

## → Prüfung der Wirtschaftlichkeit einer Beendigung von Swapgeschäften



Jan Hartlieb

Geschäftsführer SAM Sachsen Asset Management GmbH, Leipzig

*Swaps sind bei vielen öffentlichen Kunden als Zinssicherungsgeschäfte im Einsatz. Verglichen mit anderen Finanzinstrumenten besitzen sie aber Nachteile. Aufgrund der aktuell extrem günstigen Finanzierungsbedingungen für langfristige Kreditaufnahmen ist es daher angebracht, eine Überprüfung des weiteren Einsatzes von Swaps vorzunehmen. Hierfür ist es allerdings erforderlich, auch die zukünftige Zinsentwicklung zu berücksichtigen. Der Beitrag zeigt auf, wie die Wirtschaftlichkeit einer Umschuldung von Zinsswaps durch klassische Festzinsdarlehen untersucht und dokumentiert werden kann.*

Swaps sind bei deutschen Kommunen, Eigenbetrieben und Zweckverbänden überwiegend nur noch in Form konnexer Payer- oder Receiver-swaps als zinssichernde Bewertungseinheit mit entsprechenden Krediten im Einsatz. Alle anderen Swapvarianten dürften in den letzten Jahren in Folge der entstandenen Verluste bzw. der in vielen Bundesländern erfolgten Aufarbeitungen durch Landesrechnungshöfe, Kommunalaufsicht, Politik oder Öffentlichkeit identifiziert und beendet worden sein.

Kombiniert mit variabel verzinsten Darlehen bilden Payerswaps sogenannte »synthetische Festzinsdarlehen« und sind in dieser Form sinnvolle Zinssicherungsgeschäfte. Die Marktwerte dieser Derivate schwanken zwar mit dem Zinsniveau, dies ist bei konnexen Geschäften aber unproblematisch, weil der Zinssatz des dazugehörigen variabel verzinsten Darlehens ebenfalls schwankt und zwar entgegengesetzt zur Marktwertveränderung der Swaps. Die Vor- und Nachteile aus Zinsveränderungen gleichen sich zwischen Derivat und Darlehen also aus.

Dennoch sind mit solchen Geschäften Nachteile gerade für öffentliche Kunden verbunden, was hier nur ansatzweise an drei typischen Aspekten gezeigt werden soll:

Erstens bestehen bereits beim Vertragscontrolling höhere Bearbeitungsaufwände. Statt nur für ein Geschäft die regelmäßigen Zinsabrechnungen überprüfen zu müssen, wie es bei einem klassischen Festzinskredit sehr einfach der Fall wäre, sind beim synthetischen Festzinskredit jeweils zwei Zinsabrechnungen zu überprüfen, die beide eine höhere Komplexität aufweisen als ein Festzinskredit. Auch die regelmäßigen Marktwertmitteilungen der Bank zum Swap, die es beim Festzinskredit nicht gibt, müssen zumindest plausibilisiert werden. Hier besteht aber das Problem, dass öffentliche Kunden üblicherweise nicht über die finanzmathematischen Fähigkeiten verfügen, Swaps selbst zu bewerten. Für diejenigen Kunden, die doppelt bilanzieren, bestehen noch weitergehende Pflichten, schließlich müssen Bewertungseinheiten zwischen Swap und Kredit gebildet und deren Effektivität nach verschiedenen Kriterien regelmäßig überprüft sowie dokumentiert werden. Außerdem

sind Rückstellungsbedarfe zu untersuchen und jedes Jahr Erläuterungen zu den Derivaten und ihren Marktwerten im Anhang vorzunehmen.

Ein direkter monetärer Nachteil von Zinsswaps ist zweitens der aktuellen Besonderheit negativer Zinsen zuzuschreiben. Während Banken bei variabel verzinslichen Darlehen weit überwiegend negative Zinsen ausschließen, dem Kreditnehmer also keinen Darlehenszins auszahlen, sondern diesen bei 0 % p.a. bzw. teilweise sogar auf Höhe der Kreditmarge nach unten begrenzen, ist die Vorgehensweise bei Swaps gänzlich anders. Hier werden Negativzinsen standardmäßig berücksichtigt, was bei Payerswaps dazu führt, dass der Kunde neben dem Festzins zusätzlich auch den negativen variablen Zins des Swaps zahlen muss. Dies führt zu einer unerwarteten Verteuerung synthetischer Festzinsdarlehen im Vergleich zu klassischen Festzinskrediten, und zwar so lange, wie die kurzfristigen Zinsen im negativen Bereich sind, also für einen aus heutiger Sicht noch unbekannt langen Zeitraum.

Drittens sind Swaps, aufgrund ihres in der Vergangenheit häufig problematischen Einsatzes als Spekulationsinstrument immer wieder Gegenstand kritischer Betrachtungen seitens der Landesrechnungshöfe, der Kommunalaufsicht, der Politik und Öffentlichkeit. Beispielhaft kann dies aktuell in Sachsen-Anhalt beobachtet werden, wo ausgelöst über eine bis heute laufende Aufarbeitung des Landesrechnungshofes bei Kommunen und Zweckverbänden inzwischen sogar ein parlamentarischer Untersuchungsausschuss zum Thema Derivate eingesetzt wurde. Häufig besteht dabei ein gewisser Pauschalverdacht der Aufsichtsorgane und der Öffentlichkeit, auch bei konnexen und zinssichernden Swaps. Die Beantwortung kritischer Nachfragen, das Beschreiben der abgeschlossenen Geschäfte, ihrer Wirkungsweise und ihres Risikogehalts, die Erläuterung von Marktwertveränderungen usw. »kostet« Kapazitäten, die bei der Finanzierungsalternative Festzinskredit nicht anfielen.

Schon aus diesen Gründen erscheint es angebracht, den Einsatz von Swaps grundsätzlich in Frage zu stellen. Dabei geht es nicht nur um den zukünftigen Einsatz, also einen eventuellen Verzicht, weitere Swaps abzuschließen, sondern auch um bereits bestehende Geschäfte. Schließlich würde eine vollständige Beendigung des Swapeinsatzes die vorgenannten Nachteile beenden. Hinzu kommt, dass aufgrund der aktuellen Zinssituation momentan langfristig historisch günstige Finanzierungsmöglichkeiten bestehen. Die Zinslast einer jetzt durchgeführten Umschuldung eines variablen Darlehens mit dazugehörigem Payerswap durch einen klassischen Festzinskredit mit langfristiger Zinsbindung kann ggf. erheblich reduziert werden. Allerdings können Payerswaps, aufgrund des deutlichen Zinsrückgangs der letzten Jahre, abhängig von ihrer Restlaufzeit aktuell negative Marktwerte aufweisen. Ihre vorzeitige Beendigung verursacht also Auflösungskosten, die vergleichbar zu Vorfälligkeitsentschädigungen bei Festzinskrediten sind.

Da öffentliche Kunden zum wirtschaftlichen Handeln verpflichtet sind, ist zu prüfen, ob die Vorteile einer Auflösung von Derivaten (also das Beenden der o.g. Punkte und ein Erreichen deutlicher Zinssatzsenkungen) die damit verbundenen Nachteile (d.h. die Zahlung von Auflösungskosten des Swaps) übersteigen. Wirtschaftlich wäre eine solche

Umschuldung in klassische Festzinskredite bei heutigen Zinskonditionen dann, wenn die neue Kreditlaufzeit die des bisherigen Derivats übersteigt und die Zinsen in Zukunft über das aktuell im Markt eingepreiste Niveau steigen. Bei Verbleib im Swap wäre an dessen Laufzeitende sonst eine Anschlussfinanzierung aufzunehmen, die ggf. deutlich über den aktuellen langfristigen Konditionen liegt.

Dies zeigt aber auch, dass für eine solche Wirtschaftlichkeitsüberprüfung die unsichere zukünftige Zinsentwicklung berücksichtigt werden muss. Dabei gilt, dass eine aus heutiger Sicht getroffene Entscheidung natürlich nicht zwingend auch im Rückblick die günstigste sein muss. Da niemand die Zukunft sicher vorhersagen kann, kann es durchaus rückblickend Handlungsalternativen geben, die vorteilhafter gewesen wären. Wichtig ist stattdessen, dass die Entscheidung auf Basis der heute vorhandenen Informationen die wirtschaftlichste Alternative darstellt und die Entscheidungsgrundlage sauber und nachvollziehbar dokumentiert wird. Die Entscheidung muss also ex ante und nicht ex post wirtschaftlich sein.

Für die Wirtschaftlichkeitsanalyse einer möglichen Umschuldung von Swaps muss also mit Annahmen zur zukünftigen Zinsentwicklung gearbeitet werden, die dann beiden Handlungsalternativen (1. Fortführung der Swaps, 2. Umschuldung in Festzinskredite) zu Grunde gelegt wird. Für die Ableitung solcher Annahmen bestehen mehrere Möglichkeiten: Neben willkürlichen oder systematischen Zinsszenarien, also relativ einfachen Annahmen zur zukünftigen Zinsentwicklung bzw. der Nutzung der Zinsmeinungen von Banken und Volkswirten, können auch komplexe finanzmathematische Simulationen durchgeführt werden, die die Schwankungsbreite der historischen Zinsentwicklung berücksichtigen und daraus Wahrscheinlichkeiten für eine Vielzahl potentieller Zinsszenarien ableiten.

Ein bloßes Orientieren am Forwardzins ist nicht empfehlenswert. In der Vergangenheit hat sich der Forward als schlechter Indikator für die zukünftige Zinsentwicklung erwiesen. Zudem enthält er keine Information über die Bandbreite der von den Marktteilnehmern tatsächlich erwarteten Zinsen und deren Wahrscheinlichkeiten. Eine Ableitung

von impliziter Eintrittswahrscheinlichkeiten ist hingegen durch eine systematische Auswertung der am Kapitalmarkt für bestimmte Finanzinstrumente bezahlten Preise möglich. Die Preise selbst geben dabei noch keinen Hinweis auf die erwarteten Wahrscheinlichkeiten für die zukünftige Zinsentwicklung, diese können jedoch mittels finanzmathematischer Methoden ermittelt werden. Somit können »Wahrscheinlichkeitstrichter« abgeleitet werden, die dann für eine Wirtschaftlichkeitsbetrachtung genutzt werden können. Die nachfolgende Grafik verdeutlicht dies anhand eines 90 % Wahrscheinlichkeitsintervalls des 10-Jahres-Zinssatzes, das heißt, Zinsentwicklungen, die über oder unter diesen Trichter hinausgehen, werden derzeit vom Kapitalmarkt nur mit einer Eintrittswahrscheinlichkeit von jeweils unter 5 % gepreist

Im Ergebnis ließen sich so finanzmathematisch fundierte und auf unabhängige Marktdaten fußende Aussagen ableiten, wie z.B., dass auf Basis der aktuellen Marktwahrscheinlichkeiten die vorzeitige Beendigung eines Swaps gegen Umschuldung in einen Festzinskredit mit einer bestimmten Laufzeit mit deutlich über 50 %iger Wahrscheinlichkeit wirtschaftlich vorteilhaft sein wird und welche Höhe der durchschnittlich zu erwartende Vorteil besitzt. Umgekehrt lassen sich fundierte Aussagen dazu treffen, mit welcher impliziten Wahrscheinlichkeit die Marktteilnehmer aktuell mit einem Zinsszenario rechnen, in dem während der Gesamtlaufzeit aus der Entscheidung ein Nachteil entsteht.

Natürlich wird auch diese Methode nicht die Zukunft sicher vorhersagen können. Sinnvoll ist daher eine Kombination mehrerer Varianten. Diese sollte dann Grundlage einer umfassenden Wirtschaftlichkeitsuntersuchung sein. Wie aktuelle Beispiele aus unserer Beratungspraxis zeigen, ist damit im aktuellen Zinsumfeld eine vorzeitige Beendigung des Swap-einsatzes gegen Umschuldung in Form von langlaufenden Festzinskrediten häufig als wirtschaftlich vorteilhaft anzusehen. Die anfallenden Auflösungszahlungen zur vorzeitigen Beendigung von Swaps wären dabei, entsprechend den Umgang mit Vorfälligkeitsentschädigungen bei Festzinskrediten, in der Umschuldung durch erhöhte Kreditvolumina mitzufinanzieren. Die einleitend genannten Nachteile, die mit dem bisherigen Derivateinsatz verbunden sind, würden dann zusätzlich entfallen.



Figure 1: Entwicklung des 10-Jahres-Zinses in den letzten 20 Jahren sowie Marktprognose für die nächsten 10 Jahre. Der Forward entspricht dem Erwartungswert, die Bandbreiten des Trichters werden mit Wahrscheinlichkeiten von 5 % nicht über- bzw. unterschritten. Die Wahrscheinlichkeiten sind dabei aus Marktpreisen von Finanzinstrumenten abgeleitet und bilden somit implizite Wahrscheinlichkeiten.