

1 Derivate Finanzierungsinstrumente

1.1 Grundlagen und Begriffe

Handelsgeschäft

Beim Abschluss eines Handelsgeschäftes, wie etwa beim Kauf oder Verkauf von Gütern legen die Vertragsparteien alle relevanten Bestandteile eines Vertrages fest:

- Handelsobjekt,
- Ausstattung bzw. Beschaffenheit,
- Menge,
- Preis sowie
- Zeitpunkt der Erfüllung des Geschäftes, also den Termin der Lieferung und Bezahlung.

Kassageschäft

Im Gegensatz dazu vereinbaren die Vertragspartner bei einem Kassageschäft, dass das Geschäft unmittelbar nach Vertragsabschluss zu erfüllen ist:

- Der Verkäufer liefert sofort und der Käufer bezahlt umgehend (je nach Marktusage).
- Der Markt, auf dem die Kontrahenten aufeinander treffen heißt daher Kassamarkt.
- Die Handelsgegenstände sind sogenannte Kassaobjekte und
- werden zum Kassapreis gehandelt.

Termingeschäft

Ein Spezialfall des Kassageschäftes tritt dann ein, wenn Vertragsabschluss und Erfüllung zeitlich auseinander fallen. Man spricht in diesem Fall von einem Termingeschäft, das durch folgende Eigenschaften gekennzeichnet ist:

- Der Vertrag wird zum Zeitpunkt x geschlossen, die Lieferung und Bezahlung (Erfüllung des Vertrages) erfolgt aber erst in der Zukunft zum Zeitpunkt $x + t$.
- Die Transaktion wird auf dem Terminmarkt abgewickelt.
- Die Handelsgegenstände, auf die sich das Termingeschäft bezieht, sind sogenannte Terminobjekte oder Basiswerte oder Underlyings.
- Der Preis heißt Terminpreis und
- die Laufzeit eines Termingeschäftes wird grundsätzlich durch die Zeitspanne zwischen Geschäftsabschluss und Settlement (Zeitpunkt der Lieferung und der Bezahlung) bestimmt.

Termingeschäfte sind Nachbildungen der jeweiligen Basiswerte und werden am Terminmarkt eigenständig gehandelt. Letztlich handelt es sich dabei um Konstrukte, die eine Kombination von Kassageschäften nachbilden. Dies hat zum Begriff Derivate geführt, der vom lateinischen *derivare* = ableiten hergeleitet wurde. Zu den bekanntesten Derivaten zählen z.B. Forwards, Swaps, Futures und Optionen. Terminpreise orientieren sich an den Kassapreisen unter Berücksichtigung der Laufzeit, der aktuellen Marktzinssätze und ggf. von Volatilitäten.

Der aktuelle Wert eines Termingeschäftes leitet sich sozusagen aus dem Wert des Underlyings ab und bildet sich am Markt aufgrund von Angebot und Nachfrage.

...

Mit dem Einsatz von Termingeschäften, im Folgenden auch als Derivate bezeichnet, werden Marktrisiken leichter handelbar. Zu den damit verbundenen Vorteilen zählen vor allen Dingen:

- geringer Kapitaleinsatz bei Vertragsabschluss,
- Handel an speziellen Terminbörsen,
- Verwendung beliebiger Underlyings (Aktien, Indizes, Kurse, Zinssätze etc.).

Im Folgenden sollen einige weitere Fachbegriffe definiert werden, die beim Umgang mit Derivaten beständig genutzt werden:

Fachbegriffe im Derivategeschäft

- Marktteilnehmer, die Handelsobjekte „auf Termin“ kaufen, gehen „**long**“, wohingegen Verkäufer in Bezug auf das Handelsobjekt „**short**“ sind.
- Käufer und Verkäufer halten jeweils eine „**offene**“ Position = Risiko, diese wird spätestens dann „**geschlossen**“, wenn das Termingeschäft verfällt.
- Käufer bzw. Verkäufer können aber auch bereits vor dem Verfall des Termingeschäftes eine Position schließen, indem sie eine Short- bzw. Long-Position mit gleichem Fälligkeitszeitpunkt aufbauen (**Gegengeschäft**, „**glattstellen**“) Devisenverkauf und Kauf; Vertragsabschluss zu unterschiedlichen Zeitpunkten; Fälligkeit aber gleichzeitig.
- Termingeschäfte gestatten Marktteilnehmern, Handelsobjekte zu verkaufen, die sie „heute“ noch gar nicht besitzen („**Leerverkauf**“).

Übergreifende Fachbegriffe im Derivategeschäft

- **Fixing:** Ermittlung und Notierung von Börsen – oder Marktpreisen (Kursfeststellung, Börsennotierung),
- **Settlement:** Vollständige bzw. teilweise Erfüllung eines Derivategeschäftes auf Basis der getroffenen Vereinbarung sowie der relevanten Marktparameter, Lieferung gegen Barzahlung,
- **Glattstellung (Close-out):** Aufheben einer Position durch Eingehen einer entgegengesetzten Position,
- **Assignment:** Weiterverkauf einer Position gegen Barausgleich an einen anderen Marktteilnehmer.

Ein unbedingtes Termingeschäft ist ein Vertrag zwischen zwei Marktteilnehmern mit der beiderseitigen Verpflichtung, das Geschäft bei Fälligkeit zu erfüllen.

Der **Verkäufer** verpflichtet sich:

- eine bestimmte Menge (**Kontraktgröße**) eines Objektes (**Underlying**)
- zu einem zukünftigen Zeitpunkt (**Fälligkeitszeitpunkt**)
- zu einem bei Vertragsabschluß festgelegten Preis (**Terminpreis**)
- zu **liefern**,

Der **Käufer** verpflichtet sich:

- zum **Fälligkeitszeitpunkt**
- den **Terminpreis** zu zahlen und
- das **Underlying** abzunehmen.

...

Beispiele für unbedingte Termingeschäfte: Forwards, Futures, Swaps

Beispiel:

Ein Privatmann schließt am 10.01.2003 mit einer Sparkasse ein Devisentermingeschäft ab, das folgendermaßen ausgestaltet ist:

Fälligkeit: 04. April 2003
Volumen: 100.000 US-\$

Der Privatmann schließt also die Position des Käufers ein. Die Bank legt einen 3-Monats-Terminkurs (Brief) in Höhe von 1,05€/US-\$ zugrunde.

Der Privatmann verpflichtet sich, am 4. April 2003 insgesamt

$$1,05 \text{ €/US-} \$ \times 100.000 \text{ US-} \$ = 105.000 \text{ €}$$

an die Sparkasse zu zahlen, die im Gegenzug 100.000 US-\$ liefert.

Ein bedingtes Termingeschäft beinhaltet für den Käufer das Recht, in der Zukunft das vereinbarte Handelsobjekt zu einem heute vereinbarten Preis zu kaufen bzw. zu verkaufen.

- Die Vertragspartner sind **nicht** von vornherein in gleicher Weise **zur Erfüllung** des Geschäftes **verpflichtet**.
- Der Käufer einer Option erwirbt das **Recht** („Option“), in der Zukunft einen bestimmten Handelsgegenstand zum „**heute**“ vereinbarten Preis **zu kaufen** oder **zu verkaufen**.
- Der Verkäufer einer Option **verpflichtet** sich, bei Ausübung der Option durch den Käufer in der Zukunft einen festgelegten Handelsgegenstand zum „**heute**“ vereinbarten Preis **zu liefern (Kaufoption) bzw. abzunehmen (Verkaufsoption)**.
- Der Preis, den der Käufer für das erworbene Recht zahlt, ist die Optionsprämie.
- Optionen sind, anders als Forwards oder Futures, **keine zweiseitig zur Erfüllung bindenden Verträge**.

2 Risikomanagement und Spekulationen

Allgemein wird die Gefahr des Eintretens von Verlusten als Risiko bezeichnet. Damit wird die Möglichkeit der Abweichung eines Ergebnisses vom erwarteten Ergebnis bewertet, wobei das Risiko aus der Teilung einer Wahrscheinlichkeit um einen Erwartungswert definiert ist.

Das Risikomanagement selbst beschreibt einen Prozess, der mit einer Risikoidentifizierung beginnt, und mit einer Risikokontrolle endet. Im Mittelpunkt des Risikomanagements steht dabei der bewusste Einsatz von Instrumenten zur Risikosteuerung.

Risikovermeidung

Das klassische Beispiel für die Risikovermeidung ist die Anwendung von Arbitragegeschäften, wobei hier risikolose Preisunterschiede an verschiedenen Märkten ausgenutzt werden.

...

Durch gleichzeitigen Kauf und Verkauf des Handelsobjektes bei gleichbleibender Sicherung der Liquidität des Marktes und fairer Marktpreise können sogenannte Arbitragegewinne realisiert werden. Die dabei realisierbaren Gewinne sind jedoch nur marginal, da aufgrund moderner Informationstechnologien die an unterschiedlichen Märkten für gleiche Underlyings erzielbaren Preise nur geringfügig voneinander abweichen.

Hedging

Unter Hedging versteht man die vollständige oder teilweise Absicherung offener Positionen gegen Marktpreisrisiken. Dabei werden diese Risiken auf andere Marktteilnehmer durch Kombination einer Risikoposition mit einem oder mehreren Termingeschäften übertragen. Man unterscheidet zwischen einer vollständigen Absicherung (Perfect Hedge) und einer teilweisen Absicherung (Partial Hedge).

Beispiel:

Ein Exporteur erhält aus dem Verkauf von Maschinen in 3 Monaten (Termin 30. April 2003) 100.000 US-\$. Zur Absicherung des Zahlungseinganges gegen Währungsrisiken schließt er ein Devisentermingeschäft ab.

Fälligkeit 30. April 2003 – Terminkurs 1,08 € je US-\$
Volumen 100.000 US-\$
Kassakurs heute 1,05 € je US-\$
Kassakurs in 3 Monaten 0,98 € je US-\$

Der Exporteur erhält somit am 30. April 2003 anstelle von 98.000 € (100.000 US-\$ x 0,98 € je US-\$) 108.000 €, da ein Termingeschäft zum Terminkurs von 1,08 € je US-\$ abgeschlossen wurde.

Spekulation

Spekulation bedeutet das bewusste Eingehen von Risiken zur Ausnutzung von Kursveränderungen in Abhängigkeit von der subjektiven Erwartung.

Dabei wird die Gegenposition eines Hedgers und damit auch das Risiko von anderen Marktteilnehmern übernommen. Der geringe Kapitaleinsatz beim Einsatz von Derivaten im Vergleich zum Einsatz von Kassainstrumenten ergibt einen beträchtlichen Hebeleffekt (Leverage). Spekulation ist in diesem Zusammenhang nicht gleichzusetzen mit dem Begriff Wette.

3 Produkte

FRA Forward Rate Agreement

Ein Forward Rate Agreement ist eine nicht standardisierte Vereinbarung über den Kauf oder Verkauf eines Zinssatzes für einen bestimmten, in der Zukunft liegenden Zeitraum.

...

Bei einem FRA gibt es folgende wesentliche Bestandteile:

- Kauf oder Verkauf eines Zinssatzes,
- Nominalbetrag,
- FRA-Satz,
- Zeitraum und
- Referenzzinssatz.

Der Käufer erwirbt beim FRA einen festen Finanzierungssatz und damit kein zinsreagibles Wertpapier. Liegt bei Ende der Vorlaufzeit der Referenzsatz über dem FRA-Satz, erhält der Käufer die Differenz, bezogen auf den Nominalbetrag und diskontiert auf das Ende der Vorlaufzeit, vergütet.

Liegt der Referenzsatz unter dem FRA-Satz, erhält der Verkäufer einen Barausgleich in Höhe der diskontierten Differenz. Der Ausgleich wird nach der Vorlaufzeit, also am Anfang der Zinsperiode gezahlt.

Anstelle eines Barausgleichs ist es selbstverständlich auch möglich, gerade im Zusammenhang mit der Sicherung von Prolongationszinssätzen den jeweils per FRA fixierten Zinssatz als Prolongationszinssatz zu akzeptieren.

Beispiel:

In einem Wohnungsunternehmen laufen im Jahr 2005 insgesamt 40 % aller Fremdmittel mit einem Volumen von 80 Mio. € aus der Zinsbindung. Damit besteht für die Prolongation ein Klumpenrisiko. Da die Geschäftsführung mittelfristig steigende Zinsen erwartet, wird ein FRA über die Hälfte der zur Prolongation ausstehenden Mittel abgeschlossen. Der FRA-Satz beträgt im Januar 2003 für den Juli 2005

ca. Einstand	4,50 %
+ Aufschlag	0,90 %
nominal	5,40 %

Bei einem Vertragsabschluss sollte gleichzeitig eine Aussage zur Marge ab Prolongationszeitpunkt verlangt bzw. getroffen werden.

Steigt der Zins, ist dieses Risiko gut abgedeckt.

Sinkt der Zins oder bleibt er auf heutigem Niveau erhalten, muss entweder ein deutlich höherer Zins, als dann am Markt üblich, akzeptiert werden; oder das FRA wird kostenpflichtig aufgelöst.

Zinsswap

Ein Zinsswap ist eine nicht standardisierte Vereinbarung über den Austausch von unterschiedlich gestalteten Zahlungsströmen. Zu den wesentlichen Merkmalen des Zinsswap zählen:

- Austausch von Zinszahlungen (engl. Interest Rate Swap),
- Zinszahlungen werden auf einen nominalen Kapitalbetrag berechnet und
- kein Austausch von Kapitalbeträgen.

...

Das bedeutet, dass zwar auf der Berechnung eines Nominalkapitals die Zahlungsströme berechnet werden, jedoch kein tatsächlicher Kapitaltransfer stattfindet. In der Regel werden hierbei feste Zinszahlungen gegen variable, wie z.B. den 6-Monats-Euribor getauscht.

Die gebräuchlichst Form der Zinsswaps wird durch den Vanilla-Plaine-Zinsswap repräsentiert. Darüber hinaus gibt es jedoch eine Reihe weiterer Swap-Typen, die unterschiedlichen Kreditformen und Sicherheitenbedürfnissen gerecht werden. Das Grundprinzip bleibt jedoch bei allen weitergehenden Ableitungen gleich, indem nämlich die Zinszahlungen, bezogen auf bestimmte Kapitalbeträge ausgetauscht werden.

Wesentliche Vertragsbestandteile eines Zinsswaps sind:

Laufzeit	1 bis 30 Jahre
Nominalbetrag	ab 500.000 €
Festzinssatz	jeweiliger Marktzinssatz
variabler Zinssatz	Interbankensatz (EURIBOR u.ä.) mit Roll-over-Terminen bei 3, 6 oder 12 Monaten
Zahlweisen	viertel-, halb- oder jährlich nachschüssig

Beispiel:

Ein Unternehmen schloss 2001 einen Kredit über 10 Mio. € mit einem Festzinssatz von 5,5 % für 10 Jahre ab. Aufgrund der aktuellen Kapitalmarktsituation möchte das Unternehmen auf variable Konditionen umstellen: Der (variable) 6-Monats-EURIBOR liegt bei ca. 2,75 %; der Zinssatz für einen Kredit mit 8 Jahren Laufzeit liegt bei ca. 4,2 %.

Bei einer Restlaufzeit von 8 Jahren würde aufgrund der Zinsdifferenzen einen Vorfälligkeitsentschädigung von ca. 1,6 Mio. € anfallen. Als Lösungsmöglichkeit bietet sich der Abschluss eines Vanilla-Plain-Swaps mit einer Laufzeit von 8 Jahren an.

Aus diesem Swap erhält das Unternehmen eine Zahlung von 5,5 % (Festzinssatz) und damit

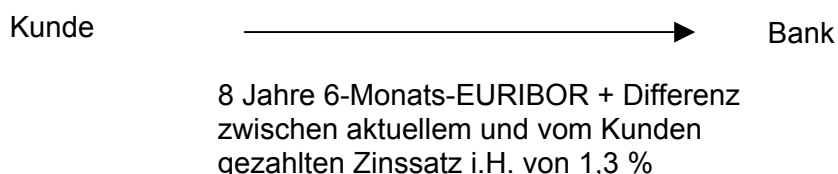
$$5,5 \% - 4,2 \% = 1,3 \%$$

über dem aktuellen Marktzinssatz für die Restlaufzeit von 8 Jahren, die zur Bedienung des 10 Mio. €-Darlehens verwendet werden.

Im Gegenzug zahlt das Unternehmen den 6-Monats-EURIBOR zzgl. 1,3 % als Ausgleich für die erhaltene und über dem Marktpreis liegende Festzinsszahlung, somit also

$$2,75 \% + 1,3 \% = 4,05 \%$$

Die Ersparnis für das Unternehmen beträgt offensichtlich die Differenz zwischen ursprünglich vereinbarter Festzinsszahlung von 5,5 % und der jetzt zu leistenden variablen Zahlung von 4,05 %. In den ersten sechs Monaten beträgt die Ersparnis immerhin 1,45 % bzw. 72,5 T€.



...

Da nur die Kapitalmarktzinssätze miteinander verrechnet werden, bleibt die Marge unberücksichtigt. Der Break Even für den variablen Zins liegt offenbar bei 4,2 %; als Entscheidungsgrundlage ist also die Auffassung des Unternehmens zur künftigen Zinsentwicklung von entscheidender Bedeutung.

Swap-Geschäft und Grundgeschäft können getrennt voneinander vereinbart werden – ggf. mit unterschiedlichen Banken.

Probleme können dann entstehen, wenn der variable Zins um mehr als 1,3 % ansteigt, wie letztmalig im Mai 2001. In diesem Fall erfolgt keine Entlastung, sondern eine zusätzliche Belastung des Unternehmens.

Sicherlich können Swaps vorzeitig (Close out) aufgelöst werden – allerdings bei ungünstiger Marktentwicklung mit zusätzlichen Belastungen für das Unternehmen. Alternativ kann ein Swapgeschäft – das Einverständnis der Bank vorausgesetzt – auf einen Dritten im Rahmen einer Abtretung übertragen werden. Bei ungünstiger Marktentwicklung hat diese Variante aber mehr hypothetischen Charakter.

Wegen der Risiken, die mit der Abwicklung eines Swapgeschäftes verbunden sind, verlangen die Swap-Banken i.Allg. (Zusatz-) Sicherheiten, die durchaus zwischen 15 % und 40 % betragen können.

Doppel-Zinsswap

Mit dem Doppel-Zinsswap werden regelmäßig Möglichkeiten angeboten, nicht nur den in der Zukunft liegenden Zinssatz zu sichern, sondern gleichzeitig und sofort Liquidität zu sparen.

Mit dem Doppel-Zinsswap werden zwei Zinstauschvereinbarungen mit jeweils unterschiedlichen (entgegengesetzten) Zahlungsströmen miteinander gekoppelt.

Zuerst werden die aus einer bestehenden Festzinsvereinbarung resultierenden Zahlungen gegen einen variablen Zinssatz getauscht; danach wird der neue, variable Zinssatz gegen einen neuen Festsatz mit längerer Laufzeit getauscht. Im Ergebnis kann der neue Anschlusszins gesichert und u.U. eine sofortige Liquiditätsentlastung realisiert werden.

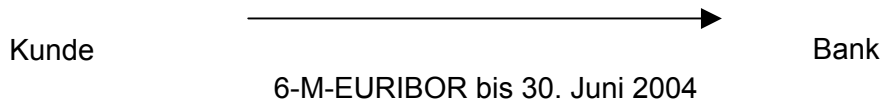
Beispiel:

Ein Wohnungsunternehmen hat 1994 ein KfW-Darlehen über 10 Mio. € aufgenommen, das bisher mit 5 % p.a. als Tilgungsdarlehen getilgt wurde. Bis 2014 soll das Darlehen komplett getilgt sein. Wünschenswert ist einerseits eine Festschreibung des Zinssatzes ab 2004 und andererseits eine Reduzierung der aktuellen Zinsbelastung bei Vermeidung von Vorfälligkeitsentschädigung o.ä.

Im ersten Schritt wird die bestehende Festzinsvereinbarung gegen einen variablen Zins auf Basis EURIBOR getauscht. Bis zum 30. Juni 2004 erhält das Unternehmen 5,5 % Festzins und zahlt dafür den variablen Referenzzins von 2,75 %.

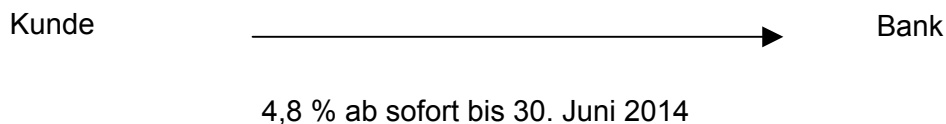
Der sich hier für das Unternehmen ergebende Vorteil (Bank zahlt Festsatz inkl. Marge; Unternehmen zahlt EURIBOR ohne Marge) findet im zweiten Teil des Swap-Geschäftes Berücksichtigung: Das Unternehmen zahlt dann einen Festsatz und erhält eine Zahlung in der Höhe des im ersten Teilswaps vereinbarten Referenzzinssatzes (EURIBOR).

...



Im zweiten Teil des Geschäftes wird ein erneuter Zinstausch vereinbart – nunmehr EURIBOR gegen Festsatz. Das Unternehmen erhält jetzt 6-M-EURIBOR-Zahlungen und zahlt selbst einen Festsatz von 4,6 % bis zum Ende der Darlehenslaufzeit am 30. Juni 2014, wobei am 30. Juni 2004 auf diesen Festsatz noch die Marge der Bank aufzuschlagen ist.

Zum 30. Juni 2004 wird der zu prolongierende Kredit – bei der finanzierenden Bank – zu variablen Konditionen auf der Basis 6-M-EURIBOR zzgl. Marge fortgesetzt. Damit heben sich die Zahlungsströme für den EURIBOR aus dem Doppel-Zinsswap auf.



Damit erfolgt praktisch die Reduzierung der Zinsbelastung von 5,5 % auf 4,8 %. Nach dem 30. Juni 2004 ist diesem Zinssatz die Marge hinzuzurechnen.

Das Ergebnis des Doppel-Swaps beträgt somit:

4,8 % Zins ab sofort bis 30. Juni 2004;
4,8 % Zins zzgl. Marge für variable Aufnahme (1 %?) ab 30. Juni 2004 bis 30. Juni 2014.

Problematisch können auch hier eventuelle Forderungen nach Zusatzsicherheiten sein; hinzu kommen ggf. Schwankungen des Kapitalmarktes: Sinken die Zinsen für langfristige Darlehen weiter, ist die vorherige Zinssicherung relativ uninteressant. Unter Umständen muss außerdem eine höhere Marge akzeptiert werden.

Forward-Swap

Ähnlich dem beschriebenen Zinsswap wird beim Forward-Swap ebenfalls ein Austausch von Zinszahlungen erfolgen. Jedoch erfolgt der Austausch von Zinszahlungen nicht zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses, sondern zu einem in der Zukunft liegenden und vertraglich fest vereinbarten Zeitpunkt. Auch in diesem Fall findet kein tatsächlicher Kapitaltransfer statt.

...

Dabei muss keinesfalls nur der Zinstausch von fest in variabel erfolgen – vielmehr kann beispielsweise auch der variable Zinssatz eines Unternehmens gegen die Zahlung eines Festzinssatzes durch eine Bank bzw. den unbekanntenen Kontrahenten erfolgen.

Variabel finanzierte Bankverbindlichkeiten unterliegen bekanntlich einem uneingeschränkten Zinsänderungsrisiko. Sollte es also in Zukunft zu Zinserhöhungen kommen, könnten diese durch den Abschluss eines Forward-Swaps entsprechend eliminiert werden. In diesem Falle würde das Unternehmen ab einem in der Zukunft liegenden und fest definierten Zeitpunkt mit einer fest definierten Laufzeit einen Festzinssatz an die Bank zahlen, wohingegen die Bank einen variablen Zinssatz an das Unternehmen zurückzahlt.

Auch bei dieser Konstellation ist zu berücksichtigen, dass es bei einer Marktwende im Allgemeinen keinen problemlosen Ausstieg aus dem Forwardswap während dessen Laufzeit gibt. Auch hier ist gegebenenfalls mit der Zahlung von entsprechenden Vorfälligkeitsentschädigungen zu rechnen.

Entwickelt sich der Markt jedoch so wie vermutet, d.h. der künftige Festzinssatz liegt über dem künftigen variablen Zinssatz und das Unternehmen entscheidet sich, den Forward-Swap nicht in Anspruch zu nehmen, so kann dieser mit einem entsprechenden Gewinn am Terminmarkt verkauft werden.

Cross-Currency-Swap

Ein Cross-Currency-Swap macht dann Sinn, wenn die in einer Fremdwährung gebotenen Zinssätze deutlich über dem €-Niveau liegen, wie es derzeit im Bereich des Schweizer Franken und des Japanischen Yen beobachtet wird.

Durch den Abschluss eines Cross-Currency-Zinsswaps wird beispielsweise ein fester CHF-Zinssatz für die bestehenden Finanzierungen gesichert, ohne dass diese in irgend einer Weise umgeschuldet werden müssten. Damit besteht die Möglichkeit, von günstigeren Zinssatz im Bereich der Schweizer Franken zu partizipieren. Unabhängig davon bleibt jedoch in jedem Fall das Wechselkursrisiko erhalten.

Im Gegensatz zum normalen Zinsswap findet bei Cross-Currency-Swaps i.a. auch ein Kapitaltausch statt. Prinzipiell ist jede Art von Zinstausch, also variabel gegen variabel, fest gegen variabel oder fest gegen fest möglich. Eine weitere Variation des Cross-Currency-Swaps ist auch in einer Form als Forward- Cross-Currency-Swap möglich.

Wesentliche Bestandteile eines Cross-Currency-Swaps sind:

Laufzeit	1 bis 10 Jahre
Nominalbetrag	ab 1,0 Mio. € ohne Tilgung ab 2,5 Mio. € mit Tilgung
Zahlweisen	viertel-, halb- oder jährlich Austausch von Zinszahlungen auf der Grundlage der Kapitalsumme und des vereinbarten Zinssatzes zum Kassakurs

Beim Abschluss eines Cross Currency Swaps werden die Kapitalbeträge in den zugrunde liegenden Währungen getauscht. Grundlage ist üblicher Weise der Kassakurs.

...

Während der Laufzeit werden die Zinsen auf die sich aus dem Tausch ergebenden Kapitalbeträge getauscht.

Am Ende der Laufzeit werden die Kapitalbeträge zum ursprünglich vereinbarten Wechselkurs wieder zurückgetauscht.

Beispiel:

Ein Unternehmen schloss einen 10jährigen Kredit über 10 Mio. € mit einem Zinssatz von 5,6 % ab. Die Geschäftsführung beschließt, die Chancen (und Risiken) eines Cross Currency Swaps zu nutzen. Der Wechselkurs des CHF zum € beträgt etwa 1,45; die Einstände im CHF liegen bei 2,6 %, also etwa 1,8 % unter deutschem Niveau (4,4 %) bei 10jähriger Zinsfestschreibung.

Bei gleicher Marge zahlt das Unternehmen nunmehr

2,6 % Einstand + 1,2 % = 3,8 % auf CHF

anstelle der bisherigen 5,6 %. Im Gegenzug übernimmt der Swap-Kontrahent die Zahlung von 5,6 % auf €.

Auch der Zins-Währungs-Swap wird losgelöst vom Grundgeschäft betrachtet. Kreditvereinbarung und Swap-Geschäft können bei unterschiedlichen Banken abgeschlossen werden.

Problematisch sind in jedem Fall die Währungsschwankungen, denen die Fremdwährung (bzw. das Wechselkursverhältnis) unterworfen ist. Das betrifft hier weniger das Risiko der Zinszahlungen, sondern viel mehr das Risiko am Ende der Laufzeit des Swaps, wenn die valutierenden Kapitalbeträge zum vorher vereinbarten Wechselkurs wieder ausgetauscht werden. Es ist praktisch nicht möglich, diese Risiken abzusichern.

Beim Abschluss eines Cross Currency Swaps werden je nach Tauschwährung und damit verbundenem Risiko Zusatzsicherheiten von bis zum 50 % verlangt.

Swap Option

Eine Swap Option ist eine Vereinbarung, die dem Käufer das Recht - aber nicht die Verpflichtung - einräumt, in einen vorher festgelegten Swap einzutreten.

Die Option kann entweder am Ende der Optionslaufzeit (europäisch) oder jederzeit (amerikanisch) ausgeübt werden. Nach Ausübung der Option treten Käufer und Verkäufer in den Zinsswap ein.

Marktteilnehmer, die im Zusammenhang mit Bieterverfahren bei Ausschreibungen in der Zukunft einen voraussichtlichen Finanzbedarf haben, steigende Zinsen erwarten und das heutige Zinsniveau als attraktiv einschätzen, können den Festzinssatz bereits heute fixieren. Kommt der avisierte Finanzbedarf nicht zustande, kann die Swap Option jederzeit zu den aktuell gültigen Konditionen veräußert werden.

Für jede Swap-Option ist eine Optionsprämie zu zahlen, die entweder zu Beginn oder am Ende der Optionslaufzeit fällig wird. Wird die Option ausgeübt, so kann die Optionsprämie beispielsweise auch in den entsprechenden Marge eingerechnet werden und es entfällt damit die Einmalzahlung.

...

Mit Hilfe einer Swap-Option lassen sich in der Zukunft liegende Risiken sicherlich zu einem großen Teil vermeiden, allerdings ist zu berücksichtigen, dass der Preis für diese Versicherung in Form der Optionsprämie durchaus signifikant sein kann.

Cap-Vereinbarung

Bei einer Cap-Vereinbarung werden die erreichbaren Zinsober- und Untergrenzen eines variablen Darlehens gegen Gebühr gesichert. Bei einer Absicherung der Obergrenze spricht man von einem Cap, bei Absicherung der Untergrenze von einem Floor und bei Absicherung von Ober- und Untergrenze von einem Collar.

Wesentliche Bestandteile einer Cap-Vereinbarung sind:

- Laufzeit,
- Nominalbetrag,
- Referenzzinssatz (z.B. EURIBOR),
- Zinsobergrenze und
- Prämie für die Cap-Grenze.

Die Laufzeit der Cap-Vereinbarung wird in Caplets aufgeteilt. Bei Ablauf des jeweiligen Caplets werden Referenzzinssatz und Zinsobergrenze miteinander verglichen und ggf. eine Ausgleichszahlung seitens der Bank an den Kunden geleistet.

Beispiel:

Ein Unternehmen will einerseits das niedrige variable Zinsniveau nutzen, sich aber andererseits gegen Spitzenrisiken absichern.

Vereinbart wird eine variable Finanzierung mit einer Laufzeit von 5 Jahren auf der Basis eines 6-Monate-EURIBOR mit einer Marge von 1 % -

aktuell, im Januar 2003, ca. $2,75\% + 1\% = 3,75\%$.

Als Zinsobergrenze werden 6 % vereinbart. Steigt der Zinssatz auf über 6 %, wird der darüber liegende Betrag gekappt und von der Bank getragen. Für diese „Zinsobergrenzenversicherung“ verlangt die Bank entweder eine feste (einmalige) Bearbeitungsgebühr von 1 % oder eine laufende Gebühr von 0,15 %, die in der Marge enthalten ist.

Zur Vermeidung der Bearbeitungsgebühr i.S. einer Versicherungsprämie kann eine Untergrenze (Floor) vereinbart werden.

Sie beträgt im Beispiel 3 %. Sinkt der EURIBOR auf unter 2 %, also bspw. 1,5 %, würde sich mit einer Marge von 1 % ein variabler Zins von 2,5 % ergeben. Dieser Zinsvorteil würde nun nur noch bis zu einer Höhe von nominal 3 % an den Kreditnehmer weitergegeben – am Differenzbetrag von 0,5 % partizipiert die Bank.

Durch geschickte Kalkulation können Ober- und Untergrenzen so festgelegt werden, dass keine zusätzlichen Gebühren entstehen. In diesem Fall spricht man von Zero Cost Collar.

Der Vorteil gegenüber der klassischen Festzinsfinanzierung besteht in der Chance, niedrige variable Zinssätze nutzen zu können und gleichzeitig die Obergrenze fixiert zu haben.

...

Die Cap-Vereinbarung ist vom Grundgeschäft losgelöst und stellt einen separaten Vermögensgegenstand dar. Der Käufer hat völlig unabhängig davon, ob eine variabel zu verzinsende Verbindlichkeit besteht, Anspruch auf Ausgleichszahlung, wenn der Referenzzinssatz am Stichtag die vereinbarte Zinsobergrenze übersteigt.

Die Cap-Vereinbarung kann jederzeit aufgelöst werden und muss nicht bis zum Ende gehalten werden. Gehandelt werden u.a. auch Forward Caps, bei denen die Zinssicherung in die Zukunft gelegt wird.

4 Zusammenfassung

Zinsderivate stellen im Bereich des Financial Engineering eine nicht mehr wegzudenkende Ergänzung der klassischen Instrumente des Aktiv- und Passivgeschäftes dar. Durch sorgfältiges Abwägen aller Chancen und Risiken ist es möglich, Liquiditätsparsparnisse zu erzielen, aber auch Zinsänderungsrisiken zu mindern.

Hohen Chancen stehen oftmals auch hohe Risiken gegenüber. Da bei Swap-Geschäften oftmals ein Zinstausch von fest in variabel erfolgt, ist der angestrebte Effekt in besonderem Maße von den Schwankungen des Kapitalmarktes abhängig. Hinzu kommen regelmäßig geforderte Zusatzsicherheiten, die die Entscheidungsspielräume der Kreditnehmerseite einschränken.

Bestehen Überlegungen, ein Swap-Geschäft zu tätigen, so sollten folgende Aspekte in die Entscheidung einbezogen werden:

- Welche Zusatzsicherheiten werden benötigt?
- Welche Zusatzkosten entstehen, wie werden sie berechnet und wann sind sie fällig?
- Was passiert, wenn der Markt „dreht“ und sich die Zinsstrukturkurve ändert?
- Wo liegt der Zinssatz-Break-Even-Point?
- Wie kann der Swap vorzeitig aufgelöst werden? Welche Kosten sind damit verbunden?
- Ist seitens der Bank mit einem laufenden Monitoring zu rechnen, das die Entwicklung des Kapitalmarktes in laufende Empfehlungen eingehen lässt?
- Wie werden die bisher vereinbarten Margen behandelt? Gibt es eine schriftliche und verbindlich Margengarantie insbesondere für Forward-Produkte?
- Auf welcher vertraglichen Basis werden Swap-Geschäfte abgeschlossen und wer ist mein Ansprechpartner?

...

5 Quellen und weiterführende Literatur

CAYTAS: Moderne Finanzierungsinstrumente,
Schäffer-Pöschel Verlag Stuttgart 1992.

WILKENS, MARCO: Wertpapiermanagement,
Institut für betriebswirtschaftliche Geldwirtschaft der Universität Göttingen 1996.

ERNE, ROLAND: Unternehmenskredite mit Derivaten optimieren,
Verlag Dr. Otto Schmidt Köln 1997.

TYTKO, DAGMAR: Grundlagen der Projektfinanzierung,
Schäffer-Pöschel Verlag Stuttgart 1999.

GRÄFER; BEIKE; SCHELD: Finanzierung,
Erich Schmidt Verlag Berlin 2001.

BFG-BANK: Innovative Finanzierungsformen, Artikelserie,
Immobilienzeitung 1997.

HAMMERSTEIN, WINFRIED: Chancenorientiertes Zinsmanagement, Artikelserie,
Immobilienzeitung 1999.

DRESDNER KLEINWORT BENSON: Zinsmanagement,
Eigenverlag Dresdner Bank 1998.