

Volkswirtschaft Kompakt



Nr. 62, 4. Dezember 2014

Kommunalanleihen in Deutschland – ist der klassische Kredit ein Auslaufmodell?

Autor: Dr. Sascha Wolff, Telefon 069 7431-1780, research@kfw.de

Jüngstes Beispiel für die Begebung einer Kommunalanleihe in Deutschland war Ende November die Stadt Ludwigshafen (150 Mio. EUR). Insgesamt ist dieser Markt jedoch sehr überschaubar. Ende 2013 entfielen von der Gesamtverschuldung der deutschen Länder und Gemeinden/Gv. lediglich 0,08 % auf Wertpapierschulden der Kommunen (Länderanteil: 49 %). In den USA hingegen sind Municipal Bonds ein häufig genutztes Finanzierungsinstrument. „Munis“ machen mit fast 80 % den Löwenanteil an den ausstehenden Gesamtverbindlichkeiten der dortigen Kommunen und Bundesstaaten aus (ohne Pensionsverpflichtungen; Stand: 2013).

Noch spielen Kommunalanleihen (wie auch Schuldscheindarlehen) eine untergeordnete Rolle in der deutschen Kommunalfinanzierung. Doch wie sieht deren Zukunft aus? Welche Motive bewegen Emittenten und Investoren, Kommunalanleihen zu begeben bzw. nachzufragen?

Motive für die Kommunalanleihe aus Emittentensicht

Aus Sicht des Emittenten kommen verschiedene Motive für die Begebung von Anleihen infrage:

- Eröffnung eines neuen Refinanzierungskanals und Verbreiterung der Gläubigerstruktur
- Schonung der Kreditlinien der Hausbanken und die Möglichkeit zur Umschuldung der Liquiditätsfinanzierung
- Nutzung von Synergieeffekten bei gemeinschaftlicher Emission

Aus kommunaler Sicht ergeben sich aber auch gewisse Nachteile:

- Mindestvolumen (i. d. R. ab 100 Mio. EUR)

- Hohe Fixkosten (Arranger-Fee, Anwaltskosten etc.) und erhöhter Verwaltungs- und Dokumentationsaufwand (Anleihebedingungen, Übernahmevertrag etc.)

- In der Regel externes kapitalmarktfähiges Rating nötig (deutsche Emissionen bisher ohne externes Rating)

Motive aus Sicht des Investors

Aus Investorensicht sprechen u. a. folgende Gründe dafür, deutsche Kommunalanleihen nachzufragen:

- Nichtinsolvenzfähigkeit von Kommunen (§ 12 InsO)
- Erzielung höherer Spreads ggü. dem jeweiligen Bundesland / Bund
- Keine Eigenkapitalunterlegung notwendig (SolvV 0)
- Deckungsstockfähigkeit
- Diversifikation im Kreditportfolio
- In der Regel börsennotiert / liquide

Voraussetzung ist, dass die Investoren Vertrauen in einen funktionierenden Haftungsverband haben.

Interesse an kommunalen Anleihen in Deutschland steigt

Wie könnte nun die Zukunft von Kommunalanleihen in Deutschland aussehen angesichts der erkennbaren Vor- aber auch Nachteile? Erste Anhaltspunkte liefert die im Februar 2014 veröffentlichte KfW Blitzbefragung Kommunen: Danach halten zwar nur 19 % der Befragten Anleihen als Finanzierungsinstrument für wichtig. Im Ausblick auf die nächsten fünf Jahre wird aber erwartet, dass Anleihen als Finanzierungsinstrument an Bedeutung gewinnen werden (56 % eher wichtiger). Insbesondere Kommunen, die von einer Verschlechterung der Kredit-

aufnahmebedingungen ausgehen, rechnen damit, dass Anleihen für die Kommunalfinanzierung zukünftig eher wichtiger werden (79 %). Dahinter steht vermutlich die Strategie zur Diversifizierung der Gläubigerstruktur, da sich eine Verschlechterung der Aufnahmebedingungen für Kommunalkredite häufig in Form eines eingeschränkten Kreises an Anbieterbanken ausdrückt. Sich verschlechternde Kreditaufnahmebedingungen erhöhen somit die Attraktivität der Kommunalanleihe aus Emittentensicht.

Die Zukunft der kommunalen Anleihe: Ein weiterer Baustein

Es liegen viele Voraussetzungen dafür vor, dass das Volumen an Kommunalanleihen in Deutschland zukünftig steigen kann. In einem sich ändernden Umfeld (Basel III, Schuldenbremse etc.) werden viele Kommunen neue Kapitalgeber benötigen. Umgekehrt sind Investoren, gerade in Zeiten überschüssiger Liquidität, auf der Suche nach sicheren Anlagen. Anleihen werden jedoch den klassischen Kredit künftig sicherlich nicht in der Breite ersetzen, weil sie gerade für die vielen kleinen und mittleren Kommunen aufgrund der genannten Nachteile keine Alternative sind. Gewiss wird das Kommunalkreditgeschäft die Auswirkungen regulatorischer Änderungen, der Staatsschuldenkrise und damit einer veränderten Risikoeinschätzung von Kommunen durch Banken spüren. Damit ist der Kommunalkredit aber noch längst kein Auslaufmodell. Kommunalanleihen werden zukünftig, neben dem Kredit, einen weiteren Baustein in einer Reihe von kommunalen Finanzierungsinstrumenten bilden.

Anleihen kein Universalheilmittel

Kommunalanleihen, wie auch Kredite, werden die strukturellen Finanzprobleme vieler Kommunen in Deutschland aber nicht lösen können. Langfristig bedarf es dazu tiefgreifender Reformen des Gemeindefinanzsystems sowie der förderalen Finanzstruktur, die im Rahmen der Föderalismusreformkommission III ohnehin anzugehen sind. ■