

06.09.2007

Sitzungsvorlage Nr. 164-1/07

Ertragsoptimierung des RWE-Aktienvermögens

Gremien	Ausschuss für Finanzen und Beteiligungen	Sitzungsdatum	10.09.2007
Gremien	Kreisausschuss	Sitzungsdatum	11.09.2007
Gremien	Kreistag	Sitzungsdatum	11.09.2007
Organisationseinheit	Steuerungsdienst	Berichterstattung	Stratmann, Rainer
Beratungsstatus	öffentlich		
Budget-Nr.	01 , Zentrale Verwaltung	Haushaltsjahr	2007
Produktgruppen-Nr.	01.01 , Steuerungsdienst	Finanzielle Auswirkungen	
Produkt-Nr.	01.01.02 , Finanzwirtschaft, Budgetierung		

Beschlussvorschlag

Der Kreistag beschließt:

1. Der Landrat wird beauftragt und ermächtigt, gegen Höchstgebot zum Tagespreis eine Verkaufsoption für die vom Kreis Unna gehaltenen 436.455 RWE-Aktien mit einer Laufzeit von drei Jahren zum Verkaufspreis von 100 € je Aktie zu verkaufen.
2. Die Prämie aus dem Optionsverkauf wird der Wirtschaftsförderungsgesellschaft für den Kreis Unna mbH (WFG) zur Stärkung ihrer Finanzkraft als für den Kreis Unna vertraglich gesicherte freie Kapitalrücklage zur Verfügung gestellt. Der Landrat wird ermächtigt, die erforderlichen Verträge abzuschließen.
3. Das der WFG mit Vertrag vom 17.01.2007 zur Verfügung gestellte Darlehen über 2.215.440,75 € wird in eine für den Kreis Unna vertraglich gesicherte freie Kapitalrücklage umgewandelt. Der Landrat wird ermächtigt, die erforderlichen Verträge abzuschließen.

Begründung der Vorlage

1. Ausgangslage

Der Kreistag hat in seiner Sitzung am 06.03.2007 beschlossen, der Wirtschaftsförderungsgesellschaft für den Kreis Unna mbH (WFG) Finanzmittel in Höhe von **5 Mio. €** zur Bildung eines „Strukturfonds“ bzw. zur Stärkung der Finanzkraft der WFG zur Verfügung zu stellen.

Eine Umsetzung dieses Beschlusses ist nur durch den Einsatz bzw. die Verwertung des **RWE-Aktienvermögens** möglich, da im Haushalt 2007 keine anderweitigen Ermächtigungen vorgesehen sind.

Der Landrat kommt mit dieser Sitzungsvorlage seiner Pflicht zur Ausführung des Beschlusses nach und macht unter Berücksichtigung aller relevanten Faktoren einen konkreten **Realisierungsvorschlag**, der zusätzlich das Thema der Abdeckung der Altdefizite tangiert und insofern eine grundsätzliche Bedeutung für die Finanzbeziehungen zwischen Kreis und Gemeinden hat. Der Vorschlag ist fachlich im Arbeitskreis der Kämmerer der Städte und Gemeinden vorberaten und in der Bürgermeisterkonferenz abgestimmt worden. Insofern handelt es sich um einen vom Kreis und seinen Städten und Gemeinden gemeinsam getragenen Vorschlag zum Umgang mit einem bedeutenden Vermögenswert des Kreises Unna.

2. Bestand und Entwicklung des Aktienvermögens

Der Kreis Unna verfügt über **436.445 Stck.** RWE-Aktien, die aktuell mit einem Kurs von rd. **80 €/Stck.** gehandelt werden. Der sich hieraus ergebende Vermögenswert beträgt rd. **35 Mio. €**. In der Eröffnungsbilanz des Kreises Unna sind die Aktien mit dem Tiefstkurs der letzten 12 Wochen vor dem Bilanzstichtag zu aktivieren. Dieser Börsenkurs beträgt 75,33 €, so dass sich ein bilanzieller Vermögenswert (Buchwert) von rd. 32,88 Mio. € errechnet.

Der Kurs der Aktie sowie die Dividendenerträge haben sich in den letzten Jahren deutlich gesteigert. Für den Haushalt 2007 kann ein Ausschüttungsertrag von rd. **1,3 Mio. €** (3,50 €/Aktie) realisiert werden. Auch für die nächsten Jahre wird eine Steigerung der Dividendenausschüttung sowie eine Kurssteigerung der Aktie prognostiziert. Die wesentlichen Daten sind in der Anlage dargestellt.

3. Grenzen der Verwendung des Aktienvermögens

Die Verwaltung hat bei Diskussionen über die RWE-Aktien u.a. darauf hingewiesen, dass die Möglichkeiten einer Verwertung des Aktienvermögens nur im Zusammenhang mit der Aufstellung der **Eröffnungsbilanz** des Kreises Unna gesehen werden können und dort ggf. ihre Grenzen finden.

Die Arbeiten zur Aufstellung einer „Vermögens- und Schuldenübersicht für den Kreis Unna zum Stichtag 01.01.2007“ haben inzwischen einen Stand erreicht, der die Darstellung belastbarer Daten ermöglicht. Im Ergebnis ist erkennbar, dass der Kreis Unna nur über ein sehr geringes Eigenkapital verfügen wird. Der gebildete Aktivposten für die RWE-Aktien ist daher keineswegs disponibel, sondern zwingend als Vermögenswert zu erhalten, um einen bilanziellen Ausgleich darstellen zu können.

Weitere Grenzen für die Verwendung des Aktienvermögens ergeben sich aus den Vorschriften der Gemeindeordnung, wo Anzeige- und Genehmigungspflichten gegenüber der Aufsichtsbehörde bestimmt sind. Darüber hinaus besteht für den Kreis Unna aufgrund seiner Mitgliedschaft in der Vereinigung der kommunalen Aktionäre (VKA) eine Andienungspflicht bei einem beabsichtigten Verkauf der Aktien.

4. Verwendung der Finanzmittel bei der WFG

Bei dem Finanzvolumen von 5 Mio. € zur Schaffung eines Strukturfonds für die Wirtschaftsförderung handelt es sich nach Auskunft des Geschäftsführers der WFG um eine „gegriffene“ Zahl, die nicht in bestimmter Art und Weise gerechnet worden ist. Das bedeutet, dass die Summe von 5 Mio. € nicht sofort in voller Höhe bereitgestellt werden muss, sondern der Fonds auch in mehreren Tranchen bestückt werden kann. In der Anlage ist weiter dargestellt, wie die konkrete Verwendung der Finanzmittel seitens der WFG geplant ist.

5. Darstellung der Handlungsmöglichkeiten

Die Generierung von Liquidität für die Ausstattung der WFG mit zusätzlichem Kapital im Zusammenhang mit dem RWE-Aktienvermögen kann durch unterschiedliche Finanzgeschäfte erfolgen. In den letzten Wochen wurden hierzu intensive Gespräche und Verhandlungen mit der Westdeutschen Landesbank, der Deutschen Bank, der Dresdner Bank, der Commerzbank und der NRW-Bank geführt, die verschiedenste Angebote entwickelt haben.

Im folgenden werden **drei** aus Sicht der Verwaltung in Frage kommende Varianten dargestellt:

- Variante 1:

Verkauf von RWE-Aktien im Gegenwert der benötigten Finanzmittel

Als erste und einfachste Variante käme der Verkauf von RWE-Aktien an der Börse im Gegenwert von 5 Mio. € in Betracht. Bei einem angenommenen Kurs von 80 € pro Aktie wären 62.500 Stck. Aktien zu verkaufen. Bilanzuell wäre eine solche Transaktion möglich, da das Vermögen auf der Aktivseite der Bilanz des Kreises erhalten bliebe und sich in einem höheren Beteiligungswert an der WFG ausdrücken würde. Der Vereinigung kommunaler Aktionäre müssten die Aktien zunächst angedient werden.

Bewertung:

Aus Sicht der Verwaltung ist ein solcher „kurzer Weg“ nicht zu empfehlen, da dem Kreis zu erwartende höhere Dividendenausschüttungen entgehen würden und vorhandene Chancen zu einer deutlichen Ertragsoptimierung nicht genutzt werden könnten.

- Variante 2:

Begebung einer Umtauschanleihe in RWE-Aktien

Eine weitere Möglichkeit zur Generierung von Liquidität für die Finanzausstattung der WFG besteht darin, einen zusätzlichen Ertrag aus dem Aktienpaket zu gewinnen. Dies ist durch den Abschluss einer sog. Umtauschanleihe oder Wandelanleihe möglich.

Eine **Umtauschanleihe** ist eine Anleihe, die dem Investor (Bank) das Recht gibt, die Anleihe in eine festgelegte Anzahl von Aktien eines Drittunternehmens (RWE-Aktien) zu wandeln. Der fixierte Wandlungspreis enthält gegenüber dem aktuellen Kurswert eine deutliche Prämie in Höhe von 20%. D. h. die Anleihe ist um 20 % höher, als der aktuelle Marktwert der Aktien. Der Kreis verkauft bei diesem Geschäft praktisch die Option an die Bank, die Aktien zum Ende der Laufzeit zu dem 20% über dem aktuellen Marktwert liegenden Preis übernehmen zu können (Wandlung).

Diese Option greift nur, wenn der Marktwert zum Ende der Laufzeit des Geschäftes den festgelegten Wandlungspreis **erreicht** bzw. **übersteigt**. Der Kreis würde in diesem Fall die **Anleihe** behalten. Liegt der Marktwert der Aktien **unterhalb** des Wandlungspreises, zahlt der Kreis die Anleihe zurück und erhält dafür seine Aktien zurück. Die Dividendenerträge aus den Aktien fließen mit Ausnahme von außerordentlichen Sonderdividenden weiterhin dem Kreis zu.

Die aus diesem Geschäft zu generierende Prämie bzw. der zusätzliche Ertrag könnte diskontiert bereits am Anfang der Laufzeit ausgezahlt werden. Bei einer angenommenen Laufzeit von 3 Jahren könnte der Strukturfonds z.B. sofort mit einer Summe von rd. 1,95 Mio. € ausgestattet werden.

Voraussetzung für die Begebung einer Umtauschanleihe ist die Bereitschaft, das gesamte Aktienpaket letztlich auch verkaufen zu wollen. Aufgrund der Struktur des Geschäftes stellt sich zusätzlich die Frage der Sicherheit der Wiederanlage (z.B. in Inhaberschuldverschreibungen).

Der Kreis Unna ist Mitglied der VKA, die den Zweck hat, den kommunalen Einfluss bei der RWE AG zu sichern. Grundsätzlich sind die Mitglieder der Vereinigung verpflichtet, RWE Aktien, die veräußert werden sollen, zunächst zum Tageskurs allen VKA-Mitgliedern anzubieten.

Durch Beschluss der Gesellschafterversammlung vom 22.11.2004 wurde die Wandelanleihe mit einer 20% igen Prämie auf den aktuellen Börsenkurs von der Andienungspflicht **freigestellt**.

Bewertung:

Der Vorteil des Geschäftes liegt in der Generierung eines zusätzlichen Ertrages unter Beibehaltung aller Rechte an den Aktien während der Laufzeit (Stimmrechte und Dividendenrechte). Das Risiko besteht darin, dass der Kreis sich zum „Stillhalten“ verpflichtet und während der Laufzeit die Aktie nicht handeln kann. Bei einem drohenden deutlichen Kursverlust wäre somit ein Verkauf nicht möglich. Steigt der Kurs über den festgelegten Wandlungspreis von plus 20%, müsste der Kreis die Aktien zum Wandlungspreis hergeben.

Aus Sicht der Verwaltung handelt es sich um eine gute Variante, die jedoch aufgrund der zusätzlichen Risiken bei der Wiederanlage nicht empfohlen wird.

Angebote:

Für ein solches Geschäft liegen indikative Angebote der WestLB sowie der Deutschen Bank vor, die darüber hinaus noch Varianten in Bezug auf die Generierung eines größeren Liquiditätsbetrages enthalten.

- Variante 3:

„Call – Option“ auf die RWE-Aktien

Eine weitere Möglichkeit zur Ertragsoptimierung des Aktienvermögens besteht in dem **Verkauf einer Kaufoption** für das Aktienpaket des Kreises Unna, d.h. das Eingehen einer sog. „Call-Option“.

Bei diesem Geschäft bietet der Kreis Unna einer Bank die Option an, das Aktienpaket zu einem festgelegten Zeitpunkt (Laufzeiten z. B. 3 oder 5 Jahre) zu einem deutlich höheren Preis als dem heutigen Wert der Aktie (plus 25 %) zu kaufen. Für die Kaufoption wird eine von der Laufzeit und dem vereinbarten Kaufpreis abhängige **Optionsprämie** gezahlt.

Wird der vereinbarte Kaufpreis („Strike“) zum fest terminierten Ende der Laufzeit des Geschäfts **erreicht oder überschritten**, hat der Käufer der Option das Recht die Aktien zum vereinbarten Preis zu kaufen. Liegt der Aktienkurs am Ende der Laufzeit **unterhalb** des vereinbarten Preises, behält der Kreis die Aktien und die Prämie.

Voraussetzung ist auch hier, dass der Kreis Unna bereit ist, das gesamte Aktienpaket bei Eintreffen einer definierten Bedingung zu verkaufen.

In Bezug auf die Andienungspflicht gegenüber der VKA vertritt der Kreis Unna die Rechtsauffassung, dass auch eine reine Verkaufsoption mit einem Preisaufschlag von ca. 25% über dem aktuellen Börsenkurs von der Ausnahmeregelung für Wandelanleihen gedeckt ist. Da bereits durch Beschluss der Gesellschafterversammlung vom 22.11.2004 die Wandelanleihe mit einer 20%igen Prämie auf den aktuellen Börsenkurs von der Andienungspflicht freigestellt worden ist, ist es konsequent, die reine Verkaufsoption mit einer noch höheren Prämie ebenso zu bewerten.

Bewertung:

Die Vorteile dieses Geschäfts liegen darin, dass die Prämie bei Vertragsabschluss ausgezahlt wird und keinerlei Nebengeschäfte (wie z. B. bei der Umtauschanleihe) getätigt werden müssen. Der Kreis würde an Wertsteigerungen der Aktie bis zum Verkaufspreis (z. B. 100 €) profitieren und zusätzlich eine Prämie von ca. 5,60 € (3 Jahre), bzw. ca. 8,60 € (5 Jahre) für jede Aktie erhalten. Wenn die Kaufoption greift, würden somit insgesamt mindestens ca. 105,60 € je Aktie erzielt und somit ca. 30% mehr als der aktuelle Marktwert.

Das Risiko besteht auch hier darin, dass der Kreis sich zum „Stillhalten“ verpflichtet und während der Laufzeit die Aktie nicht handeln kann. Bei einem drohenden deutlichen Kursverlust wäre somit ein Verkauf nicht möglich. Steigt der Kurs über den festgelegten Wert („Strike“), müsste der Kreis die Aktien zu diesem Wert hergeben.

Aus Sicht der Verwaltung handelt es sich bei diesem Geschäft um die beste Variante zu einer Ertragsoptimierung. Es wird daher vorgeschlagen, eine „Call-Option“ einzugehen.

Angebote:

Um eine Vergleichbarkeit der Angebote zu erreichen, wurden alle Banken gebeten, für eine „Call-Option“ Angebote mit einer Laufzeit von 3 Jahren und 5 Jahren jeweils mit einem „Strike“ von 100 € und 120 € abzugeben. In der Anlage zur Sitzungsvorlage Nr. 164/07 sind die angebotenen Optionsprämien in einer Tabelle gegenübergestellt.

Die in den Angeboten genannten Prämien sind **indikative Werte**, die zunächst nur der Orientierung und Vergleichbarkeit dienen. Die Preise schwanken täglich und hängen von den Aktivitäten und Schwankungen des Aktienmarktes ab. Ein Geschäftsabschluss kann daher nur zu den tagesaktuellen Konditionen getätigt werden. Insofern ist im Rahmen dieser Entscheidungsvorlage noch keine Fixierung auf einen Geschäftspartner möglich.

6. Chancen – Risiko - Abwägung

Der Kreis Unna ist als Sachwalter öffentlichen Vermögens in besonderer Weise gehalten, keine unkalkulierbaren finanziellen Risiken einzugehen. Auf der anderen Seite ist es jedoch auch seine Pflicht, Chancen zu nutzen, mit denen eine Mehrung von Vermögenswerten erfolgen kann.

Bei sachlicher Abwägung der Chancen und Risiken einer „Call-Option“ ist festzustellen, dass die Chancen der Realisierung eines zusätzlichen Ertrages in Verbindung mit einer Wertsteigerung des Aktienvermögens weitaus überwiegen. Bei überschaubarem Risiko besteht die Chance, einen „Mehr-Ertrag“ aus dem Aktienvermögen in Höhe von bis zu 11 Mio. € im Vergleich zu einem Verkauf zum aktuellen Kurs von rd. 80 € pro Aktie zu generieren. Vier große deutsche Banken sind bereit, dem Kreis Unna für die Überlassung eines Kaufrechtes an den Aktien eine Prämie in Millionenhöhe zu zahlen. Dies bedeutet nichts anderes, als dass bei seriösen Finanzfachleuten die Erwartung besteht, dass der Kurs der RWE-Aktien in den nächsten 3 oder 5 Jahren steigen wird. Wenn man diese Einschätzung teilt, wäre es geradezu fahrlässig, nur einen einfachen Verkauf zum heutigen Wert zu präferieren.

Es kann dem Kreis Unna in diesem Zusammenhang auch nicht vorgehalten werden, „Spekulation“ in dem Sinne zu betreiben, dass ein nicht kalkulierbares Risiko eingegangen würde. Das Risiko besteht ausschließlich darin, dass entgegen der allgemeinen Markterwartung der Aktienkurs innerhalb der nächsten 3 Jahre deutlich schlechter würde als der aktuelle von rd. 80 € und ein kurzfristiger Verkauf aufgrund des eingegangenen Geschäftes nicht möglich wäre.

Auch die Kämmerer und die Bürgermeister der Städte und Gemeinden unterstützen den Vorschlag der Ertragsoptimierung durch eine „Call-Option“, da hiermit gleichzeitig die Erwartung verbunden ist, den ggf. zu erzielenden „Mehr-Ertrag“ zur Minimierung der Altdefizite einsetzen zu können.

Ein Vorschlag für ein sich auf den Aktienkurs beziehendes Geschäft kann naturgemäß nicht sämtliche Risiken ausschließen. Ein sofortiger Verkauf der Aktien würde jedoch sicher die Chance vergeben, zusätzliche Erträge zu generieren, die für die Zukunft prognostizierten Dividendensteigerungen mitzunehmen sowie an einer zu erwartenden Wertsteigerung zu partizipieren.

7. Platzierung der Finanzmittel bei der WFG

Aus bilanztechnischen und steuerrechtlichen Gründen empfiehlt es sich, die Mittel des Strukturfonds als freie Kapitalrücklage bei der WFG bereitzustellen. Gleichzeitig soll das der WFG mit Vertrag vom 17.01.2007 bereitgestellte Darlehen IV in Höhe von 2.215.440,75 € (vergleiche Kreistagsvorlage 206/06) auch in eine freie Kapitalrücklage umgewandelt werden, weil dann eine einheitliche Form der Ausreichung der Finanzmittel des

Kreises an die WFG gegeben ist und in den jährlichen Bilanzen des Kreises der Betrag nicht abgezinst werden muss.

Durch entsprechende Vertragsgestaltung wird sichergestellt, dass andere Gesellschafter keinen Anteil an der Kapitalrücklage haben. Das Vermögen wird letztendlich lediglich in einer anderen Bilanzposition aktiviert.