

DR. MANFRED BUSCH
Kämmerer der Stadt Bochum

44777 Bochum, den 04.09.2015
Rathaus, Willy-Brandt-Platz 2 - 6
Tel.: (0234) 910-1940/1941
Fax: (0234) 910-1828
e-mail: manfredbusch@bochum.de

An die
Präsidentin des Landtags
Nordrhein-Westfalen
Frau Carina Gödecke

nur per Mail
anhoerung@landtag.nrw.de



Stellungnahme zur Anhörung
„Gesetz zum Schutz der NRW-Kommunen vor Risiken
aus Fremdwährungskrediten und spekulativen Finanzgeschäften“
(Gesetzentwurf der Fraktionen von CDU und FDP, Drucksache 16/8131)
am 11.09.2015 im Ausschuss für Kommunalpolitik

Sehr geehrte Frau Präsidentin,

für die Einladung zur o.g. Anhörung bedanke ich mich und nehme zum o.g. Gesetzentwurf wie folgt Stellung:

Der Gesetzentwurf will „**spekulative**“ Finanzgeschäfte verbieten. Der hierzu erforderliche Definitionsversuch stützt sich auf 3 Merkmale: „Spekulativ“ sollen Finanzgeschäfte sein, wenn sie

- objektiv auf eine separate Gewinnerzielung ausgerichtet sind,
- nicht in einem funktionalen Zusammenhang zum Kreditgeschäft stehen und
- für die Gemeinden mit unüberschaubaren und unkalkulierbaren Risiken verbunden sein können.

Fraglich ist, ob der Tatbestand der „Spekulation“ auf diese Art hinreichend justiziabel definiert werden kann, um bei den Entscheidern auf kommunaler Ebene Rechtssicherheit zu schaffen und ein Verbot bestimmter Finanzgeschäfte zu rechtfertigen. Falls diese Frage mit „NEIN“ beantwortet werden muss, stellt sich die Frage nach alternativen, wirksamen Regelungen.

a. Strategie, Derivate und Spekulation

Nicht jeder Bürger, der ein Haus kauft, kann sich eine Zinsbindung bis zur endgültigen Tilgung seines Finanzierungskredits leisten: Er hätte zwar gerne Finanzierungssicherheit bis zum letzten Tag, müsste dafür aber in der Regel das vorhandene Budget überstrapazieren, denn die langfristigen Zinssätze sind in der Regel höher als die kurzfristigen. Also wählen die meisten privaten Entscheider eine **Strategie**, die beides kombiniert: Im Rahmen des gegebenen Budgets wird die Zinsbindung = Planungssicherheit möglichst lang bemessen. Die zugrunde liegende „**Spekulation**“ (=Vorausschau) besteht darin zu hoffen, dass der Anschluss-Zinssatz nicht (zu) stark vom heutigen Zinssatz abweicht, das Zinsänderungsrisiko also tragbar ist.

In der alten Welt des „passiven“ Schuldenmanagements ist eine Anschluss-Finanzierung für den Zeitpunkt zu organisieren, zu dem die Zinsbindung ausläuft; demgegenüber kann in der neuen Welt des „aktiven“ Schuldenmanagements zu jedem Zeitpunkt bis zum Auslaufen der Zinsbindung eine Anschlussfinanzierung organisiert werden. Kommt es während der noch laufenden Zinsbindung zu einer **Niedrigzinsphase**, erscheint es dem Häuslebauer rational, sehr frühzeitig auch die Anschlussfinanzierung festzumachen. Hierzu bieten die Banken Finanzierungen an, denen z.B. ein „Forward Swap“ oder ein „Doppelswap“ zugrunde liegen. Hierbei handelt es sich um einfache Derivate („plain vanillas“), die offensichtlich nicht auf eine separate Gewinnerzielung abzielen, in einem funktionalen Zusammenhang zum Kreditgeschäft stehen („Konnexität“) und (zumindest scheinbar) mit **überschaubaren und kalkulierbaren Risiken** sind.

Hätte unser Häuslebauer seine Anschlussfinanzierung z.B. im Jahre 2010 (im damaligen Verständnis eine Phase historisch niedriger Zinssätze) für das Jahr 2015 organisiert, müsste er sich heute eingestehen, dass er doppelt so teuer wie notwendig finanziert hat: Seine Vorstellung von einer „Niedrigzinsphase“ implizierte die **Erwartung** steigender Zinssätze in der Zukunft. Seine „Wette auf eine bestimmte Marktentwicklung“ (Seite 10 unten des Gesetzentwurfes) hätte sich schlicht als falsch herausgestellt.

Auf der Ebene von kreditfinanzierten Unternehmen und Kommunen sieht es nicht anders aus: Hätte die Stadt Bochum im Jahre 2010 mit Hilfe von Derivaten – wie damals die Stadt Iserlohn – ihr gesamtes Schuldenportfolio langfristig umgeschuldet („portfolio swap“), müsste sie heute rd. 30 - 40 Mio € pro Jahr **höhere** Zinsen zahlen. Die **Risiken** solcher Finanzgeschäfte sind offensichtlich erheblich, unkalkulierbar und **unvermeidlich**, auch wenn sie nicht auf eine separate Gewinnerzielung ausgerichtet sind und in einem funktionalen Zusammenhang zum Kreditgeschäft stehen.

Die Entscheidung, ein gesamtes Kreditfolio zu einem ausgewählten Zeitpunkt langfristig umzuschulden, ist auch aus heutiger Sicht als **vernünftig** begründet und rational anzusehen, wenn der Planungssicherheit faktisch ein übergeordneter Stellenwert zugewiesen wird und die Wahrscheinlichkeit von Zinssatzsteigerungen höher eingeschätzt wird als die Chance weiterer Zinssenkungen. Begriffe wie „Staatsschuldenkrise“ oder „Liquiditäts-Bazooka“ der EZB zur Schwächung des Euro-Wechselkurses und Zinssenkung im Euroraum waren im Jahre 2010 noch unbekannt. Trotz des hohen faktischen Verlustes ist hier intuitiv anzuerkennen, dass nicht leichtfertig gehandelt wurde – das im o.g. Gesetzentwurf vorgeschlagene Verbot spekulativer Derivate jedenfalls wäre nicht anwendbar gewesen.

b. Strategie, Spekulation und Erwartungen zum Schweizer Franken

Millionen private Häuslebauer in Süddeutschland, Österreich, Ungarn und Polen haben sich über Jahrzehnte im Zins-Niedrigland Schweiz refinanziert; auch Unternehmen und Kommunen mit hohem Refinanzierungsbedarf haben den Schweizer Kapitalmarkt genutzt und sind damit jahrzehntelang gut gefahren – grundsätzlich im vollen Bewusstsein und mit der Erfahrung, dass der Schweizer Franken über längere Phasen aufwerten kann – aber in der **Erwartung**, dass solche Phasen vorübergehende

Erscheinungen sind, also zwischen den beiden hochentwickelten Wirtschaftsräumen (insbesondere Euroland und Schweiz) **keine Strukturbrüche** auftreten können. Diese Annahme galt bis 2010 als „vernünftig“, wurde also von der weit überwiegenden Mehrheit auch der Experten geteilt.

Im beigefügten Aufsatz (s. Anlage) wird gezeigt, dass eine Strategie der wiederholten kurzfristigen Kreditaufnahmen in Schweizer Franken aus einer Position des Dauerschuldners heraus, die für zahlreiche Kommunen in NRW leider typisch war und ist, hoch rentierlich und risikoarm und damit rational und begründet war - solange die o.g. Annahme galt. Außerdem standen diese Finanzgeschäfte definitiv in einem funktionalen Zusammenhang zu einem Kreditgeschäft und waren nicht auf eine separate Gewinnerzielung ausgerichtet. Zur damaligen Zeit wäre das im Gesetzentwurf vorgeschlagene Spekulationsverbot also nicht anwendbar gewesen.

Die **Staatsschuldenkrise** ab 2010 hat diese „heile Welt“ nachhaltig erschüttert: Es wurde massiv ins Bewusstsein gerückt, dass Euroland mit Griechenland, Portugal und Irland, aber auch mit Spanien und Italien wirtschaftlich schwächere Länder umfasst, die sich auch noch zunehmend vom EU-Wachstumstrend abgekoppelt hatten. Der Optimismus einer europäischen Währungs- und Wirtschaftsunion wurde zerstört – es wurde darauf spekuliert, der Euroraum und vielleicht sogar die Europäische Gemeinschaft könnten auseinanderfallen. Gleichzeitig führten **internationale Krisen** (Russlandkrise, Syrienkrise u.a.) dazu, dass internationales Kapital in den „safe haven“ Schweiz flüchtete. Beide Entwicklungen schwächten den Euro und stärkten den Franken so schnell und so stark, dass eine Begrenzung der wirtschaftlichen Verluste nicht mehr gelingen konnte.

Vor diesem Erfahrungshintergrund galt es dann als nicht mehr „vernünftig“, Kredite im Schweizer Franken aufzunehmen – entsprechend hat es solche Geschäfte auch kaum noch gegeben und ein Verbot käme jetzt ein wenig spät.

c. **Transparenz und demokratische Kontrolle (§ 41 GO-NW)**

Schuldenmanagement – egal ob aktiv oder passiv – verlangt „vernünftige“, begründete und transparente Annahmen über die Zukunft. Es sind rationale **Entscheidungen unter Unsicherheit** zu treffen, um das Maß an Planungssicherheit und die Höhe des Zinsaufwands in das gewünschte Verhältnis zu bringen. Da es sich beim Schuldenmanagement insgesamt (nicht bei jedem einzelnen Vertragsabschluss) um eine wesentliche Gemeindeangelegenheit handelt, müssen die konkreten Entscheidungen auf der Grundlage von Ratsbeschlüssen erfolgen, z.B. im Rahmen einer „Schuldenrichtlinie“ (z.B. Richtlinie zum Zins- und Schuldenmanagement der Stadt Bochum, Ratsbeschluss v. 17.12.2009, Vorlage Nr. 20092612).

Der Einsatz von Derivaten und die Aufnahme von Schweizer Franken-Krediten war in den meisten Fällen demokratisch legitimiert. Offenbar waren die ökonomischen Argumente für diese Finanzgeschäfte zumindest **bis zum Jahre 2010** transparent und überzeugend.

d. **Grundsätze der Wirtschaftlichkeit, Sparsamkeit und Effizienz (§ 75 I S.2 GO-NW)**

Das „aktive“ Schuldenmanagement versucht, durch kontinuierliche Marktbeobachtung günstige Marktlagen zu erkennen und zur Portfolio-Optimierung zu nutzen. Instrumente hierzu sind Derivate, die eine jederzeitige Anpassung von Zinssätzen, Laufzeiten sowie ggf. Entscheidungen über Optionen ermöglichen. Auch Abhängigkeiten innerhalb des Portfolios (Markowitz) sind zur Risikosteuerung relevant: Als Grundregel gilt, niemals „alle Eier in einen Korb“ zu legen. In diesem Sinne haben alle Kommunen mit Schweizer Franken-Krediten diese lediglich als eine kleine Beimischung zu ihrem Kreditportfolio eingesetzt.

Dass das Verlustpotenzial der Schweizer Franken-Kredite unterschätzt wurde, steht im Nachhinein außer Frage; ein Spekulationsverbot auf der Basis des o.g. Gesetzentwurfes hätte aber vor 2010 nicht gegriffen. Fraglich ist nun, ob ein auf nachvollziehbaren, vernünftigen Annahmen basierendes Finanzgeschäft **im Nachhinein** zur ggf. strafbewehrten „Spekulation“ mutieren kann.

Zur Beurteilung dieser Fragen kann die sog. „**business judgement rule**“ angewandt werden, die üblicherweise zur Beurteilung unternehmerischer Entscheidungen dient, die im Vorhinein **unter Unsicherheit** getroffen werden mussten und sich im Nachhinein als nachteilig herausgestellt haben (BGH II ZR 224/00 v. 04.11.2002; BGH II ZR 175/95 v. 21.04.1997; OLG Koblenz 3 U 1544/13 v. 23.12.2014; § 43 I GmbHG).

Geschäftsführung, Vorstand und/oder Aufsichtsrat haften **nicht** gegenüber ihrer Gesellschaft, wenn:

- kein Verstoß gegen die allgemeine Sorgfaltspflicht im Rahmen einer ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsausübung vorliegt,
- es sich um eine unternehmerische Entscheidung handelte, die zwangsläufig zukunftsbezogen und vernünftig war,
- wenn Gutgläubigkeit auf damaligem Wissensstand vorliegt,
- wenn das Handeln ohne Sonderinteressen und sachfremde Einflüsse erfolgte,
- wenn das Handeln zum Wohl der Gesellschaft dienen sollte,
- das Handeln auf der Grundlage angemessener, entscheidungsrelevanter Informationen erfolgte.

Soweit ein Geschäftsführer diese Vorgaben erfüllt, steht ihm für seine unternehmerischen Entscheidungen ein **haftungsfreier Ermessensspielraum** zu. Dies sollte auch für kommunale Entscheidungsträger gelten.

Selbst im Falle der vieldiskutierten „Spread Ladder Swaps“ dürfte das „**Spekulationsverbot**“ des o.g. Gesetzentwurfes **nicht greifen**: Es ging nicht um eine separate Gewinnerzielung, sondern eine Zinsverbilligung in einem funktionalen Zusammenhang zu einem Kreditgeschäft; die Risiken waren kalkulierbar – wenn auch sicher aufwendiger als bei einfachen Derivaten („plain vanillas“ einschließlich einfacher Optionen). Dass die Risiken auch im Falle nachhaltiger Zinssenkungen, drastisch und unkalkulierbar sein können, wurde oben ausgeführt.

Falls allerdings bereits die zwingend erforderliche Sensitivitätsanalyse zeigen sollte, dass nicht unwahrscheinliche Entwicklungen zu dramatischen Verlusten führen können, läge ein **Verstoß** gegen die Anforderung einer gewissenhaften Geschäftsausübung (Sorgfaltspflicht) und gegen den Grundsatz der Wirtschaftlichkeit im Sinne der Gemeindeordnung vor. Im Sinne der „business judgement rule“ hätte das Geschäft nicht abgeschlossen werden dürfen und es läge ggf. ein Haftungsgrund vor.

Fazit:

Das Konzept „Spekulation“ und seine Definition im vorliegenden Gesetzentwurf ist nicht zielführend; es geht eigentlich darum, unternehmerische Entscheidungen über Finanzgeschäfte im Nachhinein zu bewerten.

Die analoge Anwendung der „business judgement rule“ auf das kommunale Schuldenmanagement führt zum Ergebnis, dass keine Spekulation vorliegt, wenn rationale, transparente Entscheidungen auf der Grundlage einer guten Kenntnis der Zins- und Kapitalmärkte und vernünftiger Annahmen über zukünftige Entwicklungen getroffen wurden. Das schließt nicht aus, dass im Einzelfall auch schlechte Entscheidungen getroffen wurden.

Zeitschrift für Kommunalfinanzen

Haushalt · Kostenrechnung · Steuern · Gebühren · Beiträge · Entgelte ·
Kredite · Zahlungsverkehr · Vollstreckung

Schriftleiter: Helmut Dedy, Finanzdezernent und ständiger Stellvertreter des
Hauptgeschäftsführers des Deutschen Städtetages, Berlin
Benjamin Holler, Wissenschaftlicher Mitarbeiter im Finanzdezernat des
Deutschen Städtetages, Köln

Ständige Mitarbeiter: Uwe Baldauf, Berlin; Dr. Günter Benne, Braunlage; Martin Kronawitter, Untergriesbach; Bernd Leippe, Ltd. Städt.
Verwaltungsdirektor a.D., Essen; Norbert Meier, Städt. Rechtsdirektor, Essen; Dr. Stefan Ronnecker, Referent des Deutschen Städtetages,
Berlin; Joachim Rose, Dipl.-Verwaltungswirt, Kämmerer der Gemeinde Wedemark; Erwin Ruff, Dipl.-Verwaltungswirt, Bietigheim-Bissingen;
Prof. Dr. Kyrill-A Schwarz, Professor an der Juristischen Fakultät der Universität Würzburg

Nr. 3 / März 2015

65. Jahrgang

Seite 49

ZKF-Themen

Kommunale Kreditaufnahmen in Schweizer Franken – unverantwortliche Spekulationen oder rationale Entscheidungen unter Unsicherheit?

Stadtkämmerer Dr. Manfred *Busch*, Bochum

Im Rahmen ihres aktiven Zins- und Schuldenmanagements hatten etliche deutsche Kommunen – wie österreichische Kommunen und viele andere Gruppen von Schuldner – auch Kredite in Schweizer Franken aufgenommen, um von der Zinsdifferenz zu profitieren.

Im Folgenden werden die Beweggründe für die damalige Kreditaufnahme in Franken erläutert und belegt, dass dies eine rationale Strategie zur Zinsaufwandssenkung war. Erst schockartige Franken-Aufwertungen, wie sie ab 2010 in Folge der sogenannten Staatsschuldenkrise und weiterer internationaler Krisen eingetreten sind, haben das Risiko drastisch erhöht. Seitdem sind zwar kaum neue Fremdwährungskredite aufgenommen worden – die alten Kredite verursachen aber hohe Buchverluste und Drohverlust-Rückstellungen.

Die eingetretene Lage wird analysiert; hieraus werden mögliche weitere Strategien abgeleitet und bewertet.

1. Ausgangslage

In der Vergangenheit war eine Kreditaufnahme in Schweizer Franken im Vergleich zu anderen Währungen plausibel, weil der Franken eine deutlich niedrigere Volatilität aufwies; im Untersuchungszeitraum 2000 bis 2014 liegt die Standardabweichung des Franken unter der des Britischen Pfund, des Yen und des Dollar.¹⁾ Hinzu kam die stabil positive Zinsdifferenz zwischen Franken- und Euro-Raum.

Die Stadt Bochum hatte bereits 2002 einen sowie 2008 bis 2010 im Rahmen einer mit dem Rat vereinbarten Schuldenrichtlinie²⁾ weitere elf drei- bis sechsmonatige Schweizer Franken-Kredite aufgenommen. Die Rückzahlung wurde jeweils per Terminkurs festgemacht, sobald der aktuelle Kurs den Einstiegskurs erreichte oder überstieg.³⁾ Der Einstiegskurs sollte dabei unter 1,60 liegen, um das Aufwertungsrisiko zu be-

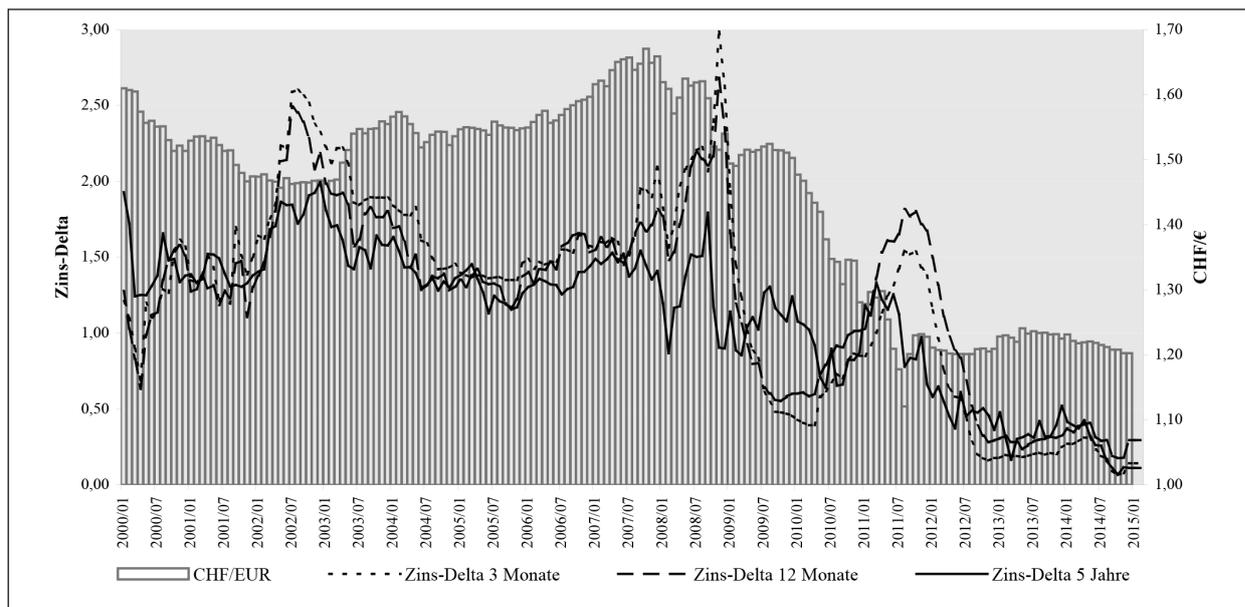
grenzen. Insgesamt wurde der Zinsaufwand durch diese Fremdwährungs-Kreditaufnahmen um 6,3 Mio. € vermindert. Andere Städte haben andere Zinsbindungsfristen und andere Ein- oder Ausstiegspunkte gewählt.

1) Im Vergleich liegt die auf den Mittelwert bezogene (relative) Standardabweichung des Franken-Euro-Kurses bei 0,10 gegenüber 0,13 beim Britischen Pfund und 0,15 beim US-Dollar sowie beim Yen. Datenbasis sind monatliche Durchschnittswerte der Wechselkurse. Eurostat 2015 unter <http://ec.europa.eu/eurostat/data>.

2) Richtlinie zum Zins- und Schuldenmanagement, Vorlage Nr. 20092612 für den Rat der Stadt Bochum vom 17.12.2009.

3) Zur Fundierung vgl. Busch, Swaps & Co, Niedersächsischer Städtetag Nachrichten 12/2007, S. 305, www.nst.de/media/custom/437_4689_1.PDF?1197978626; Abruf am 7.2.2015.

Abb. 1: Wechselkurs Franken-Euro und Zinsdifferenzen Schweiz – Eurozone, Monatswerte



Quelle: Eigene Berechnungen nach Daten von Eurostat, Deutsche Bundesbank und SNB.

Bereits im Jahre 2010, massiv dann im August 2011 (vgl. Abb. 1) wertete der Schweizer Franken gegenüber dem Euro auf; zwischenzeitlich wurde erstmals ein Wechselkurs nahe der Parität Franken-Euro gehandelt. Zum ersten Mal mussten auch etliche Kommunen, die Kredite in Franken aufgenommen hatten, ihre Rückzahlungsverpflichtungen in Euro bilanziell erhöhen und zum Teil auch Drohverlust-Rückstellungen bilden (soweit ihr Rechnungswesen bereits auf Doppik umgestellt war). Da die Schweizer Nationalbank (SNB) seit September 2011 eine Kursuntergrenze von 1,20 glaubwürdig verteidigte, schienen weitere Gefahren – vor allem auch im Interesse der Schweizer Wirtschaft – zunächst gebannt. Ab Herbst 2012 hatte sich die Lage weiter stabilisiert, so dass etliche Experten eher eine Aufwertung des Euro erwarteten.⁴⁾

Am 15.1.2015 zerbrach diese Hoffnung auf (relative) Stabilität – der Franken wertete innerhalb eines Tages auf 0,98 Franken pro Euro auf und fügte den Fremdwährungs-Kreditnehmern, die beileibe nicht nur aus deutschen Kommunen bestehen, schmerzhaft Verluste zu: Bei unterstellter Parität Franken-Euro müssten die betroffenen Kommunen in NRW (rd. 30) bei einem Volumen von 1,5 Mrd. € zusätzliche Buchverluste in Höhe von rechnerisch 250 Mio. € verkraften.⁵⁾ In Österreich verlor allein die Stadt Wien 300 Mio. €, und auch Schweizer Pensionsfonds, die Säule der Altersversorgung Schweizer Bürger, verloren Milliardenbeträge (trotz Teilabsicherung ihrer Währungspositionen). In Österreich bestehen Franken-Kredite im Umfang von umgerechnet rd. 29,5 Mrd. €, in Polen von rd. 30,4 Mrd. €. In beiden Ländern wurden häufig auch private Kredite, insbesondere Baufinanzierungen, in Franken aufgenommen. Die sich hieraus ergebenden Risiken könnten zu Teilen auch auf die finanzierenden Banken durchschlagen, wenn die Kreditnehmer aufgrund der erhöhten Rückzahlungsverpflichtungen zahlungsunfähig werden. Kein Trost ist dabei, dass auch die Devisenreserven der SNB, die zur Hälfte aus Euro bestehen, um rd. 80 Mrd. Franken abwerteten.

Natürlich ist nun – angesichts der drohenden Verluste – die Diskussion entbrannt, ob diese Kreditaufnahmen im Rahmen eines aktiven Zins- und Schuldenmanagements vertretbar waren oder doch nur unverantwortliche „Spekulationen“ oder „Zinswetten“ darstellten.

Im Folgenden sollen die empirischen Fakten und die Argumente dargestellt und analysiert werden, auch um hieraus eine Strategie für die Zukunft zu entwickeln. Natürlich trägt die Ex post-Analyse den „Makel“, dass „man hinterher immer klüger ist“ – die berechneten Renditen stellen keine „Erwartungswerte“ zum Zeitpunkt der Entscheidung dar, sondern die Ergebnisse dieser Entscheidungen, die unter Unsicherheit getroffen wurden. Allerdings kann so aufgezeigt werden, welche Faktoren zum Erfolg oder Misserfolg geführt haben.

2. Zinsdifferenz als Chance – Wechselkurs als Risiko

Nach Aufnahme des Fremdwährungskredits in der Schweiz werden Franken in Euro getauscht – bei der späteren Rückzahlung Euro in Franken. Daraus folgt, dass eine zwischenzeitliche Abwertung des Franken gegenüber dem Euro einen Marktlagengewinn („windfall profit“) generiert, jede Aufwertung einen Verlust, der den Vorteil der Zinsdifferenz Franken-Euro-Raum – insbesondere bei kurzen Kreditlaufzeiten – leicht zunichtemachen kann. Bei langen Kreditlaufzeiten steigt das Risiko, die Rückzahlung zu einem ungünstigen Wechselkurs leisten zu müssen – dafür sinkt der Bearbeitungsaufwand entsprechend.

4) Fortschritte bei der Überwindung der Eurokrise sahen der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2013/2014, S. 114 ff. Mit Verweis auf Kaufkraftparitäten-Entwicklung sieht Hüfner „Mehr Bescheidenheit bei Wechselkursprognosen“, eine deutliche Unterbewertung des Euro: The Risk Management Network, 4.4.2014, www.risknet.de/topics/risknews/mehr-bescheidenheit-bei-wechselkursprognosen/943f464ac92d016baea6f9ab2d544b5c/?L=3, Abruf am 5.2.2015.

5) Antwort der Landesregierung NRW auf die Kleine Anfrage 2433 (Drs. 16/6399) vom 25.7.2014 mit Korrektur der Zahl für Gelsenkirchen (62,5 statt fälschlicherweise 452,4 Mio. €).

Um die Effekte dieser Strategie ex post analysieren zu können, wurden die Wechselkurse Franken-Euro sowie die Zinsdifferenzen auf der Basis von 3 Monaten, 12 Monaten und 5 Jahren Zinsbindungsfrist ermittelt (monatliche Durchschnitte). Auf dieser Datenbasis wird die relative Vorteilhaftigkeit der Franken-Kreditaufnahme gegenüber einer Kreditaufnahme im Euro bzw. Rendite monatsweise von Januar 2000 (Euro-Umrechnungskurse standen fest) bis Juli 2011 (dem letzten Zeitpunkt von Kreditaufnahmen vor der drastischen Aufwertung des Franken) simuliert. Diese Rendite lässt sich dann tabellarisch – als Durchschnitt bzw. Streuung innerhalb eines Zeitraums – und grafisch als Linie über den Zeitraum darstellen. In die Rendite-Berechnung z.B. einer Franken-Kreditaufnahme mit einer Zinsbindung von 5 Jahren im Januar 2000 fließen dabei Informationen über spätere Jahre ein, die naturgemäß zum Zeitpunkt der Kreditaufnahme nicht vorlagen: Wäre z.B. der mögliche Ausstiegskurs im Januar 2005 niedriger als der Einstiegskurs, würde prolongiert, so dass dann der mögliche Ausstiegskurs des Januar 2010 ins Spiel kommt, ggf. auch der Januar 2015 und Januar 2020, weil im Modell bis zu dreimalige Prolongationen vorgesehen sind. Die Zinssätze und Wechselkurse des Januar 2015 werden in die Zukunft fortgeschrieben. Für die letzten drei Monate vor Auslaufen der Zinsbindung wird unterstellt, dass der günstigste Kurs als Terminkurs fixiert werden kann. Die Zeiträume 2000 bis 2007 (vor der Finanzkrise) und 2008 bis 2011 (Finanzkrise, sog. „Staatsschuldenkrise“⁶⁾) werden im Folgenden getrennt analysiert und dargestellt (vgl. Abb. 2); angenommen wird ein Einstiegskurs von bis zu 1,60 Franken pro Euro, d.h. oberhalb von 1,60 Franken finden keine Transaktionen statt, weil der Franken als „zu schwach“ und „Aufwertungs-verdächtig“ gesehen wird (vgl. Abb. 2).

Mit Ex post-Renditen zwischen drei und vier Prozent und einer relativ geringen Streuung (in rd. ein Fünftel der Fälle resultiert ein negativer Ertrag) erweist sich die Franken-Kreditaufnahme als attraktiv. Werden die Kreditaufnahmen auf Phasen eines relativ starken Franken (Einstiegskurs <=1,55) beschränkt, lässt sich der Anteil negativer Ergebnisse auf rd. ein Zehntel der Fälle senken – allerdings sinkt auch die Rendite auf durchschnittlich zwei bis drei Prozent.

Tab. 1: Vorteilhaftigkeit einer Fremdwährungs-Ver-schuldung 2000 bis 2007 (jahresbezogene Rendite in %)

Zinsbindungsfristen (keine Prolon-gationen)	3 Monate	12 Monate	5 Jahre
Rendite Jan. 2000 bis Dez. 2007	4,16	3,08	0,95
Standardabweichung der Renditen	6,18	4,67	3,07
Prozentanteil negativer Ergebnisse	17,71	20,83	21,88

Zinsbindungen alternativ 3 Monate, 12 Monate oder 5 Jahre; keine Prolongationen; Einstiegskurs <= 1,60.

Quelle: Eigene Berechnungen nach Daten von Eurostat, Deutsche Bundesbank und SNB.

Die Wahl einer kurzen Zinsbindungsfrist erweist sich als überlegen, weil die Kredite relativ zeitnah getilgt und damit das Abrutschen in ein anderes Wechsel-

kurs-Niveau vermieden wird – der Bearbeitungsaufwand ist bei kürzeren Zinsbindungsfristen allerdings naturgemäß deutlich höher.

Trotz der beachtlichen Schwankungen des Franken-Euro-Kurses erweisen sich die Fremdwährungskredite in diesem Zeitraum insgesamt als eine rational-vorteilhafte Strategie.

3. Kommunen als Dauerschuldner (Prolongation)

Im Unterschied zu den meisten Unternehmen hat die öffentliche Hand – hier die Kommunen – den strategischen „Vorteil“, als Dauerschuldner den Zeitpunkt der Rückzahlung der Kredite jeweils selbst bestimmen zu können.

Im Folgenden wird daher berechnet, wie sich die freie Wahl des Rückzahlungszeitpunkts auf die Rentabilität im Modell auswirkt. Eine Rückzahlung wird immer dann vorgenommen, wenn zumindest kein Wechselkursverlust entsteht; ansonsten wird prolongiert. Innerhalb der letzten 3 Monate vor der avisierten Rückzahlung kann ein Terminkurs fixiert werden, wenn er höher als der Einstiegskurs ist.

Bei dieser Strategie ist die Ex post-Rendite noch deutlich höher (viereinhalb bis fünf Prozent) und das Risiko eines negativen Ergebnisses sinkt auf nahe Null. Allerdings erweist sich die Wahl einer langen Zinsbindungsfrist (hier fünf Jahre) als nachteilig – sowohl bezogen auf die Rendite als auch auf das Risiko –, weil die Rückzahlungs-Flexibilität verloren geht. In der Realität führte das Warten auf einen besseren Ausstiegskurs häufig unmittelbar in die Phase der sehr starken Franken-Aufwertung ab 2010.

Tab. 2: Vorteilhaftigkeit einer Fremdwährungs-Ver-schuldung 2000 bis 2007 (jahresbezogene Rendite in %)

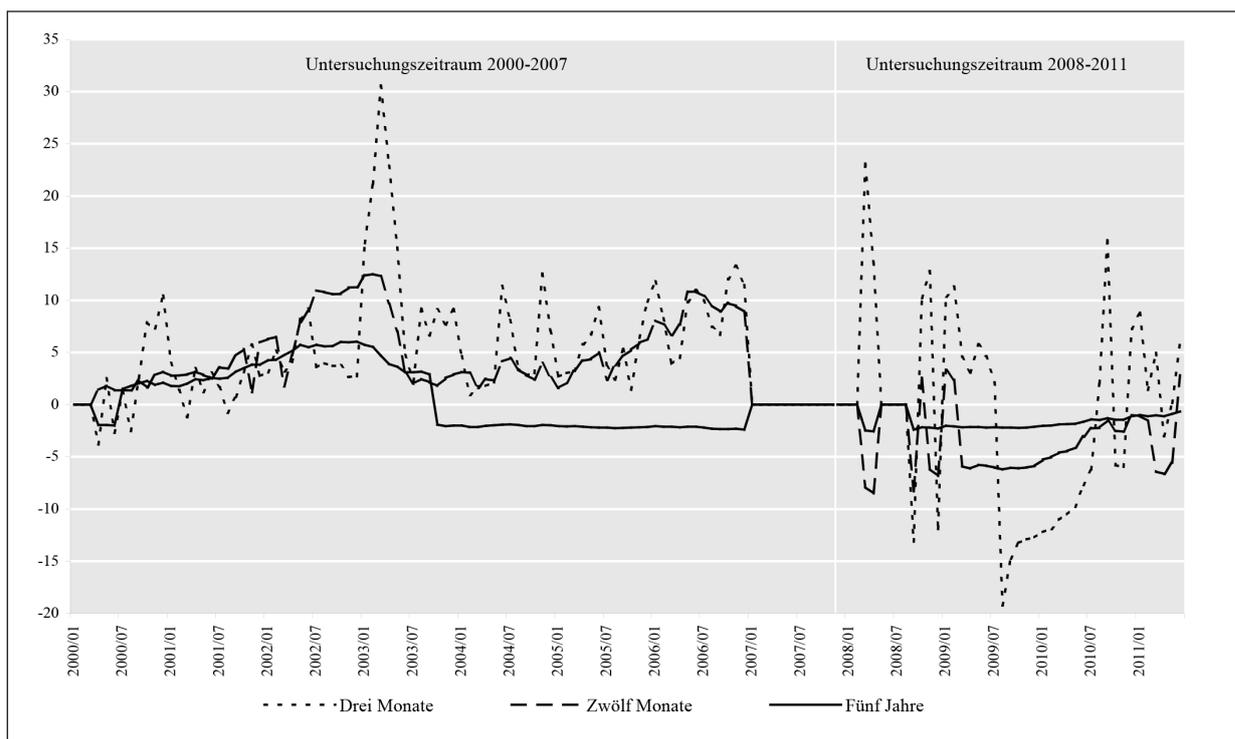
Zinsbindungsfristen (Prolongationen zulässig)	3 Monate	12 Monate	5 Jahre
Rendite Jan. 2000 bis Dez. 2007	5,05	4,42	0,58
Standardabweichung der Renditen	5,54	3,66	2,85
Prozentanteil negativer Ergebnisse	5,21	0,00	43,75

Zinsbindungen alternativ 3 Monate, 12 Monate oder 5 Jahre; Prolongationen zulässig; Einstiegskurs <= 1,60.

Quelle: Eigene Berechnungen nach Daten von Eurostat, Deutsche Bundesbank und SNB.

6) Der Begriff „Staatsschuldenkrise“ ist eingeführt, aber irreführend: Die deutschen Staatsschulden z.B. sind ja offenbar äußerst attraktiv und gefragt, wie sich am hohen Kurs und der niedrigen (teils negativen) Rendite ablesen lässt, und befinden sich nicht in einer Krise. Es handelt sich insbesondere um eine Krise aufgrund makroökonomischer Ungleichgewichte innerhalb der Euroländer. Die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse bedeuten für die übrigen europäischen Volkswirtschaften ein Defizit an gesamtwirtschaftlicher Nachfrage und einen Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit. „Die Rettungspakte dienen in erster Linie dazu, die Finanzierung der ausstehenden Verschuldung zu sichern. Ein geringerer deutscher Leistungsbilanzüberschuss durch höhere deutsche Importe hätte für die Problemländer zusätzliche laufende Einnahmen bedeutet, die es ermöglicht hätten, die laufenden Ausgaben für ihre Importe bei einer verminderten zusätzlichen Kreditaufnahme zu finanzieren.“ Bofinger, Gutachten des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2014/2015, S. 256f. (Minderheitsvotum).

Abb. 2: Renditen einer Kreditaufnahme in Schweizer Franken (Monatswerte im Zeitraum Januar 2000 bis Juli 2011; mit Prolongationsoption)^{*)}



**) Zu Zeiten eines sehr schwachen Franken (oberhalb 1,60) kommen keine Transaktionen zustande; infolgedessen sind die jeweiligen Renditen gleich Null.*

Quelle: Eigene Berechnungen nach Daten von Eurostat, Deutsche Bundesbank und SNB.

Werden die Kreditaufnahmen (drei und 12 Monate) auf Phasen eines relativ starken Franken (Einstiegskurs $\leq 1,55$) beschränkt, lässt sich der Anteil negativer Ergebnisse auf null senken – allerdings sinkt auch die Rendite auf durchschnittlich gut drei Prozent. Die Fünf-Jahres-Zinsbindungsfrist bleibt deutlich ungünstiger (vgl. Abb. 2, linker Teil).

4. Schockartige Wechselkursveränderungen

In den ersten beiden Jahren nach der Finanzkrise waren kurzfristige Kreditaufnahmen im Schweizer Franken noch darstellbar.

Tab. 3: Vorteilhaftigkeit einer Fremdwährungs-Ver-schuldung 2008 bis 2014 (jahresbezogene Rendite in %)

Zinsbindungsfristen (Prolongationen zu-lässig)	3 Monate	12 Monate	5 Jahre
Rendite Jan. 2008 bis Jul. 2011	-0,82	-3,49	-1,55
Standardabweichung der Renditen	9,79	3,25	0,80
Prozentanteil negativer Ergebnisse	40,48	76,19	85,71

Zinsbindungen alternativ 3 Monate, 12 Monate oder 5 Jahre; Prolongationen zulässig; Einstiegskurs $\leq 1,60$.

Quelle: Eigene Berechnungen nach Daten von Eurostat, Deutsche Bundesbank und SNB.

Negative Ergebnisse zeigt die Strategie dann, wenn der Franken gegenüber dem Euro schockartig, d.h. in-

nerhalb einer sehr kurzen Frist über 10 %, aufwertet – wie eben in der Realität mit Beginn der sog. „Staats-schuldenkrise“ ab Anfang 2010 und drastisch im August 2011 geschehen.⁷⁾ Dies führte direkt zu hohen Buchverlusten und Drohverlustrückstellungen, die durch die Zinsdifferenz, die aufgrund der „historisch niedrigen“ Zinsniveaus in Euroland und Schweiz kaum noch Bedeutung hatte, nicht mehr kompensiert werden konnten.

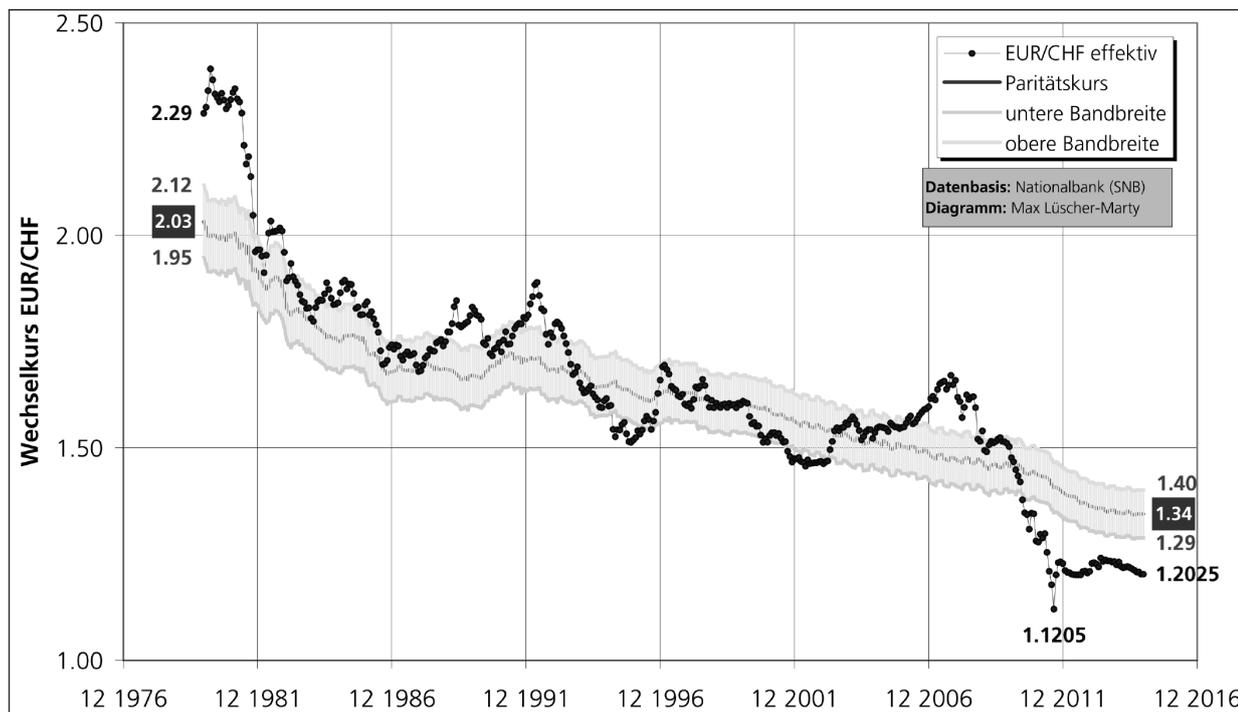
Alle drei Varianten zeigen ex post negative Renditen, wenn auch die Strategie der kurzen Zinsbindung mit „nur“ 40 % negativen Ergebnissen vergleichsweise gut abschneidet (vgl. Abb. 2, rechter Teil). Ex ante bestand natürlich die Erwartung – nicht einmal der Begriff „Staats-schuldenkrise“ existierte –, ein vorteilhaftes Geschäft abzuschließen.

Hätten diese Verluste durch Sicherungsgeschäfte vermieden werden können?

- Der 15.1.2015 hat gezeigt, dass „Stop-loss“-Orders (Verkaufsauftrag im Falle des Unterschreitens eines vorgegebenen Kurses) nicht zum gewünschten Ergebnis hätten führen können: Die Kursentwicklung ging von 1,20 innerhalb einer halben Stunde direkt auf 0,86 CHF pro Euro, ohne dass wesentliche Umsätze getätigt wurden. Schlimmstenfalls wäre also eine „Stop-loss“-Order zu diesem Kurs ausgeführt worden – ein GAU!

7) Zum Vergleich der Situation im September 2011 und Januar 2015: Leuchtman, Warum hat die SNB den Mindestkurs aufgegeben? FX Hotspot der Commerzbank vom 21.1.2015.

Abb. 3: Kaufkraftparität, Paritätsband Euro/CHF (31.12.1976 bis 31.12.2014, Tracking Error 4,20 %)



Quelle: Institut für Banken und Finanzplanung, www.ibf-chur.ch/ibf-facts-figures/devisenmarkt-schweiz, Abruf am 5.2.2015.

- Der Kauf von Optionen (Kauf der zur Rückzahlung benötigten Franken zu einem garantierten Preis von 1,20, falls die Kursuntergrenze fällt) hat sich demgegenüber zwar als grundsätzlich machbar, aber nachhaltig teurer herausgestellt als der Kauf der benötigten Franken zu einem Kurs von 1,20 direkt: Die Absicherung gegen eine weitere Aufwertung des Franken hätte ja nicht nur für einen kurzen Zeitraum, sondern über Jahre gekauft werden müssen!

Es bleibt also die entscheidende Frage, ob die Buchverluste früher oder später zwangsläufig auch zu realisierten Verlusten führen müssen. Hierzu sind die Bestimmungsgründe des Wechselkurses zu definieren – idealerweise ließe sich hieraus eine Wechselkurs-Prognose und damit eine Handlungsanweisung ableiten.

5. Kaufkraftparitäten und „nachhaltiger Wechselkurs“

Ein Wechselkurs entspricht der Kaufkraftparität dann, wenn man in zwei Wirtschaftsräumen mit dem gleichen Geldbetrag in unterschiedlichen Währungen den gleichen Warenkorb kaufen kann. Die Kaufkraftparitäten-Theorie versucht den „nachhaltigen“ Wechselkurs aus der wirtschaftlichen Entwicklung heraus zu erklären und zu bestimmen; insbesondere muss der Wechselkurs die unterschiedlichen Inflations- und Wachstumsraten ausgleichen.⁸⁾ In einer Langzeituntersuchung hatte die Deutsche Bank nachgewiesen, dass im Zeitraum 1980 bis 2006 eine jährliche Überschussrendite von 4,1 % erreicht werden konnte, wenn ein Investor in die drei nach Kaufkraftparitäten am stärksten unterbewerteten G 10-Währungen investierte und die drei am stärksten überbewerteten Währungen verkaufte.⁹⁾

Im Zeitraum 2000 bis 2013 lag die Inflation im Euroland um 14 % über der Schweiz. Vor diesem Hintergrund hat das Schweizer Institut für Banken und Finanzplanung

die Kaufkraftparität Ende 2014 mit 1,34 Franken pro Euro (31.12.2014) berechnet – gegenüber 1,60 Franken Anfang des Jahres 2000 (minus 16 %; vgl. Abb. 3).¹⁰⁾ Aus heutiger Sicht wäre der Franken demnach Anfang 2010, als er noch bei 1,50 lag, unterbewertet gewesen. Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt Eurostat in seinen aktuellen Daten zur Entwicklung der Kaufkraftparitäten von Euroland und Schweiz.¹¹⁾ Demgegenüber sieht die OECD den „fairen Wechselkurs“ noch bei rd. 1,74 Franken pro Euro (2013).¹²⁾

Das Wachstum der Schweizer Volkswirtschaft lag im Zeitraum 2000 bis 2014, insbesondere ab 2011, deutlich über dem des Euro-Raums; auch dies spricht für ein Aufwertungspotenzial des Franken gegenüber dem Euro.¹³⁾

Hätte eine strukturelle Aufwertung um z.B. 25 Rappen pro Euro seit dem Jahre 2000 (vgl. Abb. 3¹⁴⁾), die die schockartige Aufwertung des Franken ab 2010 zu ei-

8) Smeets, Währung und internationale Finanzmärkte, Vahlens Kompendium der Volkswirtschaftstheorie und Volkswirtschaftspolitik, Band 1, 8. Auflage, München 2003, S. 297.

9) Als ein Ansatz der Außenwirtschaftstheorie versucht die Kaufkraftparitäten-Theorie, Wechselkurse aus Stromgrößen abzuleiten. Gelegentlich scheint dies sogar zu gelingen, wie die FAZ am 21.8.2009 zu berichten weiß, www.faz.net/aktuell/finanzen/fonds-mehr/devisenfonds-currency-valuation-ett-glaenzte-mit-hilfe-der-kaufkraftparitaetentheorie-1798133.html.

10) Institut für Banken und Finanzplanung, www.ibf-chur.ch/ibf-facts-figures/devisenmarkt-schweiz, Abruf am 5.2.2015.

11) Eurostat, eigene Berechnung.

12) Daten der OECD, eigene Berechnung, <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=PPPGDP>; Abruf am 7.2.2015.

13) Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2014/2015, S. 52 ff. Eurostat, eigene Berechnung.

14) Abb. 3 zeigt für den 40 Jahres-Zeitraum 1976–2015 eine nach Kaufkraftparitäten angemessene Aufwertung des Franken von 2,03 auf 1,34 – d.h. 1,75 Rappen pro Jahr. Dies entspricht 25 Rappen für die 14 Jahre seit 2000.

nem wesentlichen Teil vorweggenommen hätte, die Vorteilhaftigkeit der Schweizer Franken-Kreditaufnahmen in Frage gestellt? Diese Frage lässt sich mit Hilfe der Ex post-Analyse simulieren, indem die empirischen Wechselkurse sukzessive um einen fiktiven Aufwertungsfaktor erhöht werden.

Tab. 4: Vorteilhaftigkeit einer Fremdwährungs-Verschuldung 2000 bis 2011 (jahresbezogene Rendite in %)

Zinsbindungsfristen (Prolongationen zulässig)	3 Monate	12 Monate	5 Jahre
Rendite Jan. 2000 bis Jul. 2011	4,46	1,75	-0,77
Standardabweichung der Renditen	7,01	4,34	1,74
Prozentanteil negativer Ergebnisse	21,0	30,4	82,6

Zinsbindungen alternativ 3 Monate, 12 Monate oder 5 Jahre; Prolongationen zulässig; allmähliche Aufwertung des Franken; Einstiegskurs $\leq 1,60$.

Quelle: Eigene Berechnungen nach Daten von Eurostat, Deutsche Bundesbank und SNB.

Unter dieser Prämisse liegt die Rendite der Drei-Monats-Kredite bei rd. 4,5 %, der Zwölf-Monats-Kredite bei knapp 2 %, bei einem Anteil negativer Renditen von 21 bis 30 %. Aufgrund der den sinkenden Trend überlagernden Wechselkurs-Schwankungen hätten sich dem Dauerschuldner immer noch passende Ausstiegskurse geboten, zu denen das jeweilige Franken-Engagement hätte beendet werden können – insbesondere wenn die jeweiligen Kreditaufnahmen mit kürzerer Zinsbindungsfrist erfolgten und die Handlungsanweisung lautete: „Auflösung dann, wenn der Ausstiegskurs kleiner/gleich Einstiegskurs ist“. Lediglich die langen Zinsbindungsfristen von 5 Jahren führen dazu, dass ggf. günstige Ausstiegs-Zeitpunkte verpasst werden und die Wahrscheinlichkeit von Wechselkursverlusten mit über 80 % überwiegt.

Strukturelle Aufwertungen, wie sie sich in den letzten 40 Jahren (vgl. Abb. 3) gezeigt haben, stellen die Vorteilhaftigkeit der Fremdwährungskredite nicht grundsätzlich in Frage, insbesondere wenn kurze Zinsbindungsfristen gewählt wurden.

6. Überlagerungen des „nachhaltigen Wechselkurses“

In der Vergangenheit waren Auslöser einer starken Aufwertung des Franken in der Regel Krisenereignisse wie insbesondere die Ölkrise zum Ende der 70er Jahre und der Anschlag auf das World Trade Center im Jahre 2001. Offensichtlich wirkten hier andere als die „fundamentalen“ Faktoren (realwirtschaftliche und monetäre Störungen), die den „fairen“ Wechselkurs extrem stark überlagern können.

Gegen die Kaufkraftparitäten-Theorie wird eingewandt, dass nur ein sehr geringer Anteil der Devisenumsätze aus Warengeschäften stammen (für 2013 geschätzt 3,2 %¹⁵⁾), so dass die von (im Sinne der Kaufkraftparitäten) „falschen“ Wechselkursen ausgelösten Arbitrage-Geschäfte nur von untergeordneter Bedeutung sein können. Andererseits sind aber die Wirtschaftsräume

Schweiz und Euroland so eng verflochten (wie insbesondere in den an die Schweiz angrenzenden Regionen beobachtet werden kann), dass die Kaufkraftunterschiede sehr wohl bedeutsame Arbitrageprozesse auslösen (Masseneinkäufe der Schweizer im benachbarten Ausland; ausbleibende Touristen in der Schweiz). Die grundsätzlich-langfristige Bedeutung der Kaufkraftparitäten zumindest als Orientierungsgröße erscheint plausibel.

Ursache eines „schwachen“ Schweizer Franken können „Carry Trade“-Geschäfte¹⁶⁾ sein, bei denen Anleger Kredite in Schweizer Franken aufnehmen, diese in andere Währungen konvertieren (also Schweizer Franken verkaufen) und in höher verzinsten Anlageformen investieren. Angefacht wird diese Bewegung durch zunehmende Zins- und Rendite-Differenzen z.B. aufgrund divergierender Konjunkturphasen und Inflationsraten, unterschiedlicher Staatsverschuldung o.ä. Aktuell weckt die Politik der Normalisierung durch die FED Erwartungen auf Zinsniveau-Steigerungen in den USA. Andererseits könnte die aktuelle Überbewertung des Franken der Schweizer Wirtschaft stark schaden und Abwertungsdruck auslösen; auch eine Verschärfung der heutigen Schweizer Minusverzinsung von Sichteinlagen könnte in diese Richtung wirken.

Ursache eines „starken“ Schweizer Franken kann Kapitalflucht aus Krisenregionen (aktuell Ukraine- und Russland-Krise, Griechenland-Krise, Syrien-Krise etc.) in den „safe haven“ Schweiz sein, die den Kauf von Schweizer Franken voraussetzt. Auch das Risiko einer „Desintegration des Euro-Raums“¹⁷⁾ („Grexit“¹⁸⁾ einerseits, verfassungsrechtliche Probleme in Deutschland mit der Staatsfinanzierung durch Notenbanken andererseits¹⁹⁾ und die Politik der EZB zur Flutung der Märkte mit Liquidität („quantitative easing“) mit dem Ziel zur Export-

15) Verhältnis der Welthandelsvolumina und Weltkapitalflüsse bezogen auf die Welt-Devisentransaktionen; eigene Berechnungen aus IMF Data: World Trade Flows/World Capital Flows, data.imf.org/?sk=64b8ae48-e9cd-4701-981c-df366c381a20&ss=1393468009141; Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Triennial Central Bank Survey, Foreign Exchange Turnover in April 2013, www.bis.org/publ/rpx13.htm; zu den Bestimmungsgründen des extremen Wachstums der Devisentransaktionen Galati/Heath: What drives the growth in FX activity? Interpreting the 2007 triennial survey, in BIS Quarterly Review, Dezember 2007, S. 63, www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1412.htm&m=5l25, Abrufe am 8.2.2015.

16) Deutsche Bundesbank, Wechselkurs und Zinsdifferenz: jüngere Entwicklungen seit Einführung des Euro, Monatsbericht Juli 2005, S. 29, www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichtsauftaetze/2005/2005_06_wechselkurs.pdf?__blob=publicationFile, Abrufe am 7.2.2015.

17) Zur Desintegrationsgefahr insbesondere im Herbst 2012 vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2013/2014, S. 145-147. Zur Fragwürdigkeit der bisherigen „Konsolidierungsprogramme“ für die „Problemländer“ Griechenland, Irland, Spanien und Portugal vgl. Bofinger, ebd., S. 141-143.

18) Zu den Risiken einer Austritts für Deutschland vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Sondergutachten „Nach dem EU-Gipfel: Zeit für langfristige Lösungen nutzen“, 2012, S. 6-9.

19) Zur Problematik der EZB-Politik aus Sicht der deutschen Verfassung vgl. Handelsblatt vom 14.1.2015: „Freibrief für die EZB“ und „Großes Konfliktpotenzial“, in dem Widersprüche zwischen dem Generalanwalt des Europäischen Gerichtshofs und den Richtern am Bundesverfassungsgericht erläutert werden; www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/geldpolitik/euro-und-anleihenkaeufe-freibrief-fuer-die-ezb/11227946.html; www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/geldpolitik/euro-und-anleihenkaeufe-grosses-konfliktpotenzial/11227946-2.html; vgl. auch BVerfG v. 18.3.2014, 2 BvE 6/12.

förderung durch Schwächung der eigenen Währung können solche Fluchtbewegungen aus dem „schwachen“ Euro auslösen.

Zu jeder dieser Ursachen sind auch Gegenbewegungen möglich – ob und wann diese ggf. eintreten, bleibt der Zukunft überlassen. Während allmähliche Aufwertungen eine rechtzeitige Anpassung der Dauerschuldner ermöglichen, hat dies die schockartige Aufwertung des Franken gerade verhindert. Angesichts der vielfältigen politischen und wirtschaftlichen Verwerfungen erscheint eine belastbare Prognose unmöglich, wie der Blick in die Wirtschaftsnachrichten der letzten Jahre beweist. Auch hier bieten sich denjenigen Marktteilnehmern, die warten können, wieder Chancen – allerdings bei gestiegenen Gesamtrisiken.

7. „Entscheidung unter Unsicherheit“ versus Spekulation

Vor dem Hintergrund dieser Unsicherheiten wurde in der Öffentlichkeit diskutiert, ob Kommunen aufgrund der damit verbundenen Risiken überhaupt Kreditaufnahmen in Fremdwährungen hätten tätigen dürfen – unabhängig von der Tatsache, dass das NRW-Innenministerium dies bereits 2004 per Erlass ausdrücklich genehmigt hatte.²⁰⁾

Zins- und Schuldenmanagement ist grundsätzlich von Entscheidungen unter Unsicherheit geprägt. Zinsaufwand und Zinsänderungs-Risiko stehen in einem Spannungsverhältnis („trade off“): Planungssicherheit ist nur mit höherem Zinsaufwand erreichbar – auf der anderen Seite sind Zinsaufwands-Reduzierungen nur mit Risiken erreichbar („there is no free lunch“).²¹⁾

Transparenz des kommunalen Zinsmanagements wird hergestellt, indem die Kosten der Planungssicherheit einerseits, die möglichen Risiken andererseits offengelegt werden – z.B. im Rahmen einer „Schuldenrichtlinie“, die vom Rat verabschiedet wird und der Verwaltung einen Rahmen vorgibt, innerhalb dessen gehandelt werden kann. Dies geht einher mit einer regelmäßigen Berichterstattung der Verwaltung an die zuständigen politischen Gremien und die Öffentlichkeit (z.B. im Rahmen eines jährlichen Schuldenberichts²²⁾). Hier kann das kommunale Handeln jeweils erläutert werden.

Einen interessanten Versuch zur Reduzierung von Risiken hat die Stadt Iserlohn im Jahre 2010 unternommen: Sie beschloss, wegen des historisch niedrigen Zinsniveaus 2010 und der „erwarteten Zinssteigerungen mit hohem Haushaltsrisiko“ zukünftig auf jedes aktive Schuldenmanagement zu verzichten, indem ihre damaligen Kredite (135 Mio. Euro) mit Hilfe umfangreicher einzelner Swap-Geschäfte (sog. „Portfolio-Swap“) synthetisch in einen „Mantelkredit“ mit einer gleichbleibenden Verzinsung von 3,67 % umgeformt wurden.²³⁾ Die so erreichte „Spekulationsfreiheit“ hatte allerdings ihren Preis: Unter heutigen Marktbedingungen wäre der gleiche Mantelkredit voraussichtlich für den halben Zinssatz erreichbar.

Grundsätzlich ungelöst bleibt in diesem Modell das Refinanzierungs-Risiko: Kredite auf Basis von Drei-Monats-Euribor werden aktuell nur noch von wenigen Banken angeboten, während in anderen Marktsegmenten reichlich Liquidität vorhanden ist; zur Bekämpfung des Refinanzierungsrisikos sind in den letzten Jahren im Rahmen des aktiven Zins- und Schuldenmanagements

Instrumente wie Schuldscheindarlehen und Kapitalmarktanleihen eingeführt worden, die für Drei-Monats-Kredite kaum zur Verfügung stehen dürften. Langfristig besteht auch ein Ausfallrisiko bzgl. des Vertragspartners für den Portfolio-Swap (in den letzten Jahren sind bekanntlich eine Reihe von Banken vom Markt verschwunden – Dexia, WestLB u.a.).

Aufgrund der transparenten politischen Entscheidung und der klaren Präferenz für Planungssicherheit handelt es sich aber sicherlich um eine rationale Alternative – der sich allerdings bislang keine weiteren Kommunen angeschlossen haben, weil sie eben auch den Verzicht auf Chancen bedeutet. Weder bei der Aufnahme von Fremdwährungskrediten noch bei der synthetischen Umformung der Schulden in einen Festsatz-Kredit handelt es sich um „Spekulation“, „Zocken“ oder „Zinswetten“: In beiden Fällen wurden den Entscheidungen in einem transparenten Verfahren notwendigerweise Erwartungen für die Zukunft zugrunde gelegt, die sich im Nachhinein als falsch erwiesen haben. Im ersten Fall hat der Schweizer Franken Parität zum Euro erreicht, was zum Entscheidungszeitpunkt unvorstellbar erschien – im zweiten Fall hat sich das Zinsniveau fast halbiert, obwohl es eigentlich schon „historisch“ niedrig war.

Dies beweist nur, dass grundsätzlich überall Risiken lauern, die Welt unsicherer geworden ist und die Entscheider gut beraten sind, alle denkbaren Risiken weitestmöglich zu streuen („never put all eggs in one basket“).²⁴⁾ In diesem Sinne hatten die betroffenen Kommunen nur kleine Segmente von deutlich unter 10 % der jeweiligen kommunalen Verschuldung über Fremdwährungskredite finanziert. Offensichtlich wurde aber das Aufwertungspotenzial des Franken bzw. das Abwertungspotenzial des Euro unterschätzt – genauso wie das Entwicklungspotenzial des Zinsniveaus nach unten; beides ist maßgeblich ein Resultat einer bislang unvorstellbaren EZB-Politik der Liquiditäts-„Bazooka“²⁵⁾, die möglicherweise demnächst von anderen Notenbanken in ähnlicher Form beantwortet wird. Das Wort vom „Währungskrieg“²⁶⁾ macht die Runde.

Dennoch hat die kommunale Risikostreuung unter dem Strich funktioniert: Die finanzielle Belastung der

20) MIK NRW v. 30.8.2004, 34-48.05.11-1290/04.

21) Grundlagen zum kommunalen Schuldenmanagement: Haufe Finanz Office für die öffentliche Verwaltung, Abruf aus Produktdatenbank am 3.2.2015.

22) Stadt Bochum, Bericht über das städtische Zins- und Schuldenmanagement 2013, Stand 6.10.2014.

23) Zinssicherung in der Niedrigzinsphase, Beratungsdrucksache 8/0413 vom 27.4.2010 für den Rat der Stadt Iserlohn am 18.5.2010; freiwilliges Haushaltssicherungskonzept der Stadt Iserlohn S. 55: „Zinssicherung in der Niedrigzinsphase/ Abschluss eines Mantelkreditvertrages; www.iserlohn.de/rathaus-politik/rathaus/staedtische-finanzen/haushaltssolidierung-ergebnisse.html; Abruf am 7.2.2015.

24) Zur Anwendbarkeit der Portfolio-Theorie von Markowitz auf das Schuldenmanagement: Greiner, Wann ist Zins- und Schuldenmanagement gut? Sorgfalts-, Erfolgs- und Risikomaßstäbe, Vortrag am 15.4.2010, insbesondere Folie 17; www.salzgitter.de/rathaus/downloads/Greiner_SLG-Salzgitter-2010-03-24.pdf; Abruf am 7.2.2015.

25) Handelsblatt 26.7.2013, www.handelsblatt.com/meinung/gastbeitraege/pro-und-contra-draghis-bazooka-fluch-oder-segen/8552482.html, Abruf am 7.2.2015.

26) Handelsblatt, Ein System wankt, 16.1.2015; Neue Zürcher Zeitung: Es droht ein Währungskrieg, 5.2.2015; Guido Mantega (brasilianischer Finanzminister) lt. Frankfurter Allgemeine Zeitung, www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wechselkursaus-schlaege-waehrungskrieg-11055242.html; Abruf am 7.2.2015.

Kommunen ist im Saldo – Zinslastsenkung und evtl. Wechselkursverluste – drastisch gesunken; in der öffentlichen Wahrnehmung werden natürlich nur die Wechselkursverluste skandalisiert.

8. Handlungs-Optionen

Viele der betroffenen Kommunen haben zunächst beschlossen, eine Beruhigung der Märkte, insbesondere die Wirksamkeit des EZB-Anleihenkaufprogramms und die Entwicklung der Griechenland-Krise, abzuwarten und solange die Franken-Kredite weiter zu prolongieren. Dies setzt voraus, dass die Bereitschaft zur Prolongation auch auf Bankenseite weiter besteht – trotz dort befürchteter Reputations- und Prozessrisiken wegen angeblicher Falschberatung.

Danach gibt es grundsätzlich drei Strategien:

- *Sicherungs-Szenario:*
Baldiger Ausstieg zur Vermeidung der Risiken einer weiteren Franken-Aufwertung. Dieses Szenario führt natürlich – angesichts aktueller Erwartungen eines mittelfristigen Franken-Kurses nahe der Parität – zur Realisierung der bisherigen Buchverluste.
- *Chance-Szenario:*
Mit dem „langen Atem“ wartet die Kommune auf die Chance, zumindest einmal in die Nähe des Einstiegskurses zu kommen oder in ein wirtschaftliches Umfeld, in dem sich der Wechselkurs dem „fairen“ Wechselkurs annähert. Dies entspräche aus heutiger Sicht einem Kursziel oberhalb von 1,20 Franken pro Euro (vgl. Abb. 3). Der dann erfolgende Kauf von Franken kann – zumindest im absehbar noch andauernden Umfeld niedriger Zinsniveaus – preiswert auf Termin (je nach Zinsbindungsfrist) erfolgen. Dieses Szenario kann naturgemäß – aufgrund

sich ggf. weiter verschärfender Disparitäten zwischen der Schweiz und dem Euroland – das Risiko weiterer Franken-Aufwertungen nicht ausschließen; hinzu kommt das Prolongations-Risiko, das auch zu einem ungünstigen, ungeplanten Zeitpunkt eintreten könnte.

- *Stufen-Szenario:*
Zumindest ein Teil der Kredite wird bald abgelöst, um das Gesamt-Risiko abzusenken; die restlichen Kredite könnten gestaffelt abgelöst werden, z.B. in Form einer Kurserwartung (weitere x Mio. € ab einem Kurs von y); dies ergibt einen Stufenplan zum sukzessiven Ausstieg aus den Schweizer Franken-Krediten. Damit werden Risiko und Chancen gleichermaßen reduziert; es handelt sich um eine Mischung des Sicherheits- und Chance-Szenarios, die dann besonders plausibel wird, wenn die Lage als instabil bis turbulent und die daraus erwachsenden Risiken als nicht einschätzbar und „insgesamt zu hoch“ eingestuft werden.

In einem von politischen Krisen und strukturellen Umbrüchen geprägten Umfeld ist das aktive Zins- und Schuldenmanagement schwieriger und angreifbarer geworden. Viele Risiken – nicht nur die hier diskutierten Wechselkursrisiken, sondern auch z.B. die Refinanzierungsrisiken – haben sich aufgrund der politischen, wirtschaftlichen und finanziellen Unsicherheiten enorm verschärft. Umso mehr ist ein aktives Zins- und Schuldenmanagement unverzichtbar, dessen Kernaufgabe sein muss, auf hohem Informationsniveau gut begründete, rationale und transparente Entscheidungen zu treffen – gerade weil es den berühmten „Blick in die Glasgugel“ nicht gibt.

Sanierungserlass: Zuständigkeit für die abweichende Festsetzung des Gewerbesteuermessbetrags aus Billigkeit

Erich Pinkos und Dr. Stefan Ronnecker¹⁾

1. Ausgangslage und Fragestellung

Durch das Zollkodex-Anpassungsgesetz¹⁾ ist § 184 Abs. 2 Satz 1 AO dahingehend neu gefasst worden, dass die Befugnis (der Finanzämter) zur Festsetzung von Realsteuermessbeträgen auch dann die Befugnis zu Billigkeitsmaßnahmen nach § 163 Satz 1 AO einschließt, wenn für eine solche Maßnahme (lediglich) in einem BMF-Schreiben Richtlinien aufgestellt worden sind. In der zuvor geltenden Fassung der Norm galt dies nur für Billigkeitsmaßnahmen, für die entweder in einer allgemeinen Verwaltungsvorschrift der Bundesregierung oder in einer Verwaltungsvorschrift einer obersten Landesfinanzbehörde Richtlinien aufgestellt worden sind. § 184 Abs. 2 Satz 1 AO hat nunmehr folgenden Wortlaut:

„Die Befugnis, Realsteuermessbeträge festzusetzen, schließt auch die Befugnis zu Maßnahmen nach § 163 Satz 1 ein, soweit für solche Maßnahmen in einer allgemeinen Verwaltungsvorschrift der Bundesregierung, der obersten Bundesfinanzbehörde oder einer obersten Landesfinanzbehörde Richtlinien aufgestellt worden sind.“

In der kommunalen Praxis sind vor dem Hintergrund der Neufassung zwei Fragen zur Kompetenzverteilung bei der zukünftigen Handhabung des sog. Sanierungserlasses²⁾ aufgetaucht, die auch ein Schlaglicht auf die gewerbesteuerliche Behandlung von Billigkeitsfragen allgemein werfen.

Zunächst ist die Frage erörtert worden, ob die Finanzämter bereits auf Grundlage des geltenden Sanierungserlasses zu Maßnahmen bei der Festsetzung der Gewerbesteuermessbeträge befugt sind. Der sog. Sanierungserlass stellt hierzu in Rz. 15 ausdrücklich klar,

¹⁾ Erich Pinkos ist Finanzbeamter, der Beitrag wurde nicht in dienstlicher Veranlassung verfasst. Dr. Stefan Ronnecker ist Referent für Steuern und Abgaben beim Deutschen Städtetag, Berlin.

1) Gesetz zur Anpassung der Abgabenordnung an den Zollkodex der Union und zur Änderung weiterer steuerlicher Vorschriften, BGBl. 2014 I, 2417.

2) Bundesministerium der Finanzen, Schreiben vom 27.3.2003 zur Ertragsteuerlichen Behandlung von Sanierungsgewinnen; Steuerstundung und Steuererlass aus sachlichen Billigkeitsgründen (§§ 163, 222, 227 AO), IV A 6-S 2140-8/03 = Sanierungserlass.