

### 2.2.3 Derivative Finanzinstrumente – das Debt Management für Kommunen

Aufgrund der zunehmenden Liberalisierung der internationalen Finanzmärkte seit Anfang der Achtzigerjahre drängt eine Vielzahl von innovativen Instrumenten an die Geld- und Kapitalmärkte, die auch durch die zunehmende Belastung der Kommunen kreative Lösungen der Bewältigung darstellen. Neben der Steuerung von Zinsrisiken ermöglichen diese Instrumente den kostengünstigen direkten Zugang zu den Kapitalgebern sowie eine flexiblere Handhabung und Steuerung der Schuldenpositionen und Liquiditätsströme. Diese sog. derivativen Finanzinstrumente können zwar nicht die Risiken auf einen Markt vollkommen ausschalten, aber sie bieten den Vorteil Marktrisiken zu hedgen und handelbar zu machen. Dieses Teilgebiet der Finanzierung im Zusammenhang mit dem herkömmlichen Kreditmanagement bezeichnet man aus der Sicht der Kommunen auch als Debt Management<sup>1</sup>.

Im Folgenden sollen einige ausgewählte Finanzderivate der Kommunalfinanzierung, die nicht börsennotiert sind, betrachtet werden. Dabei kann man diese grundlegend in zwei Ausprägungen unterscheiden. Die eine Ausprägung stellt die Termin- / Verpflichtungsgeschäfte und die anderen die Optionsgeschäfte dar. Eine Zuordnung der noch zu betrachteten derivativen Instrumente soll in Tabelle 1 vorgenommen werden.

Termin- /Verpflichtungsgeschäfte	Options-Geschäfte
Zinsswaps Forward-Swap Forward-Rate-Agreement	Swaption Caps, Floors und Collars

Tabelle 1: Einordnung der derivativen Finanzinstrumente<sup>2</sup>

Bei einem **Zinsswap** handelt es sich um eine vertragliche Vereinbarung zwischen zwei Partnern (in diesem Fall eine Kommune und eine Bank), die den Austausch von Zinszahlungspflichten begründet, ohne daß ein Tausch der den Zinsaufwendungen zugrundeliegenden Kapitalbeträge erfolgt. Der Tausch der Zinszahlungen, die vornämlich ein Floting-to-Fixed-Geschäft ist, vollzieht sich in einer Währung, für eine bestimmte Laufzeit und ist auf einen

<sup>1</sup> Debt Management = Schuldenmanagement; Vgl. weiterhin Merl (Kommunen), S. 15 ff, Müller (Entwicklungen), S. 109 ff, Rehm (Chancen), S. 81 f und Rickert (Instrumente), S. 431 ff.

<sup>2</sup> Vgl. in Anlehnung an Müller/Stechow (Finanzierung), S. 25.

bestimmten Kapitalbetrag bezogen.<sup>3</sup> Das Swap- oder Sicherungsgeschäft ist unabhängig von dem Grundgeschäft einer Kommune, das aus einem langfristigen Darlehen zwischen einem Kreditinstitut und der jeweiligen Gemeinde besteht. Innerhalb der Laufzeit des Kommunalkredites geht die Kommune zeitgleich durch das Swapgeschäft ein Zinsänderungsrisiko ein, indem sie einen variablen Zins (z.B. ein 6-Monats-LIBOR) zahlt und einen festen Zins von einem anderen Kreditinstitut erhält oder umgekehrt. Dabei erfolgt der Tausch der Zinszahlungen zwischen den Partnern in einer Währung, für eine bestimmte Laufzeit und bezogen auf einen bestimmten Kapitalbetrag. Die Abbildungen 1 sollen beispielhaft diesen Vorgang näher verdeutlichen.

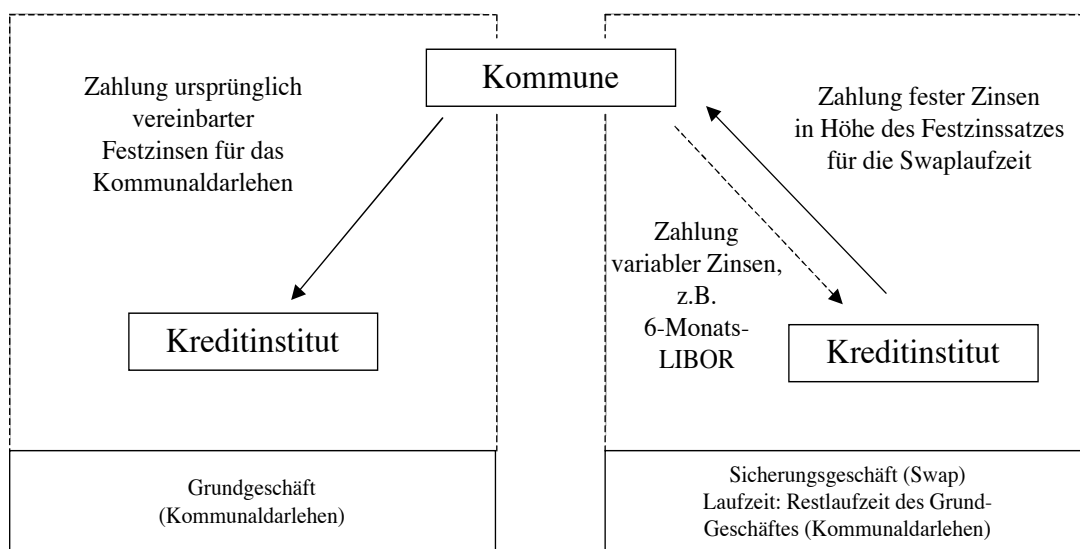


Abbildung 1: Swap-Geschäft

Für die Kommune entsteht durch das Swapgeschäft ein Vorteil, wenn sie im Rahmen einer Zinssenkung niedrigere kurzlaufende und variable Zinsen gegen höhere langlaufende Zinsen, die fest sind, tauscht. Das Risiko besteht aber, daß die variablen Zinsen aufgrund ihrer stetigen Schwankungen auch größer sein können als die festen Zinsen. Folglich erwächst der Kommune demzufolge ein Nachteil aus dem Geschäft.

Das Zinsswap-Geschäft wird immer dann vorgenommen, wenn die Zinslast von Darlehen kommunaler Gebietskörperschaften sofort reduziert werden sollen. Will die Kommune aber heute auf der Basis fester Kalkulationsgrundlagen niedrige Zinsen für ihre Anschlußfinanzierung sichern, dann kann sie dies über ein **Forward-Swap**geschäft machen. Bei einem For-

<sup>3</sup> Vgl. Bücker (Finanzinnovationen), S. 52 f, aber auch Ritsert (Investitionen), 127.

ward-Swap wird ein Zinstausch, der in der Zukunft liegt, ohne Überlassung von Kapital vereinbart.<sup>4</sup> Die Abbildung 2 soll dieses Konstrukt graphisch verdeutlichen.

Die Kommune trifft im Zinssicherungsgeschäft die Übereinkunft, daß sie bei einem gegenwärtigen Zinsswap in der Zukunft einen festen Zinssatz für eine bestimmte Laufzeit zahlt und einen variablen Zins (z. B. 6-Monats-LIBOR) empfängt. Im Grundgeschäft wird mit einem Kreditinstitut, das nicht der Bank im Zinssicherungsgeschäft entsprechen muß, der gleiche Swapsatz und eine zusätzliche Kreditmarge ausgemacht. Die Entscheidung über den Abschluß dieser Verträge hängt ebenso wie das klassische Zinsswapgeschäft von den subjektiven Einschätzungen der Zinsentwicklung des Entscheidungsträgers ab. Dieses bürgt Chancen und Risiken, denn bei einem niedrigen Darlehenszins zu Beginn der Swapplaufzeit, der günstiger ist als der Swap-Festzins plus Kreditmarge, würde im Entscheidungszeitpunkt ein Nachteil für die Gemeinde ergeben. Ferner würde sich der Entscheidungsträger immer für ein Forward-Swapgeschäft entscheiden, wenn er damit rechnet, daß der Marktzins über den Festzins steigen wird.

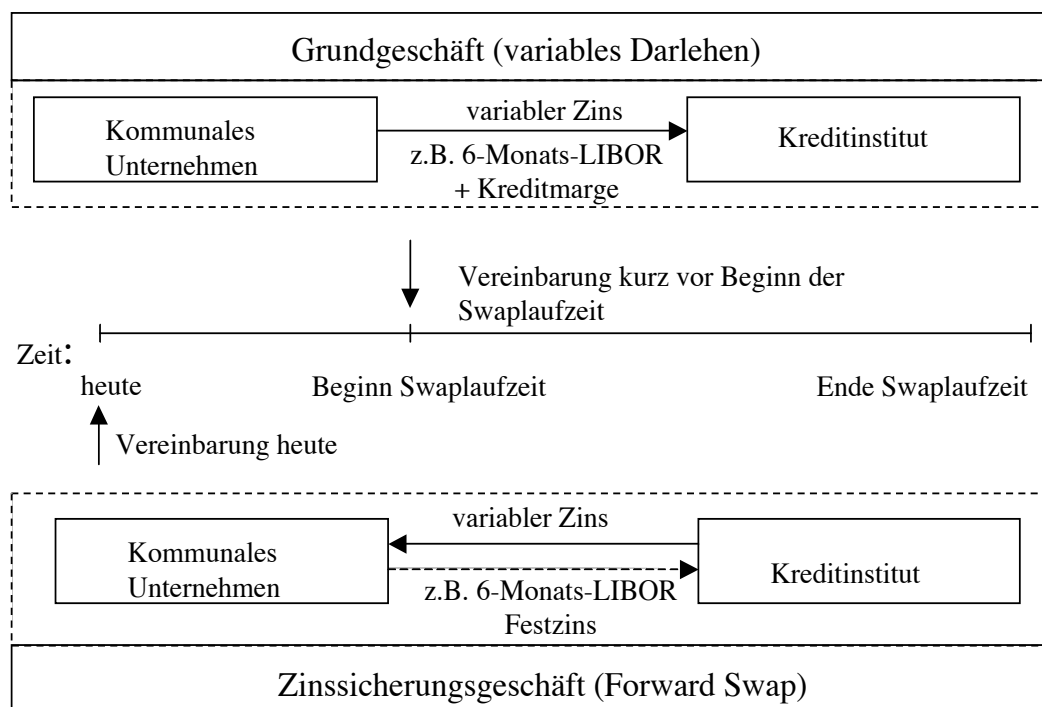


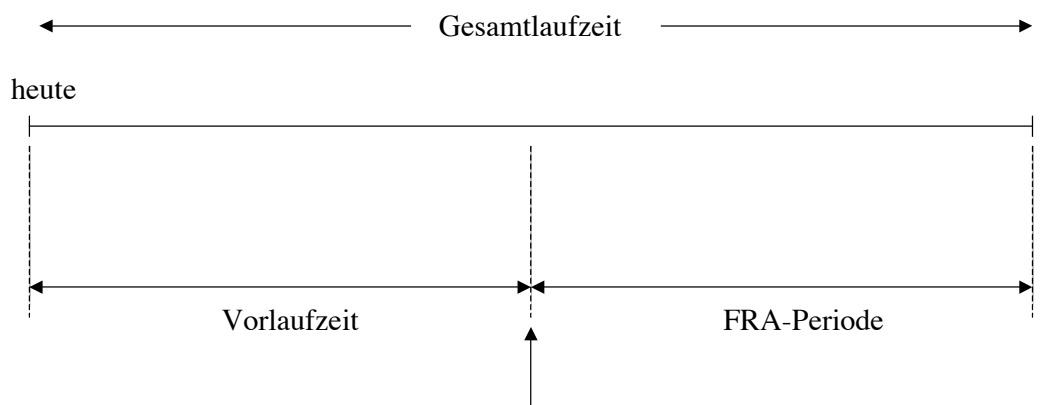
Abbildung 2: Forward Swap-Geschäft<sup>5</sup>

Das **Forward-Rate-Agreement (FRA)** ist wie der Swap neben der künftigen Kreditaufnahme ein unabhängiges Rechtsgeschäft, das im Gegensatz zum Forward-Swap ein Geldmarkt-Derivat für kurze Laufzeiten ist. Dieses derivative Finanzinstrument kann eingesetzt werden,

<sup>4</sup> Vgl. im Folgenden Kirchhoff/Henning (Derivative), S. 508 f.

<sup>5</sup> Vgl. Kirchhoff/Henning (Derivative), S. 508.

wenn die Kommune heute einen Darlehenszins für ein zukünftiges Kreditgeschäft festsetzen möchte.<sup>6</sup> Dazu schließt die Gebietskörperschaft mit einem Kreditinstitut für einen zukünftigen Zeitpunkt eine Vereinbarung, in der für einen festen Betrag ein bestimmter Zinssatz (z. B. 6-Monats- LIBOR) und ein bestimmte Laufzeit festgelegt werden. Falls der Marktzins höher oder niedriger ist als der vereinbarte Zins muß die Gemeinde oder aber das jeweilige Kreditinstitut eine Ausgleichszahlung in Bezug auf den Kreditbetrag vornehmen. Der Vorteil für die Kommune besteht darin, dass sie sich zum einen eine feste Kalkulationsgrundlage sichert und zum anderen aus Zinssteigerungen profitieren kann. Die folgende Abbildung 3 soll die Vorgehensweise bei einem FRA noch einmal näher verdeutlichen.



Zwei Bankarbeitstage vor Beginn der FRA-Periode wird der Zins für die FRA-Periode mit dem vereinbarten Zins verglichen

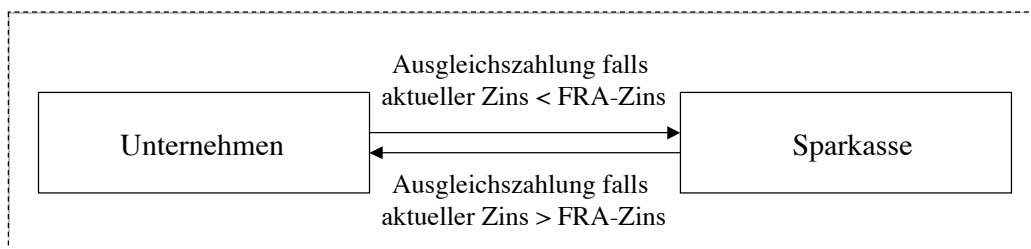


Abbildung 3: Forward-Rate-Agreement<sup>7</sup>

Einige kommunale Projekte werden durch den Bund und das jeweilige Land mit Zuschüssen finanziert, die auf deren Beantragung hin eine Reihe von Genehmigungsverfahren durchlaufen müssen. Ferner können diese nicht genehmigt werden oder werden nach ihrer Genehmigung untersagt. Das Projektende und der Investitionsstopp sind folglich unvermeidbar. Damit das Projekt weitergeführt werden kann, sollte die Kommune eine Ersatzfinanzierung, die ein

<sup>6</sup> Vgl. Rehm (Finanzwirtschaft), S. 338 f.

<sup>7</sup> Vgl. Kirchhoff/Henning (Derivative), S. 510.

zusätzliches Darlehen sein kann, miteinplanen. Mit Hilfe einer **Swaption**, das ein Kunstwort ist und aus Swap und Option besteht, kann eine Festschreibung eines künftigen Festzinses erwirkt werden, ohne daß die Gebietskörperschaft an diese Zinszusicherung fest gebunden ist.<sup>8</sup> Zudem besteht folglich für die Kommune die Möglichkeit die Festzinsvereinbarung zu nutzen oder verfallen zulassen. Ferner ist eine Swaption eine Option auf einen Forward-Swap, die verbrieft, daß der Optionskäufer durch die Zahlung einer Optionsprämie das Recht erwirbt nach einer Frist einen Zinsswap abschließen zu dürfen. Die Abbildung 4 stellen die Gundstruktur und die Vorgehensweise der Swaption nochmals dar.

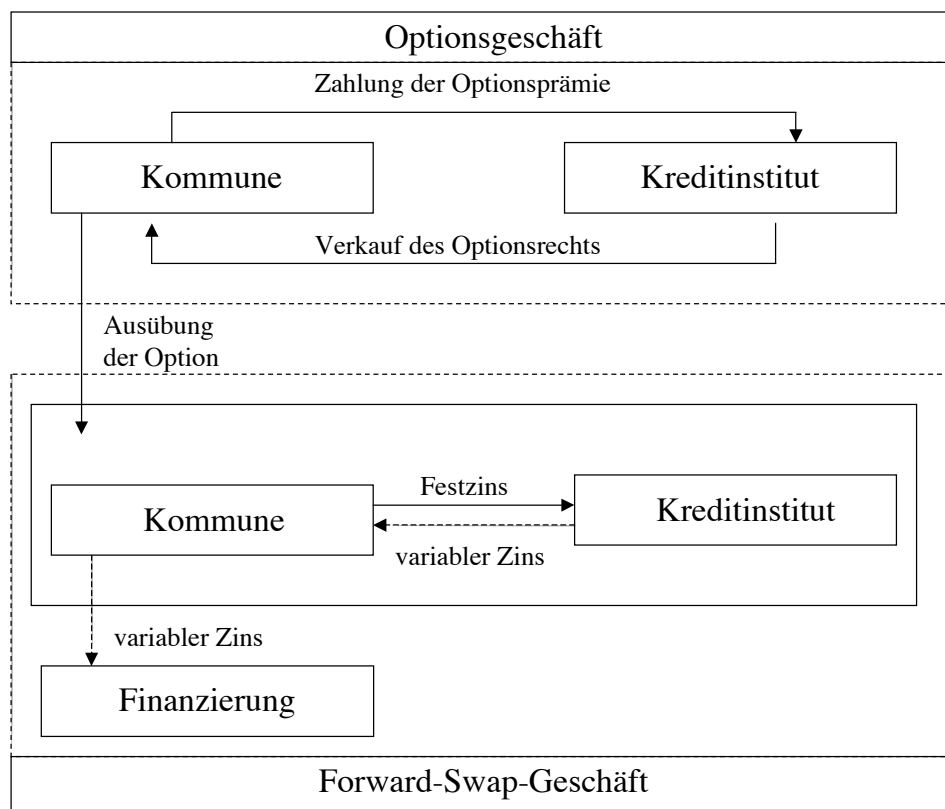


Abbildung 4: Swaption-Geschäft<sup>9</sup>

In Abhängigkeit davon, ob der vereinbarte Festzins realisiert wird oder nicht, entscheidet die Gemeinde durch den Vergleich mit dem aktuellen Kapitalmarktzins. Ein positiver Nutzen entsteht für die Gebietskörperschaft erst dann, wenn das aktuelle Zinsniveau größer ist als der Swapzins.

Weitere Finanzinstrumente mit Optionscharakter sind **Caps**, **Floors** and **Collars**, die dann zum Einsatz kommen, wenn die Gemeinde ein Darlehen mit einem variablen Zins (z. B. auf LIBOR-Basis) abgeschlossen hat und sich gegen mögliche Zinsschwankungen schützen

<sup>8</sup> Vgl. Schwarz (Steuerung), S. 36.

<sup>9</sup> Vgl. Kirchhoff/Henning (Derivative), S. 510.

möchte.<sup>10</sup> Ferner kommt ein Zins-Cap nur dann in Frage, vorausgesetzt der kommunale Entscheidungsträger befürchtet einen Zinsanstieg. Dabei wird mit einem Kreditinstitut (Cap-Verkäufer) gegen Zahlung einer Cap-Prämie eine Zinsobergrenze vereinbart. Falls der aktuelle Marktzins diese Obergrenze überschreiten sollte, kommt es durch die Bank zu Ausgleichszahlungen bezogen auf den vereinbarten Kapitalbetrag im Hinblick auf den Differenzbetrag. Dieses Vorgehen soll in Abbildung 5 nochmals graphisch dargestellt werden.

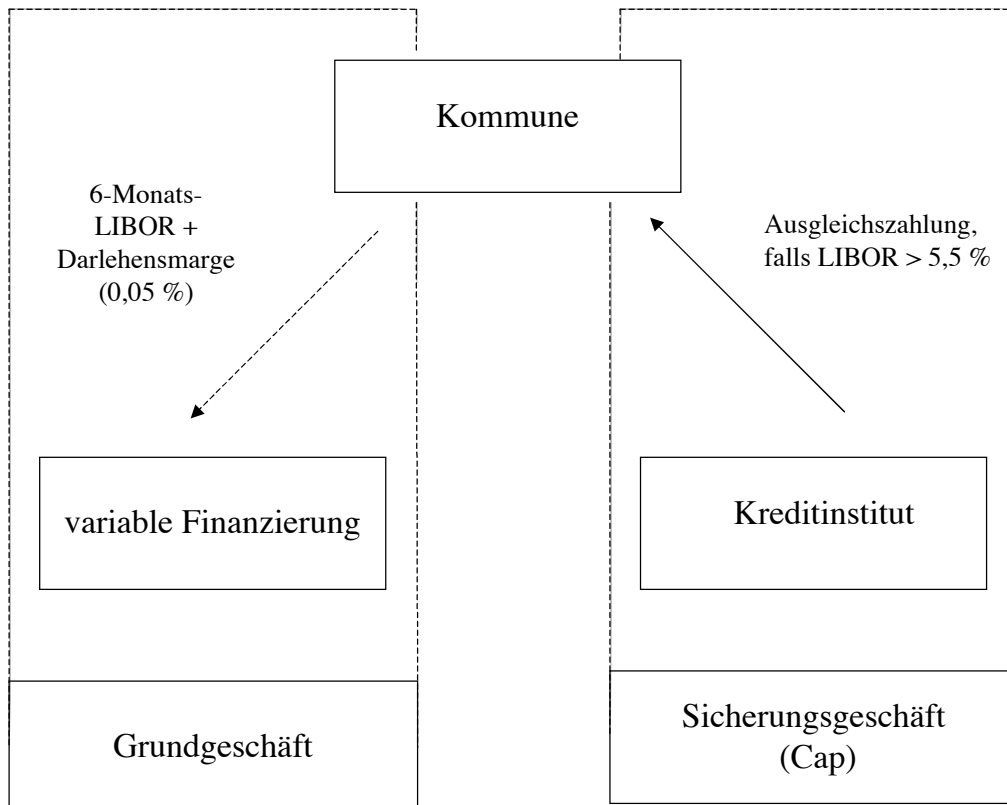


Abbildung 5: Sicherungsgeschäft durch ein Cap

Im Gegensatz dazu wird beim Zins-Floor eine Zinsuntergrenze festgesetzt, die bei einer Unterschreitung zu Ausgleichszahlung führt. Ein Collar stellt eine Kombination sowohl aus Zinsober- als auch Zinsuntergrenze dar. Die Kommune ist folglich gegen Zinsschwankung über eine Spannbreite versichert.

<sup>10</sup> Vgl. Bucker (Finanzinnovationen), S. 86 ff und Schwarz (Steuerung), S. 36.