



## Die Sinnhaftigkeit der Risikoklassifizierung von Finanzinstrumenten (Derivaten)

### **Eine produktorientierte Klassifizierung von Derivaten soll Schaden von Kommunen fernhalten.**

In den letzten Jahren sind Derivate in Verruf geraten, da Kommunen beim Einsatz von derivativen, nahezu ausschließlich strukturierten Produkten Verluste erlitten haben.<sup>1</sup> Einige Innenministerien reagierten auf diese Situation mit einer Änderung ihrer Derivaterlasse<sup>2</sup> und auch der Deutsche Städtetag hat nun im Juli 2015<sup>3</sup> eine modifizierte „Muster-Dienstanweisung für den Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten im kommunalen Zins- und Schuldenmanagement“ an ihre Mitgliedstädte übermittelt.

Diese enthält nun erstmalig eine tabellarische Übersicht von den am Markt gehandelten Derivaten (vgl. Abbildung 1). Die Finanzinstrumente werden in dieser Tabelle einzelnen Derivateklassen zugeordnet:

- Sicherheitsorientiert – z.B. Payer-Swap
- Chancenorientiert – z.B. Receiver-Swap
- Spekulativ – z.B. Produkte mit Hebel, z.B. Constant-Maturity Swap

**Es stellt sich die Frage, ob eine Kommune, die künftig nach dieser Tabelle handelt, vor Verlusten gefeit ist? Stellt der Einsatz ausschließlich sicherheitsorientierter Derivate stets sicher, dass es nicht wieder zu einer Beeinträchtigung der öffentlichen Finanzen kommt? Ist die Tabelle als Handlungsempfehlung für den Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten im kommunalen Schuldenmanagement grundsätzlich geeignet?**

**Diese Fragestellungen werden im Nachfolgenden erörtert. Abschließend wird die kommunal-kundenorientierte Klassifikation von Derivaten einer kritischen Würdigung unterzogen.**

---

<sup>1</sup> Vgl. Fachinformation 1/2013 Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V.: „Quo vadis kommunales Zinsmanagement?“

<sup>2</sup> Z.B. Nordrhein-Westfalen, RdErl.d.Ministeriums für Inneres und Kommunales, 34-48.05.01/02, 8/14 vom 16.12.2014

<sup>3</sup> Vgl. Schreiben Dt. Städtetag, 23.07.2015, Aktenzeichen 20.14.02 D Umdruck-Nr. N 2149



Klasse *	Beschreibung	Risikostufe	Produkt- und Risikobeschreibung	Beispiele	Maximaler finanzieller Aufwand
Sicherheitsorientiert	Sicherheitsinstrumente mit und ohne Partizipation (Worst Case Berechnung möglich)	A	Einfache Instrumente (Plain Vanilla) zur Zinssicherung von variablen Darlehen und Partizipation	Payer-Swap, Forward-Payer-Swap, Forward-Rate-Agreement Doppel-Swap	Opportunitätskosten, vergleichbar mit dem Abschluss eines gleichartigen Kredits
		B	Instrumente zur Zinssicherung mit Partizipation und Höchstzinsbegrenzung (mit und ohne Verpflichtung)	Kauf eines Caps, Kauf einer Payer-Swaption, Kauf eines Caps und Verkauf eines Floors (Collar)	Absicherungskosten verfallen, Zinszahlung bis zur Höchstgrenze ist möglich
Chancenorientiert	Strukturierungsinstrument (Keine Worst Case Berechnung möglich)	C	Einfaches Instrument (Plain Vanilla) zur Portfoliostrukturierung, mit dem einen Zinssicherung aufgegeben und in eine variable Position getauscht wird	Receiver-Swap	Entsprechend einem variablen Kredit zuzüglich der Ausgleichszahlung aus der Festzinsvereinbarung
		D	Gestaltete Instrumente zur Zinssicherung mit Kündigungs-, Erhöhungs- oder Verlängerungsrechten; Sicherungsbeziehung kann sich vorzeitig aufheben oder verlängern	Verkauf von Kündigungs-, Erhöhungs- oder Verlängerungsrechten, die in Produkte der Klasse A und B integriert wurden	Zinssicherung verfällt oder es ist ein höherer als der Marktzins zu zahlen
	E	Gestaltete Instrumente zur Zinsoptimierung mit begrenztem (Fremdwährungs-) Risiko und Partizipation. Instrumente zur Zinsoptimierung mit Höchstzins und Partizipation	Gestaltete Optimierungsansätze mit erhöhtem, aber begrenztem Risiko, die in Produkte der Klasse A, B und D eingearbeitet wurden; gedeckelte Zins-/Währungs-Swaps, Verkauf eines Floors	Ein vom Zinsniveau unabhängiger, (extrem) höherer, aber begrenzter Zins ist zu zahlen.	
Spekulativ	Optimierungsstrategien mit Hebel ohne Höchstsatz und mit unbegrenztem Risiko, gehebelte Fremdwährungssubstitute zur Zinsoptimierung (Keine Worst Case Berechnung möglich)	F	Gestaltete Instrumente zur Optimierung mit unbegrenztem (Fremdwährungs-) Risiko und Partizipation, gehebelte und Pfadabhängige Strukturen	Spread-Ladder-Swap, Sämtliche Produkte mit Hebel ohne Cap, CHF-Swap (außer Zins- und Währungsswaps) ohne Cap, Zins- und Währungsswaps ohne Cap	Unbegrenztetes Zahlungsrisiko
		G	Kombination mit Währungs- oder Rohstoffkontrakten, Stark gehebelte Strukturen bzw. unbegrenztetes Risiko	Ausgewählte Tradingstrukturen, Zinsswaps mit Währungs- und Rohstoffbezug ohne Cap	Unbegrenztetes Zahlungsrisiko

\* Eine unzulässige Spekulation ist auch dann gegeben, wenn ein Derivat (unabhängig von der Risikoklasse) ohne ein entsprechendes Grundgeschäft abgeschlossen wird (fehlende Konnexität)

Abbildung 1: Kommunalkundenorientierte Klassifikation von aktuell am Markt gehandelten Derivaten

Betrachten wir die in der Tabelle aufgeführten Produkte näher und werfen wir zunächst einen Blick in die Vergangenheit. Wir nehmen an, eine Kommune hätte vor rund fünf Jahren über einen Nominalbetrag von 50 Mio. Euro jeweils eines dieser Produkte abgeschlossen<sup>4</sup>. Darüber hinaus setzen wir voraus, dass für jedes dieser Derivate ein entsprechendes Grundgeschäft vorlag, das kommunalrechtliche Erfordernis der „Konnexität“ war folglich gegeben. Eine unzulässige Spekulation ist damit ausgeschlossen.<sup>5</sup>

Aus den Derivaten ergäbe sich, bewertet per Anfang Juli 2015, folgendes Ergebnis:

<sup>4</sup> Die dargestellten Produkte sind in ihrer Zinssensitivität (Price Value of a Basis Point oder ähnliches) vergleichbar

<sup>5</sup> Vgl. Fußnote Abbildung 1: Kommunalkundenorientierte Klassifikation von aktuell am Markt gehandelten Derivaten



Klassifikation	Abschluss am 01.07.2010 <sup>6</sup>	Bewertung am 01.07.2015 <sup>7</sup>
Sicherheitsorientiert	Payer-Swap 3,78% <sup>8</sup>	- 8.141,5 TEUR
Chancenorientiert	Receiver-Swap 3,77% <sup>9</sup>	+ 8.116,7 TEUR
Spekulativ	Constant-Maturity-Swap 4,08% <sup>10</sup>	+ 6.161,9 TEUR

Der als sicherheitsorientiert eingestufte Payer-Swap läge bei einem negativen Ergebnis von rund – 8,1 Millionen Euro. Im Vergleich hierzu würde der als spekulativ eingestufte Constant-Maturity-Swap bei + 6,2 Millionen Euro, der chancenorientierte Receiver-Swap gar bei + 8,2 Millionen Euro notieren. Zwischen dem als spekulativ und dem als sicherheitsorientiert eingestuften Derivat liegt ein Unterschied von rund 14,3 Mio. Euro zu Gunsten des spekulativen Instruments!

**Wir stellen fest: Es ist nicht ausgeschlossen, dass eine Kommune ein negatives Ergebnis erzielt, wenn es ein sicherheitsorientiertes Produkt aus der Tabelle vereinbart. Darüber hinaus stellt die Einhaltung der Konnexität ebenfalls nicht sicher, dass sich ein positiver Wert aus einem Finanzinstrument ergibt. Die Tabelle stellt folglich kein eindeutiges und geeignetes Mittel zur Entscheidungsfindung dar.**

#### **Welche Kriterien spielen beim Derivateinsatz tatsächlich die entscheidende Rolle?**

Nach den gängigen, einschlägigen gesetzlichen Vorschriften<sup>11</sup> ist zur Qualifizierung als Sicherungsinstrument im Rahmen einer Bewertungseinheit nicht von Belang, welches „Produkt“ eingesetzt wird. Nur wenn Grundgeschäft und Derivat in einer gegenläufigen Beziehung hinsichtlich ihrer Risiken stehen<sup>12</sup>, stuft der Gesetzgeber das Finanzinstrument als Sicherungsinstrument ein.

Eine gegenläufige Beziehung liegt immer dann vor, wenn sich das Ergebnis aus einem Derivat in sei-

---

<sup>6</sup> Abschluss jeweils zum Marktzinssatz

<sup>7</sup> Bewertung mittels Swapzinssätze

<sup>8</sup> Nominal 50 Mio. EUR, Forward-Payer-Swap (in 5 für 5 Jahre)

<sup>9</sup> Nominal 50 Mio. EUR, Forward-Receiver-Swap (in 5 für 5 Jahre)

<sup>10</sup> Nominal 50 Mio. EUR, Forward-CMS (in 5 für 5 Jahre), Kommune erhält fest und zahlt jährlich den jeweils gültigen 10-Jahres-Swapsatz

<sup>11</sup> Vgl. § 254 HGB in Verbindung mit IDW RS HFA 35

<sup>12</sup> Vgl. § 254 HGB: „gegenläufiger Wertänderungen oder Zahlungsströme“



**Wann wird ein Derivat zum  
Sicherungsinstrument?**

Wenn Gegenläufigkeit zwischen  
Grund- und Sicherungsinstrument gegeben ist!

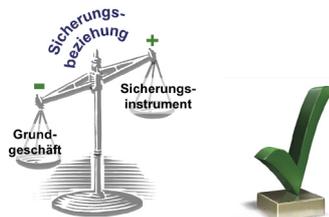


Abbildung 2: Durch die Gegenläufigkeit wird das  
Derivat zum Sicherungsinstrument

nem Wert oder in seinem Zahlungsstrom<sup>13</sup> spiegelbildlich zum Ergebnis aus dem Grundgeschäft verhält (vgl. Abbildung 2).

Tendiert das Grundgeschäft negativ, erfährt es einen Ausgleich durch das Sicherungsinstrument, sofern Gegenläufigkeit gegeben ist. Im umgekehrten Fall führt ein negatives Ergebnis aus einem Sicherungsinstrument zu keinem Verlust für die Kommune, da in diesem Falle ein Vorteil im Grundgeschäft vorhanden ist. Der mögliche, künftige Vorteil aus dem Grundgeschäft wird unter diesen Umständen zum Sicherungszeitpunkt natürlich aufgegeben.

In beiden Fällen hat die Kommune eine Position inne, die zu einer „Null-Position“, dies bedeutet in der Gesamtsicht (Grundgeschäft und Derivat) zu keiner Zeit zu einem Verlust führt.

Grundgeschäft	Derivat (Sicherungsinstrument)	Gesamtsicht
-	+	0 = Absicherung Grundgeschäft
+	-	0 = Vorteilsaufgabe Grundgeschäft

Ein in der Tabelle „Kommunalkundenorientierte Klassifikation“ als „spekulativ“ bezeichnetes Derivat, wie beispielsweise der eingangs betrachtete Constant-Maturity-Swap könnte demzufolge rein theoretisch, falls ein entsprechendes, in den Risiken gegenläufiges Grundgeschäft bestünde, als Sicherungsinstrument geeignet sein.

Die Beurteilung der Sicherungseigenschaft eines Derivats ist selbstverständlich nicht der Willkür ausgesetzt. Der Nachweis erfolgt regelmäßig mittels eines rückblickenden (retrospektiv) und vorausschauenden (prospektiv) Effektivitätstests<sup>14</sup>.

<sup>13</sup> Vgl. ebda.

<sup>14</sup> Vgl. Tz. 50, IDW RS HFA 35



Wir ziehen ein Fazit: Um das Risiko eines Derivats beurteilen zu können, ist nicht der Derivate- oder Produkttyp entscheidend, wie die Tabelle „Kommunalkundenorientierte Klassifikation“ suggerieren könnte. Kommunen sollten diese Tabelle in ihrer Entscheidungsfindung nicht verwenden. Auch die kommunalrechtlich geforderte Konnexität, das zu Grunde liegen eines Grundgeschäfts, reicht nicht aus, einen Verlust in der Gesamtsicht zu vermeiden.

Entscheidend ist ausschließlich die Gegenläufigkeit der Veränderungen von Werten oder Zahlungsströmen zwischen Grundgeschäft und Derivat. Nur in diesem Falle erhält das Derivat eine Sicherungsfunktion. Und nur wenn ein Derivat diese Sicherungsfunktion bewirkt, kann sich die Kommune darauf verlassen, dass in der Gesamtsicht keine Verlustgefahr besteht.

Der Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V. hat in diesem Zusammenhang bereits im Jahr 2014 eine Norm zur öffentlichen Zinssteuerung entwickelt und veröffentlicht, in der die entscheidenden Kriterien beim Einsatz eines Derivats beschrieben werden:

**Die Norm für öffentliche Zinssteuerung 03-2014**  
**Entscheidungsgrundlage für öffentliche Haushalte**



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.

**Heinz Reich**  
**Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V.**

---

<sup>15</sup>Vgl. S. 36, Zeitschrift Innovative Verwaltung, 10/2014