

## Neschle-Depeschle 9

Neschle-Depeschle-Neschle-Depeschle-Neschle-Depeschle-Neschle-Depeschle

Für den kleinen Hunger zwischendurch: Der schnelle Einwurf in den Strafraum

***Mein Gott, welch ein Schalk!***

***Stadtwetten einmal anders!***

Ich sehe einen positiven Trend. Tiefer kann es nicht mehr gehen.

(Olaf Thon)

Erst wetten, dann wettern! Das was das Motto einiger Städte. Aber hat das Wetten seine Berechtigung? Und das Wettern danach? -

Da will der Neschle sich um eine genaue Aussage bei einem heiklen Thema drücken und dann das: Ein wenig genauer möchte man sie schon kennen als in Depeschle 5 geschildert, die „Stadtwetten“ auf die Zinsstruktur. Auf kaltem Wege hat man Neschle dies zugetragen. Der heiße Weg des Kommentars zu seinen wöchentlichen Essays und den sporadischen Depeschles ist offenbar noch nicht beliebt genug!

Neschle wird daher die Vertragstruktur eines CMS Spread Ladder Swaps erklären und die Tatsache, dass die Bank bei diesem Roulette ein fast sicherer Sieger ist, weil ihr wesentliches Risiko vom wettenden Vertragspartner ‚Stadt‘ getragen wird. Die Gemeinde fungiert und funktioniert hierdurch als „Gewinnversicherer“ der Bank!

Neschle geht bei seiner Erklärung in zwei Schritten vor und schließt den ‚Versicherungsfall‘ zunächst aus. Ein Swap (sprich: Swopp) besteht nämlich aus einem ‚Grundgeschäft‘ und einem Gegengeschäft. Das Grundgeschäft ist das sichere *für die Gemeinde(!)*. Mit dem Grundgeschäft bekommt die Gemeinde *feste* und niedrigere Zinszahlungen angeboten als bisher. Wer würde da nicht zugreifen!?

Politische Begleitmusik liefert dazu z.B. das Finanzministerium von Rheinland-Pfalz: Die öffentliche Hand könne durch Derivate „ihr Zinsmanagement *unabhängig von den Zufälligkeiten des Kapitalmarktes* planvoll gestalten“.

Beim Grundgeschäft des CMS Spread Ladder Swap sieht das auch so aus. Das Gegengeschäft zeigt aber: *Insgesamt wird das Zinsmanagement der Bank (!) von den*

*Zufälligkeiten des Kapitalmarktes unabhängiger.* Die Städte garantieren dies, indem sie ihr eigenes Handeln davon *abhängiger (!)* machen.

Als Vorbild und Beispiel für andere Kommunen gilt etwa die Stadt Salzgitter, die - solange alles gut ging – mehrfacher Preisträger war mit demselben Grundmodell, mit dem nun Hagen und Neuss auf die Nase fielen. „Geld sparen mit einfachen Mitteln ist möglich!“ verkündete ihr Stadtkämmerer am 22. März 2006 auf der Tagung „Staats- und Kommunal финанzen“ an der Verwaltungshochschule in Speyer<sup>1</sup>.

Ist das aber sooo einfach, können es alle Gemeinden. Und obwohl hier eine Laienspieterschar gegen Profis agiert, hatten die Rechnungshöfe lange Zeit nichts einzuwenden gegen solche Derivatgeschäfte. Es gab sogar Ermunterung dazu!

Doch ein wichtiger, wenn nicht der wichtigste Grundsatz am Kapitalmarkt ist: „*There is no free lunch!*“, was frei übersetzt heißt: „Hier futtert keiner für lau!“. Oder: „Hier ist zwar viel umsonst, aber es gibt nichts kostenlos!“. Vermutet also irgendwer kostenloses Sparen, wurde nur der Preis vergessen.

Dieser Preis wird bei „exotischen“ Derivaten von der Gemeinde mit der Bank direkt ausgehandelt. Solche Derivate sind keine Konfektionsware wie Börsenprodukte, sondern Maßanzüge, die auf die spezifischen Bedingungen zugeschnitten werden. Umso höher ist hier die Verantwortung des Schneiders, zumal dieser häufig die Gegenwette antritt *und* zugleich als Berater auftritt! Da kann die Handelsform dieser Derivate, OTC („over the counter“), auch einmal „über den Tresen gezogen“ bedeuten.

Die Bank hat beim Grundgeschäft des CMS Spread Ladder Swaps allerdings schon etwas für die Gemeinde geliefert: Einen niedrigen und festen Zins für Gemeindefschulden. Der ist möglich durch die (noch) hohe Bonität der Gemeinden und die Fristentransformation der Bank.

### **A. Aus kurz mach halblang, aus halblang lang, wenn der Preis stimmt!**

Normal ist ‚normal‘ normal und normal ist ‚super‘ auch super. Doch beim CMS Spread Ladder Swap ist es für die Gemeinde nur super, wenn sie normal bleibt: die Zinsstruktur. ‚Normal‘ nennt man eine Zinsstruktur, wenn Zinsen für langfristige Kre-

---

<sup>1</sup> Dabei hat sich dieser Kommunalpolitiker nicht einmal gescheut, öffentlich Werbung für das Modell einer bestimmten Bank zu machen. Das war nicht seine städtische Sparkasse!

dite höher sind als für kurzfristige, also etwa der Zehnjahreszins höher ist als der Zweijahreszins.

In einer solchen Lage könnte nun *jeder* einen zehnjährigen Kapitalbedarf vorteilhaft mit einer Abfolge von fünf Zweijahresverträgen finanzieren, ja wenn ...

- sich das Zinsniveau insgesamt nicht zwischenzeitlich drastisch nach oben verschiebt, vor allem aber wenn
- die Zinsstruktur ‚normal‘ bleibt und nicht plötzlich flach wird, also kurzfristige Kredite genau so teuer werden wie langfristige oder sogar teurer, wie bei einer inversen Zinsstruktur.

Lange Zeit waren diese Bedingungen beinahe durchgehend erfüllt. Da hätte eine Gemeinde nicht einmal die Dienste einer Bank bemühen müssen. Sie hätte sich selbst kurzfristig auf diese Weise refinanzieren können.

Doch das ist Statistik aus dem Gestern. Entscheidungen werden im Heute für das Morgen getroffen. Das Morgen ist nicht immer so, wie das Gestern war. Selbst wenn „täglich das Murmeltier grüßt“<sup>2</sup>, gibt es kleine Veränderungen. Habe ich gestern fünf Euro gefunden und heute auch, kann ich ausrechnen, wie reich ich in hundert Jahren bin, wenn die Dinge ab sofort so bleiben, wie sie sind. Genau das scheinen die Gemeinden bei den Wetten auf den konstanten Spread gedacht zu haben, obwohl das Vorgestern genügend Hinweise darauf gab, dass es zumindest mal anders *war*.

Die Gemeinde könnte sich bei Finanzmarktaktivitäten der Sparkasse als städtischer Hausbank bedienen. Die Sparkassen waren aber von Anfang an ‚draußen‘, in Hagen so weit, dass die Stadtkämmerin ihre Sparkasse nicht informiert oder gefragt hatte. Da die Sparkasse nichts vom Gebaren ihrer Stadt wusste, hätte sie *selbst ungebeten* keine Ratschläge geben und ihre andere Zinsmeinung kundtun können<sup>3</sup>.

Aber egal wer es macht. Um günstigere Zinsen als bei fristengleicher Refinanzierung zu erhalten, muss man bei normaler Zinsstruktur auf kürzerfristige Refinanzierungen zurückgreifen. Verleiht eine Bank Geld an eine Gemeinde für fünf Jahre *unter* dem derzeitigen Zinssatz für 5-jährige Kredite von z.B. 3,96% zu einem Festzinssatz von 3,46%, kann die Bank sich das nur leisten, weil die Kommune ein erstklassiger

---

<sup>2</sup> Das ist eine Anspielung auf den Film „Und täglich grüßt das Murmeltier“ (Original: Groundhog Day) mit seinen sich ewig, aber mit leichten Veränderungen wiederholenden Abläufen.

<sup>3</sup> Der FDP-Fraktionsvorsitzende Claus Thielmann hat das in einer Sondersitzung des Rates der Stadt Hagen am 8. Februar 2007 angemerkt.

Schuldner ist, vor allem aber weil die Bank das Geld einjährig „billiger einkauft“, sagen wir zu 2,66%. Die Bank erhält damit *vorerst* (!) eine Marge von 0,8 Prozent und die Gemeinde bekommt ihren Kredit günstiger als bei fristengleicher Refinanzierung. Sie hat durch das Grundgeschäft ihre Zinsbelastung durchgängig um 0,5% gedrückt.

Wäre hier nun das Ende, hätten scheinbar Bank *und* Gemeinde profitiert. Der Zinsunterschied von 1,30% zwischen der kurzfristigen Refinanzierung zu 2,66% und dem Kapitalmarktzins für fünfjährige Kredite von 3,96%, wäre zwischen den Geschäftspartnern so aufgeteilt worden, dass die Bank 0,8% erhält, die Gemeinde immerhin 0,5%. Hier könnte sich niemand beschweren, ... wenn, ja wenn nicht die Risiken von Zinsniveau und Zinsstruktur wären. Diese Risiken hätte *nun allein die Bank(!)* zu tragen. Die Risikokosten dafür müssten durch die Marge der Bank abgedeckt sein.

Der Markt ist da derzeit anderer Meinung, denn der Spread liegt ja bei 1,30%, aber ein Teil davon wurde schon an die Gemeinde abgetreten. Auch die Bank ist anderer Auffassung. Sie macht daher ein Gegengeschäft mit der Gemeinde, das für den Fall einer Verflachung der Zinsstruktur die Gemeinde ganz gemein ins Risiko setzt.

Die Bank lässt sich damit gegen das Risiko versichern, dass es mit der billigen kurzfristigen Refinanzierung nicht klappt, weil kurz- und langfristiger Zins zu nahe aneinanderrücken. Der CMS Spread Ladder Swap ist dafür derzeit besonders beliebt.

## **B. Die Gemeinde als Versicherungsgesellschaft für Bankgewinne**

Weil das Modell CMS Spread *Ladder* Swap heißt, erinnert es Neschle an das „Schweinchen auf der Leiter“. Das ist ein altes Fadenspiel für Kinder. Mit solchen Fäden hat man früher bei der Hausschlachtung das Schwein flach auf eine Leiter gebunden. Lag das Schwein erst einmal da, wurde ein Korn getrunken. Doch ein Schlachtfest begann erst, wenn das Schwein zerlegt war und oben an der aufgestellten Leiter allenfalls noch Reste hingen.

Die Fäden beim Leiter-Spiel mit der Gemeinde zieht die Bank. Im Gegenzug zu den Zinseinsparungen, verpflichtet sich die Gemeinde die Fristentransformation der Bank abzusichern. Dabei zahlt sie an die Bank etwa nach folgender Zinsleiter-Formel<sup>4</sup>:

1. Jahr:        2% p.a.

---

<sup>4</sup> Die Zahlen der Zinsleiter stammen aus einem Vortrag des Kämmerers der Stadt Salzgitter für einen 5-jährigen Kommunalkredit über 12 Mio. € vom 4. März 2005 bis 4. März 2010.

2. Jahr: Vorjahreszins + 3 [1,10% - (CMS10 – CMS2)]

„CMS“ bedeutet Constant Maturity Swap. (CMS10 – CMS2) ist die Zinsdifferenz zwischen dem 10-Jahreszins und dem 2-Jahreszins. Bei einer völlig flachen Zinsstruktur wäre (CMS10 – CMS 2) gleich Null und die Gemeinde müsste schon im zweiten Jahr einen Zins von 2% + 3,3% zahlen, also 5,3 %, im Gegenzug für ihren preisgünstigen Kredit von 3,46%. Der Effektivzinssatz kann höher sein, wenn die Zinsen monatlich berechnet und vierteljährlich gezahlt werden. Aber es kann noch ‚fetter‘ kommen. Es warten ja noch drei weitere Jahre „Schweinchen auf der Leiter“.

Die weiteren Schritte auf der Leiter berechnen sich (mit dem variablen Zins für die völlig flache Zinsstruktur in Klammern) so:

3. Jahr: Vorjahreszins + 3 [0,95 – (CMS10 – CMS2)] (5,3% + 2,85% = 8,15%)

4. Jahr: Vorjahreszins + 3 [0,80 – (CMS10 – CMS2)] (8,15% + 2,4% = 10,55%)

5. Jahr. Vorjahreszins + 3 [0,65 – (CMS10 – CMS2)] (10,55% + 1,95% = 12,5%).

Andere Gestaltungen der Leiter sind je nach Verhandlungsergebnis möglich. Das ist eben die Eigenschaft von maßgeschneiderten OTC-Produkten.

Dieses Szenario einer Verdoppelung der einstigen Zinszahlung von 3,96% ab dem dritten Jahr und mit dem Endergebnis von 12,5% im fünften Jahr kommt der Entwicklung der jüngsten Zeit ziemlich nahe. Mit dieser Zinsleiter wäre die Bank nicht nur gegen für sie ungünstige Veränderungen des Spreads gut abgesichert, sondern, bei dieser Höhe, auch gegen Zinsniveauerhöhungen.

Sollte die Zinsstruktur invers werden, also kurzfristige Kredite sogar teurer werden als langfristige, lassen sich diese Zinszahlungen der Gemeinde noch überbieten. Der Multiplikator „3“ sorgt dabei eben nicht für die „Unabhängigkeit der Gemeinden von den Zufälligkeiten des Kapitalmarktes“, sondern wirkt als Verstärker. Würde der Spread sich längerfristig umkehren, so dass zweijährige Kredite teurer sind als zehnjährige, kann sich hieraus ein Horrorszenario entwickeln. Beträgt der inverse Spread etwa 1%, dann explodiert der Zins förmlich: von 2% im ersten Jahr, über 8,3% im zweiten, 14,15% im dritten, 19,55% im vierten auf 24,50% im fünften Jahr. Die 2%-ige Verzinsung des ersten Jahres sind dann jene „Peanuts“, mit denen sich die Gemeinden auf die Dschungelpfade des Kapitalmarktes locken lassen, um sich dort in Lianen zu verstricken und für ihre Auslösung mit Kokosnüssen zu zahlen. Für Peanuts!

Ganz so vorteilhaft für die Bank sehen die meisten Verträge allerdings nicht aus. Für die Stadt Salzgitter gibt es z.B. einen Zinsdeckel bei 6,5%, der die Zinsen nach oben begrenzt. Bei flacher Zinsstruktur kann dieser Zinsdeckel erst im dritten Jahr erreicht werden, bei einem negativen Spread von 0,4% (kurzfristige Kredite um 0,4% teurer als langfristige) schon ab dem zweiten Jahr. Damit würde die Stadt allerdings schon ab diesem Zeitpunkt mehr als 50 Prozent ihrer bisherigen Zinszahlungen von knapp 4% *zusätzlich* (!) leisten müssen.

Schrumpft der Spread allein auf noch positive 0,6%, sind also 10-Jahreskredite nur noch 0,6% teurer als 2-Jahreskredite, zahlt die Gemeinde im Beispielsfall bereits ab dem zweiten Jahr ( $2\% + 3 \times 0,5\% = 3,5\%$ ) mehr an variablem Zins im Gegengeschäft an die Bank als ihr selbst im Grundgeschäft (Swap) als Festzins eingeräumt wurde. Da der Vorjahreszins immer zur neuen Basis wird, ändert sich das in den Folgejahren nur, wenn der Spread wieder größer wird, also im dritten Jahr 0,95 übersteigt, im vierten 0,80 und im fünften 0,65. Bleibt der Spread bei 0,6%, steigt der Zins weiter an und es werden im dritten Jahr 4,55%, im vierten Jahr 5,15% und im fünften 5,3%.

Der Bank fließen also dann höhere Erträge aus dem Gegengeschäft zu, wenn sie beim Grundgeschäft keine oder niedrigere Transformationserträge erzielt. Steigt der Spread profitiert zwar auch die Gemeinde, für die Bank ist das aber die Situation, in der sie gemeinhin auch die höheren Transformationserträge erzielt. Insgesamt ist das Swap-Geschäft also eher eine Versicherung für die „Zinskonjunktur“ der Bank.

Eine Bankerin drückte es im Interview „Zinsrisiken aktiv managen“ der „bdp aktuell“ so aus: Es gehe bei den Gemeinden „im Kern um die Erwartung, dass sich die Steilheit der Zinskurve innerhalb der nächsten 5 Jahre nicht deutlich verringern wird. ... Die Höhe der eventuellen Belastungen (für die Gemeinde) kann nicht bestimmt werden.“ Hier managt also eher die Bank ihre Zinsrisiken aktiv als die Gemeinde.

In Bezug auf die Beibehaltung der Steilheit der Zinskurve dürfte die Bank (wie Neschle auch) durchaus andere Erwartungen gehabt haben als die wettende Gemeinde.

Bei der unbegrenzten „Eventualität der Belastung“ fragt sich, wie das mit der Aussage übereinstimmen kann, die öffentliche Hand könne mittels des Einsatzes von Derivaten „ihr Zinsmanagement unabhängig von den Zufälligkeiten des Kapitalmarktes planvoll gestalten“(s.o.). Denn eine inverse Zinsstruktur ohne Zinsdeckel bedeutet hierbei ein unbeschränktes Risiko für die Gemeinde.

Aber noch einmal: „There is no free lunch!“ Auch den Zinsdeckel muss die Gemeinde bezahlen, z.B. über einen ungünstigeren Zinssatz im Grundgeschäft. Kein Risiko wird ohne „Versicherungsbeitrag“ von anderen übernommen.

Das Grundgeschäft zum Festzinssatz gaukelt zwar Freiheit von „Zufälligkeiten des Kapitalmarktes“ vor, aber das Gegengeschäft sorgt genau für das Gegenteil: eine leiterartig verstärkte Abhängigkeit. Gewinnt die Bank mit ihrer Zinsprognose gegen die „Laiengemeinde“, ist „Schweinchen auf der Leiter“ angesagt. Die Bank hat alle Fäden in der Hand. Ist die Gemeinde erst oben an der Leiter angebunden, kann ausnahmslos ausgenommen werden. Schlachtfest! Es sind nicht nur die dümmsten Kälber, die sich ihre Metzger selber suchen. Manchmal gibt es dafür auch „Schweinchen auf der Leiter“ des CMS Spread Swaps. Doch damit kann Neschle eigentlich nichts Neues sagen - 'tschuldigung, Neschle muss erst diese heiße Kartoffel herunter-schlucken - nichts Neues sagen.

*Um es überraschend, aber unmissverständlich zu sagen:* Dies ist *keine* Kritik an den Banken. Die handeln nur in ihrem Interesse. Es ist Kritik an der Blauäugigkeit vieler Kämmerer, die meinen, sie könnten ohne Risiko leichtes Geld für ihre Gemeinden verdienen. Und es ist Kritik an gesetzlichen Strukturen, die es solchen Kämmerern erlauben, ohne geistige Waffen in den ungleichen Kampf am Kapitalmarkt zu ziehen. Schließlich ist es Kritik an den Rechnungshöfen und an politischen Kräften, die sie sogar dazu ermuntern, mit Steuergeldern zu zocken.

Dafür dürfte vor allem der Mittelstand wenig Verständnis aufbringen, zumal der Staat die Steuergelder dafür mit immer härteren Bandagen einzieht und dabei erhebliche Kollateralschäden in Kauf nimmt: von der Frustration über ungerecht eingezogene Steuern, die allenfalls nach jahrelangen Prozessen wiedererlangt werden können, über die Steuerflucht bis zur Arbeitsplatzvernichtung, die mit fehlgeleiteten Subventionen auf der anderen Seite nicht wettgemacht wird. Es soll dabei Bürger geben, die frustriert auch ungerecht erhobene Steuern in erheblichem Umfang zahlen, weil sie solche Prozesse meiden wollen: wegen der Ungewissheit ihres Ausgangs oder um ihre Gesundheit zu schützen. Auch dieser Kampf wird mit ungleichen Waffen geführt. Finanzbeamte arbeiten dafür nämlich keine einzige Stunde mehr!

Gemeinden tun so als ob,  
sie sicher gehen mit 'nem Swap.

Doch leider ist das gar nicht so,  
sie tragen volles Risiko.

Und so sind sie statt sicherer  
des Bankgewinns Ver-sicherer.