

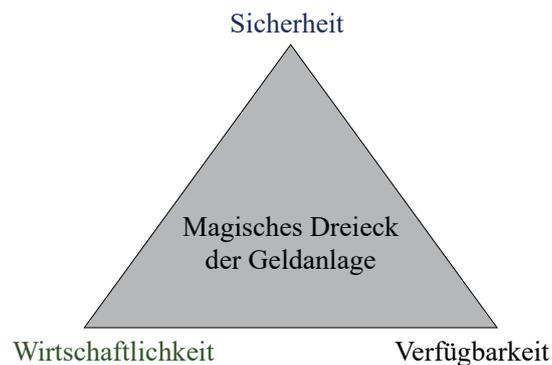


Gesetzliche Grundlagen für den Einsatz von Zinsderivaten in Kommunen

Teil 2 – Der Basisgrundsatz der „Sicherheit“

3. Der Grundsatz der „Sicherheit“

Sicherheit, Wirtschaftlichkeit und Verfügbarkeit bilden das „magische Dreieck“¹ der Geldanlage. Es beschreibt die Korrelationen zwischen den vorgenannten Anforderungen. Je länger die Verfügbarkeit (z.B. Laufzeit eines Kredits), desto höher wird das Risiko (z.B. der Rückzahlung des Kredits durch den Schuldner) und desto teurer wird er (Kreditzins), und umgekehrt. Höhere Anforderungen an die Sicherheit (z.B. Bonität) wiederum verringern die Wirtschaftlichkeit und umgekehrt, usw..



Vergleichbare Anforderungen erhebt das Kommunalrecht im Bereich der Gemeindegewirtschaft.

Neben der Rechtsgrundlage stellt sich hier die Frage nach dem Inhalt und nach der Reichweite dieser Anforderungen. Abschnitt 3 dieser Fachinformation konzentriert sich auf den Basisgrundsatz der „Sicherheit“.

¹ vgl. z.B. Zinsrisiko-Management, 3/2001, S. 8



3.1. Rechtsgrundlage: Art 74 Abs. 2 Satz 2, 1. Halbsatz BayGO (analog)

„Bei Geldanlagen ist auf eine ausreichende Sicherheit zu achten“ (Art. 74 Abs. 2 Satz 2, 1. Halbsatz der Bayerischen Gemeindeordnung (BayGO)). Eine vergleichbare Bestimmung findet sich in den Kommunalgesetzen aller Bundesländer - meist sogar mit gleichem Wortlaut² - in den Gesetzesabschnitten, die die kommunale Vermögenswirtschaft regeln.

Gegen die Anwendung des Art. 74 Abs. 2 Satz 2, 1. Halbsatz BayGO im kommunalen Zins- und Schuldenmanagement könnte seine Stellung im Abschnitt „Vermögenswirtschaft“ der Kommunalgesetze vorgebracht werden. Dabei muss jedoch berücksichtigt werden, dass sowohl das „Kreditwesen“ als auch die „Vermögenswirtschaft“ der übergreifenden „Gemeindegewirtschaft“ zu- und untergeordnet sind, und dass Schulden, bilanziell betrachtet, nichts anderes sind als negatives Vermögen. Ein Anwendungsausschluss der Geldanlagevorschriften lässt sich somit aus ihrer Stellung im Abschnitt „Vermögenswirtschaft“ nicht rechtfertigen. Unter Berücksichtigung von Wortlaut und Stellung im Gesetz drängt sich andererseits aber auch keine unmittelbare Anwendung der Norm auf das kommunale Zins- und Schuldenmanagement auf. In Betracht kommt jedoch eine Anwendung als „Ausdruck eines allgemeinen Grundsatzes für kommunale Geschäfte am Finanzmarkt“³ oder eine analoge Anwendung.

Die Mehrheit der *Derivaterlasse* der Bundesländer betont den Sicherheitsgrundsatz als *conditio sine qua non* eines kommunalen Zins- und Schuldenmanagements, ohne aber explizit auf Vorschriften des Kommunalrechts zu verweisen. Brandenburg⁴ und Hessen⁵ hingegen lassen einen unmittelbaren Bezug zu den Anlagevorschriften ihrer Kommunalgesetze und damit zumindest eine analoge Anwendung erkennen.

Die einschlägige *Fachliteratur* vertritt seit jeher die Auffassung, dass die Geldanlagevorschriften der Kommunalgesetze auf Finanzmarktgeschäfte der Kommunen anzuwenden sind⁶. Die Frage einer unmittelbaren oder analogen Anwendung ist nicht Inhalt der Diskussion.

² § 91 Abs. 2 Satz 2, 1. HS Gemeindeordnung Baden-Württemberg (GO-BW); § 108 Abs. 2 Satz 2, 1. HS Gemeindeordnung Hessen (HessGO); § 90 Abs. 2 Satz 2, 1. HS Gemeindeordnung Nordrhein-Westfalen (GO-NRW); § 95 Abs. 2 Satz 2, 1. HS Kommunalverwaltungsgesetz Saarland (KSVG Saar); § 124 Abs. 2 Satz 2, 1. HS Kommunalverfassungsgesetz Niedersachsen (KVerfG-NiedSa); § 78 Abs. 2 Satz 2, 1. HS Gemeindeordnung Rheinland-Pfalz (GO-RhLPf)

³ OLG Stuttgart, Urt. v. 27.10.2010 – 9 U 148/08 – Justiz Baden-Württemberg, Rn. 97, zu §§ 96 Abs. 2, 91 Abs. 2 S. 1 GO-BW

⁴ Brandenburg, Runderlass v. 28.01.2000 Nr. III S. 5: „...solche Derivate ... sind mit dem in § 89 Abs. 2 GO normierten Grundsatz der sicheren Geldanlage nicht zu vereinbaren.“

⁵ Hessen, Richtlinien vom 31.07.2009 i.V.m. Richtlinien zu kommunalen Anlagegeschäften und derivativen Finanzierungsinstrumenten v. 18.02.2009

⁶ RAe Hengeler-Müller, Swap-Geschäfte mit deutschen Kommunen, Gutachten v. 11.03.1994 S. 26 Anm. 2.a); Prokop/Borde, Kommunales Finanzmanagement, 2010, S. 53; Prof. Dr. Lehmann, Stellungnahme v. 05.04.2011 zur Sitzung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages am 06.04.2011, Seite 2 sowie Sitzungsprotokoll S. 24; zuletzt Brennenstuhl, Bilanzierung von Swapvereinbarungen in der Rechnungslegung nordrhein-westfälischer Kommunen, Zeitschrift für Kommunal Finanzen, 2011, S. 97 ff



Auch die *Rechtsprechung* bejaht nahezu einhellig die Anwendung der Geldanlagevorschriften im kommunalen Zins- und Schuldenmanagement. Sie leitet dies zum einen aus der kommunalen Aufgabenstellung ab, wonach die Vornahme von Finanzanlagen, zu denen auch der Abschluss von derivativen Finanzinstrumenten gehört, in den Wirkungskreis der eigenverantwortlichen Gemeindeverwaltung in der Ausprägung der Vermögensverwaltung fällt⁷. Darüber hinaus bezeichnet nahezu die gesamte zu Derivaten ergangene Rechtsprechung der letzten Jahre die im Zins- und Schuldenmanagement verwendeten Derivate als „Geldanlagen bzw. Finanzanlagen“⁸, als „empfohlene/ spekulative/ Anlage bzw. Anlageprodukte“⁹, die beteiligten Kommunen als „Anleger“¹⁰, deren Intention als „Anlagezweck“, den Entschluss zum Abschluss bzw. zum Kauf von derivativen Produkten als „Anlageentscheidung“¹¹. Aus der Rechtsprechung wird man also ebenfalls auf eine zumindest analoge Anwendung der kommunalen Geldanlagevorschriften im kommunalen Zins- und Schuldenmanagement schließen dürfen.

3.2 Der Begriff der „Geldanlage“

*Geldanlage ist der Erwerb von Wertpapieren und Forderungen aus Mitteln des Kassenbestands oder aus den den Rücklagen zugewiesenen Mitteln*¹². Wertpapiere sind beispielsweise Aktien, Gesellschaftsanteile, Investmentfondsanteile, Inhaberschuldverschreibungen und Anleihen¹³. Kommunale Schuldscheindarlehen sind anleiheähnliche Großdarlehen, bilanziell als Forderungen oder Verbindlichkeiten einzubuchen¹⁴. Für die kommunale Vermögensverwaltung (sog. „Asset-Management“) ist die Normaussage von Art. 74 Abs. 2 Satz 2, 1. Halbsatz BayGO i.V.m. § 87 Nr. 16 BayKommHV-Kameral also stimmig.

Ein Schuldenportfolio besteht jedoch aus Krediten, Kassenkrediten und Derivaten. **Kredite und Kassenkredite** sind keine Wertpapiere, sie werden auch nicht „erworben“ im Sinne der Vorschrift, können für die Kommune als Schuldnerin auch niemals „Forderungen“ sein. („erworben“ wird allerdings das Recht, die überlassenen Geldmittel für eine vereinbarte Zeit zu behalten).

⁷ LG Wuppertal, Urt. v. 16.07.2008 – 3 O 33/08 – openJur 2011,59435 Rn. 175; LG Köln, Urt. v. 12.03.2013 – 21 O 472/11 – openJur 2013,26282 Rn. 142; BGH, Urt. v. 28.04.2015 – XI ZR 378/13 – openJur 2015,11119 Rn. 86

⁸ LG Wuppertal, Urt. v. 16.07.2008, a.a.O. Rn. 176; BGH, Urt. v. 28.04.2015 a.a.O. Rn. 86

⁹ OLG Frankfurt, Urt. v. 30.11.2009 – 23 U 24/09 – openJur 2009,32478 Rn. 43; LG Köln, Urt. v. 03.05.2012 – 30 O 443/10 – openJur 2012,86603 Rn. 5

¹⁰ LG Düsseldorf, Urt. v. 07.12.2012 – 15 O 617/09 – openJur 2013,5858 Rn. 138; OLG Köln, Beschluss v. 12.07.2013 – 13 U 120/12 – openJur 2013,45114 Rn. 16, 18

¹¹ OLG Köln, Urt. v. 13.08.2014 – 13 U 128/13 – openJur 2014,19298 Rn. 160, 161; BGH, Urt. v. 28.04.2015 a.a.O. Rn. 69: „Die Frage, ob die von ihr ... getroffene Anlageentscheidung mit den für sie gültigen haushaltsrechtlichen Grundsätzen, wie insbesondere dem Gebot, bei Geldanlagen auf eine ausreichende Sicherheit zu achten (§ 90 Abs. 2 Satz 2 GO-NRW), vereinbar ist, ...“

¹² § 87 Nr. 16 Kommunalhaushaltsverordnung-Kameral Bayern (BayKommHV-Kam); vgl. auch Schreml/Bauer/Westner, Kommunales Haushalts- und Wirtschaftsrecht in Bayern, Art. 74 Anm. 9 ff

¹³ § 2 Abs. 1 und 2 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)

¹⁴ Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, Anm. 25 zu § 2; Gabler, Bank-Lexikon, 2012 S. 1229 f



Auch **Derivate** sind weder Wertpapiere noch Forderungen, sondern „Finanzinstrumente“ im Sinne von § 2 Abs. 2b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG). Nach einhelliger Meinung in Literatur und Rechtsprechung¹⁵ unterfallen derivative Finanzinstrumente aller Art, selbst strukturierte und sogar toxische Produkte, dem Begriff der Geldanlage als Teil der kommunalen Vermögensverwaltung (auch im Sinne der Schuldenverwaltung). In analoger Anwendung sollte gleiches für die weiteren Finanzinstrumente einer Verwaltung kommunalen (Negativ-) Vermögens, also für Kredite, gelten. Die analoge Normaussage lautet daher wie folgt: „Geldanlage ist auch die Anschaffung und die Verwaltung des Bestands an Krediten und Derivaten.“

Das allgemeine Verbot¹⁶, Derivate als Mittel der Vermögensverwaltung einzusetzen, steht dieser Aussage nicht entgegen, denn die „Geldanlage“ erfolgt hier zur Sicherung und Optimierung von Zinsänderungsrisiken.

3.3 Rang und Vorrang des Grundsatzes der „Sicherheit“

3.3.1 Sicherheit ist verpflichtend

Gemäß Art. 74 Abs. 2 Satz 2, 1. Halbsatz BayGO *ist bei Geldanlagen auf eine ausreichende Sicherheit zu achten*. Aus dem Wortlaut der Norm („**ist**“) leitet sich die Verpflichtung ab, bei kommunalen Geldanlagen – in Analogie hier also im kommunalen Schuldenbestand - auf Sicherheit zu achten. Sie enthält eine gebundene Entscheidung, die ein Erschließungsermessen („ob“) des kommunalen Finanzmanagers ausschließt. Die Herstellung der Sicherheit („Sicherung“) des Schuldenbestandes ist folglich Pflichtaufgabe, nicht Kür, des kommunalen Verantwortungsträgers. Mittel und Wege der „Sicherung“ gibt das Gesetz hingegen nicht vor.

¹⁵ vgl. vorstehend Anm. 3.1

¹⁶ z.B. Bayer. StMI, IMS v. 08.11.1995, Anm. 5.2 – IB4-1513.1-2; Saarland, StMI, IMS v. 12.11.1998, Anm. 3 S. 4 -C4-4351-08



3.3.2 Sicherheit hat Vorrang vor Wirtschaftlichkeit

Gemäß Art. 74 Abs. 2 Satz 2, 2. Halbsatz BayGO sollen die Geldanlagen einen angemessenen Ertrag bringen. Mit der Formulierung („**soll**“) ist der kommunale Finanzmanager angehalten, die gesetzlich vorgesehene Rechtsfolge – hier den angemessenen Ertrag – anzustreben, wobei er in besonders atypischen Fällen davon abweichen kann (sog. gebundenes Ermessen). Aus dem Wortlaut und aus dem Verhältnis des ersten Halbsatzes („*ist*“) zum zweiten Halbsatz („*soll*“) leitet sich der Vorrang des Gebots der Sicherheit vor dem Gebot der Wirtschaftlichkeit ab¹⁷. Vorrang der Sicherheitsanforderung vor der Wirtschaftlichkeitsanforderung bedeutet aber nicht deren Ausschluss, was kommunale Finanzmanager und Rechnungsprüfer manchmal übersehen.

3.3.3 Sicherheit bedeutet nicht Risikovermeidung

Sicherheit im Sinne der Kommunalgesetze kann und muss nicht absolut sein, sondern relativ. Neben dem Wortlaut des Art. 74 Abs. 2 Satz 1, 1. Halbsatz BayGO („**ausreichende Sicherheit**“) bestätigt dies das Gebot der Risikominimierung in Art. 61 Abs. 3 BayGO: Risiken sollen verringert, nicht aber vermieden werden¹⁸. Im Finanzbereich sind Risiken¹⁹ ohnehin nicht vermeidbar²⁰, weder im Management von Vermögen noch im Management von Schulden, weder bei der Aufnahme und der Bewirtschaftung von Krediten noch beim Einsatz von Finanzderivaten. Wer also Risiken vermeiden will, muss den Finanzbereich vollständig meiden – was für Kommunen faktisch unmöglich ist. Die Sicherheitsanforderung des Gesetzes verlangt von daher richtiger Weise Verringerung von Risiken und Steuerung von Risiken.

¹⁷NRW, Ministerium für Inneres und Kommunale, Runderlass v. 16.12.2014 Anm. 2.2.1; Schreml/Bauer/Westner a.a.O., Art. 74 Anm. 10

¹⁸h.M. Aufsichtsbehörden und Literatur (z.B. Birkholz, Aktives Kommunales Debt-Management, 2008 S. 275)

¹⁹vgl. dazu Deutscher Städtetag, Musterdienstanweisung für den Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten im kommunalen Zins- und Schuldenmanagement, Stand 2015, – DST/MDD - Nr. 5; Basisinformationen über Finanzderivate, 7/2008 S. 121 ff

²⁰Allg. Meinung, vgl. Barthel, Mit öffentlichem Geld spekuliert man nicht, Der Neue Kämmerer 12/2011 S. 3; Wambach/Etterer/Stark, Kommunales Schuldenmanagement mit Derivaten – Fluch oder Segen?, 2007; dieselben in „Kommunales Zins- und Schuldenmanagement“, 2010 S. 43 ff



3.4 Gegenstand der „Sicherheit“: „Was“ ist zu sichern?

Kern des Finanzmarktes ist der Transfer von Finanzmitteln zwischen den Marktteilnehmern, *Kern des Marktes für Derivate ist der Transfer von Risiken*²¹. Die Sicherheitsanforderung des Art. 74 Abs. 1 Satz 2, 1. Halbsatz BayGO bezieht sich nicht nur und primär auf das einzelne Finanzinstrument (Kredit, Kassenkredit, Derivat), sondern vor allem auf die „Anlage“, d.h. auf das gesamte Schuldenportfolio²². Dieses besteht aus Krediten, Kassenkrediten und Derivaten. Die Sicherheitsanforderung erstreckt sich dabei auch auf die (Kosten-) Folgen der Verschuldung, auf Zinsen bzw. Zinsänderungsrisiken, vereinzelt sogar auf die Tilgung²³. Gegenstand der Herstellung von Sicherheit - d.h. der Sicherung - ist also die „Geldanlage“, wobei im kommunalen Zins- und Schuldenmanagement analog Art. 74 Abs. 2 Satz 2, 1. Halbsatz BayGO das Schuldenportfolio die Position der „Geldanlage“ übernimmt.

3.4.1. Sicherheit bedeutet nicht „Planungssicherheit“

Sicherheit im Sinne von Art. 74 Abs. 2 Satz 2, 1. Halbsatz BayGO darf nicht, wie das oftmals geschieht²⁴, mit Planungssicherheit gleichgesetzt werden²⁵. Art. 74 BayGO fordert Sicherheit der „Geldanlage“, nicht aber der kommunalen Haushalts- oder Finanzplanung.

Planungssicherheit leitet sich auch nicht aus den Grundsätzen der Sparsamkeit und Wirtschaftlichkeit ab. Sparsam und wirtschaftlich zu planen und zu führen – und nicht sicher - ist nämlich die (gesamte) Haushaltswirtschaft, nicht nur die Finanzwirtschaft. Da die Kosten der Verschuldung (Zinsen) im Normalfall in kommunalen Haushalten weder eine besonders große Position (wie Personalausgaben) noch eine besonders volatile (wie die Gewerbesteuer einnahmeseitig oder die Investitions- oder Sozialausgaben ausgabeseitig) darstellen, ist Planungssicherheit im Haushalt mit „gesicherten“ Zinsansätzen (oder feststehenden Tilgungsraten) nicht erreichbar. Hinzu kommt, dass der prognostizierbare Zins im Haushaltsjahr oder auch im fünfjährigen Finanzplanungszeitraum den kommunalen Buchhalter und Planwirtschaftler, vielleicht auch den Rechnungsprüfer, zu begeistern vermag, gewiss aber nicht den

²¹ Prof. Dr. Bösch, *Derivate verstehen, anwenden und bewerten*, 2. Aufl. 2012, S. 3

²² h.M., z.B. NRW, RdErl. v. 16.12.2014 Anm. 2.1.1 und 2.2.1 (Portfoliobetrachtung)

²³ Bayerische Bekanntmachung über das Kreditwesen der Kommunen (BayKreditbek.) vom 05.05.1983, MABl. S. 408, Nr. 4.5; Sachsen, Verwaltungsvorschrift über die Grundsätze der kommunalen Haushalts- und Wirtschaftsführung ... nach den Regeln der Doppik (VwV KommHHWi-Doppik) v. 20.12.2010, Anm. A)I.3.c)

²⁴ Sandkuhl/Horn, *Den Verantwortlichen auf der Spur, Der Neue Kämmerer* v. 02.06.2015, S. 14

²⁵ „Die Haushaltswirtschaft ist sparsam und wirtschaftlich zu planen und zu führen“ (Art. 61 Abs.2 Satz 1 Bayer. Gemeindeordnung (BayGO))



verantwortlichen Kämmerer oder gar den Steuerzahler, wenn die Planungssicherheit mit überhöhten (Zins-) Kosten²⁶ bezahlt werden muss. Der gesetzliche Grundsatz der Wirtschaftlichkeit und Sparsamkeit ist zwar nachrangig zur „Sicherheit“ der Geldanlage, geht der „Planungssicherheit“ jedoch allemal vor.

3.4.2 Sicherheit ist: Sicherheit von Krediten und vor allem von Liquidität

Sicherheit der **Liquidität**²⁷ erfordert in erster Linie Sicherung der Kredite (Grundsatz der Verfügbarkeit²⁸) durch einen gesicherten Bestand an Krediten und Kassenkrediten für den Zeitraum, für den die Liquidität benötigt wird. **Kredite** sollten von daher möglichst lange *Laufzeiten*²⁹ - nicht zu verwechseln mit Zinsbindungsfristen – oder Laufzeiten, die auf den kommunalen Finanzierungsbedarf abgestimmt sind, aufweisen. Zu vermeiden bzw. zu limitieren ist aus diesem Grunde z.B. ein zu hohes Volumen von Krediten mit *Gläubigerkündigungsrechten*³⁰.

Umschuldungen sollten weitestgehend und vorab gesichert sein, entweder über Kreditlinien bzw. Kassenkreditlinien, oder in sonstiger Weise (beispielsweise über Forward-Darlehen oder Optionsdarlehen). „*Klumpenrisiken*“ in den Kreditportfolios sollten vermieden werden, indem unterschiedliche Endfälligkeiten vereinbart und Umschuldungserfordernisse möglichst gleichmäßig über die Haushaltsjahre verteilt werden³¹.

Eine Auswahl und Diversifizierung solventer Kreditgeber/Kontrahenten (öffentliche und private Institute, auch staatliche Institutionen) und ergänzend eine Verbreiterung der Gläubigerbasis ist – ebenso wie die Diversifizierung von Kreditarten (Schuldscheine, Anleihen, Förderkredite usw.) - geeignet, den Zufluss erforderlicher Liquidität auch in Stresssituationen zu sichern; beides beugt zudem der Abhängigkeit von einzelnen Finanzinstituten vor. Die Mehrzahl der hier genannten Maßnahmen gehört dem Bereich des sog. Kreditmanagements an und erfordert nur teilweise den Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten.

²⁶ Schwarting, Kommunales Kreditwesen, 2014, S. 52 f, 143 f; G. Bauer, TreasuryLog 1/2011; Modernes Zins- und Schuldenmanagement in Kommunen; Deloitte, 2010; Grunwald, Schlauer pumpen, Brand Eins 10/2007 S. 10 ff; Birkholz, a.a.O. S. 267 ff; Braun, Teure Sicherheit, handelsblatt.com vom 02.04.2007

²⁷ dazu Stoffers, Kommunales Schuldenmanagement, 13.02.2014 S. 2, (www.haufe.de/oeffentlicher-dienst/haushalt-finanzen/kommunales-schuldenmanagement/von-der-schuldenverwaltung-zum-schuldenmanagement)

²⁸ z.B. §§ 22 Abs. 1, 53 Abs. 1 Satz 1 Bay. KommHV-Doppik; §§ 21 Abs. 1 Satz 1, 57 Abs. 1 Satz 1 KommHV-Kameralistik

²⁹ ausschließlich sicherheitsorientierte Betrachtung, BayKreditbek., a.a.O. Nr. 4.5

³⁰ DST/MDD, Nr. 5.3 d); BayKreditbek., a.a.O. Nr. 4.7. Hierzu auch Niedersachsen, RdErl. v. 22.10.2008, Anm. 1.7; Nordrhein-Westfalen, RdErl. v. 16.12.2014, Anm. 2.1.2; Saarland, Erlass v. 21.08.1990 (Gemeinsames Ministerialblatt Saarland v. 28.09.1990) Anm. 2.4; Thüringen, Kreditbek. v. 22.10.2010 (Thüringer Staatsanzeiger Nr. 7/2010 S. 187 ff), Anm. 4.3, 11.1

³¹ Schwarting, a.a.O. S. 145; ebenso Stoffers, a.a.O. S. 9



Zur Sicherung des Zinsaufwands gegen steigende Zinsniveaus, aber auch zur Sicherung vor Wertänderungsrisiken der vorhandenen Kredite, stehen zahlreiche derivative Finanzinstrumente zur Verfügung. Einzelne Kredite und Kassenkredite können durch auf sie abgestimmte einzelne Derivate (sog. Micro-Hedge) gesichert werden. Die Sicherung mehrerer Kredite ist durch mehrere oder auch nur ein einziges Sicherungsderivat (sog. Macro-Hedge bzw. sog. Portfolio-Hedge) möglich.

3.4.3 Sicherheit ist: Sicherheit der Derivate

Sicherheit der von der Kommune eingesetzten Derivate bedeutet zunächst **Bestandssicherheit** dieser Instrumente, also Schutz vor Ausfall, solange ihre Sicherungs- oder Optimierungsfunktion benötigt wird. Dies geschieht z.B. durch Beschränkung auf liquide³² Instrumente, durch Auswahl von Kontrahenten mit hoher Bonität³³ und durch Vermeidung einer Konzentration der Geschäfte auf zu wenige Kontrahenten³⁴. Zum andern liefert die Verwendung des jeweils geltenden „Deutschen Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte“³⁵ und die Vereinbarung inländischer Gerichtsstände³⁶ einen weiteren Beitrag zur Sicherheit der Derivate.

Von zentraler Bedeutung ist jedoch die **Sicherungsfunktion** des eingesetzten Derivats, d.h. seine Eignung, Kredite und Kassenkredite sowie das Schuldenportfolio insgesamt oder in Teilen gegen Risiken zu sichern. Wenn Derivate gegen ein gesetzliches (z.B. Spekulations-) Verbot verstoßen, sind sie unwirksam³⁷ und zwingend aufzulösen. Darüber hinaus sind rechtswidrig eingesetzte Derivate jedoch wirksam. Eine Verpflichtung zur interessewahrenden Auflösung³⁸ rechtswidrig eingesetzter Derivate ist aus den gesetzlichen Grundsätzen der Sicherheit, der Sparsamkeit und Wirtschaftlichkeit, aber auch aus dem Gebot der Risikominimierung bzw. der Risikoadäquanz abzuleiten.

Sichernde Wirkung entfalten also nur rechtskonforme und rechtmäßig eingesetzte derivative Finanzinstrumente. Rechtmäßig sind alle Produkte - unabhängig von ihrer Komplexität³⁹ - die den kommunalrechtlichen Anforderungen entsprechen.

³²In diesem Sinn DST/MDD, Nr. 5.9; Standardderivate, an der Spitze Plain-Vanilla-Swaps, und einfache Strukturen sind in aller Regel liquide

³³vgl. Bayern, IMS v. 08.11.1995 Anm. 6

³⁴Allg. Meinung, z.B. Bayern, IMS v.14.09.2009 S. 2 – IB4-1513.1-2; ausführlich DST/MDD, Nr. 5.6

³⁵bankenverband.de/service/rahmenvertraege-fuer-finanzgeschaefte/rahmenvertrag-fur-finanztermingeschaefte

³⁶DST/MDD, Nr. 5.8 (Vermeidung von Rechtsrisiken)

³⁷Rechtsfolge aus § 134 BGB

³⁸DST/MDD, Nr. 2.4

³⁹vgl. hierzu OLG Düsseldorf, Urt. v. 07.10.2013 – I-9 U 101/12 – openJur 2013,37158, Ziff. I, S. 4 und Fachinformation des Bundesverbandes öffentlicher Zinssteuerung 08/2013



3.4.4 Sicherheit ist: Sicherheit des Schuldenportfolios

Die Sicherheit des Portfolios ist **betragsmäßig** erreicht, wenn es aus originären oder über Macro- bzw. Portfolio-Hedge⁴⁰ gesicherten synthetischen Festsatzkrediten besteht. Die Sicherung einzelner Kredite (Single- oder Micro-Hedge⁴¹) und Derivate bzw. von Portfolioteilen ist möglich und rechtmäßig, erfüllt diese Anforderung nur begrenzt⁴².

Zeitlich ist das Portfolio umfänglich gesichert, wenn Kredite und Derivate nicht nur für kurze Zeiträume sicher sind, sondern in optimaler Weise bis zu ihrem Laufzeitende. Möglich und nicht unüblich sind zwar Sicherungen (alternativ) über das Haushaltsjahr, über den fünfjährigen Finanzplanungszeitraum, über langfristige Zinsbindungsperioden (z.B. 10 Jahre) usw. Da Kredite auf Basis der aktuellen Tilgungsquoten Laufzeiten von mehr als 30 Jahren aufweisen, entstehen Zinsänderungsrisiken (Prolongationsrisiken) mit Ablauf jeder Zinsbindungsfrist. Vermeidbar sind diese Prolongationsrisiken nur durch zeitliche Vollsicherung⁴³.

Einen nicht zu unterschätzenden Beitrag zur Sicherheit im Schuldenportfolio liefern auch sog. **Bewertungseinheiten**⁴⁴. § 254 Satz 1 Handelsgesetzbuch bezeichnet die für handelsbilanzielle Zwecke vorgenommene Zusammenfassung von Grundgeschäften mit derivativen oder originären Finanzinstrumenten (Sicherungsinstrumente) zum Ausgleich *gegenläufiger* Wertänderungen oder Zahlungsströme aus dem Eintritt vergleichbarer Risiken als Bewertungseinheiten⁴⁵. Als Ausdruck des der Gemeindeordnung immanenten Sicherungsgedankens gilt der Gedanke der Bewertungseinheit generell, und zwar unabhängig davon, ob seine Geltung unmittelbar auf Gesetz (wie in § 254 HGB) oder auf Verwaltungsvorschrift⁴⁶ beruht, oder ob die Geltung mittelbar aus solchen Vorschriften⁴⁷ abgeleitet werden kann. Ein Sicherungsinstrument ist dann geeignet, wenn es erfahrungsgemäß oder nachgewiesenermaßen zum angestrebten Sicherungserfolg führt. Dies ist üblicherweise bei sog. Plain-Vanilla-Geschäften (Standardderivate) der Fall⁴⁸.

⁴⁰Zur Definition vgl. z.B. Gabler, a.a.O. S. 945; Institut der Wirtschaftsprüfer, Stellungnahme zur Rechnungslegung (IDW RS HFA 35), Anm. 18 – 20; auch Fachinformation 7/2013 unser Bundesverbandes „Darlehensportfolios absichern, aber wie? Micro-, Macro- oder Portfolio-Hedge?“

⁴¹Zur Definition IDW RS HFA 35 v. 10.06.2011, Anm. 17

⁴²Ein besonderes Problem stellen z.B. Kassenkreditportfolios dar, die aufgrund ihres rechtlichen Status als „unterjährige“ Kredite bzw. Kontokorrentkredite nur für begrenzte Zeiträume „gehedgt“ werden dürfen (vgl. z.B. NRW, RdErl. v. 16.12.2014, Anm. 3.1; Rheinland-Pfalz, Ministerium des Innern und für Sport, Schreiben v. 1.7.2010 usw.)

⁴³Wambach/Etterer/Stark, a.a.O. S. 37. Natürlich auch durch planmäßige oder außerplanmäßige Tilgung

⁴⁴Fachinformation unseres Bundesverbandes 5/2013 „Fortgeführte Portfoliobewertungseinheit“ und 4/2014 „Die vorzeitige Auflösung von Bewertungseinheiten bzw. die vorzeitige Liquidierung von derivativen Finanzinstrumenten im Kommunalrecht“; NRW, RdErl. v. 16.12.2014, Anm. 2.2.3

⁴⁵IDW RS HFA 35 Anm. 2.1; Bewertungseinheiten ergeben sich automatisch bei konnexer Zinssicherung

⁴⁶NRW, RdErl. v. 16.12.2014 Anm. 2.2.3

⁴⁷so z.B. in Bayern, Bewertungsrichtlinie (BayBewR) v. 29.09.2008, AllMBl. S. 558, Anm. I und II.1.1.1)

⁴⁸IDW RS HFA 35 Anm. 38



Strukturell ist das Schuldenportfolio (relativ) sicher, wenn es nicht einseitig („nicht alle Eier in einen Korb“) auf lange oder auf variable/kurze Zinsbindungsfristen, sondern diversifiziert ausgerichtet ist, entweder über Kredite und/oder über Derivate⁴⁹. Für den Zeitraum 1974 bis 2010 wurde nachgewiesen, dass eine Finanzierung mit ausschließlich langfristig zinsgesicherten Krediten teurer und risikoreicher war als ein Portfolio, welches einen Anteil variabler Kredite enthielt⁵⁰. Wird durch die Kombination zweier in der Zinshöhe schwankender Kreditbestandteile im Portfolio das Gesamtrisiko also niedriger als die Summe der gewichteten Einzelrisiken, dann entspricht vor allem die empfohlene Diversifizierung eines Portfolios in Kredite mit (originär oder synthetisch) fixen und mit (originär oder synthetisch) variablen Zinsbindungen dem Sicherheitsprinzip! Zusammenfassend ist anzumerken, dass der Grundsatz der Sicherheit schwerpunktmäßig durch eine „ausgewogene Struktur des Schuldenportfolios“ und die Gestaltung von „Bewertungseinheiten“ verwirklicht wird. Die hierzu erforderlichen Maßnahmen erfolgen im Kredit-, vor allem aber im Derivatmanagement.

3.5 Anlass für die „Sicherheit“: „Vor was“ ist zu sichern?

Nach der Antwort auf die Frage „was“ zu sichern ist, stellt sich die Frage, „vor was“, d.h. wogegen, zu sichern ist. Eine erste Antwort gibt die einschlägige kommunale Aufgabenstellung. Nach h.M. in der Literatur besteht die Aufgabenstellung eines aktiven Schuldenmanagements darin, die aus dem Schuldenstand resultierende Belastung nicht als gegeben zu betrachten, sondern stetig mit den Möglichkeiten des Swap- und Optionsmarktes zu vergleichen, wobei Chancen auf relative Verbesserungen herauszuarbeiten und im Hinblick auf das damit verbundene Zinsänderungsrisiko zu beurteilen sind⁵¹.

Die „Derivaterlasse“ der Bundesländer, Literatur und Rechtsprechung nennen Sicherung und Begrenzung sowie Reduzierung⁵² von (unvertretbaren⁵³) gegenläufigen⁵⁴ Zinsänderungs- (und Währungs-) -risiken⁵⁵, Sicherung vor hoher Zinsbelastung und Herstellung einer ausgewogenen Portfoliostruktur⁵⁶ als Hauptkomponenten der Sicherung. Aus kommunaler Sicht vorrangig sind Liquiditätssicherung, Kreditkostenminimierung und Risikoreduzierung⁵⁷. Nach allgemeiner Auffassung hat der kommunale

⁴⁹Niedersachsen, RdErl. v. 22.10.2008 Anm. 1.11; Kommunale Gemeinschaftsstelle (KGSt), Management und Risikosteuerung kommunaler Schulden, 7/2014, S 18,19; NRW, RdErl. v. 16.12.2014, Anm. 2.1.1: „ausgewogene Strukturierung des Schuldenportfolios zur Reaktion auf Zinsänderungsrisiken und -chancen“

⁵⁰KGSt, a.a.O., S. 25 m.w.N.; vgl. in diesem Sinne auch Wambach/Etterer/Stark a.a.O. S. 39, 40

⁵¹G. Schwarz, Den Haushalt entlasten - Plädoyer für ein umfassendes Kreditportfoliomanagement, DIFU-Sem. 9.-11.12.2002 S. 11; Schwarting, (K)ein Thema für den Rat?, DEMO 10/2004; Birkholz, a.a.O. S. 265 f; in Konsequenz auch NRW, RdErl. v. 14.12.2014 Anm. 2.1.1; hervorragend auch Sachsen, VwV KommHHW v. 14.12.2007, Anm. I.1a)hh) und Anwendungshinweise KommHHR v. 14.12.2007, Anm. II.3.a)

⁵²KGSt a.a.O. S. 9; OLG Stuttgart, Urt. v. 27.10.2010 a.a.O. Rn. 91

⁵³Sachsen, a.a.O. A)II.1.a)

⁵⁴BGH, Urt. v. 28.04.2015 – XI ZR 378/13 a.a.O. Rn. 65

⁵⁵vgl. Brandenburg, RdErl. v. 28.01.2000 Anm. I; , Mecklenburg-Vorpommern, IMS v. 13.06.2002; Sachsen-Anhalt, Hinweise v. 31.05.2005; DST/MDD Anm. 2.1; Empfehlungen der (Präsidenten/Präsidentinnen) der Landesrechnungshöfe für den Einsatz derivativer Finanzinstrumente bei Ländern und Kommunen, Mai 2011

⁵⁶NRW, RdErl. v. 16.12.2014, Anm. 2.1.1; so auch Landtag Saarland, Prot. v. 15.04.2013

⁵⁷Rottmann, Kaum Kooperationen im Finanzmanagement, Der Neue Kämmerer v. 04.09.2012 S. 9



Finanzmanager also die Aufgabe, Liquidität zu sichern, Kreditkosten zu minimieren und dabei finanzielle Risiken zu begrenzen⁵⁸.

Finanzielle Risiken⁵⁹ sind u.a. das Ausfallrisiko, das Liquiditätsrisiko und vor allem das Marktpreisrisiko.

3.5.1 Sicherheit vor Ausfallrisiken

Unter dem Ausfallrisiko versteht man allgemein die Gefahr, dass ein Vertragspartner ausfällt (Kontrahenten-, Emittenten- oder Adressenausfallrisiko) oder dass Gegenleistungen des Kontrahenten ganz oder teilweise ausfallen⁶⁰. Durch den Ausfall eines Kontrahenten kann aus einer geschlossenen Hedge-Position eine offene Position entstehen, die ggf. nur zu ungünstigeren Bedingungen wieder geschlossen werden kann.

Bei börslich gehandelten Kontrakten ist das Risiko zu vernachlässigen. Hier und auch bei (außerbörslich gehandelten) OTC-Geschäften kann das Risiko ausgeschlossen oder verringert werden durch Auswahl von Kontrahenten mit hoher oder mit höchster Bonität, durch Diversifizierung der Geschäftspartner sowie durch Abschluss von (Kredit-) Derivaten, die dieses Risiko – natürlich gegen Prämienzahlung – übernehmen.

3.5.2 Sicherheit vor Liquiditätsrisiken

Unter dem Liquiditätsrisiko⁶¹ wird allgemein der Schaden verstanden, der eintritt, wenn ein Vertragspartner seinen vertraglichen Verpflichtungen nicht oder nicht fristgerecht nachkommt. Im Zusammenhang mit Finanzmarktprodukten und Derivaten bekommen die Liquiditätsrisiken jedoch eine weitere Dimension.

⁵⁸ Allg. Meinung, z.B. Deloitte, Modernes Zins- und Schuldenmanagement in Kommunen, 2010 S. 6; Kirchoff/Henning, Sparkasse 5/2000 S. 217 ff; Stoffers, a.a.O. S. 2

⁵⁹ Bösch, a.a.O. S. 13

⁶⁰ Basisinformationen über Finanzderivate, 7/2004 S. 120; Mindestanforderungen an das Risikomanagement - MaRisk - der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BTR 1

⁶¹ Bösch, a.a.O., S. 14; Gabler, a.a.O., S. 935 f; vgl. auch MaRisk, a.a.O., BTR 3



Im *Kreditbereich* besteht insbesondere die Gefahr, eine ggf. notwendige Erstfinanzierung oder Anschlussfinanzierung für Investitionskredite oder für Kassenkredite nicht oder nicht mehr zu erhalten. Die Gefahr eines Ausfalls von Zins- und/oder Tilgungsleistungen hingegen trifft im kommunalen Zins- und Schuldenmanagement nicht die Kommune, sondern deren Gläubiger. Im Hinblick auf das in allen Kommunalgesetzen verankerte Verbot der Vorfinanzierung⁶² kann das Liquiditätsrisiko vor allem bei größeren und zeitlich gestreckten investiven Maßnahmen virulent werden.

Im *Derivatbereich* besteht die Gefahr, dass die im Bestand gehaltenen Derivate nicht mehr⁶³ oder nicht mehr zu marktgerechten Preisen gehandelt – zur Verfügung gestellt, aufgelöst oder glatt gestellt – werden können⁶⁴. Ursachen können sein, dass ein entsprechender Kontrahent nicht mehr zur Verfügung steht, dass die Anzahl der Marktteilnehmer zu gering oder dass das gehandelte Volumen unzulänglich ist oder dass ganz allgemein Marktstörungen eingetreten sind. Die von kommunalen Gebietskörperschaften eingesetzten Standardderivate, vor allem einfache Swaps, sind liquide Finanzinstrumente, bei denen ein Liquiditätsrisiko, wenn überhaupt, nur in extremsten Situationen und wohl auch nur für kurze Zeiträume, eintreten kann. Evident werden kann das Risiko vor allem bei komplexen Derivaten⁶⁵.

3.5.3 Sicherheit vor Marktpreisrisiken

Marktpreisrisiken⁶⁶ (i.S.v. Zinsänderungsrisiken⁶⁷) bestehen in einer aus Marktzinsänderungen resultierenden negativen Abweichung vom geplanten Erfolg. Da es maximal eine sichere Zinsbindung gibt – nämlich die bis zur endgültigen Tilgung gültige – herrscht Unsicherheit über die nominale Zinszahllast bei allen kürzeren Zinsbindungen. Das Zinsrisiko ist minimal bei einer vollen Bindung für die gesamte Laufzeit, es ist maximal bei Zerteilung in etwa zwei gleich lange Bindungszeiträume, und es sinkt mit jeder weiteren Verkürzung der Zinsbindungsfristen⁶⁸. Hierbei kommt es nicht darauf an, ob die Zinsbindung originär (über Kredite) oder synthetisch (über Derivate) gestaltet wird.

Zinsänderungsrisiken sind das Zahlungsstromänderungsrisiko (a), das Prolongationsrisiko als Unterfall des Zahlungsstromänderungsrisikos (b) und das Festzinsänderungs- oder Wertänderungsrisiko (c).

⁶² Art. 71 Abs. 1 i.V.m. Art. 62 Abs. 3 BayGO

⁶³ So geschehen auf dem Höhepunkt der Finanzmarktkrise 2008

⁶⁴ DST/MDD Nr. 5.9; Basisinformationen über Finanzderivate, 7/2004 S. 118

⁶⁵ vgl. zum Ganzen Basisinformationen über Finanzderivate, 7/2004, S. 119

⁶⁶ vgl. MaRisk, a.a.O., BTR 2

⁶⁷ Gabler, a.a.O., S. 1557 f.; Basisinformationen über Finanzderivate, 2004 S. 117

⁶⁸ Wambach/Etterer/Stark, a.a.O., S. 37 ff



a) Das Zahlungsstromänderungsrisikos (Cashflow-Risk)

Es besteht in der Gefahr, dass sich eine Marktzinsänderung negativ auf die Zinsausgaben auswirkt⁶⁹. Es tritt auf, wenn das Kreditportfolio der Kommune Kredite mit (originärer oder synthetischer) variabler Zinsbindung enthält und der vereinbarte variable Referenzzinssatz (meist EONIA bei Kassenkrediten, EURIBOR bei Investitionskrediten) ansteigt. Anfallende Zinsmehrausgaben müssen eventuell im Haushalt veranschlagt werden, fallen also auf und bedürfen der Rechtfertigung. Die Absicherung einer variablen Risikoposition hat das Ziel, das Risiko durch ein *Gegengeschäft* (z.B. Payer-Swap auf Receiver-Swap in Krediten mit synthetisch variabler Zinsbindung) oder durch ein *Absicherungsgeschäft* (z.B. Zins-Cap oder Payer-Swap auf Kredite mit variabler Zinsbindung) zu neutralisieren⁷⁰.

b) Das Anschluss- oder Prolongationsrisiko

Das Anschluss- oder Prolongationsrisiko tritt auf, wenn ein Kredit aus der vereinbarten Zinsbindung fällt und der Anschlusszins nach dann aktueller Marktlage über dem ursprünglich vereinbarten Zinssatz liegt. Das Prolongationsrisiko ist folglich ein Unterfall des Zahlungsstromänderungsrisikos. Auch hier wird die Ausgabenmehrung haushaltswirksam, wenngleich evtl. Zinsmehraufwände nicht publik werden müssen, da die Umschuldung ein Geschäft der laufenden Verwaltung ist.

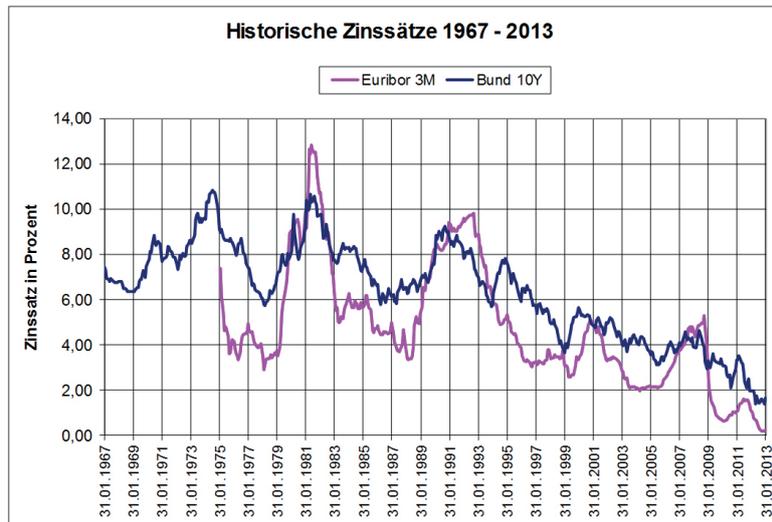
c) Das Festzinsänderungs- oder Wertänderungsrisiko

Es tritt auf, wenn das Kreditportfolio der Kommune Kredite mit (originärer oder synthetischer) fester Zinsbindung enthält und der Marktzins sinkt. So geschehen im Trend der letzten vier Jahrzehnte! Die Kommune muss dann die im Vergleich zum aktuellen Marktzins höheren Zinsen leisten und partizipiert nicht vom sinkenden Zinsniveau. Die anfallenden überhöhten Zinszahlungen⁷¹ (Opportunitätskosten) sind oft gravierend, aber im Haushaltsplan der Kommune ebenso wenig sichtbar wie die erhöhten (negativen) Werte kommunaler Kredite. Transparent werden eingetretene Wertänderungen ggf. bei synthetischen Festzinssatzkrediten durch die negativen Barwerte eingesetzter Derivate (Payer-Swaps).

⁶⁹Gabler, a.a.O. S.1557 f

⁷⁰Zinsrisiko-Management, 3/2001 S. 8

⁷¹Zinsschäden analog § 252 BGB, denn Finanzmanagement ist nicht hoheitliche, sondern fiskalische Tätigkeit



Die vorstehende Graphik verdeutlicht das kurzfristigen (EURIBOR 3 Monate) und langfristigen (Bund 10 Jahre) Zinsen immanente Marktpreisrisiko im Zeitraum 1967 bis 2013. Die Entwicklung der letzten vier Dekaden bestätigt, dass

- langfristige Zinsbindungen über längere Perioden betrachtet immer teurer waren als kurzfristige bzw. variable Zinsbindungen;
- inverse Zinsstrukturen, in denen der kurzfristige Zins über dem langfristigen liegt, selten und zeitlich relativ kurz auftreten;
- im Endeffekt nur der kommunale Finanzmanager alles richtig gemacht hat, der überwiegend kurz bzw. sogar variabel refinanziert hat, verbunden natürlich mit (derivativer) Sicherung.



3.6 Instrumente der „Sicherung“: „Womit“ wird gesichert?

Mögliche und sinnvolle Maßnahmen zur Sicherung vor Ausfall- und vor Liquiditätsrisiken wurden bei Nr. 3.4, 3.5.2 und 3.5.3 angesprochen. Zur rechtlich zulässigen Sicherung von Marktpreisrisiken stehen u.a. die nachfolgend benannten Finanzinstrumente zur Verfügung.

3.6.1 Die Absicherung des Zahlungsstromänderungsrisikos

Dem Risiko steigender Zinsen unterliegen alle künftig aufzunehmenden Kredite und Kassenkredite (Erstfinanzierung), alle im Portfolio bereits enthaltenen Kredite mit variabler Zinsbindung sowie Kassenkredite (Bestandskredite), sowie Kredite mit fixer Zinsbindung und (gesicherte) Kassenkredite im Zeitpunkt der Anschlussfinanzierung. Die Absicherung des Risikos steigender Zinsen dieser Kredite kann erfolgen durch einfache Standardderivate, durch einfach strukturierte Derivate und durch einfach strukturierte Kredite – mit sofortiger Wirkung („spot“) oder mit zukünftiger Wirkung („forward“).

3.6.1.1 Absicherung des Zahlungsstromänderungsrisikos durch einfache Standardderivate

Eine anerkannte Definition der Standardderivate (plain-vanillas) gibt es nicht. Üblicherweise werden darunter nicht-kombinierte derivative Finanzinstrumente wie z.B. Zins-Swaps, Zins-Caps, Zins-Floors - auch als Forwards – verstanden. Alle diese Finanzinstrumente sind zur Absicherung des variablen Zinsänderungsrisikos geeignet.

- a) (Zins-) Swaps sind Vereinbarungen zwischen zwei Parteien, über einen bestimmten Zeitraum und ohne Transfer des zugrundeliegenden Kapitals unterschiedlich gestaltete Zinszahlungen auszutauschen⁷². Mit einem Payer-Zins-Swap⁷³ tauscht die Kommune die variable Zinsbindung in eine feste und sichert Bestandskredite mit variabler Zinsbindung gegen das Risiko ansteigender und damit teurer werdender Zinsen. Es entsteht ein „synthetischer“ Festzinssatzkredit, dessen Risiko dem Risi-

⁷² Allgemeine Definition, vgl. z.B. bei Gabler, a.a.O. S. 1571; vgl. auch Ausführungen in Derivaterlassen, z.B. Bayern, IMS v. 08.11.1995 Anm. 2.1; Brandenburg, RdErl. v. 28.01.2000, Anm. II.1.1; Saarland, IMS v. 12.11.1998 Anm. 1a; Sachsen-Anhalt, Hinweise, Anm. 1.1

⁷³ Gabler, a.a.O. S. 1333; Basisinformationen über Finanzderivate, 2008, S. 41 ff



ko eines originären Festzinssatzkredits entspricht. Der Payer-Swap ist nach einhelliger Meinung ein (Zins-) Sicherungsinstrument.⁷⁴ Dass selbst sein insgesamt völlig unstrittiger Einsatz gelegentlich problematisiert wird, zeigen die folgenden Beispielsfälle:

Bspl. 1: Nimmt die Kommune einen *originären Festsatzkredit* auf, so wird dieser stets mit seinem Nominalwert, verringert um die Tilgungsbeträge, veranschlagt. Sein Marktwert hingegen hängt davon ab, ob die Zinsen seit Aufnahme gestiegen (dann ist sein Marktwert positiv) oder ob sie gesunken (sein Marktwert ist etwa in Höhe der Vorfälligkeitsentschädigung negativ) sind. Diese Marktwerte bleiben buchhalterisch unbeachtet.

Bspl. 2: Nimmt die Kommune einen *strukturierten Kredit* in Form eines Floaters mit bereits durch die Bank integriertem Payer-Swap auf, so verbucht sie diesen Kredit in gleicher Weise wie einen Festsatzkredit. Die diesem strukturierten Kredit bei gestiegenen oder gesunkenen Zinsen immanenten veränderten Marktwerte des Kredits und des Derivats werden buchhalterisch ignoriert.

Bspl. 3: Bildet die Kommune aber selbst einen *synthetischen Festsatzkredit* (Kredit mit variabler Zinsbindung und gesonderter Sicherung durch einen Payer-Swap), dann bleiben zwar die durch Zinsänderungen eingetretenen Wertänderungen des Kredits unbeachtet, die gegenläufigen Wertänderungen des Derivats⁷⁵ hingegen werden nicht selten ausgewiesen und führen – zumindest bei gesunkenem Zinsniveau – immer wieder zu Vorwürfen der Rechnungsprüfung, die Payer-Swaps würden zu „Verlusten“ führen. Diese Vorwürfe sind in mehrfacher Hinsicht unberechtigt: Erstens gleichen sich die Wertveränderungen von Kredit und gegenläufigem Derivat aus, vor allem bei Bewertungseinheiten gemäß § 254 HGB. Zweitens werden negative Marktwerte eines Derivats (wie auch eines Kredits) erst dann zu Verlusten, wenn das Derivat (bzw. der Kredit) aufgelöst/glattgestellt (bzw. verkauft) wird.

⁷⁴ Aus der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs lässt sich auch keine Aufklärungspflicht über den anfänglich negativen Marktwert ableiten, sofern nur die Einpreisung einer üblichen Gewinnmarge geltend gemacht wird (BGH, Urt. v. 20.01.2015 – XI ZR 316/13 – openJur 2015,5944 Rn. 38-43). Gleiches gilt, wenn der Swap-Vertrag der Absicherung gegenläufiger Zins- und Währungsrisiken aus konnexen Grundgeschäften dient (BGH, Urt. v. 28.04.2015 – XI ZR 378/13 – openJur 2015,11119 Rn. 65)

⁷⁵ Nach Schwarting, a.a.O., S. 134, besitzen Derivate keinen eigenen Wert, der bilanziell erfasst werden müsste. Der vom Kreditinstitut mitgeteilte Wert zum Jahresende beschreibe lediglich, ob die dem Derivat zugrunde liegenden Annahmen zutreffend waren oder nicht.



Die Lösungsmöglichkeiten liegen auf der Hand: Egal, ob Marktwerte buchhalterisch ausgewiesen werden müssen oder nicht, sollte das bei allen eingesetzten Finanzinstrumenten, also bei Krediten und bei Derivaten, einheitlich geschehen. Fehlerhaft ist der Eindruck, dass es nur bei Derivaten zu negativen Effekten kommt⁷⁶.

- b) Mit einem **Forward-Payer-Swap**⁷⁷ sichert sich die Kommune das Recht, zu einem in der Zukunft liegenden Termin in einen nach Betrag, Laufzeit und Zinssatz spezifizierten Swap einzutreten und damit eine feste Zinsbindungen für bereits aufgenommene und umzuschuldende Kredite mit variabler Zinsbindung. Die Zeitspanne zwischen „heute“ und „Forward“ kann zwischen einem Monat und 10 Jahren⁷⁸ (oder auch länger) liegen. In der Regel beginnt der vereinbarte Zinstausch aber 1 bis 24 Monate nach Abschluss des Forward Swaps⁷⁹. Unabhängig davon, ob die Kommune in den Swap eintritt, ist er ein Instrument mit Versicherungscharakter und damit ein (Zins-) **Sicherungsinstrument**.

Wird der Forward-Payer-Swap zur Sicherung des Zinsänderungsrisikos einer in der Zukunft geplanten variabel verzinslichen Erstfinanzierung eingesetzt, so ist er ebenfalls ein (Zins-) **Sicherungsinstrument**. In besonderem Maße zu beachten sind dabei die landesrechtlichen Regelungen⁸⁰, vor allem die Grundsätze der Konnexität⁸¹, die eine Sicherung von Zinskonditionen künftig aufzunehmender Kredite nur unter bestimmten Voraussetzungen gestatten.

In bewertungsrechtlicher Hinsicht gleichen die Vorwürfe gegen den Forward-Swap denen des Spot-Swap, aber auch denen einer Bereitstellungsfiananzierung über Forward-Darlehen: Ist das Zinsniveau seit Geschäftsabschluss gestiegen, hat der kommunale Finanzmanager vorausschauend und sparsam gehandelt. Ist es hingegen gesunken, hat er sich zum Nachteil seiner Kommune „verspekuliert“. Beides ist falsch. Denn letztlich ist jede Finanzierungsentscheidung eine Entscheidung unter Unsicherheit. Der Abschluss jedes Kreditgeschäftes – aber auch sein Unterlassen bzw. sein Verzögern - ist unvermeidbar mit Unsicherheiten und damit Risiken für den Ergebnishaushalt verbunden⁸² - und die Privatautonomie lässt es zu, auch risikoreiche Geschäfte abzuschließen⁸³.

⁷⁶ Bayerische Kommunale Spitzenverbände, Schreiben v. 23.07.2015 S. 5

⁷⁷ Definition bei Gabler, a.a.O. S. 567; ferner Brandenburg, RdErl. v. 28.01.2000, Anm. II.1.3; Sachsen-Anhalt, Hinweise, Anm. 1.4

⁷⁸ Basisinformationen über Zinssicherungsinstrumente, 4/2002 S. 63

⁷⁹ Zinsrisiko-Management, 3/2001 S. 33

⁸⁰ z.B. Brandenburg, RdErl. v. 28.01.2000, Anm. II.1.2; dazu auch Stoffers, a.a.O. S. 3

⁸¹ DST/MDD, Anm. 2.4; DST/MDD Stand 2011 Anm. 2.4 mit Fn.17-20. Konnexitätsfragen werden in einem der folgenden Teile dieser Fachinformation gesondert behandelt.

⁸² vgl. in diesem Sinne Frischmuth, Deutscher Städtetag, Gemeindefinanzbericht 2015 S. 59

⁸³ LG Düsseldorf, Urt. v. 11.05.2012 – 8 O 77/11 – openJur 2012,86728, Rdn. 134 unter Verweis auf BGH, Urt. v. 28. Februar 1989, IX ZR 130/88)



- c) Der (Zins-) **Cap** ist eine Call-Option auf einen Referenzzinssatz⁸⁴. Er gibt dem Käufer gegen Prämienzahlung an den Verkäufer das Recht, an bestimmten vorher festgelegten Zeitpunkten die Differenz zwischen einem vereinbarten Referenzzinssatz (z.B. EURIBOR) und der Zinsobergrenze („Strike“), bezogen auf einen bestimmten Nominalbetrag, zu empfangen⁸⁵.

Mit dem **Kauf** von (Zins-) Caps sichert sich die Kommune gegen Zahlung einer Prämie für ihre Bestandskredite mit variablen Zinsbindungen eine Zinsobergrenze und damit gegen ansteigende Zinsen. Gleichzeitig bewahrt sie sich die Chance einer Partizipation an niedrigen oder fallenden Zinsen. Der Kauf eines Zins-Caps ist für die Kommune somit ein (Zins-) **Sicherungsgeschäft**.

Hin und wieder wird dem kommunalen Finanzmanager vorgehalten, er habe variable Kredite oder Portfolioteile in überflüssiger Weise durch den Kauf von Zins-Caps abgesichert, seien die Zinsen doch entgegen seinen Erwartungen nicht gestiegen. Diesem wenig durchdachten Vorwurf ist unschwer mit der Frage zu begegnen, ob die Kommune sich dann nicht auch die Feuerversicherungsprämien z.B. für ihre Gebäude sparen sollte, weil es dort ja auch nicht regelmäßig zu Bränden komme.

Mit dem **Verkauf** eines Zins-Caps übernimmt (sichert) die Kommune gegen Prämie Zinsrisiken Dritter und begründet eine Stillhalterposition⁸⁶. Der Verkauf eines Caps ist für die Kommune damit jedenfalls *kein (Zins-) Sicherungsgeschäft*.

- d) Mit dem Kauf eines **Forward-Caps** sichert sich die Kommune in der Gegenwart eine Zinsobergrenze für einen in der Zukunft liegenden Zeitpunkt. Gegenstand der Zinssicherung können Bestandskredite mit variabler Zinsbindung, aber auch künftig aufzunehmende Kredite mit variabler Zinsbindung, sein. In beiden Fällen ist der **Kauf** eines Forward-Cap ein (Zins-) **Sicherungsgeschäft**. Die Zulässigkeit der Sicherung einer künftigen Erst- oder Anschlussfinanzierung orientiert sich auch hier an landesrechtlichen Regelungen und an den allgemeinen Grundsätzen der Konnexität. Mit dem **Verkauf** von Forward-Caps übernimmt (sichert) die Kommune gegen Prämie Zinsrisiken Dritter und begründet eine Stillhalterposition. Der Verkauf eines Forward-Caps ist für die Kommune damit *kein (Zins-) Sicherungsgeschäft*.

⁸⁴Zinsmanagement mit modernen Finanzinstrumenten, 11/1999 S. 116

⁸⁵Gabler a.a.O. S. 294, 1560; Wambach/Etterer/Stark a.a.O. S. 94 f; Bösch, a.a.O. S. 106 ff; Prokop/Borde, a.a.O. S. 147 f; auch Baden-Württemberg, Erlass v. 17.08.1998, Anm. III; Bayern, IMS v. 08.11.1995, Anm. 3.1; Brandenburg, RdErl. v. 28.01.2000, Anm. II.2.1; Saarland, IMS v. 12.11.1998, Anm. 1b; Sachsen-Anhalt, Hinweise, Anm. 1.2

⁸⁶Die Problematik von Stillhaltergeschäften wird an anderer Stelle unserer Fachinformation behandelt.



e) Der (Zins-) **Floor**⁸⁷ ist eine Vereinbarung zwischen zwei Parteien über eine Zinsuntergrenze (Floor). Der Kauf eines Floors gibt dem Käufer das Recht, vom Verkäufer den Betrag zu erhalten, um den ein vereinbarter Referenzzinssatz (z.B. EURIBOR) die vereinbarte Zinsuntergrenze („Strike“) unterschreitet. Unbesehen dieser ggf. optimierenden Wirkung ist der Kauf eines Floors für die Kommune jedenfalls kein *(Zins-) Sicherungsgeschäft*. Sinnvoll kann der Einsatz von Zins-Floors auch im kommunalen Vermögensmanagement sein, doch ist dieses nicht Gegenstand dieser Fachinformation.

Beim (isolierten) **Verkauf** eines Floors gegen Prämie übernimmt der Verkäufer gegen Prämie eine Stillhalterposition und Risiken Dritter. Der Verkauf eines Floors ist für die Kommune damit *kein (Zins-) Sicherungsgeschäft*.

3.6.1.2 Absicherung des Zahlungsstromänderungsrisikos durch einfach strukturierte Derivate

Strukturierte Derivate sind zusammengesetzte Finanzprodukte, die entweder aus der Kombination von Standardderivaten, aus der Kombination von Standardderivaten mit exotischen Optionen oder aus einer Kombination letzterer entstehen⁸⁸.

a) Der sog. „**kündbare Payer-Swap**“ ist ein Payer-Swap, bei dem dem Zahler der Festzinsseite gegen Zahlung einer Prämie ein vorzeitiges Kündigungsrecht der Swap-Vereinbarung eingeräumt wird. Er setzt sich zusammen aus einem einfachen Zins-Swap und einer Receiver-Swaption⁸⁹.

Ist die **Kommune** als Zahlerin der Festzinsseite *zur vorzeitigen Kündigung berechtigt*, aber nicht verpflichtet (sog. Callable Swap), so stellt der kündbare Payer-Swap ein klassisches (Zins-) **Sicherungsinstrument** dar. Kündigen wird die Kommune, wenn das Zinsniveau am langen Ende gefallen ist und sie sich nunmehr günstiger finanzieren kann. Bei Ausübung des Kündigungsrechts hat der kündbare Payer-Swap „optimierende“ Wirkung.

⁸⁷ Gabler, a.a.O. S. 558; Basisinformationen über Zinssicherungsinstrumente, 2002 S. 66,67; Bayern, IMS v. 08.11.1995, Anm. 3.2; Brandenburg, RdErl. v. 28.01.2000, Anm. II.2.2; Saarl., IMS v. 12.11.1998, Anm. 1c

⁸⁸ Gabler, a.a.O. S. 1328

⁸⁹ Bösch, a.a.O. S. 235



Ist hingegen der **Swap-Partner** (Bank) zur vorzeitigen Kündigung berechtigt (sog. Puttable Swap), so trifft die Kommune das ursprüngliche (variable) Zinsrisiko. Als Kompensation für das der Bank eingeräumte Kündigungsrecht erhält die Kommune eine Prämie, die als Einmalzahlung erfolgt oder mit dem Festzinssatz des Payer-Swap verrechnet wird: Die Kommune zahlt damit im kündbaren Swap einen niedrigeren Zinssatz als in einem Payer-Swap ohne Kündigungsrecht (optimierende Wirkung). Das Kündigungsrecht wirkt der Sicherung zwar entgegen, hebt sie aber nicht auf. *Bis zum Kündigungstermin wirkt der kündbare Payer-Swap also absichernd. Wird die Kündigung nicht ausgeübt, so besteht die Absicherung weiter.*

Wird die Kündigung hingegen ausgeübt, so trägt die Kommune ab dem Zeitpunkt der Ausübung das Risiko des ursprünglich aufgenommenen, rechtlich zulässigen variabel verzinslichen Kredits - und stellt sich nicht schlechter, als wenn sie keinen Swap eingegangen wäre. Aus dem Umstand, dass das zugunsten der Bank vereinbarte Kündigungsrecht der Einräumung einer Option gleichkommt, darf nicht auf die spekulative Eigenschaft des kündbaren Payer-Swaps geschlossen werden⁹⁰.

❖ In **Sachsen**⁹¹ sind „Finanzgeschäfte, bei denen die Bank ein einseitiges kostenloses Kündigungsrecht hat, während die Gemeinde nur gegen Leistung einer Ausgleichszahlung kündigen kann, unzulässig“. Das Verbot ist Folge der höchstrichterlichen Rechtsprechung⁹² zu Spread-Ladder-Swaps und der dort vereinbarten einseitigen Kündigungsrechte zugunsten der Bank, mit denen u.a. die symmetrische Risikostruktur einfacher Swap-Geschäfte in eine stark asymmetrische zu Lasten der Kommunen umgewandelt wurde, und bei denen die Kommunen über den daraus resultierenden negativen Marktwert nicht aufgeklärt wurden. Da Kündigungsrechte bei einfachen kündbaren Payer-Swaps regelmäßig entgeltlich eingeräumt werden, steht die Vorschrift einem durch den Gläubiger (Bank) kündbaren Payer-Swap nicht entgegen.

⁹⁰LG Köln, Urt. v. 12.03.2013 – 21 O 472/11 – openJur 2013,26282; im Ergebnis ebenso LG Dortmund, Urt. v. 05.07.2013 – 6 O 85/12 – openJur 2013,31700; OLG Köln, Urt. v. 13.08.2014 – 13 U 128/13 – openJur verweist auf die bei kündbaren Payer-Swaps bestehende Aufklärungspflicht über negative Angangswerte.

⁹¹Sachsen, VwV KommHHWi v. 20.12.2010 i.d.Fass.v. 01.03.2012, Anm. A)II.1.c)

⁹²BGH, Urt. v. 22.03.2011, XI ZR 33/10 – openJur 2011,91599; Köhler, a.a.O. S. 120 f



❖ In **Thüringen**⁹³ ist „ein einseitiges Kündigungsrecht des Finanzdienstleisters bei Eintritt bestimmter Marktentwicklungen vertraglich auszuschließen“. Aus unserer Sicht greift dieses generelle Verbot immer dann, wenn durch eine mögliche Ausübung der Kündigungsrechte die Liquidität der Kommune ernsthaft bedroht ist; die Limitierung von Kündigungsrechten sollte hier allerdings ausreichen. Gleiches gilt dann, wenn - wie vorstehend – die Risikostruktur absichtlich und grob zu Ungunsten des Swap-Partners verschoben wurde. Den Abschluss eines kündbaren Payer-Swaps kann das Verbot zulässiger Weise nicht untersagen.

„Auch sollen Fälle, in denen - im Gegensatz zum jederzeitigen Kündigungsrecht des Vertragspartners - kein Kündigungsrecht der Gemeinde besteht, oder bei denen bei Wahrnehmung vereinbarter Kündigungsrechte durch die Gemeinde diese zu Ausgleichszahlungen an den Vertragspartner verpflichtet ist, diese sich durch ihren spekulativen Charakter und eine sehr einseitige Risikoverteilung zu Lasten der Gemeinde auszeichnen und daher unzulässig sein“. Die Formulierung beschreibt - wie vorstehend - die von der höchstrichterlichen Rechtsprechung entwickelten Rechtsfolgen beim Einsatz hochkomplexer derivativer Finanzprodukte. Dem Abschluss kündbarer Payer-Swaps steht sie zulässiger Weise nicht entgegen.

b) Mit einem (Zins-) **Collar**⁹⁴ kauft die Kommune gegen Zahlung einer Prämie einen (Zins-) Cap und verkauft gleichzeitig unter Vereinnahmung einer Prämie einen (Zins-) Floor⁹⁵ mit gleichen Nominalbeträgen, Referenzzinssätzen und Zinsstichtagen, aber unterschiedlichen Basispreisen. Damit sichert sie sich Zinsen innerhalb des von Cap-Strike und von Floor-Strike vorgegebenen Zinskorridors für einen bereits aufgenommenen Kredit. Wiewohl der isolierte Verkauf eines Floor der Kommune eine Stillhalterposition zuweist, kann ihr dieses Argument hier nicht entgegen gehalten werden, denn bei einem Collar ist der Floor integrativer Bestandteil einer einheitlichen Zinssicherung. Durch den Verkauf des Floors reduziert sich zudem der Prämienaufwand für den Cap. Sind die beiden Optionsprämien gleich hoch, ist die Zinssicherung gewissermaßen „kostenlos“; es handelt sich dann um einen sog. Zero-Cost-Collar. Für die Kommune ist der **Kauf** eines Collar ein (Zins-) **Sicherungsgeschäft**.

⁹³ Thüringen, Kreditbek. V. 22.01.2010, Nr. 11.1 und 11.2 (Zinsderivate in der kommunalen Kreditwirtschaft)

⁹⁴ Wambach/Etterer/Stark, a.a.O., S. 95 f; Basisinformationen über Finanzderivate, 7/2008 S. 95 ff; Gabler a.a.O. S. 313; Bayern, IMS v. 08.11.1995, Anm. 3.3; Brandenburg, RdErl. v. 28.01.2000, Anm. II.2.3 Saarland, IMS v. 12.11. 1998 Anm. 1d

⁹⁵ Der isolierte Verkauf eines Floors ist u.a. wegen fehlender Konnexität problematisch. Wird jedoch über den gleichzeitigen Verkauf eines Floors ein Cap finanziert, so dass beide gemeinsam einen Collar als einheitliches Finanzinstrument bilden, so ist der Floor integrierter Bestandteil des Zinssicherungsinstrumentes und konnex.



Der *Verkauf* eines Caps bei gleichzeitigem Kauf eines Floors (sog. Aktiv-Collar)⁹⁶ sichert Dritte gegen mögliche Zinsrückgänge ab und ist ein Sicherungsinstrument für das Vermögensmanagement. Infolge der mit der Stillhalterposition übernommenen Risiken Dritter ist ein **verkaufter Collar** *kein (Zins-) Sicherungsinstrument* für die Kommune.

c) Mit dem **Kauf** eines **Forward-Collar** sichert sich die Kommune einen Zinskorridor für einen erst künftig aufzunehmenden Kredit mit variabler Zinsbindung; er hat folglich ebenfalls (zins-) **sichernde Wirkung**. Dies gilt nicht für den Verkauf eines Forward-Collar: Er ist *kein (Zins-) Sicherungsgeschäft*.

d) Das **Forward-Rate-Agreement (FRA)**⁹⁷ ist eine (außerbörsliche) Vereinbarung zwischen zwei Parteien, die Differenz zwischen einem vereinbarten Basiszinssatz und dem an einem bestimmten zukünftigen Termin geltenden Marktzins auf einen nominalen Kapitalbetrag über eine zukünftige Referenzperiode untereinander auszugleichen. Liegt der Referenzzinssatz über dem vereinbarten FRA-Satz, erhält der Käufer vom Verkäufer am Fixing-Tag eine Ausgleichszahlung in Höhe der Zinsdifferenz. Liegt er darunter, leistet der Käufer eine Ausgleichszahlung. Mit dem **Kauf** eines FRA **sichert** die Kommune einen kurzfristigen Finanzbedarf (z.B. Kassenkredit) in einer zukünftigen Periode gegen ansteigende Zinsen im Kurzfrist- bzw. Geldmarktbereich (EURIBOR)⁹⁸.

Der **Verkauf** eines Forward-Rate-Agreements gegen Vereinnahmung einer Prämie begründet eine Stillhalterposition der Kommune durch die Übernahme von Zinsrisiken Dritter. Für die Kommune ist der Verkauf eines Forward-Rate-Agreements jedenfalls *kein (Zins-) Sicherungsgeschäft*.

3.6.1.3 Absicherung des Zahlungsstromänderungsrisikos durch strukturierte Darlehen⁹⁹

Bei strukturierten Krediten wird ein klassisches Finanzprodukt (z.B. ein Kredit) in rechtlich zulässiger Weise mit einem Standardderivat (z.B. mit einem Cap, einem Collar, einer Swaption) kombiniert.

⁹⁶Zinsmanagement mit modernen Finanzinstrumenten, 1999 S. 40

⁹⁷Gabler, a.a.O. S. 567; Wambach/Etterer/Stark, a.a.O., S. 89; Bösch, a.a.O., S. 181,198; Bayern, IMS v. 08.11.1995, Anm. 3; Brandenburg, RdErl. v. 28.01.2000, Anm. II.1.2; Sachsen, VwV KommHHWi-Doppik v. 20.12.2010 Anm. II.2.a)bb

⁹⁸Basisinformationen über Finanzderivate, 7/2004, S. 33

⁹⁹Eine Definition der Standardderivate, sog. Plain-Vanillas, gibt es nicht. Mit der h.M. verstehen wir darunter einfache und nicht kombinierte Instrumente wie z.B. Zinsswaps, Caps, Floors, Forward-Rate-Agreements



- a) Das sog. **zinsbesicherte Darlehen**¹⁰⁰ ist ein variabel verzinsliches Darlehen mit integriertem Zins-Cap¹⁰¹ oder Zins-Collar¹⁰². Mit ihm sichert die Kommune einen Kredit mit variabler Zinsbindung („Floater“) gegen ansteigende Zinsen durch eine Zinsobergrenze bzw. einen Zinskorridor. In beiden Fällen ist es ein einfach strukturiertes Zins- und Liquidität **sicherndes Instrument**.
- b) Mit einem **Forward-Darlehen**¹⁰³ vereinbaren zwei Parteien in der Gegenwart ein Darlehen, das erst in der Zukunft aufgenommen und valuiert wird, wobei der Zinssatz für das künftige Darlehen bereits bei Abschluss des Vertragsschlusses festgelegt wird. Das Forward-Darlehen schafft Kalkulationssicherheit für eine spätere Erstfinanzierung bzw. für eine künftige Anschlussfinanzierung. Unabhängig davon, ob man das Forward-Darlehen als „klassisches Instrument des Risikomanagements“ bezeichnet¹⁰⁴ oder als Derivat, hat es doch eine den Zins und die Liquidität **sichernde Wirkung**. Zu beachten ist auch hier die jeweilige landesrechtliche Regelung zur Vorfinanzierung sowie der Grundsatz der Konnexität.
- c) Das sog. **Optionsdarlehen**¹⁰⁵ ist ein Darlehen mit einer integrierten Call-Option, die dem Käufer der Option (Kommune) das Recht auf Abschluss eines Forward-Darlehens verschafft. Mit ihm sichert sich die Kommune Liquidität und einen vorab vereinbarten Festzinssatz. Das Optionsdarlehen hat damit **Sicherungswirkung**.
- d) Bei **Darlehen mit Kündigungsrechten** des Schuldners (Schuldnerkündigungsrecht) oder des Gläubigers (Gläubigerkündigungsrecht) steht in aller Regel nicht die Zinnsicherung im Vordergrund, sondern die Optimierung¹⁰⁶.

¹⁰⁰ „Kreditintegrierte Sicherung“, Baden-Württemberg, Erlass v. 17.08.1998 Nr. III S. 3

¹⁰¹ Capped Floating Rate Note, Gabler, a.a.O. S. 298

¹⁰² Collared Floater, Gabler a.a.O. S. 313

¹⁰³ Gabler, a.a.O., S. 566; Wambach/Etterer, a.a.O., S. 89

¹⁰⁴ Roberts, Rechtliche Behandlung von Derivaten, 2011, S. 27

¹⁰⁵ Eine andere Spielart eines Optionsdarlehens vgl. bei Gabler, a.a.O. S. 1055; vgl. zu strukturierten Darlehen auch Schwarz, Steuerung der Zinsausgaben durch Zinsderivate, 2001, S. 40

¹⁰⁶ Besprechung im 3. Abschnitt „Grundsatz der Wirtschaftlichkeit“ der Fachinformation



3.6.2 Die Absicherung des Anschluss- oder Prolongationsrisikos

Gegenstand der Absicherung sind hier die Zinskonditionen bereits aufgenommener und zu prolongierender Kredite (Anschlussfinanzierung). Die meisten derivativen Finanzinstrumente eignen sich sowohl zur Absicherung von Erst- wie auch von Anschlussfinanzierungen. Doppel-Swaps und Swap-Optionen (Swaptions) eignen sich vorrangig zur Absicherung des Prolongationsrisikos bereits aufgenommener Kredite.

a) Ein Doppel-Swap¹⁰⁷ besteht aus zwei Standardswaps. Mit dem ersten Swap neutralisiert die Kommune die Zinsbindung des aufgenommenen und zu „prolongierenden“ Kredits, mit dem zweiten Swap verlängert sie die Zinsbindung innerhalb der Laufzeit des zu prolongierenden Kredits. In Erwartung steigender Zinssätze tauscht die Kommune also eine bestehende kürzere Zinsbindung in eine neue, längere synthetisch feste Zinsbindung und sichert sich - ohne die Kosten einer vorzeitigen Umschuldung durch Vorfälligkeitsentschädigung für den abzulösenden Kredit - gegen von ihr erwartet höhere Zinsen bei anstehender Umschuldung eines bestehenden Kredits. Der Doppel-Swap ist insoweit ein (Zins-) Sicherungsinstrument¹⁰⁸, das über den entstehenden Mischzinssatz zu einer sofortigen Entlastung des Haushalts führen kann¹⁰⁹. Der Zulässigkeit eines Doppelswaps stehen weder Gesetze noch Regelungen der Rechtsaufsicht entgegen.

❖ Wenn **Niedersachsen**¹¹⁰ darauf hinweist, „*dass bei Umschuldungen die Kreditlaufzeit nicht künstlich verlängert werden soll*“, so erfasst diese Einschränkung den Doppelswap nicht, denn mit ihm sollen Zinsbindungsfristen, nicht aber Kreditlaufzeiten, verlängert werden.

❖ Auch **Sachsen**¹¹¹ meint, „*dass die planmäßige Tilgungsdauer von Krediten aus Anlass des Abschlusses derivativer Zinsgeschäfte nicht verlängert werden dürfe*“. Diese Bestimmung berührt die Zulässigkeit eines Doppelswaps ebenfalls nicht, denn dieser ist Instrument zur Verlängerung von (fixen) Zinsbindungsfristen, nicht aber zur Tilgungstreckung. Da das Kommunalrecht für

¹⁰⁷ Hornung, Derivative Finanzinstrumente im öffentlichen Bereich, DIFU-Seminar 21.11.2000, Nr. 22

¹⁰⁸ h.M., z.B. Venbert, Die Lösung aller Probleme?, der gemeinderat 12/2010 S. 12

¹⁰⁹ Brandenburg, RdErl. v. 28.01.2000, Anm. II.1.1

¹¹⁰ Niedersachsen, RdErl. v. 22.10.2008 Anm. 1.10

¹¹¹ Sachsen, VwV KommHHWi-Doppik v. 20.12.2010, Anm. A.I..3.c und II.2.b)aa)



Investitionskredite bewusst keine maximale Tilgungsdauer¹¹² vorgibt, fallen sachlich begründete Tilgungstreckungen überdies in den von Art. 28 GG geschützten kommunalen Aufgabenbereich.

Auch das Urteil des OLG Frankfurt/Main vom 09.01.2012¹¹³ kann nicht gegen die Verwendung von Doppel-Swaps angeführt werden. Die Kritik des Gerichts richtet sich nämlich nicht gegen das derivative Instrument „Doppel-Swap“. Es rügt vielmehr, dass der Anleger nicht schriftlich über die Risiken von Finanztermingeschäften informiert wurde, und dass er auch nicht darauf hingewiesen wurde, dass der mit einem Payer-Swap gesicherte zu prolongierende Kredit kein Festsatzkredit sein dürfe, sondern eine variable Zinskondition aufweisen müsse.

- b) Mit **Optionsgeschäften**¹¹⁴ können Kommunen den Kurs eines kommunalen Grundgeschäfts (Kredit) absichern. Grundgedanke ist, dass die Kommune für den Fall, dass sie aus dem Grundgeschäft einen Verlust erleidet, diesen durch einen Gewinn auf die Option ausgleichen soll. Realisiert die Kommune allerdings mit dem Grundgeschäft einen Gewinn, so steht der Kommune als Käuferin der Option das Recht zu, die Option verfallen zu lassen. Abgesehen von der gezahlten Optionsprämie fallen auf Seiten der Kommune dann keine weiteren Verluste aus dem Optionsgeschäft an¹¹⁵.

Swap-Optionen (Swaptions) sind Optionen, die dem Käufer gegen Zahlung einer Prämie an den Verkäufer das Recht, nicht aber die Verpflichtung einräumen, zu einem bestimmten Zeitpunkt (europäische Variante) oder innerhalb einer bestimmten Frist (amerikanische Variante) in einen hinsichtlich der Konditionen genau spezifizierten Swap einzutreten¹¹⁶.

Mit dem **Kauf einer Payer-Swaption**¹¹⁷ sichert sich die Kommune gegen Zahlung einer Prämie das Recht, in einen Payer-Swap einzutreten, bei Ausübung der Option also Festzinszahlungen zu leisten und den variablen Zins zu empfangen. Sie schützt sich bzw. ihre Kredite mit variabler Zinsbindung gegen die Gefahr steigender Zinsen. Das Risiko der Kommune beschränkt sich auf den Verlust der Prämie bei Nichtausübung der Option. Der Kauf einer Payer-Swaption ist für sie ein (*Zins-*) **Sicherungsgeschäft**.

¹¹² „Die Vereinbarung über die Tilgung von Krediten muss sich nach den finanziellen und wirtschaftlichen Interessen und Möglichkeiten der Gemeinde richten“, BayKreditbek., Anm. 4.5

¹¹³ OLG Frankfurt, Urt. v. 09.01.2012 - 16 U 126/11 – openJur 2012,52717

¹¹⁴ Die Aussage in der Thüringer KreditBek. vom 22.01.2010, Nr. 11.1, wonach es sich „bei Zinsderivaten regelmäßig um Optionsgeschäfte handelt“, ist falsch. Forwards, Futures und Swaps sind keine Optionen, sondern unbedingte Termingeschäfte. Optionen hingegen sind bzw. enthalten Caps, Floors, Collars und Swaptions als bedingte Termingeschäfte (allgem. Meinung, z.B. Basisinformationen über Finanzderivate, 7/2008 S. 10)

¹¹⁵ Zinsmanagement mit modernen Finanzinstrumenten, 11/1999 S. 53 ff; Zinsrisiko-Management, 3/2001 S. 59 ff; Basisinformationen über Finanzderivate, 7/2004 S. 71 ff; Bösch, a.a.O., S. 233; Prokop/Borde, a.a.O., S. 155 f

¹¹⁶ Gabler, a.a.O. S. 1335; Brandenburg, RdErl. v. 28.01.2000, Anm. II.2.4 Sachsen-Anhalt, Hinweise, Anm. 1.3;

¹¹⁷ Wambach/Etterer/Stark, a.a.O., S. 96, 122.



Mit dem **Verkauf** einer **Payer-Swaption** verpflichtet sich die Kommune gegen Vereinnahmung einer Prämie, im Ausübungsfall als Stillhalterin die Receiver-Position einzunehmen, bei Ausübung der Option durch den Kontrahenten also Festzinszahlungen zu empfangen und variable Zinsen zu leisten. Das Risiko der Kommune besteht in dem zu zahlenden variablen Zins. Der Verkauf einer Payer-Swaption ist für die Kommune kein *(Zins-) Sicherungsgeschäft*.

❖ **Hessen**¹¹⁸ bezweifelt ohne weitere Begründung die Erforderlichkeit eines Kaufs von Swaptions. Der Regelung ist jedoch kein (ggf. unzulässiger) Verbotscharakter zu entnehmen. Wenn das Ministerium den Verkauf von Swaptions für „*ausdrücklich nicht wünschenswert*“ hält, so spricht es damit kein Verbot aus, sondern nur eine pauschale, nicht weiter begründete, Empfehlung.

❖ **Thüringen**¹¹⁹ wiederum will *Swaptions mit Laufzeiten nur von 6 bis 12 Monaten zulassen*, „*weil darüber hinaus der spekulative Charakter zunehme*“. Wollte man den spekulativen Charakter eines Finanzinstruments an seiner Laufzeit oder an seiner Vorlaufzeit festmachen, dann befänden sich in Kürze wohl alle länger laufenden und länger vorlaufenden Finanzinstrumente inkl. Krediten auf der staatlichen Verbotsliste. Da das Verbot sachlich unbegründet ist, halten wir es schon deshalb für rechts- und verfassungswidrig.

Mit dem **Kauf** einer **Receiver-Swaption** erwirbt der Käufer gegen Zahlung einer Optionsprämie das Recht, in die Receiver-Position eines Swaps einzutreten, d.h. Festzinszahlungen zu empfangen und variable Zinsen zu leisten. Der Kauf einer Receiver-Swaption ist für die Kommune folglich *kein (Zins-) Sicherungsinstrument*.

Der Verkäufer einer **Receiver-Swaption** verpflichtet sich gegen Vereinnahmung einer Prämie, bei Ausübung der Option durch den Käufer die Payer-Position einzunehmen, d.h. Festzinszahlungen zu leisten und variable Zinsen zu empfangen. Zu bedenken ist, dass der Käufer die Option bei sinkenden Zinsen ausüben wird mit der Folge, dass der Verkäufer die dann überhöhten Festzinsen übernehmen muss. Zu beachten ist zudem die Übernahme einer Stillhalterposition durch die Kommune

¹¹⁸ Hessen, Richtlinien vom 31.07.2009

¹¹⁹ Thür. Kreditbek. vom 22.01.2010, S. 195,196; unser Bundesverband hat in Thüringen keine Mitglieder



als Verkäuferin der Receiver-Swaption. Der *Verkauf* einer Receiver-Swaption ist für sie *kein (Zins-) Sicherungsgeschäft*.

3.6.3 Die Absicherung des Festzinsänderungs- bzw. des Wertänderungsrisikos

Aus kameraler Sicht steht das Risiko der Zahlungsstromänderung durch steigende Zinsen im Vordergrund. Das Risiko überhöhter Zinszahlungen durch fehlende Partizipation an fallenden Zinsmärkten (sog. *Opportunitätskosten*) wird gerne ignoriert mit der Begründung, dass diese „der Preis für die ursprüngliche, nach vorangegangenem Abwägungsprozess gewählte Strategie“ seien¹²⁰. Veränderungen am Kapital- und Geldmarkt verursachen immer wieder neue und andere Risiken. Von daher bedürfen Strategien, wie gewählte Zinsbindungen, in Folge dieser Veränderungen der Anpassung. (Derivative) Finanzinstrumente, mit denen neue Risiken gesichert oder transferiert werden können, sind am Markt zudem verfügbar.

Vor dem Hintergrund der Handlungspflichten eines verantwortlichen kommunalen Finanzmanagers¹²¹ stellen sich aus unserer Sicht zumindest deutlich überhöhte Zinszahlungen als *Zinsschäden* i.S.v. § 252 BGB¹²² dar. Die bei 3.5.3 befindliche Graphik historischer Zinssätze des 3-Monats-EURIBOR und des 10-Jahres-Bund-Satzes verdeutlicht das mögliche Ausmaß eingetretener Zinsschäden über die letzten vier Jahrzehnte.

Bei doppischer (kaufmännischer) Rechnungslegung gelten als zu sichernde finanzielle Risiken sowohl das Zahlungsstromänderungsrisiko als auch das Festzinsänderungs- bzw. Wertänderungsrisiko¹²³. Die Sicherung des Wertänderungsrisikos¹²⁴ erfolgt in aller Regel durch den Einsatz von *Receiver-Swaps*¹²⁵, *auch als Forwards*, durch *Receiver-Swaptions* sowie durch Zins-Währungs-Swaps.

¹²⁰ Matz, Der Einsatz von Zinsderivaten durch Kommunen, der gemeindehaushalt 10/2008, S. 219; Thüringen, Kreditbek. V. 22.01.2010 Nr. IV.11.1; BGH Urt. v. 28.04.2015, a.a.O., Rn. 65

¹²¹ Nach ganz h.M. ist Schuldenmanagement Kernaufgabe einer Kämmerei, strittig ist nur dessen Umfang, vgl. Schwarz, Den Haushalt entlasten, 11.12.2002, S.10/11 und in „Derivate bei der öffentlichen Hand“, Börsenzeitung vom 15.02.1997; so schon Bayern, IMS v. 08.11.1995; Grunwald, Nur eine Seite der Medaille, Behördenpiegel Okt. 2009 S 6 verweist auf den enormen Zinsmehraufwand, der in der öffentlichen Diskussion ganz verschwiegen bzw. negiert werde.

¹²² Finanzmanagement in Kommunen ist keine hoheitliche, sondern fiskalische Tätigkeit

¹²³ Allgemeine Auffassung, vgl. z.B. IDW RS HFA 35 Anm. 2.3

¹²⁴ vgl. insoweit § 254 HGB i.V.m. IDW RS HFA 35 Anm. 2.3

¹²⁵ Zum Receiver-Swap vgl. KGSt, a.a.O. S. 25 ff, 39, 99



- a) Mit einem **Receiver-Swap**¹²⁶ tauscht die Kommune eine feste Zinsbindung in eine variable und sichert sich damit gegen das Risiko sinkender Zinsen in Gestalt überhöhter Zinszahlungen (Zinsschäden). Es entsteht ein „synthetischer“ variabler Kredit, dessen Risiko dem Risiko eines Kredits mit originär variabler Zinsbindung entspricht. Aus kaufmännischer Sicht ist der Receiver-Swap ein (*Wert-*) **Sicherungsinstrument**¹²⁷, aus kameraler Sicht ist er ein (*Zins-*) Optimierungsinstrument¹²⁸.
- b) Mit einem **Forward-Receiver-Swap**¹²⁹ sichert sich die Kommune das Recht, zu einem in der Zukunft liegenden Termin in einen nach Betrag, Laufzeit und Zinssatz spezifizierten Receiver-Swap einzutreten und damit eine variable Zinsbindung. Aus doppischer Sicht ist der Forward-Receiver-Swap ein (*Wert-*) Sicherungsinstrument; aus kameraler Sicht ist er ein (*Zins-*) **Optimierungsinstrument**.
- c) Mit dem **Kauf einer Receiver-Swaption** erwirbt der Käufer gegen Zahlung einer Optionsprämie an den Verkäufer das Recht, in einen Forward-Receiver-Swap als Zahler eines variablen Zinssatzes und Empfänger eines Festzinssatzes einzutreten. Da der Wert des (Receiver-) Swaps steigt, wenn die Zinssätze sinken, eignet sich der Kauf einer Receiver-Swaption für die Kommune zur Absicherung des Wertes ihrer festverzinslichen Kredite gegen sinkende Zinsen¹³⁰. Sie wird die Option möglicher Weise ausüben, wenn die Zinsen sinken (und der negative Barwert der Festsatzkredite steigt). Der Kauf einer Receiver-Swaption ist aus kaufmännischer Sicht für die Kommune ein (*Wert-*) **Sicherungsgeschäft**, aus kameraler Sicht ein (*Zins-*) Optimierungsgeschäft.

Beim Verkauf einer **Receiver-Swaption** verpflichtet sich die Kommune als Stillhalterin, gegen Vereinnahmung einer Optionsprämie bei Ausübung die Payer-Position einzunehmen, d.h. Festzinszahlungen (statt variabler Zinsen) zu leisten und variable Zinsen zu erhalten¹³¹. Für die Kommune ist der **Verkauf einer Receiver-Swaption** damit *kein* (*Wert-*) **Sicherungsgeschäft**. Möglicher Weise liegt ein Optimierungsgeschäft vor, wobei aber zu beachten ist, dass die Kommune Stillhalterin¹³² ist und Risiken Dritter gegen Prämie versichert.

¹²⁶ Gabler, a.a.O. S. 1150; Basisinformationen über Finanzderivate, 2008, S. 41 ff

¹²⁷ Brennenstuhl, a.a.O. S. 98; Fachinformation unseres Bundesverbandes 2/2013 „Receiver-Swap – Zinssicherung oder Zinsoptimierung?“ und 2/2015 „Der Receiver-Swap als Sicherungsinstrument: Absicherung von Wertänderungsrisiken im kommunalen Schuldenmanagement“

¹²⁸ ausführlich hierzu 3. Abschnitt „Grundsatz der Wirtschaftlichkeit“ der Fachinformation

¹²⁹ Gabler, a.a.O., S. 567

¹³⁰ In diesem Sinne Gabler, a.a.O., S. 1335; Bösch, a.a.O., S. 134; Basisinformationen über Zinssicherungsinstrumente, 2002, S. 70

¹³¹ Bösch, a.a.O., S. 234

¹³² Gabler, a.a.O., S. 1315; Roberts, a.a.O., S 28: „Die Position des Stillhalters ist spekulativ“



Die Aufnahme von **Fremdwährungskredit**¹³³ erfolgt meist nicht zur Sicherung von Zins- oder Wertänderungsrisiken, sondern zur Optimierung. Die aus rechtlich zulässigen Fremdwährungskrediten entstehenden Zins- und Währungsrisiken können durch Derivate gesichert werden, insbesondere durch den Währungs- oder Zins-Währungs-Swap. Auch die Rechtsprechung¹³⁴ ist der Meinung, dass Kommunen grundsätzlich Darlehen in Fremdwährung aufnehmen dürfen und folglich dies auch für eine nachträgliche Änderung durch Abschluss eines Swaps gelten muss.

d) Mit einem **Währungs-Swap**¹³⁵ tauscht die Kommune Kursrisiken aus Fremdwährungen in Euro und sichert sich damit zum einen gegen bestehende oder künftig entstehende Währungskursrisiken, zum andern sichert sie variable Zinsrisiken.

Bspl. 1: Die bayerische Landeshauptstadt München hat 2005 von einem japanischen Unternehmen ein Yen-Darlehen im Wert von 59,8 Mio. € aufgenommen. Die Rückzahlung sollte nach 10 Jahren und in Yen erfolgen. Die Verzinsung war variabel und an den LIBOR gebunden. und unmittelbar bei Aufnahme mit Hilfe eines Zins-Währungs-Swaps in ein auf Euro lautendes Festzinsdarlehen gewapt¹³⁶.

Zur Absicherung des Währungsrisikos hat die Stadt einen **Währungswap** geschlossen, mit dem der Yen-Betrag von der Transaktionsbank zum aktuellen Devisenkurs in Euro getauscht und ausgezahlt wurde. Zur Absicherung des variablen Zinses des LIBOR schloss die Stadt mit der Transaktionsbank gleichzeitig einen **Zins-Swap**, der die Bank zur Zahlung des variablen Zinses an die Stadt und die Stadt zur Zahlung eines Festzinses an die Bank verpflichtete. Bei Fälligkeit zahlt die Stadt das aufgenommene Darlehen in Yen zurück. Kursrisiken und Zinsänderungsrisiken wurden vollständig gesichert. In dieser Form ist der Währungswap bzw. der **Zins-Währungs-Swap** ein rechtlich zulässiges¹³⁷ (Wert- und Zins-) **Sicherungsgeschäft**.

¹³³ Fachinformation 8/2015. Das Thema „Fremdwährungskredite“ werden wir beim 3. Abschnitt „Grundsatz der Wirtschaftlichkeit“ der Fachinformation vertieft aufgreifen

¹³⁴ LG Köln, Urt. v. 12.03.2013 – 21 O 472/11 – openJur 2013,26282 Rn. 112, 134

¹³⁵ Zinsmanagement mit modernen Finanzinstrumenten, 11/1999 S. 17 ff;

¹³⁶ Presseerklärung der LH München vom 15.09.2005; die Rechtsaufsicht wurde am 08.08.2005 eingeschaltet

¹³⁷ Bayern, IMS v. 25.04.1994 Nr. 2 S. 2; aber auch Bayern, IMS v. 08.11.1995 Anm. 7



❖ Die in **Sachsen**¹³⁸ und in **Thüringen**¹³⁹ vermeintlich bestehenden Verbote betreffend den Abschluss von Verträgen über Kreditderivate bzw. den Abschluss von Fremdwährungsgeschäften greifen nicht. Ein Zins-Währungs-Swap ist einmal kein „Kreditderivat“¹⁴⁰. Im Übrigen sind Zins-Währungs-Swaps, die das Währungsrisiko in Euro hedgen, keine Fremdwährungsgeschäfte im Sinne der beiden Bestimmungen. Vor allem aber gestatten und fordern die Kommunalgesetze ausdrücklich Sicherungsgeschäfte! Gleiches gilt für die ministeriellen Vorschriften der Bundesländer¹⁴¹, die sich mit der Thematik befassen.

Bspl. 2: Ein kommunales Unternehmen erhält Leistungen aus dem Euro-Ausland (z.B. Schweiz, Tschechien, Polen). Die Gegenleistung (Bezahlung) soll gemäß Vertrag nach Abschluss der Leistung in Devisen (Franken, Krone, Zloty) erfolgen. Die Kommune sichert die vorab vereinbarte Gegenleistung durch einen entsprechenden Währungsswap (Euro in Devisen).

Tauscht die Kommune das Risiko eines auf Euro denominierten Kredits mit Hilfe eines Zins-Währungs-Swaps in fremde Währung, so übernimmt sie damit Risiken, die einer vergleichbaren Fremdkreditaufnahme gleichkommen. Sichert sich das kommunale Unternehmen, wie im vorstehenden Beispiel, mit dem Währungstausch „Euro in Devisen“ gegen das Fremdwährungsrisiko, so liegt ein zulässiges (Währungs-/ Wert-) **Sicherungsgeschäft** vor.

Der Zins-Währungs-Swap wird auch als **Cross-Currency-(Interest)-Swap**¹⁴² bezeichnet. Neben dem Zweck der Absicherung und Optimierung kann und wird er, wie die hierzu ergangene Rechtsprechung¹⁴³ belegt, auch zu Spekulationszwecken genutzt und ist damit *kein zulässiges Finanzinstrument*.

Bspl. 3: Eine Kommune nimmt einen auf Euro denominierten Kredit auf und swapt ihn, ohne ein in der Kommune befindliches US-Dollar-Risiko, in US-Dollar; die Rückzahlung soll in Euro erfolgen. Der Zins bemisst sich, nach entsprechendem Zins-Swap, an der Differenz zwischen Euro und US-Dollar.

¹³⁸ Sachsen, VwV KommHHWi-Doppik v. 22.12.2010, Anm. II.1.b) a.a.O.: „... der Abschluss von Verträgen über...Kreditderivate ist unzulässig.“

¹³⁹ § 53 Thür. Kommunalordnung: Der Abschluss von Spekulationsgeschäften ist verboten. Hierzu zählen ... der Abschluss von Fremdwährungsgeschäften.“

¹⁴⁰ Gabler, a.a.O. S 879 f: Kreditderivate sind der Credit Default Swap, der Equity Swap, der Total Return Swap, Credit Linked Note, Credit Spread Option, Credit Spread Forward

¹⁴¹ Niedersachsen, RdErl. v. 22.10.2008 Anmr. 1.8; NRW, RdErl. v. 16.12.2014, Anm. 2.3

¹⁴² Basisinformationen über Finanzderivate, a.a.O., S. 44, 52; Gabler, Bank-Lexikon, a.a.O., S. 333, 1333;

¹⁴³ OLG Stuttgart, Urt. v. 14.12.2011 – 9 U 11/11 – openJur 2012,67579 („spekulatives Swap-Geschäft“); OLG München, Beschl. v. 29.03.2012 – 5 U 216/12 – openJur 2012, 121891 („Glücksspiel“); BGH, Urt. v. 20.01.2015 – XI ZR 316/13 – openJur 2015,5944 („spekulative Wette“)



Unabhängig von der Einordnung der getätigten Geschäfte¹⁴⁴ ist festzustellen, dass Cross-Currency-(Interest)-Swaps meistens weder Wertänderungsrisiken noch Zinsänderungsrisiken absichern und damit grundsätzlich *keine Sicherungsgeschäfte* sind.

3.6.4 Sicherung des Zahlungsstromänderungs- und/oder des Wertänderungsrisikos durch komplexe Finanzinstrumente bzw. Derivate

3.6.4.1 Der Begriff der „Finanzinstrumente“

Finanzinstrumente sind ganz allgemein alle vertraglichen Ansprüche und Verpflichtungen, die unmittelbar oder mittelbar den Austausch von Zahlungsmitteln zum Gegenstand haben¹⁴⁵. Eine umfassende Auflistung von Finanzinstrumenten enthält das Kreditwesengesetz¹⁴⁶, das Wertpapierhandelsgesetz¹⁴⁷, die Richtlinie 2004/39/EG vom 21.04.2004 (MIFID I) und 2014/65/EU vom 15.05.2014 (MIFID II)¹⁴⁸. Zu den genannten Finanzinstrumenten zählen u.a. übertragbare Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Optionen, Terminkontrakte, Swaps, Kreditderivate, finanzielle Differenzgeschäfte und Vermögenanlagen. Anzumerken ist hier, dass der Begriff „Finanzinstrument“ nicht immer sachgerecht durch Formulierungen wie „Finanz-/Produkt“, „Finanz-/Anlage“, „derivatives/Instrument“, „Derivat“ oder auch nur „Swap“ verwendet wird.

3.6.4.2 Der Begriff „komplexe“ Finanzinstrumente

§ 7 WpDVerOV¹⁴⁹ konkretisiert den Begriff der *nicht-komplexen Finanzinstrumente*, die nach § 31 Abs. 7 WpHG unter erleichterten Bedingungen Gegenstand von Wertpapierdienstleistungen sein können. Voraussetzung für eine Klassifizierung als „nicht komplex“ gemäß § 7 Nr. 1 WpDVerOV ist zunächst, dass das Finanzinstrument nicht unter die Definition der Derivate oder der derivativen Wertpapiere nach § 2 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 Buchstabe b oder Abs. 2 WpHG fällt¹⁵⁰. Im Rückschluss gelten *für die Ausführung von Aufträgen nach „execution only“* folglich alle Derivate als „komplexe“ Finanzinstrumente¹⁵¹.

¹⁴⁴ vgl. hierzu vorstehende Fußnote

¹⁴⁵ <https://de.wikipedia.org/wiki/Diskussion:Finanzinstrument>

¹⁴⁶ § 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 1-8 KWG; dazu BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumenten nach § 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 1-7 KWG vom 20.12.2011, Stand Juli 2013, dort Anm. 2

¹⁴⁷ § 2 Abs. 2b WpHG

¹⁴⁸ Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 i.V.m. Anhang I Abschnitt C

¹⁴⁹ Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen v. 20.07.2007 (BGBl. I S. 1432) i.d.Fass. v. 20.11.2015 (BGBl. I S. 2029)

¹⁵⁰ § 7 Nr. 1 WpVerOV und Begründung zur WpVerOV, Stand 01.10.2007, dort zu § 7

¹⁵¹ Assmann/Schneider, a.a.O. § 2 Rn. 40, § 31 Rn. 188



Die Frage, unter welchen Voraussetzungen ein *Derivat* „komplex“ ist, beantwortet das Gesetz nicht. Die Begrifflichkeit des „komplexen Derivats“ bzw. des „komplexen derivativen Finanzinstruments“ lässt sich aus der Rechtsprechung und aus behördlichen Veröffentlichungen ableiten. Hierbei fällt auf, dass die „Komplexität“ nicht selten mit alternierenden Begriffen wie „exotisch“¹⁵², „strukturiert“¹⁵³, „hybrid“¹⁵⁴ u.a.m. vermischt wird.

- Die **Rechtsprechung** hat sich in wenigen Entscheidungen mit der Frage der Komplexität von Derivaten bzw. von derivativen Finanzprodukten befasst. Festzuhalten ist, dass die Gerichte einfache Derivate¹⁵⁵ (plain-Vanillas), aber auch einfache derivative Strukturen¹⁵⁶ bei gesetzmäßiger Handhabung weder beanstandet noch als (rechnerisch) komplex qualifiziert haben. Vereinzelt wurden komplexe (strukturierte) Derivate als „*Produkte mit nicht überschaubarer Risikostruktur*“¹⁵⁷, als „*synthetische Finanzinstrumente, die unter Einstrukturierung beliebiger Faktoren frei gestaltet werden*“ und bei denen es „*keine zwingende Verbindung zu einem Grundgeschäft*“ gibt¹⁵⁸, bezeichnet. Im Kern der Diskussion stand aber meist die Frage, ob die Komplexität eines derivativen Finanzprodukts für die Aufklärungspflicht von Banken von Bedeutung ist oder nicht; die Frage wurde verneint¹⁵⁹.
- In Bayern und Thüringen haben sich die **Rechtsaufsichtsbehörden** zu dem Thema geäußert¹⁶⁰. Beide beschreiben letztendlich „*Produkte mit unterschiedlichen Multiplikatoren*“ bzw. „*Fälle, in denen die Wertveränderung des Derivats nicht von im Grundgeschäft enthaltenen Risikofaktoren abhängt*“ in ähnlicher Weise wie die Rechtsprechung.
- Die **European Securities and Markets Authority**¹⁶¹ bezeichnet in der Investorenwarnung vom 07.02.2004 ein Produkt als komplex, wenn „*die ihm zugrunde liegenden Basisvermögenswerte oder Indizes nur schwer zu bewerten*“ oder „*ihre Preise bzw. Werte der Öffentlichkeit nicht frei*“

152 zum Begriff „exotische Option“ Gabler, a.a.O., S. 511 f

153 zu den Begriffen „strukturierte Derivate“ und „strukturierte Finanzprodukte“ vgl. u.a. Gabler, a.a.O. S.1328 f

154 Gabler, a.a.O., S. 713

155 OLG Köln, Beschl. v. 18.01.2012 – 13 U 37/11 – openJur 2012,84125: „Ein variabler Kredit mit plain-vanilla

-Swap ist nicht rechnerisch komplex strukturiert“

156 LG Köln, Urt. v. 12.03.2013 a.a.O. zu kündbaren Payer-Swaps; OLG Frankfurt, Urt. v. 09.01.2012 a.a.O. zu Doppelswaps; BGH, Urt. v. 20.01.2015 a.a.O. zum Cross-Currency-Swap

157 Rückschluss aus BGH, Urt. v. 20.01.2015, a.a.O.

158 LG Dortmund, Urt. v. 05.07.2013 – 6 O 85/12 – openJur 2013,31700, Rn. 172 f

159 BGH, Urt. v. 20.01.2015, a.a.O.

160 Bayern, IMS v. 14.09.2009 S. 3 und Thüringen, Kreditbek. v. 22.01.2010, IV.11 S. 195

161 ESMA, Investorenwarnung zu Risiken bei Anlagen in komplex Produkte vom 07.02.2014



zugänglich sind“, oder „wenn mehrere Variablen oder komplexe mathematische Formeln zur Ermittlung ihrer Anlagerendite verwendet werden“, z.B. strukturierte Produkte. Das wiederum sind Finanzinstrumente, „die aus einem oder mehreren Basiswerten sowie einer derivativen Komponente bestehen¹⁶², wobei durch die Kombination verschiedener einzelner Finanzprodukte ein neues Produkt entsteht, das ein eigenständiges Kursverhalten und ein eigenständiges Risikoprofil aufweist¹⁶³“. Im *Konsultationspapier*¹⁶⁴ beschreibt ESMA u.a. „Schuldinstrumente mit einer Struktur, die die Risikoeinschätzung für den Kunden schwierig gestaltet“, als komplex.

- Unter analoger Heranziehung der Aussagen des § 7 Nr. 2-3 WpDVerOV ergibt sich ein mehr als nur ungefähres Bild „komplexer“ Derivate bzw. derivativer Produkte: Nr. 2 der Vorschrift bezeichnet Finanzprodukte als nicht-komplex, „für die regelmäßig Möglichkeiten zur Veräußerung, Einlösung oder anderweitigen Realisierung zu Marktpreisen ... bestehen, welche für Marktteilnehmer öffentlich zugänglich sind“. Nr. 3 erweitert nicht-komplexe Finanzinstrumente auf solche, „die über die Zahlung der Anschaffungskosten hinaus für den Kunden mit keinen, auch nur bedingten, Verpflichtungen verbunden sind“. Nach Nr. 3 der Vorschrift schließlich sind Finanzinstrumente nicht-komplex, „über deren Merkmale in angemessenem Umfang öffentlich Informationen verfügbar sind, die für einen durchschnittlichen Privatkunden verständlich genug sind, um auf ihrer Grundlage eine sachkundige Anlageentscheidung treffen zu können“.

3.6.4.3 Zins- oder Wertsicherung durch komplexe Finanz-/Produkte?

Ob ein Produkt komplex ist oder nicht, hat zunächst nur begrenzte Rechtsfolgen¹⁶⁵ im Hinblick auf die Beratungspflichten, nicht jedoch auf seine Eignung als Sicherungsinstrument. Das Kommunalrecht verbietet an keiner Stelle Finanzinstrumente wegen ihrer evtl. komplexen Struktur. Zins- oder wertsichernde komplexe Produkte können also durchaus zulässige Sicherungsgeschäfte sein¹⁶⁶.

¹⁶² Rummler, BaFin, Strukturierte Finanzprodukte: Preistransparenz für mehr Anlegerschutz, 01.12.2014; ebenso Gabler, a.a.O., S. 1329; Basisinformationen über Finanzderivate, 7/2004 S. 111 (exotische Optionen/ strukturierte Derivate)

¹⁶³ <http://www.boersennews.de/lexikon/begriff/strukturierte-produkte/920>

¹⁶⁴ ESMA/2015/610 vom 24.03.2015

¹⁶⁵ LG Düsseldorf, Urt. v. 06.09.2013 – Az. 8 O 442/11 U – openJur 2013,35492 unter Verweis auf OLG Köln, Urt. v. 23.05.2012 – 13 U 150/11 und OLG Köln, Urt. v. 18. 01.2012 – 13 U 232/10; BGH, Urt. v. 20.01. 2015 – XI ZR 316/13 – openJur 2015,5944 Rn. 28

¹⁶⁶ ebenso Landesrechnungshof Sachsen-Anhalt vom 14.06.2011; Bayerische Kommunale Spitzenverbände, Schreiben v. 23.07.2015 S. 3



- ❖ In **Thüringen**¹⁶⁷ sollen sich „Fälle, in denen die Wertveränderung des Derivats von anderen als den im Grundgeschäft vorhandenen Risikofaktoren abhängt (z.B. Währungs-, Aktienkurse, Indizes, Inflation, Rohstoffpreise etc.)“ durch ihren spekulativen Charakter und eine sehr einseitige Risikoverteilung zu Lasten der Gemeinde auszeichnen und daher unzulässig sein. Auch sollen „Rechtsgeschäfte, bei denen unterschiedliche Multiplikatoren mit Marktannahmen kombiniert werden (z.B. Zinssatzentwicklung, Wechselkurse etc.) immer unzulässige Spekulation darstellen.“ Beide Tatbestände disqualifizieren Strukturen allein wegen ihrer Komplexität. Diesen pauschalen Verbotsansatz halten wir für rechtsfehlerhaft. Zulässig ist aus unserer Sicht jedoch die im Anschluss gezogene Schlussfolgerung des Ministeriums, nämlich die Empfehlung, „dass daher nur einfach strukturierte Derivate abgeschlossen werden sollen.“ Die Begründung dieser Empfehlung hingegen „dass für einen Dritten ohne weiteres die Einhaltung des Spekulationsverbotes und des Grundsatzes der Konnexität erkennbar wird“, hält rechtlich wiederum nicht: Konnexität und Spekulationsverbot sind objektiv festzustellende Tatumstände, die Mitarbeiter oder Prüfer mit der erforderlichen fachlichen Expertise verifizieren können. Ohne diese fachliche Expertise dürften sie ohnehin nicht zu schwerwiegenden Aussagen autorisiert sein.
- ❖ Auch **Bayern**¹⁶⁸ ist der Meinung, dass „das allgemeine Spekulationsverbot und das Risikominimierungsgebot ... im allgemeinen insbesondere sog. hybride Produkte¹⁶⁹ ausschließen“, bei denen „unterschiedliche Multiplikatoren, Zinssätze und Wechselkurse kombiniert werden, so dass hochkomplexe Finanzkonstrukte entstehen, deren Bewertung außerordentlich schwierig und nur mit Hilfe von Szenarioberechnungen möglich ist. ...“. Der Unterschied ist, dass das bayerische Ministerium sehr wohl erkennt, dass komplexe Strukturen unzulässig sein können, aber nicht müssen. Zur Beurteilung, ob ein komplexes Produkt sichernde Wirkung für Kredite oder Kreditportfolios hat, bedarf es einer entsprechenden Expertise sowie einer funktionierenden Organisation inkl. der zugehörigen IT-Ausstattung. Ist diese personale, organisatorische und fachliche Expertise vorhanden, dann sind auch komplexe Strukturen

¹⁶⁷ Thüringen, Kreditbek. v. 22.01.2010, IV.11 S. 195

¹⁶⁸ Bayern, IMS v. 14.09.2009 S. 3

¹⁶⁹ Zur Definition der „hybriden Produkte“ vgl. Gabler, a.a.O., S. 713. Die wichtigsten hybriden Instrumente sind die Wandel- bzw. Optionsanleihe, die Gewinnschuldverschreibung, das Genussrechtskapital sowie das partielle Darlehen. ...



steuerbar und zulässig. Wenn nicht, muss ihr Einsatz unterbleiben, aber nicht durch Berufung auf ein ohnehin gesetzlich nicht geregeltes und unbestimmtes Spekulationsverbot, sondern wegen eines Verstoßes gegen das Risikominimierungsgebot, wegen nicht herstellbarer Gegenläufigkeit zu einem Grundgeschäft¹⁷⁰ und in Folge fehlender Konnexität, sowie wegen Fehlens der organisatorischen und fachlichen Voraussetzungen. Wiewohl das Gesetz also kein Verbot komplexer Finanzinstrumente vorsieht, sollte doch Zurückhaltung beim Einsatz komplexer Produkte angezeigt sein.

3.6.5 Keine Zins- oder Wertsicherung durch „toxische“ Produkte

Das Gesetz kennt den Begriff „toxische“ Finanzinstrumente“ bzw. „toxische Produkte“¹⁷¹ nicht. Nach allgemeinem Verständnis sind toxische Produkte komplexe Derivate bzw. Produkte, die weder sichern- noch optimierende Wirkung haben und die gegen den kommunalen Handlungsrahmen¹⁷² verstoßen.

Bekannt und von der Rechtsprechung disqualifiziert wurden z.B. CMS Spread-Ladder-Swaps¹⁷³, Flexi-Swaps, Digitale Differenz-Stufen-Swaps, CHF-Digital-Swaps, Spread-Swaps, CMS-Bandbreiten-Swaps, Doppel-Digital-Swaps, USD-Quanto-Swaps, Digitale Zins-Differenz-Swaps, Inverse CMS-Stufenswaps¹⁷⁴, Digitale Zinsumfeld-Swaps¹⁷⁵, CHF-Plus-Swaps¹⁷⁶, CHF-Währungs-Swaps, Invers-DMS-Stufen-Swaps, Flexi-ESTe-Swaps, Flexi-StraBet-Swaps¹⁷⁷, Flip-Swaps, Zinsphasen-Swaps, CMS Memory Swaps, Leveraged Swaps, u.a.m..

Diese und andere Produkte wurden den Kommunen in den vergangenen Jahren fälschlicher Weise als Mittel der Zinsoptimierung angepriesen, waren vielfach aber unzulässige „Wetten“ und „Glücksspiele“¹⁷⁸. Es war und ist verheerend für einfache Swaps – die nach wie vor Grundlage für das kommunale Zins- und Schuldenmanagement sind - dass die meisten dieser Produkte als Swaps bezeichnet wurden, in Wirklichkeit aber verkaufte Optionen auf Indizes, auf Wechselkurse, auf Zinsdifferenzen usw. beinhalteten. Sie hatten damit so viel Ähnlichkeit mit normalen Swaps wie ein Kinderwagen mit einem Panzerwagen. In keinem Fall waren sie taugliche Instrumente einer Zinnsicherung¹⁷⁹.

¹⁷⁰ Weck in „Prinzip Hoffnung“, Wirtschaftswoche vom 08.12.2014 S. 59

¹⁷¹ Weck, Die Historie kommunaler Swap-Schäden

¹⁷² Kommunale Aufgabe, Risikominimierung/ Risikoadäquanz, Konnexitätsgebot, Spekulationsverbot

¹⁷³ BGH, Urteil vom 22.03.2011 – XI ZR 33/10 – a.a.O.

¹⁷⁴ LG Dortmund, Urteil v. 05.07.2013 – 6 O 85/12 – a.a.O.

¹⁷⁵ OLG Köln, Urteil v. 13.08.2014 – 13 U 128/13 – a.a.O.

¹⁷⁶ LG Dortmund, Urteil vom 05.07.2013 – 6 O 205/12 – a.a.O.

¹⁷⁷ LG Düsseldorf, Urteil v. 11.05.2012 – 8 O 77/11 – a.a.O. und OLG Düsseldorf, Urteil v. 07.10.2013 – I-9 U 101/12 – a.a.O.

¹⁷⁸ vgl. u.a. Bösch, a.a.O., S.8 ff; OLG Stuttgart, Urteil vom 27.10.2010 – 9 U 148/08 – a.a.O., m.w.N.

¹⁷⁹ z.B. Gundermann/Nieding, Der CMS-Spread-Ladder-Swap als Anlagefalle für Kommunen, gemeindehaus- halt 12/2007, S. 265 ff; Böckels/Hillebrand, Kämmerer in der Hightech-Krise, Financial Times Deutschland, 02.02.2008 S. 28



Eines gesetzlich verankerten Verbots bedarf es nicht¹⁸⁰ (mehr), eine beispielhafte Auflistung dieser Produkte nebst den ihnen immanenten Rechtsverstößen schadet aber auch nicht. Aktuell werden toxische Produkte ohnehin nach unserer Beobachtung kaum mehr angeboten.

Zusammenfassung:

1. Das Kommunalrecht gestattet und fordert in Art. 74 Abs. 2 Satz 2, 1. Halbsatz BayGO¹⁸¹ eine ausreichende Sicherung von Grundgeschäften (Kredite, Kassenkredite) vor finanziellen Risiken (Zins- oder Wertänderungsrisiken).

2. Die Sicherung erfolgt in der Regel durch den Einsatz

- einfacher Standardderivate wie z.B. Payer-Swaps, Receiver-Swaps, Caps (Kauf), auch als Forward-Geschäfte;
- einfach strukturierter Derivate wie z.B. kündbare Payer-Swaps, Zins-Währungs-Swaps, Collars (Kauf Cap, Verkauf Floor), Doppelswaps, Payer-Swaptions (Kauf), Receiver-Swaption (Verkauf) auch als Forward-Geschäfte, Forward-Rate-Agreements (Kauf);
- strukturierter Darlehen wie z.B. „zinsbesicherte Darlehen“, „Forward-Darlehen“ und „Optionsdarlehen“.

3. Die Sicherung kann vereinzelt und bei Vorliegen hoher Anforderung auch durch komplexe Derivate bzw. durch komplexe Produkte erfolgen, niemals aber durch „toxische“ Derivate oder „toxische“ Produkte.

¹⁸⁰ „Produktverbote bringen nichts“, vgl. Buchholz, Deutsche Sparkassenakademie, in der Sitzung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages am 06.04.2011, Protokoll S. 30

¹⁸¹ zu den entsprechenden Vorschriften in anderen Bundesländern vgl. Fn. 2