

**Christian W. Kröger**

# **Kommunale Sonderfinanzierungsformen**

**Möglichkeiten und Grenzen einer  
Börseneinführung von Versorgungsunternehmen**

**Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Gebhard Zimmermann**

**Deutscher Universitäts-Verlag**

# Inhaltsverzeichnis

<b>1. Einleitung</b> .....	1
1.1. Problemstellung und Zielsetzung der Arbeit.....	1
1.2. Vorgehensweise der Untersuchung.....	5
<b>2. Grundlegung zu Untersuchungsgegenstand und –rahmen</b> .....	8
2.1. Konzeptioneller Abgrenzungsrahmen.....	8
2.2. Elementare Begriffsabgrenzungen und Grundlagen.....	11
2.2.1. Wesensmerkmale kommunaler Gebietskörperschaften.....	11
2.2.2. Merkmale kommunaler Infrastrukturinvestitionen.....	14
2.2.3. Finanzierungsrelevante Merkmale kommunaler Infrastrukturinvestitionen... ..	20
2.2.4. Organisationsformen der kommunalen Verwaltung und kommunale Unternehmen in der Rechtsform des privaten Rechts.....	23
2.2.4.1. Kommunale Betriebsformen in öffentlich-rechtlicher Form.....	23
2.2.4.1.1. Der Regiebetrieb („Bruttobetrieb“).....	23
2.2.4.1.2. Der Eigenbetrieb („Nettobetrieb“).....	24
2.2.4.2. Kommunale Unternehmen in der Rechtsform des privaten Rechts.....	28
2.2.4.2.1. Die Aktiengesellschaft als kommunale Eigengesellschaft.....	30
2.2.4.2.2. Die GmbH als kommunale Eigengesellschaft.....	33
2.2.4.2.3. Kommunale gemischt-wirtschaftliche Kapitalgesellschaften als teilprivatisierte Aufgabenträger.....	35
2.2.4.3. Exkurs: Gegenwärtige Besteuerung kommunaler Unternehmen - Abgrenzung Hoheitsbetrieb zum Betrieb gewerblicher Art.....	36
<b>3. Eine Situationsanalyse der Ausgangslage als Herleitung alternativer Finanzierungsinstrumente kommunaler Infrastrukturinvestitionen..</b>	40
3.1. Investitionsbedarf im gesamten kommunalen Bereich.....	40
3.2. Ein eingeeengter finanzpolitischer Aktionsspielraum als Problemfeld der kommunalen Gebietskörperschaften.....	44
3.3. Fremdfinanzierung kommunaler Infrastrukturinvestitionen.....	51
3.3.1. Fremdfinanzierung als herkömmliche Finanzierungsform.....	51
3.3.1.1. Konstruktionsmerkmale des klassischen Kommunalkredites.....	53
3.3.1.2. Finanzierung der kommunalen Infrastruktur durch Begebung von Anleihen auf dem Kapitalmarkt.....	62
3.3.1.3. Übernahme von kommunalen Kreditbürgschaften.....	63
3.3.2. Zur Berücksichtigung von öffentlichen Finanzierungshilfen.....	64
3.4. Alternative Finanzierungsformen kommunaler Infrastrukturinvestitionen: Eine Analyse der Erscheinungsformen.....	69
3.4.1. Kommunal-Leasing.....	70
3.4.1.1. Kommunales Finanzierungsleasing.....	72
3.4.1.2. Kommunales Full-Service-Leasing.....	74

3.4.1.3. Kombinationen von Kommunal-Leasing und Factoring.....	76
3.4.1.4. Kommunales Fonds-Leasing.....	77
3.4.2. Finanzierung von Haftungskapital für kommunale Eigengesellschaften in Form einer Stillen Beteiligung.....	83
<b>4. Finanzierungstheoretische Analyse alternativer Finanzierungsformen kommunaler Infrastrukturinvestitionen.....</b>	<b>88</b>
4.1. Zur Notwendigkeit einer theoretischen Analyse.....	88
4.2. Der Neoinstitutionalismus als theoretischer Bezugsrahmen.....	88
4.3. Agency-Kosten als Grundlage einer finanzierungstheoretischen Vorteilhaftigkeitsanalyse.....	90
4.3.1. Das Grundmodell der Agency-Theorie.....	90
4.3.2. Arten asymmetrischer Informationsverteilung.....	92
4.4. Finanzierungstheoretische Vertragsgestaltung bei der herkömmlichen Kommunalkreditfinanzierung.....	95
4.5. Finanzierungstheoretische Vertragsgestaltung bei ausgewählten alter- nativen Finanzierungsformen kommunaler Infrastrukturinvestitionen.....	98
4.5.1. Kommunales Finanzierungsleasing.....	98
4.5.2. Finanzierung von Haftungskapital für kommunale Eigengesellschaften in Form einer Stillen Beteiligung.....	100
<b>5. Finanzierungsmöglichkeiten kommunaler Unternehmen durch Teilprivatisierung - insbesondere die Heranführung von kommunalen Unternehmen an die Börse.....</b>	<b>104</b>
5.1. Finanzierungsbedarf kommunaler Energieversorgungsunternehmen zur strategischen Wettbewerbsanpassung aufgrund veränderter Rahmenbedingungen.....	104
5.2. Grundlegende Voraussetzungen für den Gang an die Börse.....	108
5.2.1. Zur Notwendigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses.....	109
5.2.2. Rechtliche Zulassungsvoraussetzungen zum Börsenhandel im Amtlichen Handel sowie im Regelmärkte Markt.....	110
5.2.3. Ökonomische Voraussetzungen.....	113
5.3. Betriebswirtschaftliche Entscheidungsgründe für ein Going Public kommunaler Unternehmen.....	117
5.4. Sonstige Aspekte bei einem Going Public kommunaler Unternehmen.....	121
5.4.1. Kommunalverfassungsrechtliche Restriktionen.....	121
5.4.2. Gesellschaftsrechtliche Vorgaben.....	124
5.4.2.1. Umwandlungsrechtliche Vorgänge vor einem Börsengang.....	124
5.4.2.1.1. Kommunales Unternehmen in der Rechtsform des Eigenbetriebs.....	125
5.4.2.1.2. Kommunales Unternehmen in der Rechtsform des privaten Rechts.....	127
5.4.2.1.3. Kommunale Holding-Obergesellschaft.....	128

5.4.2.2. Folgen des Börsengangs für die Kommune als beherrschende Anteilseignerin.....	129
5.4.2.3. Wahrung des kommunalrechtlichen Einflusses.....	130
5.4.2.3.1. Steuerung der Zusammensetzung der Anteilseigner.....	130
5.4.2.3.2. Stimmrechtsgestaltungen.....	132
5.4.2.3.2.1. Einführung stimmrechtsloser Vorzugsaktien.....	132
5.4.2.3.2.2. Ausgabe von Genußscheinen.....	133
5.4.2.3.3. Einflußnahme auf Amtsdauer und Kompetenzen der Organe.....	134
5.4.3. Steuerrechtliche Auswirkungen.....	136
5.4.3.1. Folgen für den kommunalen steuerlichen Querverbund.....	137
5.4.3.2. Steuerrechtliche Folgen im Zusammenhang mit gesellschaftsrechtlichen Umwandlungsvorgängen.....	138
5.4.4. Arbeitsrechtliche Aspekte.....	139
5.5. Praktische Durchführung eines kommunalen Going Public.....	143
5.5.1. Die Rolle der Emissionsberater.....	143
5.5.2. Vorbereitung und Umsetzung des Börsengangs.....	144
5.5.2.1. Das Emissionskonzept.....	144
5.5.2.2. Die Ermittlung des Emissionspreises.....	148
5.6. Zwischenergebnis.....	151

<b>6. Besondere Verhaltensrisiken und Anreizstrukturen in teilprivatisierten kommunal beherrschten börsennotierten Versorgungsunternehmen.....</b>	<b>153</b>
6.1. Interessenkonflikte zwischen den kommunalen und den nicht-kommunalen Anteilseignern.....	153
6.1.1. Unterschiedliche Zielgrößen bei kommunalen und nicht-kommunalen Anteilseignern.....	153
6.1.2. Gesellschafts- und kommunalrechtliche Besonderheiten der Organe in kommunal beherrschten börsennotierten Versorgungsunternehmen.....	157
6.1.2.1. Institutionelle Besonderheiten auf der Ebene des Vorstands.....	157
6.1.2.2. Die Zusammensetzung der Hauptversammlung.....	160
6.1.2.3. Die Zusammensetzung des Aufsichtsrates.....	161
6.1.3. Auswirkungen der Liberalisierung im Energiesektor auf bestehende Interessenkonflikte.....	166
6.2. Zur Analyse von Interessenkonflikten in teilprivatisierten kommunal beherrschten börsennotierten Versorgungsunternehmen aus agency-theoretischer Sicht.....	169
6.2.1. Agency-theoretische Ursachenanalyse für das Auftreten von Verhaltensrisiken und Anreizstrukturen in kommunal beherrschten börsennotierten Versorgungsunternehmen.....	170
6.2.1.1. Zur Integration der Property Rights-Theorie, der ökonomischen Theorien der Politik und der Bürokratie als Gestaltungsansätze bestehender Verhaltensrisiken und Anreizstrukturen.....	170

6.2.1.1.1. Die besondere Property Rights-Verteilung in kommunalen Unternehmen.....	171
6.2.1.1.2. Die ökonomische Theorien der Bürokratie und der Politik.....	172
6.2.1.2. Die besondere Agency-Problematik in kommunal beherrschten börsennotierten Versorgungsunternehmen.....	175
6.2.1.2.1. Hidden information in kommunal beherrschten börsennotierten Versorgungsunternehmen.....	175
6.2.1.2.2. Hidden action in kommunal beherrschten börsennotierten Versorgungsunternehmen.....	178
6.2.2. Transaktionskostengünstige Mechanismen zur Verringerung der Agency-Problematik.....	181
6.2.2.1. Einsatz von Steuerungs- und Anreizsystemen zur Interessensharmonisierung zwischen kommunalen und nicht-kommunalen Anteilseignern.....	182
6.2.2.1.1. Input-orientierte Steuerungssysteme.....	184
6.2.2.1.2. Output-orientierte Anreizsysteme.....	188
6.2.2.2. Der Shareholder Value-Ansatz als Steuerungsinstrument in kommunal beherrschten börsennotierten Versorgungsunternehmen.....	190
6.2.2.2.1. Grundzüge des Shareholder Value-Konzeptes.....	190
6.2.2.2.2. Besonderheiten einer Implementierung des Shareholder Value-Ansatzes in kommunal beherrschten börsennotierten Versorgungsunternehmen.....	194
6.2.3. Kritische Würdigung des Agency-Ansatzes in kommunal beherrschten börsennotierten Versorgungsunternehmen.....	201
<b>7. Zusammenfassung und Ausblick.....</b>	<b>205</b>
<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>210</b>