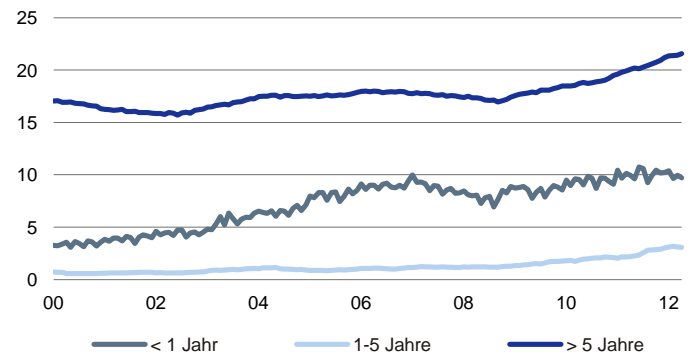


Quellen: Bundesbank, DB Research

### Sparkassen

18

Kredite nach Fristigkeit in EUR Mrd.

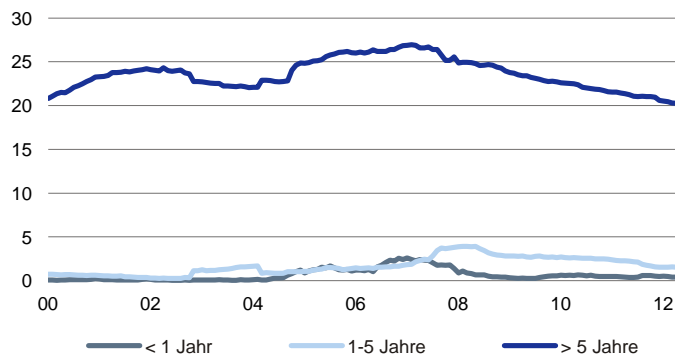


Quellen: Bundesbank, DB Research

### Realkreditinstitute

19

Kredite nach Fristigkeit in EUR Mrd.

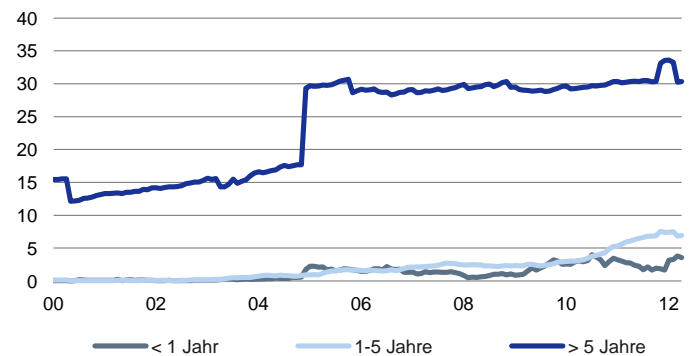


Quellen: Bundesbank, DB Research

### Banken mit Sonderaufgaben

20

Kredite nach Fristigkeit in EUR Mrd.



Quellen: Bundesbank, DB Research

Hinweis zu den Grafiken aus der Bankenstatistik: Die Sprünge in den Zeitreihen beruhen auf Änderungen im Berichtskreis. So ist bspw. die NRW Bank 2005 aus dem Landesbanksektor in den Sektor der Banken mit Sonderaufgaben gewechselt.



## Literaturhinweise

BdB (2012). Positionspapier des Bankenverbandes zu den Perspektiven der Kommunalfinanzierung vom 5. März 2012.

Birkholz, Kai (2008). Aktives kommunales Debt Management: Wege zu mehr Effizienz bei der kommunalen Fremdfinanzierung. Haupt Verlag.

BIS (2011). Basel III: Ein globaler Regulierungsrahmen für widerstandsfähigere Banken und Banksysteme. Bank für internationalen Zahlungsausgleich, Basler Bankenausschuss ([http://www.bis.org/publ/bcbs189\\_de.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs189_de.pdf)).

Französisches Parlament (2012). Conséquences de la création d'une agences de financement des collectivités locales. Rapport au parlement.

Glatthard, Alexander (2002). Die Schweizer Gemeinden sind wieder am Kapitalmarkt. Die Volkswirtschaft. September 2002, S. 28-32.

Griffiths, Alan und Stuart Wall (2000). Intermediate Microeconomics: Theory and Application. Person Education Verlag.

Knoch, Andreas (2011). Die Zeit ist noch nicht reif. Der neue Kämmerer. Januar 2011, S. 1-9.

KommuneKredit (2012). Annual Report 2011.

KommuneKredit (2011). Information Memorandum dated 18 August 2011.

Kommuninvest (2012). Annual Report 2011. Kommuninvest of Sweden. Local Government Debt Office.

Kräkel, Matthias (2007). Organisation und Management: Neue ökonomische Grundrisse. Mohr Siebeck Verlag.

Moody's (2012). Credit Analysis KommuneKredit. Investors Service, May 2012.

Rehm, Hannes und Michael Tholen (2008). Kommunalverschuldung: Befund, Probleme, Perspektiven. Berliner Wissenschafts-Verlag.

Schwarting, Gunnar (2007). Kommunales Kreditwesen. Erich Schmidt Verlag.

Sifma (2011). The Fundamentals of Municipal Bonds. John Wiley and Sons.

Standard & Poor's (2012). Kommuninvest i Sverige AB. RatingsDirect on the Global Credit Portal. June 2012.

U.S. Securities and Exchange Commission (2012). Municipal Bonds. Abgerufen von <http://www.sec.gov/answers/bondmun.htm> am 23. Juli 2012.



## Aktuelle Themen

- ▶ **Nutzfahrzeuge:**  
Marktumfeld schwierig –  
Energieeffizienz wird wichtiger .....3. August 2012
- ▶ **Ausblick Deutschland:**  
Weltwirtschaft dämpft –  
keine schnelle Rettung durch die Politik ..... 24. Juli 2012
- ▶ **Immobilienpreise im Euroraum:**  
Deutschland gegen den Rest..... 17. Juli 2012
- ▶ **Makroprudenzielle Aufsicht: Auf der Suche**  
nach einem ganzheitlichen Ansatz  
zur Vermeidung systemischer Risiken..... 16. Juli 2012
- ▶ **Energiewende fordert Kommunen und Stadtwerke** ..... 11. Juli 2012
- ▶ **Ausblick Deutschland: Nun sag,**  
wie hast du's mit dem Euro? ..... 15. Juni 2012
- ▶ **Kapitalmarktbasierter Bankenrefinanzierung:**  
(Nicht so) schöne neue Welt ... ..... 11. Juni 2012
- ▶ **Makroprudenzielle Finanzaufsicht in den USA:**  
Der Financial Stability Oversight Council (FSOC) ..... 4. Juni 2012
- ▶ **Sachwerte: Gefragte Anlageklasse in Krisenzeiten** ..... 10. Mai 2012
- ▶ **Ausblick Deutschland: Konsolidierung vs. Wach-**  
stum – was kann man von Deutschland lernen? ..... 9. Mai 2012
- ▶ **Ausblick Deutschland: Weiterhin vorsichtige**  
BIP-Prognose trotz Aufwärtsrisiken .....23. April 2012
- ▶ **Der vermessene Mensch: Biometrische**  
Erkennungsverfahren und mobile Internetdienste .....20. April 2012
- ▶ **Ausblick Deutschland: Rezessionsrisiko**  
gesunken – BIP-Prognose 2012 jetzt ½% ..... 13. März 2012
- ▶ **Vor dem Comeback: Einlagen bei Banken** ..... 27. Februar 2012

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de). Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:  
Deutsche Bank Research  
Marketing  
60262 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

**Schneller via E-Mail:**  
[marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

© Copyright 2012. Deutsche Bank AG, DB Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg