

Finanzierung wird schwieriger

Der Automatismus, dass alleine schon die Anteilseignerschaft eines kommunalen Gesellschafters die Bonität von Stadtwerken oder Regionalversorgern garantiert, funktioniert nicht mehr. Dies bekommen die kommunalen Unternehmen bei der Beschaffung von Fremdkapital deutlich zu spüren. VON FRITZ WILHELM

Die Zeiten der Gebietsmonopole sind Vergangenheit – Zeiten, in denen Stadtwerke keinem Wettbewerbsdruck ausgesetzt waren und die Anreizregulierung nicht die Wirtschaftlichkeit des Netzbetriebes definierte. Ertragskraft und Cash flow waren über alle Zweifel erhaben, so dass die Finanzierung von Investitionen über einfache Darlehen mit langer Laufzeit – lediglich auf die Bilanzkennzahlen des Stadtwerks gestützt – üblich war. Kleinere Investitionen konnten problemlos aus dem Eigenkapital geschöpft werden. Kommunen sorgten als bonitätsstarke Gesellschafter für einen sicheren Rückhalt und Handlungsspielraum. Aus Bankenkreisen ist zu hören, dass

noch vor 15 Jahren etwa 60 Prozent der Bonität alleine dadurch begründet wurden.

Das war einmal. Heute sind zahlreiche Kommunen finanziell klamm und der Wind des Wandels bläst den Mitarbeitern und Entscheidungsträgern der Stadtwerke ständig um die Ohren. Ein Finanzreport des Verbandes kommunaler Unternehmen (VKU) sieht die „heile Welt“ der kommunalen Unternehmen und der sie finanzierenden Banken „spürbar verändert“.

Stadtwerke, die in diesen Tagen Investitionen in die Zukunft tätigen wollen, fragen sich zuallererst: In welche Zukunft? Welches Marktdesign wird welchen Erzeugungsarten einen fruchtbaren Boden bieten? Wie

werden künftig die Beziehungen der Stadtwerke zu ihren Kunden aussehen? Diese Fragen stellen sich aber nicht nur die Energieversorger, sondern auch die Banken, die dringend benötigtes Kapital zur Verfügung stellen sollen, damit die Kommunalen auch in Zukunft bestehen können.

„Die Energiewende hat zu neuen Anforderungen an die Kreditnehmer geführt, die Leistungsfähigkeit des Unternehmens und die Wirtschaftlichkeit von Projekten darzustellen“, sagt Hans-Georg Napp, Bereichsleiter Zielkundenmanagement für die Öffentliche Hand bei der Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba) in Frankfurt und Vorsitzender des Arbeitsausschusses des Finanz- und

Wirtschaftsrates im VKU. Zwar sei immer noch anzunehmen, dass ein kommunaler Gesellschafter einen stabilen Hintergrund biete, aber dieser Gesellschafter müsse auch in der Lage sein, die Bereitschaft gegebenenfalls faktisch umzusetzen, so der Helaba-Bereichsleiter. Bei den speziellen Investitionsvorhaben im Rahmen der Energiewende konzentriert sich die Landesbank auf Onshore-Wind und Photovoltaik. Es braucht wenig Phantasie, um sich die Gedanken von Bankern vorzustellen, die heutzutage Fremdkapitalanfragen für Offshore-Windparks oder Druckluftspeicher erhalten.

Das eine Mal sind die Risiken, das andere Mal ist der Kapitalbedarf des Energieversorgers zu groß, so dass eine Bank eine alleinige Finanzierung ablehnt. In diesen Fällen sind Konsortien ein probater Ansatz. So haben beispielsweise die Stadtwerke Düsseldorf in diesem Jahr bekanntgegeben, eine Kreditfazilität über 650 Mio. Euro mit einer Laufzeit von fünf Jahren in Anspruch zu nehmen von einem Konsortium aus neun nationalen und internationalen Banken, darunter die Commerzbank, die Helaba, die KfW IPEX, die NRW.Bank sowie The Bank

of Tokyo-Mitsubishi UFJ. Das Fremdkapital soll in erster Linie der Finanzierung des geplanten GuD-Kraftwerkes Fortuna dienen sowie weitere Investitionen in erneuerbare Energien und in die Netzinfrastruktur ermöglichen.

Banken müssen kaum Kreditanfragen ablehnen

Helaba-Banker Napp macht allerdings deutlich, dass die Finanzierung konventioneller Erzeugungskapazitäten derzeit von den Banken eher zurückhaltend beurteilt wird. Ein Marktdesign, das diesen Kraftwerken einen verlässlichen Rahmen für einen wirtschaftlichen Betrieb ermöglicht, sei notwendig. „Denn jetzt darauf zu hoffen, dass ein passendes Marktmodell in ein paar Jahren etabliert sein wird, ist keine stabile Entscheidungsgrundlage“, beschreibt er das Dilemma von Kreditgebern und -nehmern.

Trotzdem müssen Banken kaum Kreditanfragen ablehnen. Denn auch die EVU erkennen, wann es sich nicht rechnet, mit Eigenkapital in ein Projekt zu gehen und das entsprechende Auslastungsrisiko zu tragen. Somit kommt

es in solchen Fällen erst gar nicht zu Fremdkapitalanfragen.

Deutlich stabiler als bei stromgeführten Kraftwerken sind die Rahmenbedingungen dagegen für Investitionen, bei denen die Wirtschaftlichkeit der Projekte nicht vom Strommarkt abhängt, sondern beispielsweise vom Wärmemarkt. Wer dazu noch Wärmespeicher baut, um die Flexibilität der Anlage zu erhöhen und um Überschussstrom zu nutzen, darf bei den Kreditinstituten mit interessierten Gesprächspartnern rechnen.

Wenn die Geschäftsbanken grünes Licht geben, prüft beispielsweise die NRW.Bank, inwieweit sie sich bei der Finanzierung kommunaler Energiegesellschaften den Konsortien anderer Kreditinstitute anschließen kann. „Wir müssen wettbewerbsneutral agieren“, sagt Lukas Michels, Kundenbetreuer für öffentliche Unternehmen bei der NRW.Bank in Düsseldorf. „Als Förderbank für Nordrhein-Westfalen stehen wir aber den Kommunen und kommunalen Unternehmen grundsätzlich mit Finanzierungslösungen und Förderprodukten im Rahmen der Energiewende zur Verfügung.“ ➤

ZFA ohne Umwege

Advanced Meter Reading mit *robotron*ecollect*

- ZFA und EDM/MDM schnittstellenfrei integrierbar
- für alle Zählertypen und Medienarten
- für alle Kommunikationswege
- BSI-konforme Abwicklung aller Prozesse
- integrierte Geräte- und Zertifikatsverwaltung
- inkl. Smart-Meter-Portal

► Durch Basel III und dessen schrittweise Umsetzung in der EU ab 2014 wird sich der Bankenmarkt verändern. Der VKU-Finanzreport vom Januar 2013 sieht die Banken durch die verschärften Anforderungen an Risikomanagement, Liquidität und Eigenkapital zunehmend in einem Spannungsfeld zwischen weniger rentablem, aber sicherem Kreditgeschäft einerseits und eher rentablem, aber dafür mit höheren Risiken behaftetem Kreditgeschäft andererseits. Allerdings sind einige Größen des Reformpakets noch nicht abschließend festgelegt, wie beispielsweise die Leverage Ratio. Welche Rolle diese neu eingeführte Verschuldungsgrenze als Kennzahl speziell bei risikoärmeren Geschäften und damit für die Finanzierung kommunaler Unternehmen haben wird, bleibt daher abzuwarten.

Kommunale Unternehmen können sich aber immer noch im Bankenmarkt günstig refinanzieren, entweder durch Kredite oder auch durch die Platzierung von Schuldscheinen. Mit diesen lässt sich eine breite Basis an Investoren schaffen, was dazu beiträgt, die Kreditlinien bei der Hausbank zu schonen. Dennoch kommt kein Stadtwerk mehr um eine eingehende Prüfung der Kre-

geföhrt werden und in welchem Zeitraum? Klassische Bilanzkennzahlen wie Eigenkapitalquote oder die Werte der Gewinn- und Verlustrechnung ergänzen die Betrachtung. Wie sollen jedoch Projekte beurteilt werden, für die kaum Erfahrungswerte vorliegen? In diesen Fällen ist auch der Blick auf die Bilanz wenig hilfreich. Dann müssen die Business-Pläne auf Herz und Nieren geprüft und Cash-flow-Analysen modelliert werden. Versicherungskonzepte, Ertragsgutachten, Pacht-, Wartungs- und Lieferverträge sowie Auskünfte über die Leistungsfähigkeit und Bonität der Dienstleister sind nur einige der Unterlagen, die auf den Tisch kommen müssen, dazu noch der Nachweis von Eigenkapital. Einige Berater sehen beispielsweise bei Windprojekten eine Quote von 25 bis 30 Prozent als erforderlich an. Aufgrund des hohen Überwachungs- und Dokumentationsaufwandes erscheint ihnen eine Projektfinanzierung allerdings erst ab einem Investitionsvolumen ab rund 15 Mio. Euro als sinnvoll. Der Kreditnehmer ist dann häufig eine (Ein-)Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle – SPV). Im Gegensatz zu einer Unternehmensfinanzierung, bei der das Projekt kein eigenständiger Geschäftsbereich beziehungsweise keine eigenständige Gesellschaft ist, ist hier der Rückgriff auf die Eigenkapitaleinlagen der SPV-Gesellschafter begrenzt.

Ein externes Rating ist bei Stadtwerken eher unüblich. „Für den klassischen Bankkredit braucht man es nicht“, sagt Napp. „Es gibt aber Marktteilnehmer im Energiehandel, die externe Ratings gerne sehen, damit sie ein anderes Unternehmen als Handelspartner leichter akzeptieren können“, berichtet Tuomas Erik Ekholm, Director Corporate & Infrastructure Finance Ratings bei Standard & Poor's in Frankfurt. „Und für den Gang an den Kapitalmarkt ist ein Rating ohnehin üblich. Bisher hatten die meisten Stadtwerke allerdings wenig Anlass, zum Beispiel Anleihen zu begeben.“ Daher seien die Kunden von Standard & Poor's in erster Linie die Großen der Branche. Einige seien aber durchaus mit großen Stadtwerken vergleichbar, deren Jahresumsätze jenseits von einer Milliarde Euro liegen, wie etwa eine Reihe österreichischer Regionalversorger. Rein kommunale Energieunternehmen seien derzeit nicht darunter.

Aber nicht bei allen Papieren, mit denen man Bürger an einem Stadtwerk beteiligen kann, ist ein Rating obligatorisch. Da Genuss scheine keine Wertpapiere im Sinne des Wertpapiergesetzes

sind, reicht es in der Regel hier aus, über entsprechende Emissionsprospekte das Geschäftsmodell und die Situation des Unternehmens zu erläutern. Allerdings bleibt dann wieder die Frage, wer einen solchen Prospekt verfasst. Denn auch wenn es kein Rating im eigentlichen Sinne ist, trägt der Verfasser beziehungsweise Strukturierer des Prospektes nach Wertpapierhandelsgesetz ein Haftungsrisiko. Nach Schätzung von Ralf Garrn, Geschäftsführer von Euler Hermes Rating in Hamburg, dürften sich derzeit etwa 350 Energieversorger, eher größere EVU, über den Kapitalmarkt refinanzieren. Etwa zehn von diesen gehören zu seinen Kunden. „Aber die Stadtwerke nähern sich dem Thema Kapitalmarkt“, so Garrns Erfahrung. „Versicherungen und Pensionskassen sind eine attraktive Investorenbasis, die an langfristigen Engagements interessiert sind.“ Schließlich sei auch die Energiewende ein langfristiges Projekt, das nicht alleine aus den Cash flows der jeweiligen Einzelprojekte finanziert werden könne.

Externe Ratings im Energiehandel gerne gesehen

Sobald Versicherungen ins Spiel kommen, sei ein Rating unerlässlich, denn die Versicherungsaufsicht fordere von ihrer Branche, 95 Prozent der Gelder im gebundenen Vermögen sicher anzulegen. Und „sicher“ bedeute nun einmal, dass Beteiligungen an Unternehmen den Kennzahlen des Kreditleitfadens entsprechen müssen, der im vergangenen Juli von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bafin) in seiner fünften Auflage genehmigt wurde. Alternativ kann ein Investment Grade Rating einer nach EU-Verordnung 1060 registrierten Ratingagentur eingeholt werden. Die Kosten für ein Unternehmensrating bewegen sich meist im mittleren fünfstelligen Bereich. Aber pauschalisieren könne man das nicht, so Garrn. Es komme auf die Komplexität der Analyse an und bei speziellen Instrumenten wie Anleihen auch auf das Emissionsvolumen.

Ralf Garrn ist überzeugt, dass innerhalb der nächsten zehn Jahre die meisten Stadtwerke am Kapitalmarkt angekommen sein werden. „Wenn sie flexibel bleiben und vor allem eine Antwort auf den zunehmenden Wettbewerb aus stadtwerkeunabhängiger Energieversorgung und -speicherung parat haben“, sieht er für eine nachhaltige Finanzierung über den Kapitalmarkt grundsätzlich gute Chancen.

E&M



Kein Stadtwerk kommt mehr um eine eingehende Prüfung der Kreditwürdigkeit herum

ditwürdigkeit herum. Üblicherweise sind es interne Ratings der Bank, die die Bonität eines Unternehmens oder eines Projektes feststellen. Dabei ist die Verschuldungskapazität ein wesentlicher Ansatzpunkt. „Sie drückt aus, welche Möglichkeiten für eine Fremdfinanzierung ein Unternehmen hat“, erläutert Napp. Kann aus der Liquidität der Schuldendienst bedient werden? Kann das Fremdkapital generell zurück-