

# Der CMS Spread Ladder Swap als Anlagefalle für Kommunen

Peter Gundermann und Klaus Nieding\*

## 1. Vorbemerkung

Zahlreiche Medienberichte griffen in jüngster Vergangenheit die Problematik kommunaler Zins-Swapgeschäfte, v.a. sogenannter CMS Spread Ladder Swaps, und daraus resultierender bzw. konkret drohender erheblicher, meist mindestens siebenstelliger Verluste auf. In der Stuttgarter Zeitung vom 04.08.2007 hieß es dazu, dass sich „so manche vermeintliche Wunderwaffe als Millionengrab entpuppe“. Es gibt Schätzungen, wonach Hunderte von Gemeinden betroffen sein sollen. Sogenannte „Spread Ladder Swaps“ sollen laut Stuttgarter Zeitung von der Deutschen Bank AG (kurz DB) mit einem Schadenspotenzial von über 1 Milliarde Euro an die Kommunen verkauft worden sein. Namhafte Wirtschaftsprofessoren lassen sich mit Aussagen wie etwa „Bei diesem Produkt geht es gar nicht um ein Sicherungsgeschäft, sondern schlicht um eine Wette auf die Zinsstrukturkurve“ zitieren<sup>1)</sup> oder vergleichen das Modell „CMS Spread Ladder Swap“ sogar mit dem alten Fadenspiel für Kinder „Schweinchen auf der Leiter“<sup>2)</sup>. Ein Blick ins Ausland zeigt, wie verheerend sich der Einsatz von Zinsswaps bereits in der Vergangenheit ausgewirkt hat. So erlitten britische Kommunen in den 90' er Jahren bei dem Versuch der Sanierung ihrer Haushalte über den spekulativen Einsatz von Zinsswaps Verluste in Höhe von ca. 506 Mio. Pfund.

Das im Fokus der kritischen Berichterstattung stehende Produkt „CMS Spread Ladder Swap“<sup>3)</sup> soll daher aus aktuellem Anlass in diesem Beitrag näher betrachtet werden. Dabei werden nachfolgend nicht nur die Besonderheiten des Produkts, sondern auch die rechtlichen Aspekte aus Sicht der Kommunen dargestellt.

## 2. Der CMS Spread Ladder Swap (kurz: CMS SLS)

### 2.1 Grundsätzliches zu Zinssatz-Swap-Geschäften

Bei der Grundform eines Zinssatz-Swaps vereinbaren die Parteien, während der Vertragslaufzeit Geldzahlungen in derselben Währung auszutauschen. Dabei übernimmt es die eine Partei, der anderen Partei Zinszahlungen in Höhe eines fest vereinbarten Zinssatzes auf einen fiktiven Nominalbetrag zu zahlen. Im Gegenzug verpflichtet sich diese, der ersten Partei auf den gleichen fiktiven Nominalbetrag Zinszahlungen zu leisten, die anhand eines variablen Zinssatzes, wie zum Beispiel dem 6-Monats-EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate), und eventuell zuzüglich eines festen Prozentsatzes bestimmt werden (so genannte „Plain-Vanilla“-Struktur).<sup>4)</sup>

Bei Zinssatz-Swaps handelt es sich also um eine Vereinbarung zum Austausch von Zahlungsströmen, die zinsähnlich auf einen fiktiven Grundbetrag berechnet werden.

Da die Zinssatz-Swaps gegenseitig verpflichtende Verträge eigener Art sind, sind sie als Sicherungsgeschäft von den zu sichernden Grundgeschäften unabhängig. Sie sind also nicht Bestandteil des Darlehensvertrages und mit dessen Schicksal verbunden. Es ist jedoch häufig ein Bezug zu den bestehenden Darlehen vorhanden, der sich aus der Ausgestaltung der Zinssatz-Swaps ergibt<sup>5)</sup>. Dieser Bezug wird als Konnexität bezeichnet.

Eine starke Konnexität findet sich bei der Nutzung eines Zinssatz-Swaps als reines Zinssicherungsgeschäft. Hierzu wird zumeist der einfache, sogenannte „Plain-Vanilla-Swap“ genutzt. In diesen Fällen zahlt der Kunde auf ein bestehendes Darlehen einen variablen Zinssatz, beispielsweise den 6-Monats-EURIBOR zuzüglich einer Kreditmarge in Höhe eines bestimmten Prozentsatzes. Zudem wird ein einfacher Zinssatz-Swap abgeschlossen,

bei dem der Kunde auf einen Bezugsbetrag, der der Höhe des Darlehens entspricht, einen festen Zinssatz zahlt. Die Bank hingegen verpflichtet sich zur Zahlung des 6-Monats-EURIBOR als variablem Zinssatz. Die Laufzeit des Zinssatz-Swaps wird dabei der Laufzeit des Darlehens angeglichen.<sup>6)</sup>

In diesem Fall zahlt der Kunde aus der Zusammenschau beider Geschäfte, also des Darlehens und des Zinssatz-Swaps, einen festen Zinssatz in Höhe des Festzinssatzes aus dem Zinssatz-Swap-Geschäft zuzüglich der Kreditmarge aus dem Darlehensvertrag. Dadurch sichert der Kunde das Zinsänderungsrisiko. Steigende Zinsen erhöhen also trotz der variablen Verzinsung des Darlehens nicht seine Zinsbelastung.

Bei einer solch starken Konnexität steht die Sicherungsfunktion des Swap-Geschäftes im Vordergrund. Die Spekulation des Kunden auf eine bestimmte Zinsentwicklung spielt bei einer derartigen Verwendung von Zinsderivaten hingegen keine Rolle.<sup>7)</sup>

### 2.2 Funktionsweise und Besonderheiten des CMS Spread Ladder Swaps

#### 2.2.1 Fehlende Konnexität

Beim CMS SLS steht demgegenüber die Spekulation auf eine bestimmte Zinsentwicklung im Vordergrund. Das Geschäft erfüllt gerade keine Sicherungsfunktion für Gefahren aus der zukünftigen Zinsentwicklung.

Wie jeder andere Zinssatz-Swap ist auch der CMS SLS völlig unabhängig von einem Grundgeschäft in Form eines bestehenden Darlehens. Darüber hinaus weist das Derivat auch regelmäßig keine Konnexität zu bestehenden Darlehen auf. Allenfalls ist die Laufzeit und der zugrunde gelegte Nominalbetrag den Darlehensverbindlichkeiten des Kunden angepasst. Diese Verbindung führt jedoch nicht dazu, dass der Kunde sich für die Laufzeit beider Geschäfte einen festen Zinssatz sichert. Vielmehr ist aufgrund der Ausgestaltung des CMS SLS die mögliche Zinsbelastung des Kunden aus dem Zinssatz-Swap nicht kalkulierbar.

#### 2.2.2 Besondere Risiken des CMS SLS aus Sicht des Kunden

Wie bei jedem anderen Zinssatz-Swap werden auch beim CMS SLS feste und variable Zinssätze auf einen fiktiven Bezugsbetrag getauscht. Zahler des festen Zinssatzes ist dabei die Bank. Zahler des variablen Zinssatzes ist nach Ablauf des ersten Jahres der Kunde. Die jeweiligen Zinszahlungen werden quartalsweise berechnet, so dass periodische Zinszahlungen durch das Geschäft begründet werden.

Ab dem zweiten Jahr bis zum Ende der Laufzeit, die insgesamt zumeist zwischen drei und fünf Jahren beträgt, zahlt der Kunde einen variablen Zinssatz. Dieser orientiert sich jedoch nicht – wie bei einem einfachen Zinssatz-Swap – an einem einzelnen Basiszinssatz, zum Beispiel dem 6-Monats-EURIBOR. Stattdessen errechnet sich der variable Zinssatz auf Basis der Differenz zwischen einem 10-Jahres-Zinssatz und einem 2-Jahres-Zinssatz. Dabei ist der 10-Jahres-Zinssatz der durchschnittliche 10-Jahres-EUR-Interbanken-Swapsatz, der sich auf Kapitalmarktzinsen bezieht, und der 2-Jahres-Zinssatz der durchschnittliche 2-Jahres-EUR-Interbanken-Swapsatz, der Geldmarktzinsen zum Gegenstand hat. Die saldierte Differenz dieser beiden Zinssätze wird als „Spread“ bezeichnet.

Aufgrund dieser Konstruktion spekuliert der Kunde also nicht lediglich darauf, dass ein Referenzzinssatz steigt oder fällt, sondern er erwartet eine bestimmte Differenz zwischen kurzfristigen und langfristigen Zinsen.

Dabei „wettet“ der Kunde darauf, dass die Zinsen für langfristig angelegte Gelder steigen und die Zinsen für kurzfristig angelegte Gelder auf dem gleichen Niveau bleiben oder fallen. Damit würde sich der Spread ausweiten und der Kunde hätte weniger Zinsen aus dem CMS SLS an die Bank zu zahlen.

Nach Ablauf des ersten Jahres der Laufzeit, in dem der Kunde einen geringen Festzinssatz zu entrichten hat, wird der folgende, variable Zins anhand der Formel errechnet und zum Zinssatz der Vorperiode addiert. Diese Kopplung wird als „Ladder“, übersetzt „Leiter“, bezeichnet, da durch die Addition der Zinssatz auf eine immer höhere Stufe gebracht wird. Dem variablen Zinssatz liegt also z.B. folgende Formel zugrunde:

$$\text{Zinssatz der Vorperiode} + 3 \times [\text{Strike} - (\text{CMS 10} - \text{CMS 2})].$$

Der „Strike“ ist dabei ein für jede neue Periode leicht sinkender Prozentsatz. Dadurch soll offenbar für den Fall einer Verringerung des Spreads einer zu starken Erhöhung des variablen Zinssatzes entgegen gewirkt werden.

Für die Ertragschance des Kunden gilt, je stärker sich der Spread ausweitet, umso niedriger ist der vom Kunden zu zahlende variable Zinssatz und um so höher sein Ertrag aus dem CMS-Spread Ladder-Swap. Für den Fall, dass aufgrund einer starken Ausweitung des Spreads die Zinsformel zu einem negativen Ergebnis führt, wurde vertraglich vereinbart, dass dieser negative variable Zins keine weitere Zinszahlung der Bank zur Folge hat. Vielmehr sollte die Zinszahlung der Bank auf den festen Zinssatz, der meist bei 3 % p. a. liegt, begrenzt sein. Damit sind auch die maximale Ertragschance des Kunden und das maximale Risiko der Bank aus dem Geschäft festgelegt.

Das Risiko des Kunden hingegen ist theoretisch unbegrenzt. Vermindert sich der Spread, so erhöht sich die Zinsbelastung des Kunden. Zudem besteht die Möglichkeit, dass der 2-Jahres-Zinssatz den 10-Jahres-Zinssatz übersteigt. Ein solches Szenario wird als inverse Zinsstruktur bezeichnet und führt zu einer negativen Differenz aus der Subtraktion der beiden Referenzzinssätze. Dies wiederum hat zur Folge, dass aufgrund der Konstruktion der Formel die negative Differenz zum Strike addiert und die Summe mit dem Faktor 3 multipliziert wird. Zu dem so errechneten Zinssatz wird dann der Zinssatz der Vorperiode addiert. Überdauert eine solche inverse Zinsstruktur mehrere Berechnungsperioden, so steigt der variable Zinssatz des Kunden durch die Stufenwirkung der Zinsformel überproportional an. Die Formel des CMS SLS erzeugt also einen Hebeleffekt.

Zusätzlich trägt die Stufenwirkung bei einem sich über mehrere Perioden kontinuierlich verringern den Spreads dazu bei, dass eine dann wieder einsetzende Erweiterung des Spreads nicht sofort eine deutliche Verbilligung des variablen Zinssatzes nach sich zieht. So wirkt sich die für den Kunden negative Zinsentwicklung der letzten Perioden durch die Addition des Zinssatzes der jeweiligen Vorperiode auch bei einer Ausweitung des Spreads in der Formel noch deutlich aus. Die Formel „merkt“ sich also den hohen Zinssatz der Vorperiode, indem dieser stets fortgeschrieben wird. Man spricht dabei vom „Memory“-Effekt der Zinsformel.

Hat sich die Markterwartung des Kunden also nicht bestätigt, erhöht sich sein variabler Zinssatz durch die Stufenwirkung sehr schnell. Dieser hohe Zinssatz kann jedoch dann auch bei einer Veränderung des Zinsmarktes wegen des „Memory“-Effekts nicht ebenso schnell abgebaut werden.

Zu beachten ist, dass es regelmäßig einen vorgeschalteten „Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte“ sowie den eigentlichen CMS SLS-Vertrag gibt.

In einem so genannten „Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte“, der dem eigentlichen CMS SLS -Abschluss regelmäßig vorgelagert ist, wird üblicherweise lediglich ein außerordentliches Kündigungsrecht „aus wichtigem Grund“ festgehalten.

Hinzukommt, dass nach den Rahmenverträgen für den Fall einer vorzeitigen Kündigung eine Ausgleichszahlung der Kommune als „Schadenersatz“ unter Verrechnung des in diesem Fall negativen Marktwertes in Betracht kommt. Dies können exorbitant hohe Beträge sein. Regelmäßig ist im konkreten Zinssatzswap-Vertrag meist unter der Rubrik „Sondervereinbarungen“ oder „Zusatzvereinbarungen“ dagegen ein vorzeitiges Beendigungsrecht der Bank durch Kündigung zu jedem Zahlungstermin ohne Ausgleichszahlung vorgesehen. Die Kommune hingegen kann sich nach der üblichen Vertragsgestaltung nicht vorzeitig ohne Ausgleichszahlung von dem Swap-Vertrag lösen.

### 3. Risikoeinschätzung des CMS SLS

Die Besonderheiten des CMS SLS führen zu einer starken Ungleichverteilung von Chance und Risiko aus dem Geschäft zu Lasten des Kunden. So sind das Risiko der Bank und damit die Renditechance des Kunden auf die Höhe des jeweils zu zahlenden Festzinssatzes beschränkt. Die Ertragschance der Bank und das Risiko des Kunden sind jedoch in der Höhe unbegrenzt.

Verstärkt wird diese Ungleichverteilung von Chance und Risiko zudem dadurch, dass in vielen Fällen nach Ablauf des ersten Jahres, in dem beide Parteien feste Zinssätze zu zahlen haben, der Bank ein einseitiges Kündigungsrecht ohne Verpflichtung zur Leistung einer Ausgleichszahlung eingeräumt wurde. So kann die Bank das sich für sie ungünstig entwickelnde Geschäft kündigen. Diese Möglichkeit wird dem Kunden nicht eröffnet. Er kann das Geschäft nur auflösen, indem er eine Ausgleichszahlung in Höhe des negativen Marktwertes leistet.

Dabei wird die Berechnung des negativen Marktwertes durch die Bank vorgenommen. In diesen fließen verschiedene Faktoren ein, unter anderem auch die an den Forwards abzulesende zukünftige Zinserwartung. Im Ergebnis entspricht der Marktwert des Produktes den stichtagsbezogenen Glattstellungskosten, die für den Abschluss eines Gegengeschäftes investiert werden müssten.

## 4. Rechtliche Überlegungen

### 4.1 Rechtsnatur des CMS SLS-Vertrages

Zinsswap-Verträge sind nach ganz einhelliger Auffassung als atypische gegenseitige Verträge sui generis im Sinne der §§ 241, 311 BGB, vormals § 305 BGB a.F., einzuordnen<sup>8)</sup>. Als reines Austauschgeschäft „Geld gegen Geld“ entspricht der Zinssatz-Swap keinem der im BGB typisierten Verträge<sup>9)</sup>. Dies gilt auch für den CMS SLS. Die regelmäßig wiederkehrenden Einzelleistungen des Swapgeschäfts stellen nach dem Willen der Parteien eine wirtschaftliche Einheit dar, so dass der Swapvertrag ein rechtlich einheitlicher Vertrag ist, der zu einer Dauerverpflichtung beider Vertragspartner führt. Es handelt sich damit um ein Dauerschuldverhältnis<sup>10)</sup>.

### 4.2 Kommunalrechtliche Zulässigkeit des CMS SLS

#### 4.2.1 Rechtliche Einordnung des Produkts CMS SLS

Bei dem CMS SLS handelt es sich um ein hochspekulatives Stillhaltergeschäft mit ungedeckten Zinsoptionen. Er ist ein Derivatgeschäft i.S.v. § 2 Abs.2 Nr.3 WpHG und gemäß § 2 Abs.2 a WpHG ein Finanztermingeschäft. Der CMS SLS ist der höchsten Risikostufe zuzuordnen. Die Bank selbst schaltet entsprechenden CMS SLS-Verträgen sogenannte „Rahmenverträge für Finanztermingeschäfte“ vor. Derjenige, der Zinssatz-Swaps anschafft oder veräußert, erbringt demnach gemäß § 2 Abs.3 WpHG eine Wertpapierdienstleistung. Hierbei spielt es keine Rolle, ob diese Wertpapierdienstleistung an einem organisierten Markt, an einer Börse oder als OTC-Geschäft („over the counter“) erbracht wird. Letzteres ist bei den gehandelten Zinssatz-Swaps fast ausnahmslos der Fall, da die Marktteilnehmer die Ausgestaltung der Geschäfte selbst aushandeln und die Verträge den Bedürfnissen der Kontrahenten angepasst werden können. Da mit der Veräußerung eines Zinssatz-Swaps eine Wertpapierdienstleistung erbracht

wird, gelten für das Wertpapierdienstleistungsunternehmen auch die Verhaltenspflichten der §§ 31, 32 WpHG.

#### 4.2.2 Allgemeines Spekulationsverbot

In der Literatur wird die Auffassung vertreten, dass Gemeinden sogenannte „gelockert-konexe“ Swapgeschäfte und –derivate abschließen dürfen. Dies bedeutet, dass sich ein Finanztermingeschäft nicht auf einen entsprechenden Kredit beziehen muss, sondern auf Teile eines Kreditverhältnisses oder sich im Rahmen mehrerer Kreditverhältnisse bewegt<sup>11)</sup>. Aus der Kompetenz der Kommunen nur zur Kreditaufnahme und eben nicht zur Spekulation folgt jedoch zwingend, dass zur Konditionengestaltung abgeschlossene Derivatgeschäfte objektiv Sicherungscharakter haben müssen, d.h. sich konkret auf bestehende oder fest geplante zukünftige Kredite beziehen müssen<sup>12)</sup>.

Mehrere Innenministerien der Länder haben sich zu dem Einsatz solcher Derivatgeschäfte geäußert. Es gibt Stellungnahmen aus Bayern, Baden-Württemberg, Sachsen und Sachsen-Anhalt<sup>13)</sup>.

Die Unzulässigkeit der Finanzspekulation, d.h. Finanzgeschäfte zur „Erwirtschaftung separater Gewinne“ ergibt sich danach bereits unmittelbar aus der kommunalen Aufgabenstellung, die aufgabenbezogen und zielgerichtet ist. Kommunen dürfen sich bei ihren Geldgeschäften demnach grundsätzlich nicht wie Banken oder andere Finanzinstitute verhalten, die nach ihren Geschäftszwecken der Gewinnerzielung verpflichtet sind. Zinsbezogene Derivate, die losgelöst von einem konkret zugrunde liegenden Kreditgeschäft abgeschlossen werden und nicht in einem zeitlichen und sachlichen Zusammenhang mit solchen Kreditgeschäften stehen, verstoßen somit gegen das Spekulationsverbot<sup>14)</sup>.

#### 4.2.3 Nichtigkeit bei Verstoß gegen das Spekulationsverbot?

Umstritten ist, ob eine Nichtigkeit des Swapgeschäfts wegen Verstoßes gegen kommunalrechtliche Vorschriften, insbesondere wegen Verstoßes gegen den Grundsatz des Spekulationsverbots, in Betracht kommt. Der Grundsatz des Spekulationsverbots ist nach einer Ansicht kein Verbotsgesetz i.S.d. § 134 BGB. Spekulative Swapgeschäfte einer Gemeinde sind danach grundsätzlich nicht unwirksam<sup>15)</sup>.

Nach anderer Ansicht sind zumindest nicht-konexe Derivatgeschäfte wegen Verstoßes gegen ein gesetzliches Verbot gemäß § 134 BGB nichtig. Darunter können u.U. auch solche Geschäfte fallen, bei denen sich der Sicherungscharakter nicht feststellen lässt<sup>16)</sup>. Die Nichtigkeit kann dabei auf der Überschreitung des gemeindlichen Wirkungskreises beruhen oder auf dem Verstoß gegen das Verbot der Spekulation<sup>17)</sup>.

Insgesamt ist die Argumentation vorzugswürdig, die zur Nichtigkeit des Swapgeschäfts bei Verstoß gegen das kommunale Spekulationsverbot gelangt. Denn die vom Gesetzgeber nicht gewünschte isolierte Finanzspekulation von Kommunen ist durch ein „scharfes Schwert“ zu unterbinden. Letztlich wird in der Praxis nur die Nichtigkeitsfolge Banken und Kämmerer davon abhalten, derart hochspekulative Produkte anzudienen bzw. abzuschließen. Dabei ist der Konnexitätsbegriff eng zu definieren. Der Gesetzgeber ist wegen der bestehenden Unsicherheiten aufgefordert, einheitliche und klare Regelungen zu erlassen.

### 4.3 Informationspflichten nach WpHG<sup>18)</sup>

#### 4.3.1 Erkundigungspflicht (§ 31 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 WpHG)

Die Vorschrift des § 31 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 WpHG regelt die Pflicht der Bank, von ihren Kunden Angaben über ihre Erfahrungen und Kenntnisse in Geschäften, die Gegenstand von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen sein sollen, über ihre Anlageziele und über ihre finanziellen Verhältnisse zu verlangen. Nach dem Gesetz ist von der Bank zu fordern, sich danach zu erkundigen, ob die Kommune über Erfah-

rungen und Kenntnisse in Wertpapiergeschäften, insbesondere Zinswapgeschäften, verfügt. Die Erfahrungen der Gemeinde sind detailliert nach Umfang, Häufigkeit, Zeitraum u.Ä. abzufragen<sup>19)</sup>. Die bloße Frage, wie lange sich die Gemeinde mit bestimmten Finanzinstrumenten „beschäftigt“ hat, genügt nicht<sup>20)</sup>.

Die Bank hat sich nach den Zielen der Kommune zu erkundigen. Der Begriff „Ziele“ kann sich auf die „Zwecke“, die der Kunde mit der Anlage verfolgt, beziehen. Er kann aber auch die Risikoneigung meinen, d.h. ob der Anleger eher sicherheitsorientiert ist oder bereit ist, hohe Risiken einzugehen<sup>21)</sup>.

Um den Bankkunden zweckdienlich informieren zu können, sind beide Kategorien von Zielen zu erforschen<sup>22)</sup>.

#### 4.3.2 Kommunalrechtliche Besonderheiten zu Zweck und Risikoneigung

Die Bank muss bei der Kundenexploration die kommunalrechtlichen Besonderheiten beachten. Kommunen sind per se gemäß öffentlich-rechtlicher Vorgaben verpflichtet, Mittel der Rücklagen sicher anzulegen. Sie müssen für ihren Zweck jederzeit greifbar sein. So regelt z.B. § 21 GemeindehaushaltsVO – Landesrecht Baden-Württemberg (B-W) zur „Anlegung von Rücklagen“:

„Die Mittel der Rücklagen sind, soweit sie nicht als Betriebsmittel der Kasse benötigt werden, sicher und ertragbringend anzulegen; sie müssen für ihren Zweck rechtzeitig greifbar sein.“

Gemeinden haben ihre Haushaltswirtschaft regelmäßig so zu planen, dass die stetige Erfüllung ihrer Aufgaben gesichert ist. Dabei ist den Erfordernissen des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts Rechnung zu tragen. Die Haushaltswirtschaft ist sparsam und wirtschaftlich zu führen<sup>23)</sup>. Dies bedeutet, dass Kommunen sicher und mit der Möglichkeit, jederzeit ohne jede Gefahr bzw. Verlust aus dem Geschäft aussteigen zu können, anlegen sollen. Hinzukommen kann unter bestimmten Voraussetzungen eine haushaltsrechtliche Genehmigungspflicht der Rechtsaufsichtsbehörde<sup>24)</sup>. Es besteht jedoch Übereinstimmung dahingehend, dass Zinsderivate keine Kreditaufnahmen oder kreditähnliche Rechtsgeschäfte im Sinne der einschlägigen Gemeindeordnungen, Landkreisordnungen und Bezirksordnungen sind und einer Genehmigung nicht bedürfen<sup>25)</sup>. Bei der Kundenexploration ist das allgemeine Spekulationsverbot der Kommunen zu beachten.

#### 4.3.3 Pflicht zur zweckdienlichen Information (§ 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG)

Die auf den CMS SLS bezogene Information der Bank muss wahr, vollständig, rechtzeitig und verständlich sein. Insbesondere müssen unmissverständliche Risikohinweise im Vorfeld des Abschlusses erfolgen.

##### 4.3.3.1 Unbegrenzt Verlustrisiko

Die Bank muss die Kommune hinreichend deutlich darauf aufmerksam machen, dass der CMS SLS für die Gemeinde im Falle einer nicht vereinbarten Zinsdeckelung mit einem der Höhe nach unbegrenzten Verlustrisiko verbunden ist und damit möglicherweise mit ihrem bisherigen Anlageverhalten sowie deren Strategie nicht in Einklang zu bringen ist. Dieser Hinweis muss unmissverständlich erfolgen. Der bloße stichwortartige Hinweis in schriftlichen Präsentationsunterlagen, dass der Kunde einen der Höhe nach theoretisch unbegrenzten Verlust erleiden kann, genügt dabei nicht. Die Bank muss sich bewusst sein, dass dieser pauschale Risikohinweis im Rahmen einer ausgefeilten Präsentation des Swapgeschäfts, die vornehmlich darauf ausgerichtet ist, die Gemeinde zum Vertragsschluss zu bewegen und deshalb die Chancen des Geschäfts naturgemäß in den Vordergrund rückt, ins Hintertreffen geraten und der Aufmerksamkeit der Kommune entgleiten kann. Dies gilt umso mehr, wenn die Unterlagen den Eindruck vermitteln, dass das übernommene Risiko nicht außer Verhältnis zu einem beschriebenen Zinsvorteil steht<sup>26)</sup>.

#### 4.3.3.2 Berücksichtigung kommunalrechtlicher Besonderheiten

In den schriftlichen Präsentationsunterlagen ist zudem den kommunalrechtlichen Bindungen – wie etwa dem allgemeinen Spekulationsverbot – Rechnung zu tragen. Angesichts des hochspekulativen Charakters des CMS SLS liegt dies besonders nahe. Wenn und soweit Swappesäfte der öffentlichen Hand in Betracht gezogen werden, ist zwecks Ausräumung eines Verdachts der Spekulation besonderes Gewicht auf die strenge Beachtung der Konnexität zwischen Swap und einem konkreten Grundgeschäft zu legen<sup>27)</sup>.

#### 4.3.3.3 Unmissverständliche Aufklärung zu Beendigungsrechten

Zu beachten ist, dass es regelmäßig einen vorgeschalteten „Rahmenvertrag für Finanztermingesäfte“ sowie den eigentlichen CMS SLS-Vertrag gibt. In dem sogenannten „Rahmenvertrag für Finanztermingesäfte“, der dem eigentlichen CMS SLS-Abschluss vorgelagert ist, wird üblicherweise lediglich ein außerordentliches Kündigungsrecht „aus wichtigem Grund“ festgehalten. Auf diesen Umstand sind Kommunen unmissverständlich hinzuweisen. Denn insbesondere die Möglichkeit, sich jederzeit von der vertraglichen Bindung ohne das Erfordernis des Vorliegens „wichtiger Gründe“ lösen zu können, ist für Kommunen regelmäßig ein wesentlicher Grund für ihre Anlageentscheidung. Wegen der kommunalrechtlich vorgegebenen Pflicht, Rücklagen sicher und für ihre Zwecke jederzeit greifbar anzulegen, ist eine jederzeitige, problemlose Ausstiegsmöglichkeit zwingend. Ein lediglich außerordentliches Kündigungsrecht wird dieser Vorgabe nicht gerecht. Die Bedingungen, zu denen ein Anleger auch auf langfristig gebundenes Kapital vorzeitig zurückgreifen kann, sind typischerweise ein wesentliches Element seiner Investitionsentscheidung<sup>28)</sup>. Gerade der Dauer einer Bindung, sei es in Form einer Geldanlage oder einer vertraglichen Verpflichtung im Rahmen von Zinsderivaten, kommt deshalb bei der Anlageentscheidung grundlegende Bedeutung zu.

Hinzukommt, dass nach den Rahmenverträgen für den Fall einer vorzeitigen Kündigung eine Ausgleichszahlung der Kommune als „Schadensersatz“ unter Verrechnung des in diesem Fall negativen Marktwertes in Betracht kommt. Dies können exorbitant hohe Beträge sein. Regelmäßig ist im konkreten Zinsswapsvertrag dagegen ein vorzeitiges Beendigungsrecht der Bank durch Kündigung zu jedem Zahlungstermin ohne Ausgleichszahlung vorgesehen. Die Kommune hingegen kann sich nach der üblichen Vertragsgestaltung nicht vorzeitig ohne Ausgleichszahlung von dem Swapsvertrag lösen. Verschweigen, verharmlosen oder verfälschen die Bankpräsentationen die meist einseitig zu Lasten der Kommune gehenden Kündigungsregelungen und die zu Ihren Lasten gehenden Schadensersatzregelungen bei vorzeitiger Auflösung, stellt dies eine Aufklärungspflichtverletzung der Bank dar<sup>29)</sup>.

#### 4.3.3.4 Informationspflicht zu „kick-backs“

Es ist davon auszugehen, dass die für die Beratung zuständige Niederlassung der Bank bzw. die zugeordneten Bankbetreuer im Bereich „Öffentlicher Sektor“ durch den Abschluss solcher CMS Swaps Provisionen vereinnahmen, die sie dem Kunden sowohl dem Grunde als auch der Höhe nach offen legen müssen<sup>30)</sup>. Ohne Kenntnis der exakten Größenordnung kann die Gemeinde das Interesse ihrer Bankbetreuer an dem empfohlenen Geschäft und die damit verbundene Gefährdung der Interessen der Kommune nicht richtig einschätzen. Dies kann bei pflichtwidrigem Verschweigen zu einer Rückabwicklung der Transaktion führen. Der Kommune steht wegen etwaiger Provisionen zudem ein Auskunftsanspruch gegen die Bank aus dem ebenfalls abgeschlossenen Geschäftsbesorgungsvertrag gemäß §§ 675, 675 a BGB zu.

#### 4.4 Pflichten aus Beratungsvertrag

Ein Beratungsvertrag mit der Bank kann konkludent geschlossen werden. Dazu genügt, dass im Zusammenhang mit dem konkre-

ten Swapabschluss tatsächlich eine Beratung der Bank stattfindet. Eine Anlageberatung liegt vor, wenn neben der richtigen und vollständigen Information des Anlegers in Bezug auf die vermittelte Anlage auch die fachliche Bewertung und Beurteilung des Produkts im Hinblick auf die Anlageziele und die Risikotragungsfähigkeit der Kommune angeboten oder geschuldet wird<sup>31)</sup>. Geschuldet ist im Rahmen eines Beratungsvertrages eine anleger- und anlage- bzw. objektgerechte Beratung<sup>32)</sup>.

Angesichts der beschriebenen erheblichen Risiken des Produkts und der zu beachtenden kommunalrechtlichen Besonderheiten ist der CMS SLS als isoliertes Spekulationsgeschäft für Kommunen per se ungeeignet. Von der Bank ist zu erwarten, dass sie die Kommune unmissverständlich darauf hinweist und vor dem Abschluss eines solchen reinen Spekulationsgeschäfts mit extremen Risiken ausdrücklich und widerspruchsfrei warnt. Bezüglich der anlage- bzw. objektgerechten Beratung gilt das zur Informationspflicht Gesagte.

#### 4.5 Mitverschulden der Kommune?

An ein Mitverschulden des Anlegers gemäß § 254 BGB sind regelmäßig hohe Anforderungen zu stellen, da ein sachkundiger Anleger – hier die Kommune – gerade einen Fachmann/Berater hinzuzieht<sup>33)</sup>. Für gänzlich unerfahrene Anleger ist anerkannt, dass ein Mitverschulden ausscheidet<sup>34)</sup>. Dies muss v.a. dann gelten, wenn Gemeinden mit der Bank ausdrücklich einen schriftlichen Beratervertrag allgemein zu Finanzanlagen bzw. – Produkten abgeschlossen haben und die Bank hierfür Entgelt beansprucht. Die Rechtsprechung übt bei der Anwendung des § 254 BGB Zurückhaltung<sup>35)</sup>. Die Annahme von Mitverschulden bei Swappesäften in der aktuellen Rechtsprechung ist daher kritisch zu beurteilen. Das Vorliegen eines etwaigen Mitverschuldens ändert nichts an der Schadensersatzpflicht der Bank dem Grunde nach. Lediglich die Höhe des Anspruchs wird reduziert<sup>36)</sup>.

#### 4.6 Kurze Verjährungsfrist gemäß § 37 a WpHG

Der Anspruch der Kommune gegen die Bank auf Schadensersatz wegen Verletzung der Pflicht zur Information und wegen fehlerhafter Beratung im Zusammenhang mit einer Wertpapierdienstleistung oder Wertpapiernebenleistung verjährt gemäß § 37 a WpHG in drei Jahren von dem Zeitpunkt an, in dem der Anspruch entstanden ist. Laut BGH ist der Schaden immer schon im Moment des Erwerbs der Wertpapiere entstanden, selbst wenn der Börsenkurs oder die Ausstattung der Papiere (Zinssatz) diese Risiken reflektiert<sup>37)</sup>.

Bei dem hochspekulativen CMS SLS wird für den Beginn der kurzen Verjährungsfrist auf den Zeitpunkt des konkreten Swapabschlusses abzustellen sein, wenn der Kunde ein Recht zur rückwirkenden Aufhebung des Vertrages erworben hat. Kommunen, die derartige Swapabschlüsse im Zeitraum ab 2004 tätigten, sind gut beraten, diese Frist im Auge zu behalten. Die kurze Verjährungsfrist gemäß § 37 a WpHG gilt nicht bei (bedingt) vorsätzlichem Verhalten der Bank.

### 5. Zusammenfassung

Der CMS SLS ist ein hochspekulatives Finanzprodukt, das mit den kommunalrechtlichen Vorgaben und Bindungen einer Gemeinde nicht in Einklang zu bringen ist. Als von konkreten Kreditgeschäften isolierte „Wette auf die Zinsstrukturkurve“ verstößt der CMS SLS gegen das allgemeine Spekulationsverbot. Lediglich pauschale Risikohinweise genügen einer ordentlichen Information nicht. Kommunalrechtliche Belange sind in den schriftlichen Präsentationsunterlagen zu berücksichtigen. Etwaige Schadensersatzansprüche verjähren regelmäßig in 3 Jahren ab Vertragsschluss. Der Gesetzgeber ist letztlich aufgefordert, klare und einheitliche Regelungen zum Einsatz hochspekulativer Derivatgeschäfte im Kommunalbereich zu erlassen.

**Anmerkungen:**

- Die Autoren Peter Gundermann und Klaus Nieding sind Rechtsanwälte der auf dem Gebiet des Bank- und Kapitalmarktrechts spezialisierten Kanzleien TILP Rechtsanwälte (RA Gundermann), Kirchentellinsfurt bzw. NIEDING + BARTH Rechtsanwaltsaktiengesellschaft (RA Nieding), Frankfurt am Main. Beide Kanzleien kooperieren zum Thema Zinsswaps im Rahmen des Joint Ventures „PIA ProtectInvest Alliance“ ([www.pia-eu.com](http://www.pia-eu.com)).
- In der ProtectInvestAlliance (PIA), Frankfurt, Kirchentellinsfurt, Berlin, Wien und Brüssel, vertreten die beiden auf Investorenschutz spezialisierten Kanzleien NIEDING + BARTH Rechtsanwaltsaktiengesellschaft und TILP Rechtsanwälte zahlreiche institutionelle Investoren sowie über 6.000 geschädigte Privatanleger in den Schadensfällen Phoenix, AMIS, AHBR, DBVI und Zinsswaps.
- 1) Prof. Dr. Burghof, Lehrstuhl für Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen an der Universität Hohenheim, zitiert in der „Stuttgarter Zeitung“ vom 04.08.2007
  - 2) Prof. Dr. Elschen, Lehrstuhl für Finanzwirtschaft & Banken an der Universität Duisburg-Essen, in seinem Beitrag mit dem Titel „Mein Gott, welch ein Schalk! Stadtwetten einmal anders!“, nachzulesen unter [www.neschle.de](http://www.neschle.de).
  - 3) „CMS“ steht für Constant Maturity Swap.
  - 4) Schwintowski/Schäfer, Bankrecht, 2. Aufl., 2003, § 21, Rn 4; Clouth, in: Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, Bank- und kapitalmarktrechtliche Schriften des Instituts für Bankrecht Köln, Band 15, 2001, S. 41.
  - 5) Clouth, a.a.O., S. 104 ff..
  - 6) Eller, Zinsswaps – Produktbeschreibung, Pricing und Bewertung, in: Handbuch Derivater Instrumente, 2. Aufl., 1999, S. 405, 422; Clouth, a.a.O., S. 106 ff..
  - 7) Clouth, a.a.O., S. 107 f..
  - 8) Krämer, in: Finanzswaps und Swapderivate in der Bankpraxis, Schriftenreihe der Bankrechtlichen Vereinigung, Band 15, 1999, S. 149/150; Clouth, a.a.O., S. 43 ff.; Emmerich, in: Münchener Kommentar, Schuldrecht Allgemeiner Teil, 5. Auflage, 2007, § 311, Rz. 40.
  - 9) Clouth, a.a.O., S. 44.
  - 10) Maulshagen, Rechtliche und bilanzielle Behandlung von Swapgeschäften, in: BB 2000, S. 243 ff..
  - 11) Bücken, Finanzinnovationen und kommunale Schuldenwirtschaft, Frankfurt, 1993, S. 209.
  - 12) Krämer, a.a.O., S. 322.
  - 13) Schreiben des Bayerischen Innenministeriums vom 08.11.1995: „Derivative Finanzierungsinstrumente für Kommunen, insbesondere Swap-Geschäfte.“; Schreiben des Innenministeriums Baden-Württemberg vom 17.08.1998 zur haushaltsrechtlichen Genehmigungspflicht für Swap- und Capverträge der Kommunen; Schreiben des sächsischen Innenministeriums vom 28.04.1999 zum Einsatz von Zinsderivaten in der kommunalen Hauswirtschaft; Schreiben des Innenministeriums Sachsen-Anhalt vom 28.09.1999 an die Regierungspräsidien.
  - 14) So Rundschreiben des Landkreistages B-W vom 21.08.1998 an die LRA in B-W mit Erlass des Innenministeriums B-W vom 17.08.1998; Gemeindeprüfungsanstalt (GPA) B-W – Mitteilung vom 01.07.1999, 7/1999 mit Verweis auf LT-Drs. 11/5532 vom 01.03.1995.
  - 15) OLG Naumburg, Urteil vom 24.03.2005, AZ: 2 U 111/04, WM 2005, 1313 – 1318 = ZIP 2005, 1546 – 1549, rechtskräftig durch Beschluss des BGH vom 21.03.2006, AZ: XI ZR 116/05; vgl. auch Jahn, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechtshandbuch, § 114, Rn. 126.
  - 16) Krämer, a.a.O., S. 324.
  - 17) BGHZ 20, 119 ff.; Bücken, a.a.O., S. 194 ff..
  - 18) Mit Inkrafttreten des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes (kurz: FRUG) vom 16.07.2007 zum 01.11.2007, BGBl. Teil I Nr. 31 vom 19.07.2007, S. 1330 ff. auf Basis der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (kurz: MiFID) vom 21.04.2004, RiL 2004/39/EG, ABl. Nr. L 145, S. 1, in der konsolidierten Fassung der ÄnderungsRiL 2006/31/EG vom 05.04.2006, ABl. (EG) Nr. L, S. 60 – 63 werden auch die §§ 31 ff. WpHG geändert. Da die in der Öffentlichkeit aktuell diskutierten CMS SLS-Produkte vorwiegend im Zeitraum 2004 bis 2006 vertrieben wurden, somit die materielle Rechtslage bis zum 01.11.2007 maßgeblich ist, wird in diesem Beitrag lediglich die bis zum 01.11.2007 gültige Rechtslage berücksichtigt.
  - 19) Vgl. Koller, in: Assmann/Schneider, WpHG-Kommentar, 4. Auflage, § 31, Rz. 94 mwN.
  - 20) Koller, wie eben; Balzer, WM 2000, S. 441, 444.
  - 21) Koller, wie eben, Rz. 95; Arendts, ÖBA, 1994, S. 251, 253; Oehler, ZBB 1998, 230; Balzer, wie eben (vgl. FN 21); Lang, Informationspflichten, 2003, S. 186.
  - 22) Vgl. Koller, wie eben; Balzer, Vermögensverwaltung, S. 76; Lang, Informationspflichten, 2003, S. 187; Finanztest 3/1996, S. 16.
  - 23) So geregelt z.B. in § 77 Abs. 1, Abs. 2 GemO B-W.
  - 24) So z. B. vorgesehen in §§ 87 Abs. 5 und 88 Abs. 3 GemO B-W.
  - 25) Vgl. Jahn, a.a.O., § 114, Rn. 126.
  - 26) So Urteil des LG Berlin vom 10.05.2007, AZ: 37 O 460/06, rechtskräftig nach Berufungsrücknahme; das LG Berlin verurteilt die DB im Zusammenhang mit einem CMS SLS wegen einer Aufklärungspflichtverletzung zur Schadensersatzleistung.
  - 27) Vgl. auch OLG Naumburg, Urteil vom 24.03.2005, AZ: 2 U 111/05, vgl. FN 15.
  - 28) BGH, Urteil vom 18.01.2007, AZ: III ZR 44/06, WM 2007, S. 542 ff..
  - 29) a.A. bezüglich der Hinweispflicht zu Kosten der vorzeitigen Beendigung: OLG Naumburg, vgl. FN 15; laut OLG Naumburg muss das Risiko, dass bei Vertragsauflösung Kosten entstehen, nicht speziell erörtert werden.
  - 30) BGH, Urteil vom 19.12.2006, AZ: XI ZR 56/06, ZIP 2007, S. 518 ff..
  - 31) So für viele Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG-Kommentar, 4. Auflage, 2006, § 2, Rz. 74 a mwN.
  - 32) So Nobbe, in: Aufklärungs- und Beratungspflichten bei Wertpapieranlagen, Bankrecht 1998, RWS-Forum – 12, S. 239, 240; BGH ZIP 1993, 1148 = Bond-Urteil; OLG Nürnberg, Urteil vom 28.01.1998, ZIP 1998, S. 380 = WM 1998, S. 378 = Fokker-Fall.
  - 33) Schäfer/Müller, in: Haftung für fehlerhafte Wertpapierdienstleistungen, 1999, S. 23, Rz. 54 mit Verweis auf Lang, WM 1998, SB 9, S. 1, 18.
  - 34) Vgl. OLG Koblenz, WM 1996, S. 1089, 1090; dazu v. Randow, EWIR 1996, S. 781; Reich, WM 1997, S. 1601, 1608 auf die Schäfer/Müller, wie eben, Rz. 54 verweisen.
  - 35) OLG Braunschweig, ZIP 1993, S. 907; BGH ZIP 1991, S. 297 ff = WM 1991, S. 315, 317 (obiter dictum); Hoegen, in: Festschrift Stimpel, S. 247, 261 ff.; Vortmann, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken, 5. Auflage, 1998, Rz. 38, auf die Schäfer/Müller, wie eben, unter Rz. 54 verweisen.
  - 36) OLG Naumburg, Urteil vom 24.03.2005, vgl. FN 16: Mitverschulden des Kunden mit einer Quote von 1/3 zu bemessen; LG Berlin, Urteil vom 10.05.2007, vgl. FN 27: Mitverschulden des Kunden liegt bei 50 %.
  - 37) So BGH, Urteil vom 08.03.2005, AZ: XI ZR 170/04, ZIP 2005, S. 802, 803.

