

Beitrag zur öffentlichen Anhörung im Finanzausschuß des Deutschen Bundestags  
zum Thema

**„Zins-Swap-Geschäfte deutscher Banken mit Gemeinden und  
mittelständischen Unternehmen“**

am Mittwoch den 6. April 2011 im Sitzungssaal des Finanzausschusses.

**Einsatz von Zinsderivaten zur Steuerung der Zinsausgaben der Kommunen**

**1. Entwicklungen am Kapitalmarkt**

Seit Beginn der 90er Jahre hat der Kapitalmarkt sich zu einem korrespondierenden System von drei Teilmärkten, dem Kassamarkt, dem Markt für den Tausch von Zinssätzen (Swapmarkt) und dem Markt für Optionen auf Zinssätze in der Zukunft (Optionsmarkt) entwickelt. Die Funktionsweise des Kassamarkts ist uns aus dem Alltag geläufig: Wer einen Kredit braucht, ermittelt die Bank mit dem günstigsten Angebot und verhandelt dort über das benötigte Kapital **und** die Zinsen in einem Vorgang. Anders verhält es sich dagegen am Swapmarkt und Optionsmarkt. Hier wird nicht mit Kapital gehandelt, sondern mit Erwartungen über künftige Zinssätze. In einem einfachen Zinsswap geben die Marktteilnehmer ihren Zinserwartungen dadurch Ausdruck, daß sie z.B. bereit sind, einen festen Zinssatz in einen variablen Zinssatz zu tauschen oder umgekehrt. In Zinsoptionen zahlt man z.B. für die Zusage eines bestimmten Zinssatzes in fünf Jahren einen Preis, die sog. Optionsprämie, oder man erhält die Optionsprämie von einem anderen Marktteilnehmer im Gegenzug für die Garantie eines bestimmten Zinssatzes in der Zukunft .

Bindeglied zwischen dem Kassamarkt, dem Swap- und dem Optionsmarkt sind die sog. Referenzzinssätze. Referenzzinssätze sind Zinssätze, auf die sich die Marktteilnehmer als Verzinsung der variablen Elemente im voraus einigen. Sie werden für den Geldmarkt bankarbeitstäglich für die Laufzeiten bis 12 Monate festgelegt („gefixt“). Die Festlegung erfolgt nach einem anerkannten Verfahren durch eine Gruppe ausgewählter Banken innerhalb der europäischen Währungsunion. Diese Referenzzinssätze heißen Euribor oder

Eonia (Euribor = Euro interbank offered rate; Eonia = Euro overnight index average; weitere Informationen im Internet unter euribor.org). Die Swap-Sätze sind Festsätze für den Laufzeitenbereich von 1 bis zu 60 Jahre und spiegeln die Markttrendite ohne Risikoadjustierung wider. Die Swapsätze werden laufend von sog. Marketmakern veröffentlicht; sie haben jedoch keinen amtlichen sondern nur indikativen Charakter.

Die im Swap- und Optionsmarkt eingesetzten Instrumente werden mit dem Sammelbegriff **Zinsderivate** belegt. „Derivat“ deshalb, weil sie von einem der Kapitalbeschaffung dienenden Grundgeschäft „abgeleitet“ sind. Sie sind finanzierungstechnisch dazu geeignet, bereits heute die künftig auf die öffentliche Schuld mit Sicherheit anfallenden Zinsausgaben zu steuern.

## **2. Potenzial der Derivate zur Optimierung des Haushaltstitels „Zinsen für Darlehen aus Kreditmarktmitteln“**

Die grundlegende Innovation, die mit dem Einsatz von Zinsderivaten im Schuldenmanagement der öffentlichen Hand möglich geworden ist, besteht darin, die Zinssteuerung zeitlich, sachlich und institutionell getrennt von der Kapitalbeschaffung ausführen zu können. Zu den Zeiten, in denen Derivate noch nicht zur Verfügung standen, wurden Kredite im wesentlichen im Zeitpunkt des Bedarfs beschafft. Hatte man Pech und geriet in eine Hochzinsphase, mußte man einen hohen Satz akzeptieren. Hatte man Glück und war bei tiefen Zinsen am Markt, konnte man sich der mäßigen Zinsbelastung nur in dem Maße erfreuen, wie gerade Kapitalbedarf bestanden hat. Seit dem Kämmerer Derivate zur Verfügung stehen, haben sich die Verhältnisse grundlegend geändert. Auch bei ausreichender Liquidität in der Kasse kann der Kämmerer tätig werden. Er beobachtet neben dem ihm vertrauten Kassamarkt stetig die Entwicklung am Swap- und Optionsmarkt und vergleicht die Marktentwicklung mit seinem Konzept. Kommt er dabei zu dem Schluß, daß die aktuelle Zinslandschaft geeignet ist, die in seinem Konzept festgehaltenen Ziele zu verwirklichen, kann er zeitlich unabhängig vom Mittelbedarf und damit auch sachlich getrennt von einer Darlehensaufnahme Geschäfte am Swap- und Optionsmarkt abschließen und so seine Zinsausgaben steuern. Institutionell kann er ein solches Geschäft mit der Bank eingehen, die unter Abwägung von Risiko und Preis das für ihn beste Angebot unterbreitet hat, ohne daß mit dieser Bank auch das der Kapitalbeschaffung dienende Darlehen als Grundgeschäft kontrahiert werden müßte.

So kann der Kämmerer z.B. auf dem Optionsmarkt eine mit seinem Konzept kompatible Zinsobergrenze (Cap) kaufen und einem im Bestand befindlichen variablen Darlehen

zuordnen. Es wäre auch möglich, diesen mittels Cap gesicherten Zinssatz zu einem späteren Zeitpunkt mit einem anderen variablen Darlehen zu verbinden, das wie gewohnt am Kassamarkt aufgenommen wird. Am Swapmarkt, das ist der Markt auf dem Zinssätze getauscht werden, ohne Darlehen zu bewegen, kann der Kämmerer unter geeigneten Konstellationen durch ein Swap-Geschäft, das heißt durch einen Tausch von fest in variabel oder umgekehrt Finanzierungsvorteile erzielen. Mit einem Swap kann auch die Zinsbelastung für einen Darlehensabschluß, der bereits einige Jahre zurückliegt, vorteilhaft verändert werden. Mit dem Instrument Forward Swap kann eine aktuell gegebene Zinskonstellation für eine in der Zukunft („Forward“) mit Sicherheit anstehende Darlehensaufnahme, man denke hier an die festliegenden Umschuldungen, genutzt werden.

### **3. Organisatorische und rechtliche Anforderungen an den Einsatz von Derivaten**

Bevor eine Kommune Derivate zur Optimierung und Steuerung ihrer Zinsausgaben einsetzt, sollte sie die dafür organisatorisch und rechtlich notwendigen Voraussetzungen schaffen. Inzwischen liegen hierfür Blaupausen in Form von Musterdianstweisungen der kommunalen Spitzenverbände vor ( z. B. Deutscher Städtetag, Kommunales Zins- und Schuldenmanagement; DST-Beiträge zur Finanzpolitik, Heft 14, 2007), die jede Kommune auf ihre Verhältnisse anpassen kann. Im Ergebnis könnte dann der Rat über „Richtlinien zum Einsatz von Derivaten“ entscheiden und die Verwaltung hätte dann einen zuverlässigen Rechtsrahmen.

In diesen Richtlinien wäre geregelt, welche Arten von Derivaten zulässig sind, welche Stellen über den Abschluß entscheiden und wer für die Kontrolle der Abschlüsse zuständig ist. Des weiteren wäre eine sog. Derivatquote festzulegen, also eine quantitative Begrenzung der Abschlüsse. Hinsichtlich der zulässigen Arten von Derivaten könnte der Rat festlegen, dass nur einstufige Instrumente kontrahiert werden dürfen und dass das Eingehen komplexer Vertragsstrukturen untersagt ist. Ebenso könnte Geschäfte in fremder Währung ausgeschlossen werden. Eine abschließende Auflistung der zulässigen Instrumente könnte beispielhaft wie folgt aussehen: Tausch variabler gegen feste Zinszahlungsverpflichtungen und umgekehrt (Swap); Kauf- und Verkauf von Zinsobergrenzen (Cap) und Zinsuntergrenzen (Floor); Kombination aus Zinsober- und Untergrenzen in Form eines Zinskorridors (Collar); Kauf und Verkauf des Rechts auf vorzeitige Kündigung einer Darlehensvereinbarung (Call oder Put); Termingeschäfte im Geldmarkt (Forward Rate Agreements) und Kauf und Verkauf von Optionen auf Zinsswaps.

Neben der quantitativen Begrenzung des Derivateinsatzes mittels der o.a. Derivatquote sollte dem kommunalen Schuldenmanagement seitens des Rats auch eine Vorgabe für die Höhe des zulässigen Zinsänderungsrisiko gemacht werden. Mit dieser Vorgabe wird festgelegt, wie hoch der Anteil am Schuldenstand sein darf, der in der jeweils laufenden Haushaltsperiode fällig wird und am Kapitalmarkt mittels Umschuldung zu refinanzieren ist. Je nach der Lage am Kapitalmarkt (z.B. Hochzinsniveau, Inversität etc.) beeinflusst diese Risikoposition die Höhe der Zinsausgaben. Als Maßzahl für das Zinsänderungsrisiko könnte z. B. die Relation „25 zu 75“ vorgegeben werden; das heißt, pro Haushaltsjahr dürfen die variablen Zinspositionen und die Umschuldungen zusammen nicht mehr als 25% des Schuldenstands betragen.

Weitere in einer Richtlinie festzulegende Anforderungen an den Einsatz von Derivaten beziehen sich auf das Prinzip der Konnexität und auf die Dokumentation der wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit des Derivats im Zeitpunkt des Abschlusses. Mit dem Erfordernis der Konnexität wird sichergestellt, dass Derivate nicht frei schwebend, möglicherweise induziert durch Spekulation auf eine bestimmte Zinsentwicklung, kontrahiert werden, sondern immer nur in Bezug auf ein der Finanzierung des Haushalts dienendes Grundgeschäft. Im Rahmen dieser Betrachtung kann dann die Wirtschaftlichkeit des Derivateinsatzes dokumentiert werden. Es wird dargestellt, wie hoch in Bezug auf das Grundgeschäft die Zinsausgaben mit und ohne Derivateinsatz gewesen wären.

Weitere Elemente in den Richtlinien wären die Festlegung von Anforderungen an das Berichtswesen über den Einsatz der Zinsderivate und an das Controlling. Auch hier gelten die für das Verwaltungshandeln üblichen Standards der Transparenz und das bewährte Vieraugenprinzip.

#### **4. Notwendige Investitionen in Personal, Software und Informationsbeschaffung**

Es versteht sich von selbst, dass das mit Einsatz von Zinsderivaten betraute Personal über ein Grundwissen in Finanzmathematik und über die Funktionsweise der Märkte verfügen sollte. Es sollte immer der Anspruch bestehen, mit den Marktpartnern auf gleicher Augenhöhe verhandeln zu können. Entsprechend diesem Anspruch sind regelmäßige Fortbildungen und die Teilnahme an Informationsveranstaltungen der Marktpartner angesagt. Ein unverzichtbarer Beitrag für die Qualifikation des Personals leistet die interkommunale Zusammenarbeit. Die kommunale Ebene sollte -- analog der seit Jahrzehnten unter den Bundesländern geübten Praxis -- Strukturen aufbauen und pflegen, innerhalb derer sich die mit dem Debtmanagement betrauten Personen regelmäßig über

Produkte, Konditionen, Marktpartner und vertragliche Gestaltungen austauschen. In diesem Zusammenhang kann u. a. für alle Beteiligten sehr effizient erörtert werden, welche Software kommunaltauglich ist und welche Wege für die zielgerichtete Beschaffung von Marktinformationen in Frage kommen. Hinsichtlich der für Software und Informationsbeschaffung anfallenden Ausgaben sollten die Kommunen stets berücksichtigen, dass diese Ausgaben echte Investitionen in die Qualität des Verwaltungshandelns darstellen und sich mit Sicherheit amortisieren werden.

## **5. Hinweise zum Einsatz von Zinsderivaten in der täglichen Praxis**

Der zielgerichtete und verantwortungsbewußte Einsatz der Derivate setzt voraus, daß die Gemeinde über ein solides mittelfristiges Konzept der Finanzplanung verfügt, in dem fest gelegt ist, wie sich die Verschuldung und die Ausgaben für Zinsen in künftigen Haushaltsperioden entwickeln. Die operative Bedeutung des Konzepts besteht für den Kämmerer darin, daß er die Auswirkungen jeder Entscheidung über eine Kreditaufnahme und den Einsatz eines Derivats bereits im Planungsstadium auf dieses Konzept projizieren und damit bewerten kann. Nur wenn sich ein positiver Beitrag zur Umsetzung des Konzepts ergibt, wird er eine bestimmte Kreditvariante (lang oder kurz, fest oder variabel) ggf. verbundenen mit einem Derivat auch umsetzen. Läßt sich das Konzept nicht umsetzen - etwa wegen stark geänderter Marktverhältnisse - bedarf das Konzept der Anpassung. Hinsichtlich der Wahl des Konzepts gibt es keine allein gültigen Maßstäbe. Jede Gemeinde muß für sich bestimmen, wie sich die Zinsausgaben entwickeln sollen (bzw. dürfen). Hieran ist dann der Einsatz von Derivaten auszurichten.

Die Konzeptentwicklung könnte sich z. B. daran orientieren, künftigen Haushalten absolute Vorgaben für die zulässige Höhe der Zinsausgaben zu machen. Hierbei wird man von der Höhe der Schulden ausgehen und zunächst die bestehenden Zinsbindungen quantifizieren und zusätzlich für die neuen Schulden und künftigen Umschuldungen Annahmen hinsichtlich der vermuteten Zinsentwicklung machen. Auf dieser Grundlage werden dann mit der Haushaltsentwicklung vertretbare absolute Vorgaben für die Entwicklung der Zinsausgaben abgeleitet. Demnach gibt es dann pro Haushaltsperiode als Planungsvorgabe eine absolute Obergrenze für Zinsausgaben. Weiter sollte das Konzept ein bewertendes Element bzw. eine Kennziffer für Optimalität enthalten. Hierbei könnte man auf die Entwicklung der durchschnittlichen Verzinsung der eigenen Schulden insgesamt abstellen und diesen Wert mit Eckdaten aus der Finanzstatistik vergleichen.

## 6. Abschließende Bemerkungen

Die Schulden der kommunalen Ebene sind inzwischen auf gut 125 MrdEUR angewachsen. Selbst wenn es gelingen sollte, die Neuverschuldung zu begrenzen bzw. ganz zu vermeiden, wird der Schuldenstand weiter bestehen und bewirtschaftet werden müssen. Die Bewirtschaftung erfolgt traditionell in der Weise, dass fällige Schuldtitel durch die Begebung von neuen Titeln umgeschuldet werden. Zentrales Problem der Umschuldung ist die Steuerung des Zinsänderungsrisikos; das heißt, je nach Ausführung der Umschuldung in Abhängigkeit von der jeweils gegebenen Marktlage wird der Haushalt in den Folgejahren mit gleich hohen, geringeren oder höheren Zinsausgaben belastet sein. Angesichts des inzwischen erreichten fühlbaren quantitativen Anteils der Zinsausgaben am Haushaltsvolumen beinhaltet das Zinsänderungsrisiko ein nicht zu vernachlässigendes Störpotenzial für die Gestaltung der kommunalen Haushalte. Es liegt deshalb auf der Hand, alle verfügbaren Instrumente im Hinblick auf die Begrenzung dieses Störpotenzials zu nutzen. Zinsderivate können hier einen Beitrag leisten, sofern sie fachgerecht eingesetzt werden. Hierfür sind seitens der Kommunen im oben beschriebenen Sinne die notwendigen Voraussetzungen zu schaffen. Dazu gehören neben der Schaffung der rechtlichen Voraussetzungen in erster Linie die Qualifizierung des Personals verbunden mit einer hinreichenden Ausstattung an Software und Informationsmedien.

Auf dieser Grundlage können die Kommunen auf gleicher Augenhöhe mit dem Bankensektor kommunizieren und einen fachlich fundierten Dialog über Kapitalmarktprodukte führen. Im Laufe der Zeit wird jeder Kämmerer sehr schnell in der Lage sein, die Spreu vom Weizen zu trennen. Er wird die Partner auf der Bankseite danach sortieren, wie gut sie ihn dabei unterstützen, die für seine Kommune passenden Instrumente zu entwickeln und zu fairen Preisen anzubieten. Des weiteren empfiehlt es sich, das allseits bewährte Instrument der interkommunalen Zusammenarbeit auch auf die gemeinsame Aufgabe Schuldenmanagement anzuwenden. Schließlich und endlich sollte der Kämmerer immer die im angelsächsischen Bereich gängige Redeweise „There is no free lunch“ im Hinterkopf haben, denn jedes Derivat ist ein Kontrakt, der nur deswegen zustande kommt, weil der Partner auf der anderen Seite sich davon einen Vorteil verspricht.