



## Sicherungsbeziehungen im kommunalen Schuldenportfolio

Der Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V. hat im Jahr 2014 eine Norm entwickelt, die beschreibt, wie Kommunen sinnvoll und gewissenhaft Standardderivate zur Sicherung ihrer Schuldenportfolios einsetzen können:

1. Finanzinstrumente (Derivate) sind zur Absicherung von Risiken in Grundgeschäften einzusetzen. Damit werden sie zu Sicherungsinstrumenten.
2. Werden Finanzinstrumente (Derivate) eingesetzt, ist ein funktionsfähiges Risikosteuerungssystem einzurichten.
3. Finanzinstrumente (Derivate) sind wirtschaftlich einzusetzen.

*Abbildung 1: Die Norm für öffentliche Zinssteuerung 03-2014: Entscheidungsgrundlage für öffentliche Haushalte*

Werden Risiken aus Grundgeschäften mit Finanzinstrumenten (Derivaten) abgesichert, treten diese regelmäßig in eine sogenannte **Sicherungsbeziehung**.

Diese Fachinformation befasst sich mit der Fragestellung, wie eine derartige Verbindung zwischen Grundgeschäft und Sicherungsinstrument in der kommunalen Praxis aufgebaut werden kann.<sup>1</sup> Grundlage hierfür bilden die allgemein anerkannten und eng gefassten Regeln für Sicherungsbeziehungen im Handelsgesetzbuch.<sup>2</sup> Die im § 254 HGB gesetzlich verankerte und durch das Institut der Wirtschaftsprüfer<sup>3</sup> ausführlich beschriebene „Generalnorm“ regelt die Absicherung finanzieller<sup>4</sup>, und nicht wie gelegentlich argumentiert wird, bilanzieller Risiken. Zahlreiche kommunale Aufsichtsbehörden legen bereits diesen Leitfaden zu Grunde, um den kommunalen Derivateeinsatz zu überprüfen.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Vgl. Norm für öffentliche Zinssteuerung 03-2014, Punkt 1.

<sup>2</sup> Vgl. § 254 HGB in Verbindung mit IDW RS HFA 35; Das Handelsgesetzbuch (HGB) gilt zwar direkt nicht für Kommunen; Im § 254 HGB findet sich jedoch die „Generalnorm“ für Sicherungsbeziehungen, im IDW RS HFA 35 werden darauf aufbauend die äußerst restriktiven Regeln für einen Derivateinsatz beschrieben

<sup>3</sup> Institut der Wirtschaftsprüfer (IdW): Eingetragener Verein, der die Arbeit der Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften fördert und unterstützt mit rund 13.000 ordentlichen Mitgliedern

<sup>4</sup> Vgl. IDW RS HFA 35, Textziffer 21: „§ 254 HGB bezieht sich allein auf die Absicherung finanzieller Risiken.“

<sup>5</sup> Vgl. z.B. RdErl. D. Ministeriums für Inneres und Kommunales, 34-48.05.01/02-8/14 vom 16.12.2014, Kredite und kreditähnliche Rechtsgeschäfte der Gemeinden und Gemeindeverbände, Ziffer 2.2.3



Der Aufbau einer Sicherungsbeziehung kann vereinfacht in vier Schritten beschrieben werden:

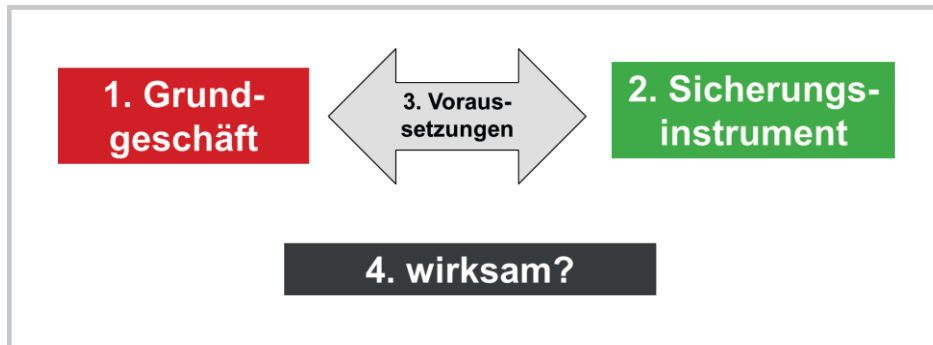


Abbildung 2: Der Aufbau einer Sicherungsbeziehung in der Praxis

### 1. Schritt: Suche ein abzusicherndes Grundgeschäft mit Risiken!

Ein Schuldenportfolio beinhaltet per definitionem Passivtitel, die beim Kommunalkredit regelmäßig in Form von Investitionsdarlehen und/oder Kassenkrediten vorliegen<sup>6</sup>. Diese Schuldtitel sind regelmäßig entweder mit fester oder variabler Verzinsung ausgestattet. Variabel verzinsliche Darlehen und aus der Zinsbindung laufende Festzinsdarlehen unterliegen einem **Zahlungsstromänderungsrisiko**.<sup>7</sup> Festverzinsliche Darlehen wohnt ein **Wertänderungsrisiko** inne.<sup>8</sup>

Art des Schuldtitels	Zinsänderungsrisiko: Ausprägung als ...
Variabel verzinsliche und aus der Zinsbindung laufende, festverzinsliche Darlehen	<b>Zahlungsstromänderungsrisiko</b> = Gefahr, dass die tatsächliche Höhe künftiger Zahlungen von der ursprünglich erwarteten Höhe negativ abweicht.
Festverzinsliche Darlehen bis Laufzeitende oder bis Prolongationstermin	<b>Wertänderungsrisiko</b> = Ein Wertänderungsrisiko besteht darin, dass sich der Zeitwert eines Geschäfts über einen bestimmten Betrachtungszeitraum nachteilig verändert.

Abbildung 3: Zinsänderungsrisiken bei Darlehen

<sup>6</sup> Vgl. <https://de.wikipedia.org/wiki/Kommunalkredit>

<sup>7</sup> Vgl. IDW RS HFA 35, Tz. 21

<sup>8</sup> Vgl. ebd.



Gelegentlich wird argumentiert, dass festverzinsliche Darlehen keine Zinsänderungsrisiken aufweisen. So negiert beispielsweise eine Verwaltungsvorschrift in Baden-Württemberg<sup>9</sup> vollständig das bei festverzinslichen Zinspositionen immanente Wertänderungsrisiko. Selbstverständlich weist ein Festzinsdarlehen kein Zahlungsstromänderungsrisiko auf. Der Zinssatz ist fest vereinbart und somit können sich die Zahlungsströme nicht zu Lasten der Kommune nachteilig verändern. Das Zinsänderungsrisiko bei einem Festzinsdarlehen resultiert vielmehr aus den festen Zahlungsströmen. Zahlt eine Kommune einen festen Zins und sinkt der vergleichbare Marktzins, zahlt sie im Vergleich zur Marktkondition „zuviel“. Es entsteht ein Opportunitätskostennachteil, der sich in Höhe des negativen Zeitwerts des Festzinsdarlehens zeigt. Banken legen etwa bei der Berechnung der Vorfälligkeitsentschädigung bei Darlehen den negativen Zeitwert zu Grunde.<sup>10</sup>



Abbildung 4: Variable und aus der Zinsbindung laufende Darlehen weisen ein Zahlungsstromänderungsrisiko auf

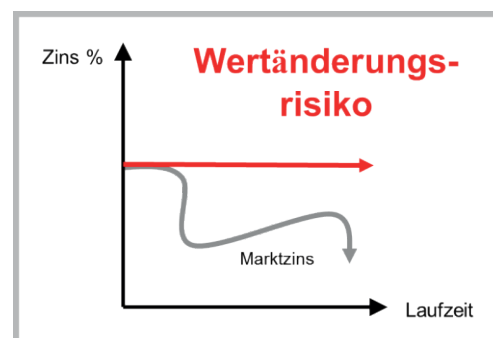


Abbildung 5: Festverzinsliche Darlehen unterliegen einem Wertänderungsrisiko („Opportunitätskostenrisiko“, vergleichbar mit Vorfälligkeitsentschädigung)

Risiken aus Grundgeschäften werden regelmäßig durch mathematische Verfahren im Rahmen eines internen Risikosteuerungs- und -controllingprozesses<sup>11</sup> quantifiziert.<sup>12</sup> Eine anerkannte Messmethode zur Risikobemessung ist dabei die einfache Szenarioanalyse.<sup>13</sup>

<sup>9</sup> Vgl. Verwaltungsvorschrift des Innenministeriums über den Einsatz derivativer Finanzinstrumente durch die Kommunen (DerivateVwV), Baden-Württemberg, 09.05.2016, AZ 2-2252.2/5, Ziffer 3.2

<sup>10</sup> Vgl. [http://www.vzbv.de/sites/default/files/mediapics/projektbericht\\_vfe\\_europa.pdf](http://www.vzbv.de/sites/default/files/mediapics/projektbericht_vfe_europa.pdf), Ziffer 2.2.2

<sup>11</sup> Vgl. Hannemann/Schneider, Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), Schäffer-Poeschel, 2011, S. 220 uff.

<sup>12</sup> Bei Micro-Hedges kann unter bestimmten Voraussetzungen darauf verzichtet werden, vgl. IDW RS HFA 35, Tz. 57

<sup>13</sup> Vgl. Hannemann/Schneider, Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), Schäffer-Poeschel, 2011, S. 247 uff.



Die nachfolgenden Berechnungen stellen vereinfachte Beispiele zur Szenarioanalyse dar:

Grundgeschäft	Szenario	Vereinfachte Berechnung Risiko
Variables Darlehen oder andere variable Position (z.B. Receiver-Swap), 10 Mio. EUR Laufzeit 10 Jahre	Zins steigt um 1%	<b>Zahlungsstromänderungsrisiko = Veränderung Zahlungsströme</b> 10 Mio. EUR x 1% x 10 Jahre = <b>Risiko 1 Mio. EUR</b>
Festzinsdarlehen oder andere Festzinsposition (z.B. Payer-Swap), 10 Mio. EUR, Laufzeit 10 Jahre	Zins fällt um 1%	<b>Wertänderungsrisiko = Veränderung Zeitwert</b> 10 Mio. EUR x 1% x 10 Jahre = <b>Risiko 1 Mio. EUR</b>

Abbildung 6: Beispiele der einfachen Szenarioanalyse; überschlägig berechnet

Es geht anschließend darum, zu entscheiden, welche Risiken abgesichert werden sollen. Diese Entscheidung trifft die Kommune im Rahmen ihrer Finanzhoheit<sup>14</sup> in ihrer eigenen Verantwortung.<sup>15</sup> Würde eine kommunale Aufsichtsbehörde die Absicherung von bestimmten Zinsänderungsrisiken verwehren, käme dies faktisch einem Eingriff in die kommunale Finanzhoheit gleich<sup>16</sup> und wäre verfassungsrechtlich vermutlich kaum haltbar. Einer Kommune, der es beispielsweise nicht erlaubt wäre, ihre Wertänderungsrisiken abzusichern,<sup>17</sup> müsste zwangsläufig in ihren Festzinspositionen verharren. Nach einer Hochzinsphase und anstehenden Leitzinssenkungen durch die Zentralbank könnte sie ihre festverzinslichen Darlehen mittels einfacher Standardsicherungsinstrumente nicht in synthetisch variabel verzinsliche Darlehen wandeln und an fortan sinkenden Zinsen partizipieren.

Selbst der Bundesgerichtshof (BGH) stellt in seinem Urteil vom 22. März 2016<sup>18</sup> im Zusammenhang mit den Aufklärungspflichten der Bank, fest, dass Kommunen beim Derivateinsatz „wirtschaftlich betrachtet zumindest partiell entweder ein variabel verzinsliches Darlehen in ein synthetisches Festzinsdarlehen... oder ein Festzinsdarlehen in ein synthetisch variabel verzinsliches Darlehen umwandeln“ können. Er führt weiter aus, dass sich „die Zahlungspflichten der Bank aus dem Zinssatz-Swap-Vertrag ... sich mit dem vom Kunden in dem zugeordneten Darlehensvertrag übernommenen variablen oder festen Zins mindestens im Sinne einer partiellen Absicherung gegenläufiger Zinsrisiken ... decken“ müssen.

<sup>14</sup>Vgl. Art 28 Grundgesetz (GG)

<sup>15</sup>Vgl. IDW RS HFA 35, Tz. 11: „Seitens des Unternehmens wird in eigener Verantwortung die Entscheidung getroffen, ob ein bestimmtes Risiko durch ein Sicherungsinstrument abgesichert werden soll. Diese Entscheidung betrifft das Risikomanagement. Die Absicherung eines bestimmten Risikos auf dieser Ebene erfolgt durch Herstellung einer (ökonomischen) Sicherungsbeziehung.“

<sup>16</sup>So greift beispielsweise auch die Aufsicht der Banken nicht in die Geschäftspolitik der Institute ein, vgl. Hanne mann/Schneider, Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), Schäffer-Poeschel, 2011, S. 192

<sup>17</sup>In Baden-Württemberg wird der Einsatz von Receiver-Swaps verwehrt (quasi Verbot von variablen Zinsen): Verwaltungsvorschrift des Innenministeriums über den Einsatz derivativer Finanzinstrumente durch die Kommunen (DerivateVwV), Baden-Württemberg, 09.05.2016, AZ 2-2252.2/5, Ziffer 3.2

<sup>18</sup>Vgl. BGH, Urteil XI ZR 425/14, <https://openjur.de/u/884457.html>

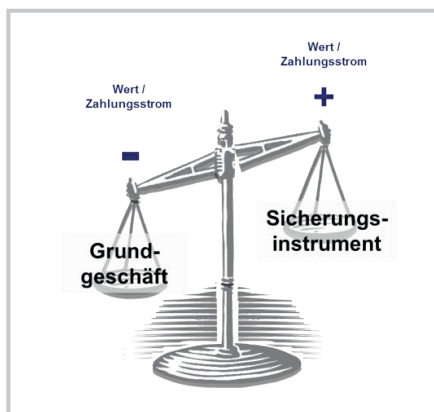


Selbstverständlich sollten in einem Schuldenportfolio in der Gesamtsicht verstärkt und überwiegend Absicherungen gegen das Zahlungsstromänderungsrisiko vorgenommen werden, denn das Risiko im Falle von Zinssteigerungen „mehr zahlen zu müssen“ ist aus wirtschaftlicher Sicht selbstverständlich bedeutender als das Risiko im Falle von Zinsrückgängen (Opportunitätskosten: „mehr zu zahlen als der Markt“).

**Halten wir fest: Darlehen können Zinsänderungsrisiken in Form von Zahlungsstromänderungs- oder Wertänderungsrisiken aufweisen. Diese Risiken sind mathematisch quantifizierbar und absicherbar. Im nächsten Schritt geht es nun darum, die passenden Sicherungsinstrumente für diese Risiken zu finden.**

## 2. Schritt: Finde ein „passendes“ Sicherungsinstrument!

Ein Sicherungsinstrument ist dann objektiv zur Absicherung des quantifizierten Risikos geeignet, wenn es zum Grundgeschäft gegenläufige Wertänderungen oder Zahlungsströme aus dem Eintritt vergleichbarer Risiken aufweist.<sup>19</sup> Entscheidend für die Sicherungseigenschaft ist folglich die **Gegenläufigkeit** von Grundgeschäft und Sicherungsinstrument:



oder



Abbildung 7: Grundgeschäft und Sicherungsinstrument sind gegenläufig – Grundgeschäft hat sich negativ verändert

Abbildung 7: Grundgeschäft und Sicherungsinstrument sind gegenläufig – Grundgeschäft hat sich positiv verändert

<sup>19</sup>Vgl. IDW RS HFA 35, Tz. 3 und 25



Gleichen sich die Ergebnisse von Grundgeschäft und Sicherungsinstrument in ihren Werten oder ihren Zahlungsströmen aus, liegt eine effektive Sicherungsbeziehung vor. Das zur Absicherung der Risiken in den Grundgeschäften eingesetzte Instrument, zum Beispiel ein Derivat ist dann wirksam, es „passt“ zum Grundgeschäft.

Bei einem variablen Darlehen, dem ein Zahlungsstromänderungsrisiko inne wohnt, ist das wirksame Finanzinstrument regelmäßig der sogenannte Festzinszahler-Swap (Payer-Swap). Für das Festzinsdarlehen, das einem Wertänderungsrisiko unterliegt, ist das entsprechende gegenläufige Derivat der Festzinsempfänger-Swap (Receiver-Swap).

### 3. Schritt: Schaffen der weiteren Voraussetzungen

Die weiteren Voraussetzungen, um eine Sicherungsbeziehung zwischen Grundgeschäft und Sicherungsinstrument aufbauen zu können, sind unkompliziert zu bewerkstelligen. Der Wille zur Absicherung muss dokumentiert werden, wobei die Dokumentation auch nachgeholt werden kann und keiner besonderen Form unterliegt.<sup>20</sup> Von Vorteil ist es sicher, hierfür ein einheitliches Dokumentationsverfahren zu etablieren. Bei der Verwendung eines Portfoliohedges (gebündelte Absicherung mehrerer Grundgeschäfte) ist zudem ein dokumentiertes, angemessenes und funktionsfähiges Risikomanagementsystem erforderlich.<sup>21</sup>

### 4. Schritt: Ist die Absicherung wirksam?

So wie die Risiken von Grundgeschäften berechenbar sind, kann auch die Wirkung einer Sicherungsbeziehung<sup>22</sup> mathematisch quantifiziert werden. Verändert sich bei einer Zinsveränderung beispielsweise das Grundgeschäft exakt um eine Geldeinheit positiv und das Sicherungsgeschäft genau um eine Geldeinheit negativ, so ist die Sicherungsbeziehung zu 100 Prozent wirksam. Es liegt eine vollständige Effektivität zwischen Grundgeschäft und Sicherungsinstrument vor.

---

<sup>20</sup>Vgl. IDW RS HFA 35, Tz. 3 und 14

<sup>21</sup>Vgl. ebd.

<sup>22</sup>Vgl. IDW RS HFA 35, Tz. 48, „Die Wirksamkeit einer Sicherungsbeziehung bezeichnet den Umfang, in dem sich die verlässlich gemessenen gegenläufigen Wertänderungen oder Zahlungsströme in Bezug auf das abgesicherte Risiko in gleicher Höhe gegenüberstehen.“



Die folgende Abbildung zeigt verschiedene Beispiele der Wirksamkeit von Sicherungsbeziehungen:

Veränderung Grundgeschäft	Veränderung Sicherungsinstrument	Wirksamkeit (Effektivität)
- 2000 GE	+ 2000 GE	100% Keine Unwirksamkeit
- 2000 GE	+ 1800 GE	90% Unwirksamkeit 10%
+ 2000 GE	- 2400 GE	120% Unwirksamkeit 20%
- 2000 GE	- 1000 GE	Keine wirksame Sicherungsbeziehung, da Gegenläufigkeit nicht gegeben

Abbildung 6: Beispiele für Effektivitäten zwischen Grundgeschäft und Sicherungsinstrument;  
GE = Geldeinheiten

Stehen sich Grundgeschäft und Sicherungsinstrument nicht gegenläufig gegenüber, so können sie keine Sicherungsbeziehung eingehen. Ab welchem Grad der Unwirksamkeit eine Sicherungsbeziehung als grundsätzlich nicht wirksam gilt, wird durch das Institut der Wirtschaftsprüfer nicht definiert. Hier könnte eine Anlehnung an die internationalen Rechnungslegungsvorschriften<sup>23</sup> hilfreich sein, die eine Sicherungsbeziehung als hochwirksam ansehen, wenn die Ergebnisse der Sicherungsbeziehung innerhalb einer Bandbreite von 80 bis 125 Prozent liegen.<sup>24</sup>

**Wir ziehen ein Fazit: Kommunen können in vier einfachen Schritten eine Sicherungsbeziehung zwischen Grund- und Sicherungsgeschäft aufbauen. Die Wirkung der Sicherungsbeziehung kann zweifelsfrei berechnet werden. Die Entscheidung zur Absicherung von Risiken trifft die Kommune in eigener Verantwortung. Eingriffe in die kommunale Finanzhoheit sollten wohl überlegt sein, vor allem, wenn ein Derivat wie beispielsweise der Receiver-Swap nachweislich eine wirtschaftliche Sicherungsfunktion im Rahmen einer Sicherungsbeziehung erfüllt.**

Heinz Reich

<sup>23</sup>Vgl. International Financial Reporting Standards (IFRS)

<sup>24</sup>Vgl. International Financial Reporting Standards (IFRS), 2013, WILEY-VCH Verlag GmbH & Co. KGaA, Weinheim, S. 750