



HESSISCHER RECHNUNGSHOF

Bericht

nach § 99 LHO

über die
Evaluation des Derivateeinsatzes
im Land Hessen

Drucksache 20/4211

Darmstadt, den 3. Dezember 2020

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	1
Tabellenverzeichnis	3
Abbildungsverzeichnis	4
0 Vorbemerkung	5
1 Einleitung	8
1.1 Zinsderivate im Schuldenmanagement	8
1.2 Prüfungsperspektiven	11
2 Gesetzliche Ziele des Einsatzes von Zinsderivaten	13
2.1 Steuerung von Zinsänderungsrisiken	14
2.1.1 Das Zinsänderungsrisiko bei „Plain-Vanilla“ Zins-Swaps	14
2.1.2 Das Zinsänderungsrisiko bei strukturierten Zins-Swaps	16
2.2 Optimierung von Kreditkonditionen	18
2.2.1 Arbitrage-Möglichkeit an Kapitalmärkten	18
2.2.2 Optimierung durch „Plain-Vanilla“ Zins-Swaps	20
2.2.3 Optimierung durch strukturierte Zins-Swaps	20
2.3 Bewertung	22
3 Prüfungsfeststellungen zum Derivateeinsatz	23
3.1 Forward-Payer-Swaps	23
3.2 Swap-Optionen	32

3.3	Negativzinsrisiken	37
3.4	Risiken aus dem Collateralmanagement	38
3.5	Währungs-Swaps	40
4	Landesschuldenberichte	41
5	Empfehlungen	43
	Anhang 1: Derivateprüfungen der Rechnungshöfe	46
	Anhang 2: Stellungnahme des Finanzministeriums	51

Tabellenverzeichnis

	Seite
Tabelle 1: Gesamtdarstellung: Bisher ausgeübte Swap-Optionen	33
Tabelle 2: Schematische Darstellung: Negativzinsrisiko bei Payer-Swaps	37
Tabelle 3: Schematische Darstellung: Eliminierung von Negativzinsrisiken	38
Tabelle 4: Schematische Darstellung: Währungsswap	40
Tabelle 5: Derivateprüfungen anderer Rechnungshöfe	46

Abbildungsverzeichnis

	Seite
Abbildung 1: Arten von Zins-Derivaten	8
Abbildung 2: Schematische Darstellung: Wirkungsweise von Zins-Swaps	9
Abbildung 3: Derivatebestand des Landes Hessen nach Volumen im HHj 2017	11
Abbildung 4: Forward-Swaps nach Abschlussjahr, Volumen und Anzahl	24
Abbildung 5: Forward-Zinsstrukturkurven 2011 vs. 2013	25
Abbildung 6: Marktzinsentwicklung und 2011 vereinbarte Forward-Zinssätze	26
Abbildung 7: Abschlüsse der Forward-Swaps im Jahr 2011	27
Abbildung 8: Zinsentwicklung und Swap-Optionen	34
Abbildung 9: Prämienzahlungen für Optionen an Land	36

0 Vorbemerkung

Der Rechnungshof hat die Wirkungsweise derivativer Finanzinstrumente im Schuldenmanagement des Landes Hessen geprüft. Dabei hat der Rechnungshof auf die Informationen abgestellt, die der Entscheider bei Abschluss der Geschäfte hätte haben können (Stichtagsprinzip). Der Rechnungshof stellt klar, dass die Richtigkeit einzelner Zinsprognosen sinnvollerweise nicht Gegenstand einer nachträglichen Prüfung sein kann. Einen optimalen Zeitpunkt für die Kreditaufnahme gibt es nicht – unabhängig von dem jeweils gewählten Refinanzierungsinstrument.

Der Rechnungshof hat dem Finanzministerium im Rahmen des Prüfungsverfahrens Möglichkeit zur Stellungnahme gegeben. Diese fand zusammen mit den Repliken des Rechnungshofs Eingang in den vorliegenden Bericht. Eine weitere Stellungnahme des Finanzministeriums zu diesem Bericht ist als Anlage beigefügt.

Wesentliche Erkenntnisse der Prüfung sind:

- 0.1** Das Finanzministerium wird im jeweiligen Haushaltsgesetz zum Einsatz von Derivaten im Schuldenmanagement ermächtigt. Seit 2006 ist in § 13 Abs. 5 HG ausdrücklich die Möglichkeit gegeben, für Anschlussfinanzierungen in einem Zeitraum von bis zu zehn Jahren Derivate abzuschließen. Damit gibt der Gesetzgeber zu erkennen, dass er den Forward-Swap für ein geeignetes Instrument im Schuldenmanagement hält. Die Schaffung von Planungssicherheit ist folglich vom Gesetzgeber gewollt. Gleichzeitig hat der Gesetzgeber damit in Kauf genommen, dass das Land mit dem Abschluss von Forward-Payer-Swaps ein zusätzliches Terminzinsrisiko eingeht.
- 0.2** Der Rechnungshof kann die Motivation des Finanzministeriums zur langfristigen Zinssicherung grundsätzlich nachvollziehen. Gleichzeitig weist er darauf hin, dass das Finanzministerium durch den Abschluss zahlreicher Forward-Vereinbarungen mit einem großen Gesamtvolumen, einer langen Laufzeit und einem ähnlichen Zinsniveau letztlich eine Anhäufung von Risiken erst geschaffen hat. Das Land konnte

dadurch in den letzten Jahren bei seinen Anschlussfinanzierungen nur eingeschränkt vom niedrigen Marktzins profitieren.

- 0.3** Der Rechnungshof erkennt hinsichtlich des abgeschlossenen Zinsniveaus an, dass sich während der Laufzeit der Payer-Swaps der Marktzins noch grundlegend ändern kann. Sollte der kurzfristige Zins wieder signifikant steigen, kann sich die Fixierung auf das Zinsniveau von 2011 noch als vorteilhaft erweisen. Dies kann erst nach Ablauf der Swaps abschließend beurteilt werden.
- 0.4** Der Rechnungshof ist zu dem Schluss gekommen, dass Zinsderivate im Schuldenmanagement des Landes nicht die Vorteile generieren können, die die Ermächtigungsnorm in den Haushaltsgesetzen ihnen beimisst. Der Gesetzgeber hat mit seiner Zielvorgabe in der Derivateermächtigung das Schuldenmanagement des Finanzministeriums vor ein Paradoxon gestellt: Bessere Konditionen – ohne dabei zusätzliche Risiken einzugehen – sind am Kapitalmarkt nicht zu erzielen.
- 0.5** Das Finanzministerium verzichtet seit 2014 auf den Einsatz derivativer Finanzinstrumente. Das begrüßt der Rechnungshof ausdrücklich. Daher empfiehlt der Rechnungshof dem Gesetzgeber, auf eine Derivateermächtigung im Haushaltsgesetz künftig zu verzichten. Lediglich für Derivate, die der „Absicherung von Negativzinsrisiken“ dienen sollen, könnte es auch künftig noch eine gesetzliche Ermächtigung geben.
- 0.6** Die von PWC zum 16. Juni 2020 abgeschlossene Prüfung des Gesamtabschlusses 2019 des Landes Hessen einschließlich der durchgeführten Prüfungshandlungen zu dem beauftragten Prüfungsschwerpunkt haben gemäß Mitteilung von PWC keine Anhaltspunkte dafür ergeben, „dass die Verwaltung des Bestands des Landes Hessen an derivativen Finanzinstrumenten zum 31. Dezember 2019 sowie der Neuabschluss derivativer Finanzinstrumente im Zeitraum vom 1. Januar 2019 bis 31. März 2020 durch das HMdF nicht in Übereinstimmung mit den landesinternen Vorgaben in der Dienstanweisung und der diese ergänzenden Entscheidungsvermerke der halbjährlichen

Abstimmung mit der Hausspitze des HMdF für das Geschäftsjahr 2019 erfolgt ist.“

1 Einleitung

1.1 Zinsderivate im Schuldenmanagement

(1) Die Haushaltsgesetze des Landes Hessen ermächtigen seit 1992 das Finanzministerium zum Einsatz derivativer Finanzinstrumente im Rahmen des Schuldenmanagements. Das Land Hessen hat im Wesentlichen Zinsderivate abgeschlossen. Abbildung 1 gibt eine Übersicht über die vom Land Hessen verwendeten Zinsderivate und stellt sie entsprechenden Grundgeschäften gegenüber.

		Grundgeschäfte	Derivate
Sofort beginnend		Festverzinsliche Anleihe / Kredit	Payer-Swap
		Variabel verzinsliche Anleihe / Kredit	Receiver-Swap
In der Zukunft beginnend	unbedingte Termin- geschäfte (Forwards)	Festverzinslicher Terminkredit	Forward-Payer-Swap
		Variabel verzinslicher Terminkredit	Forward-Receiver-Swap
	bedingte Termin- geschäfte (Optionen)		Kündigungsrechte Swap-Optionen

Abbildung 1: Arten von Zins-Derivaten

(2) Im Folgenden wird die Funktionsweise von einfachen Zins-Swaps sowie von Forward-Swaps und Swap-Optionen beschrieben. **Zins-Swaps** sind Zinstauschvereinbarungen. Grundsätzlich werden bei einem Zins-Swap in seiner einfachsten Ausprägung – man spricht hier auch von einem „**Plain-Vanilla-Swap**“¹, da keine weiteren Vertragsregelungen einbezogen werden – fixe Zinszahlungen mit variablen Zinszahlungen ausgetauscht.²

¹ Der Begriff stammt aus dem amerikanischen Sprachgebrauch. Er bedeutet wörtlich übersetzt: „rein Vanille (Eis)“. Gemeint ist damit ein Produkt ohne weitere Zusätze bzw. „Schnickschnack“.

² Eine Ausnahme bildet der Basis-Swap, bei dem variable Zins-Zahlungen unterschiedlicher Laufzeit miteinander getauscht werden.

Je nach Position unterscheidet man zwischen **Payer-Swap** (Festzins-Zahler-Swap) und **Receiver-Swap** (Festzins-Empfänger-Swap). Der Zahler eines Payer-Swaps zahlt die fixen Zinsen und erhält im Gegenzug die variablen. Bei einem Receiver-Swap verhält es sich umgekehrt. Der Empfänger erhält die fixen Zinsen und zahlt im Gegenzug die variablen.

(3) Abbildung 2 stellt die Wirkungsweise von Plain-Vanilla-Swaps schematisch dar.

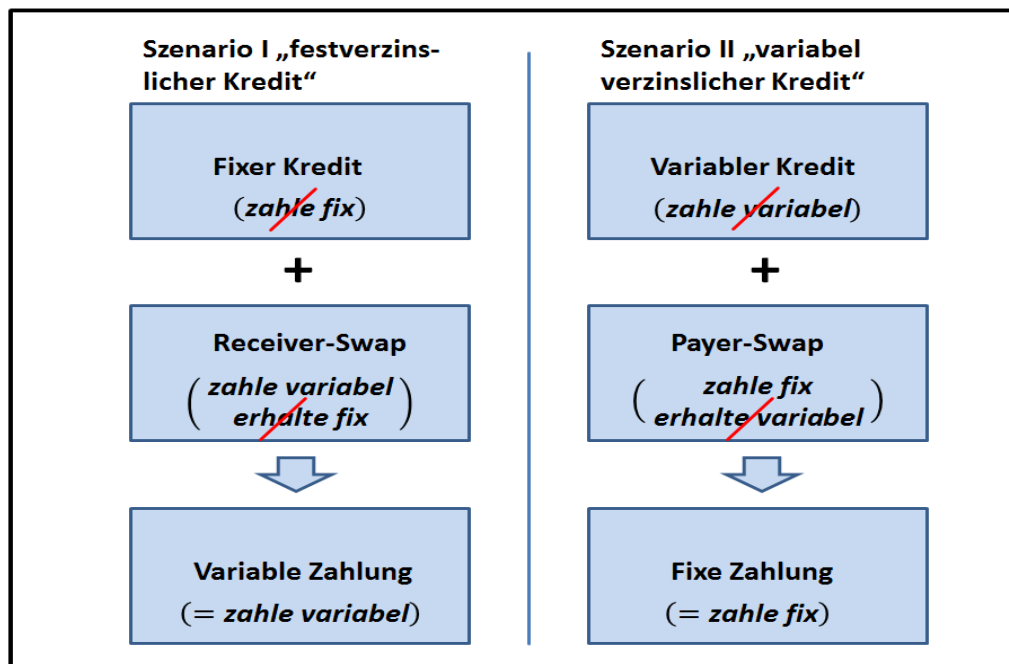


Abbildung 2: Schematische Darstellung: Wirkungsweise von Zins-Swaps

Im Szenario I entsteht durch die Kombination eines fixen Kredits mit einem Receiver Swap in der Summe eine variable Zahlung. In Szenario II wird ein variabel verzinslicher Kredit mit einem Payer-Swap kombiniert. In der Summe ergibt sich aus beiden Geschäften ein fixer Zinssatz. In beiden Fällen wird durch den Swap die ursprüngliche Zinsgestaltung des Kredits im Ergebnis umgedreht. Dies geschieht ohne eine Änderung der Zinsvereinbarung im Kredit.

(4) Auf dem Plain-Vanilla-Swap bauen verschiedene andere Arten von Derivaten auf. Zu der Zinstauschvereinbarung treten weitere vertragliche

Abreden („Strukturierung“), die zu spezifischen Eigenschaften des Swaps führen. Im Gesamtbestand befinden sich rd. 33 Prozent **Forward-Swaps** und weitere 8 Prozent Forward-Swaps mit Kündigungsrechten, sogenannte „strukturierte Forward-Swaps“ (vgl. Abbildung 3).

Forward-Swaps sind in der Zukunft startende Zinstauschvereinbarungen. Mit Abschluss dieser Vereinbarungen verpflichten sich beide Vertragsparteien, zu einem bestimmten zukünftigen Zeitpunkt, dem Starttermin, einen Zins-Swap einzugehen (Termingeschäft). Abschlussdatum der Vereinbarung und Starttermin des Swaps sind bei Forwards also nicht identisch. Sie können zum Teil mehrere Jahre voneinander entfernt liegen. Die genauen Konditionen des Swaps (u.a. Typ, Laufzeit, Zinssatz) werden bereits beim Abschluss der Forward-Vereinbarungen festgelegt. Wie bei den Kassageschäften gibt es auch hier zwei Typen: Forward-Payer-Swaps und Forward-Receiver-Swaps. Das Land hat ausschließlich Forward-Payer-Swaps in seinem Bestand. Der Einsatz von Forward-Payer-Swaps ist ausführlich in Abschnitt 3.1 dargestellt.

Im Gesamtbestand des Landes befinden sich rd. 8 Prozent **Swap-Optionen**. Eine Zins-Swap-Option ist ein Vertrag, bei dem eine Partei gegen Zahlung einer Prämie das Recht erwirbt, einen bestimmten Zins-Swap zu einem festgelegten Zeitpunkt abzuschließen. Die Swap-Option baut also ebenfalls auf einem „Plain-Vanilla-Swap“ auf. Bei einer Swap-Option nennt man den Vertragspartner, der das Recht erwirbt, die Option auszuüben, den „Inhaber“. Den anderen nennt man „Stillhalter“. Wesentliche Vertragsinhalte sind der Ausübungstermin, zu dem der Optionsinhaber das Recht – aber nicht die Pflicht – hat, diese in einen Swap zu wandeln, sowie der Strike-Zins, der Festsatz-Zins für den Zins-Swap. Bei den Swap-Optionen, die das Land abgeschlossen hat, befindet es sich stets in einer Stillhalterposition. Der Einsatz von Swap-Optionen ist ausführlich in Abschnitt 3.2 dargestellt.

(5) Außerdem hat das Land Zins-Swaps abgeschlossen, bei denen aufgrund vertraglicher Abrede dem Vertragspartner ein einseitiges Kündigungsrecht („**Kündigungsoption**“) eingeräumt ist. Auch hier spricht man von „strukturierten Swaps“. Wie oben ausgeführt hat das Land solche einseitigen Kündigungsrechte zum Beispiel bei Forward-Swaps eingeräumt.

Im Gesamtbestand gibt es rd. 14 Prozent Derivate, die ein einseitiges Kündigungsrecht einräumen.

(6) Das Land hatte im Haushaltsjahr 2017 insgesamt 186 Zinsderivate unterschiedlicher Gestaltung in einem Nominalvolumen von 20.439,70 Mio. Euro im Bestand. Etwa 1 Prozent der vom Land abgeschlossenen Derivate sind Währungs-Swaps, die das Land bei Fremdwährungskrediten abschließen muss. Der Anteil aller Derivate an den Kreditmarktschulden betrug 47,4 Prozent. Abbildung 3 zeigt die verschiedenen Arten von Derivaten nach Volumen für das Haushaltsjahr 2017:

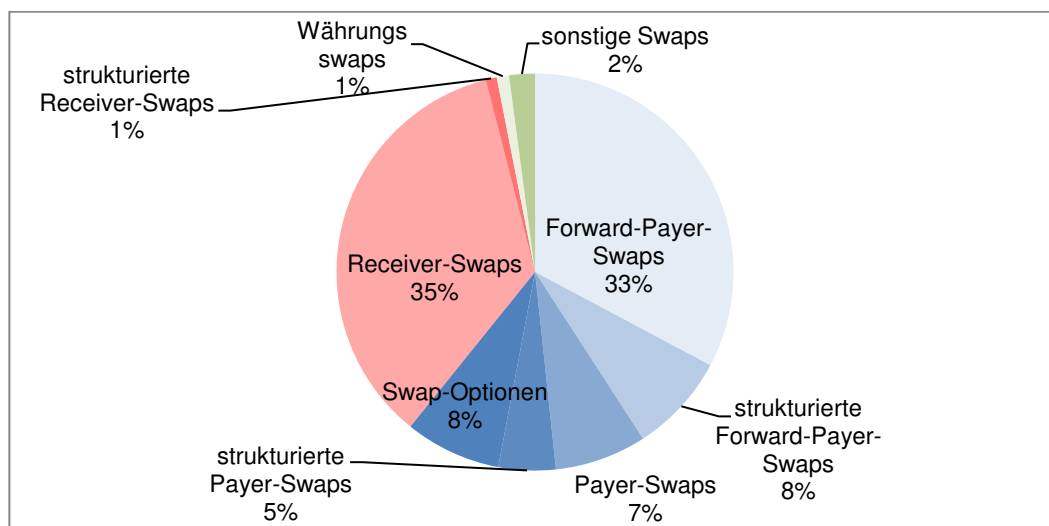


Abbildung 3: Derivatebestand des Landes Hessen nach Volumen im HHj 2017³

(7) Durch den Einsatz von Zins-Swaps entstehen dem Land Transaktionskosten. Das Finanzministerium hat mit verschiedenen deutschen und ausländischen Banken Rahmenvereinbarungen abgeschlossen. Die einzelnen Abschlüsse erfolgen telefonisch und werden in Telefonnotizen dokumentiert.

1.2 Prüfungsperspektiven

(1) Bei der Evaluation war der Rechnungshof von der Frage geleitet, ob die Ziele, die der Gesetzgeber in den Haushaltsgesetzen für den Einsatz

³ Daten des Finanzministeriums.

von Derivaten definiert hat, mit Derivaten effizienter erreicht werden können als ohne. Die Gesamtstrategie des Schuldenmanagements wurde nicht geprüft.

(2) Beim Einsatz von strukturierten Derivaten spielt die Zinsentwicklung nach Abschluss des Geschäfts eine maßgebliche Rolle. Über die künftige Zinsentwicklung gibt es eine Vielzahl von Prognosen und Marktdaten. Diese fließen in die Zinsstrukturkurve ein und stehen allen Marktteilnehmern zur Verfügung. Niemand kann jedoch zuverlässig den künftigen Zinsverlauf für die unterschiedlichen Laufzeiten vorhersagen.

(3) Dennoch muss regelmäßig eine Zinsmeinung für die Zukunft entwickelt werden, was für das Begeben von Anleihen ebenso gilt, wie bei klassischen Kreditaufnahmen oder Swap-Geschäften.

Der Rechnungshof stellt klar, dass die Richtigkeit einzelner Zinsprognosen sinnvollerweise nicht Gegenstand einer nachträglichen Prüfung sein kann.

(4) Bei der Betrachtung eines Derivatvertrags ist zu unterscheiden zwischen der

- ex ante Perspektive,
- der Perspektive während der Laufzeit,
- der finalen Perspektive nach Ende der Laufzeit.

Bei Abschluss eines Kredit- oder Derivatgeschäfts betrachtet der Handelnde das Geschäft aus der ex ante Perspektive. Die weitere Zinsentwicklung kennt er nicht. Seine Erwartungen kann er mit anderen Prognosen bzw. der Zinsstrukturkurve abgleichen. Startet das Derivatgeschäft erst in der Zukunft wie zum Beispiel bei Forwards und Optionen, dann ist der Marktzinssatz zum Startzeitpunkt bei Abschluss unbekannt. Bekannt ist jedoch das Chancen-Risiko-Profil dieses Derivategeschäfts. Dieses ist bei einem strukturierten Derivat ausgeprägter als bei einem Kreditgeschäft oder einer Kombination aus Kreditgeschäft und Plain-Vanilla-Swap.

Wird das Geschäft während seiner Laufzeit betrachtet, dann ist die weitere Zinsentwicklung bis zum Ende des Geschäfts unbekannt. Bekannt ist aber

die Entwicklung des Marktzinssatzes vom Start- bis zum Betrachtungszeitpunkt. Bei Forward-Payer-Swaps und Swap-Optionen ist es nach dem Startzeitpunkt möglich, den vorher fixierten Zinssatz mit den Marktzinsen zum Starttermin zu vergleichen. Daraus entstehen Vor- oder Nachteile, die von der weiteren Zinsentwicklung unbeeinflusst bleiben.

Erst nach Ende der Laufzeit eines Derivats sind der gesamte Zinsverlauf und damit die geflossenen Zahlungsströme bekannt. Ein Vergleich mit anderen Varianten der Verschuldung ist erst dann möglich. Für einen Forward-Payer-Swap oder Swap-Option gilt: Auch wenn der Vergleich des vorher fixierten Zinssatzes mit den Marktzinssatz zum Starttermin einen Nachteil ergeben hat, kann sich aus finaler Sicht der Abschluss des Geschäfts insgesamt immer noch als vorteilhaft erweisen.

2 Gesetzliche Ziele des Einsatzes von Zinsderivaten

(1) Eine Ermächtigung für den Einsatz von Derivaten wurde erstmals (und danach jährlich) im Haushaltsgesetz von 1992 aufgenommen. In der Gesetzesbegründung dazu hieß es:

„Durch die Neufassung soll dem Land die Möglichkeit eröffnet werden, bei der Finanzierung des Landeshaushalts neue Finanzierungsinstrumente mit dem Ziel einer Minimierung des Zinsaufwands nutzen zu können.“

In der letzten Neufassung der Derivateermächtigung im Haushaltsgesetz 2006 hieß es in § 13 Abs. 5 S. 3 f:

„Das Ministerium der Finanzen wird ermächtigt, im Rahmen der Kreditfinanzierungen Vereinbarungen zur Steuerung von Zinsänderungsrisiken sowie zur Optimierung der Kreditkonditionen (Derivate) für bestehende Schulden, die laufende Kreditaufnahme des Haushaltsjahres sowie für Anschlussfinanzierungen von Krediten zu treffen, die in einem Zeitraum von zehn Jahren fällig werden. Der Bezug eines Derivategeschäfts auf mehrere Kreditgeschäfte ist zulässig.“

Demnach definierte der Gesetzgeber

1. die Steuerung von Zinsänderungsrisiken sowie
2. die Optimierung von Kreditkonditionen

als Ziele des Derivateeinsatzes.

(2) Der Wortlaut „Steuerung von Zinsänderungsrisiken“ suggeriert, das Land Hessen könnte die marktimmanenten Zinsrisiken bei der Kreditaufnahme (mit Derivaten) steuern.

Auch das zweite Ziel „Optimierung von Zinskonditionen“ geht offensichtlich davon aus, dass das Land am Kapitalmarkt (nicht durch seine Größe oder das aufzunehmende Kreditvolumen, sondern allein durch den Derivateeinsatz) bessere Marktkonditionen erzielt, als andere Marktteilnehmer.

(3) Um beurteilen zu können, ob die beiden Zielvorgaben des Gesetzgebers überhaupt objektiv erreichbar sind, hat der Rechnungshof die Gesetzesintention ökonomisch näher beleuchtet.

2.1 Steuerung von Zinsänderungsrisiken

2.1.1 Das Zinsänderungsrisiko bei „Plain-Vanilla“ Zins-Swaps

(1) Bei ökonomischer Betrachtung gibt es ein Zinsänderungsrisiko nicht nur bei variabler Verzinsung (Variables Zinsrisiko), sondern auch bei fester Verzinsung (Festsatz-Zinsrisiko). In beiden Fällen können sich nach Aufnahme eines Kredits die Marktzinsen zugunsten oder zuungunsten des Landes entwickeln. Das Zinsänderungsrisiko umfasst also gemeinhin beide Möglichkeiten, wie sich der Marktzins entwickeln kann: die Chance und das Risiko.

Bei einem „variablen Zinsrisiko“ besteht das Zinsänderungsrisiko darin, dass der variable über den möglich gewesenen Festsatz-Zins steigt. Fällt jedoch der variable Zins unter diesen Festsatzzins, dann realisieren sich die Chancen einer variabel verzinslichen Anleihe.

Bei einem Festsatz-Zinsrisiko besteht das Zinsänderungsrisiko darin, dass der variable Zinssatz unter den vereinbarten Festsatz-Zins sinkt. Das Land ist dann zwar gegen steigende Zinsen abgesichert, kann aber nicht von den niedrigen variablen Zinsen profitieren.

(2) Vor Abschluss eines Kreditvertrags finden regelmäßig die folgenden Schritte statt:

1. Es wird eine Zinsmeinung gebildet, d. h. eine Einschätzung der zukünftigen Zinsentwicklung;
2. auf der Zinsmeinung aufbauend ist eine Entscheidung zwischen fixer und variabler Verzinsung zu treffen.

Nicht anders verhält es sich, wenn zu dem Kreditvertrag (Grundgeschäft) ein Derivat hinzutritt. Auch dann ist auf Grundlage einer Zinsmeinung zu entscheiden, ob durch ein Derivat die fixe Verzinsung des Kredits in eine variable bzw. die variable Verzinsung des Kredits in eine fixe gedreht werden soll.

Würdigung

(3) Sowohl bei der Wahl der Verschuldungsart (variabel verzinslich oder fix) im Grundgeschäft als auch beim Einsatz von Derivaten bildet sich das Land eine Zinsmeinung und trifft darauf basierend eine Entscheidung. Ein Zinsänderungsrisiko als Marktrisiko besteht immer. Es kann auch nicht durch den Einsatz von „Plain-Vanilla“ Zins-Swaps ausgeschlossen werden.

Tatsächlich ist dadurch nur ein Tausch von Risiken erreichbar. Es wird das Zinsänderungsrisiko des Grundgeschäftes durch das Zinsänderungsrisiko des Derivatgeschäftes ersetzt. Eliminiert werden kann das Zinsänderungsrisiko dadurch nicht. Um eine bestimmte Art der Verzinsung zu erreichen, ist es nicht nötig, ein Derivat abzuschließen. Beide Ergebnis-Alternativen hätten auch direkt im Grundgeschäft vereinbart werden können.

Der Rechnungshof empfiehlt zu untersuchen, inwieweit das im aktiven Schuldenmanagement erforderliche Bilden einer Zinsmeinung durch eine passive Schuldenportfoliostrategie⁴ entbehrlich werden könnte.

2.1.2 Das Zinsänderungsrisiko bei strukturierten Zins-Swaps

(1) Im Folgenden soll dargestellt werden, ob sich durch vertragliche Abreden des Zins-Swaps („strukturierte Swaps“) hinsichtlich des Zinsänderungsrisikos etwas anderes ergibt als bei einem „Plain-Vanilla-Swap“.

(2) Nach dem Start wird aus dem **Forward-Payer-Swap** ein Payer-Swap. Dieser verwandelt eine variable Verzinsung im Grundgeschäft zu einer fixen Verzinsung. Eine frühzeitige Festlegung der Zinssätze („Forward“) ist gleichermaßen bei einem Swap (Forward-Payer-Swap) als auch bei einem Kredit (Forward-Kredit) denkbar.⁵ Die für einen Forward spezifischen Chancen und Risiken unterscheiden sich für beide Arten nicht.

(3) Durch die frühzeitige Fixierung eines festen Zinssatzes hat das Land zwar Gewissheit über die künftigen Zinsverpflichtungen und kann – soweit ein entsprechender Planungsbedarf für weit in der Zukunft liegende Haushaltsjahre besteht – mit konkreten Zinsausgaben planen. Außerdem hat es die Chance, dass sich bei steigenden Zinsen die fixierten Konditionen bei Start des Swaps als günstiger erweisen.

Dieser Planungssicherheit sowie der genannten Chance stehen bei ökonomischer Betrachtung zwei Zinsänderungsrisiken gegenüber: Zum einen hat das Land, wie bei jeder fixen Verschuldung das Risiko, dass die Zinsen nach Anlauf des Zins-Swaps sinken und es durch die fixe Verpflichtung schlechter gestellt ist (Festsatz-Zinsrisiko, vgl. Abschnitt 2.1.1). Zum ande-

⁴ Passives Portfoliomanagement setzt – im Gegensatz zu einem aktiven Anlagestil – auf eine regelgebundene Portfoliozusammenstellung, die in der Regel auf Market Timing verzichtet, so dass Umschichtungen des Portfolios selten sind. Unter einer passiven Schuldenportfoliostrategie wird hier eine Strategie verstanden, nach der das Schuldenportfolio regelgebunden aus verschiedenen Finanzierungsinstrumenten zusammenzusetzen ist.

⁵ Zwar bestehen im Privatkundensegment Märkte für Forward-Kredite (z.B. Forward-Darlehen im Bereich der Baufinanzierung), allerdings ist es in der Praxis des Schuldenmanagements des Landes nicht möglich, Forward-Anleihen zu begeben.

ren hat es das Risiko, dass bereits bei Anlauf des Zins-Swaps das Zinsniveau für eine fixe Verschuldung mit gleicher Laufzeit am Markt unter der vereinbarten Zinshöhe liegt. Das Land ist dann an den vereinbarten Zins gebunden und kann sich bei der Anschlussfinanzierung nicht zu dem aktuellen Marktzins verschulden. Dieses Risiko soll im Folgenden als Terminzinsrisiko bezeichnet werden. Durch den Abschluss eines Forward-Payer-Swaps kann Planungssicherheit geschaffen werden; allerdings kann das Land das Zinsänderungsrisiko nicht eliminieren.

(4) Nichts Anderes gilt für Derivate, die **einseitige Kündigungsrechte** zugunsten der Vertragspartner enthalten oder ihnen ein einseitiges Recht einräumen, zu einem bestimmten Zeitpunkt einen Swap mit vorher festgelegten Konditionen mit dem Land abzuschließen (**Swap-Optionen**). In diesen Fällen tritt das Land in eine Stillhalterposition. Nur der Inhaber hat die Möglichkeit, die Abschlussoption bzw. die Kündigungsoption auszuüben; das Land kann selbst nicht steuern. Auch hier hat das Land das Zinsänderungsrisiko.

Es ist davon auszugehen, dass der Inhaber rational handelt. Er wird von seiner Möglichkeit immer dann Gebrauch machen, wenn es für ihn zu ökonomischen Vorteilen führt. Im Umkehrschluss stehen diesen Vorteilen für den Inhaber in der Regel Nachteile für das Land gegenüber.

Würdigung

(5) Bei strukturierten Swaps verändert sich im Vergleich zu einem Kreditgeschäft das Risiko-Chancen-Profil. Abhängig von der Zinsentwicklung zwischen Abschluss und Start- bzw. Ausübungstermin führt ein strukturierter Zins-Swap zu Vorteilen für eine der beiden Vertragsparteien. Eine Steuerung von Zinsänderungsrisiken ist durch Derivate, die einseitige Optionsrechte zugunsten der Vertragspartner enthalten, nicht möglich.⁶ Durch das Eingehen einer Stillhalterposition erhöht sich für das Land das Zinsänderungsrisiko.

⁶ Anders würde sich der Sachverhalt darstellen, wenn das Land solche Optionsrechte erwirbt oder Zinsobergrenzen (Zinscaps) vereinbart.

2.2 Optimierung von Kreditkonditionen

Das Haushaltsgesetz ermächtigt das Finanzministerium, „*im Rahmen der Kreditfinanzierungen Vereinbarungen [...] zur Optimierung der Kreditkonditionen (Derivate) [...] zu treffen, [...].*“ Eine Optimierung von Kreditkonditionen im ökonomischen Sinn läge dann vor, wenn durch eine synthetisch erzeugte Kombination aus Kredit und Zinsderivat günstigere Konditionen erzielt werden könnten als durch ein einfaches Kreditgeschäft ohne Derivat. Würde eine Kombination zu günstigeren Konditionen führen, läge ein *Arbitragegewinn* vor.

2.2.1 Arbitrage-Möglichkeit an Kapitalmärkten

(1) In der Finanzökonomie bezeichnet Arbitrage die Möglichkeit, „*ohne das Risiko von Verlusten einen Gewinn zu erzielen.*“⁷ Die Arbitrage ist somit das Gegenstück zur Spekulation, bei der Profite nur durch das Eingehen von Verlustrisiken generiert werden können.⁸

(2) Arbitragegewinne setzen voraus, dass für gleichartige Positionen räumliche oder zeitliche Preisdifferenzen existieren. Laut Kapitalmarkttheorie sind vollkommene Märkte frei von Arbitragemöglichkeiten.⁹ Es ist somit nicht möglich, eine Strategie zu verfolgen, die unabhängig von der zukünftigen Entwicklung einen risikolosen Gewinn verspricht.¹⁰ Grundlage dafür ist, dass auf einem vollkommenen Markt alle Marktteilnehmer sämtliche Informationen über eine Position kennen, diese ohne Transaktionskosten handeln können und daran nicht durch Kreditaufnahme- oder Leerverkaufsbeschränkungen gehindert werden. Nach dieser Theorie lässt sich für jede

⁷ Branger, Nicole; Schlag, Christian (2004): Zinsderivate. Modelle und Bewertung. Berlin, Heidelberg, New York: Springer, S. 7.

⁸ Vgl. Chesney, Marc; Krakow, Jonathan; Maranghino-Singer, Brigitte; Münstermann, Lukas (2018): Asset Pricing – Finanzderivate und ihre Systemrisiken, Wiesbaden: Springer Gabler, S. 27.

⁹ Vgl. Rudolph, Bernd; Schäfer, Klaus (2010): Derivative Finanzinstrumente, Berlin, Heidelberg: Springer, S. 35; vgl. auch Spremann, Klaus (2010): Finance, Oldenbourg: Wissenschaftsverlag, S. 316.

¹⁰ Vgl. Schlüchtermann, Georg; Pilz, Stefan (2010): Modellierung derivativer Finanzinstrumente – Theorie und Implementierung, Wiesbaden: Springer Fachmedien, S. XI; Rudolph/Schäfer (Fn. 9), S. 239.

Position nur ein einziger fairer Wert ermitteln, der Angebot und Nachfrage in Ausgleich bringt.¹¹

Da vollkommene Märkte aber nur in der Theorie existieren, ist die Erzielung von Arbitragegewinnen durch „*die Ausnutzung von Markttunvollkommenheiten*“ grundsätzlich möglich.¹² Soweit Bewertungsdifferenzen bestehen, werden sie aber durch den Arbitrage-Mechanismus selbst korrigiert: Marktteilnehmer, die Möglichkeiten zur Arbitrage erkennen, verkaufen die teurere und kaufen die günstigere Position. Durch die steigende Nachfrage für die günstigere Position erhöht sich ihr Preis, während gleichzeitig der Preis für die teurere Position aufgrund des vermehrten Angebots fällt.

(3) Dieser Arbitrage-Mechanismus führt dazu, dass Möglichkeiten zur Erzielung eines risikolosen Gewinns nur kurzzeitig existieren. Insbesondere in gut funktionierenden Märkten, zu denen die realen Kapitalmärkte zählen, gleichen sich die Preise schnell an.¹³ Verkürzt wird das zeitliche Bestehen von Arbitrage-Möglichkeiten vor allem durch professionelle Investoren, die mittels computergestützter „*mathematischer und ökonometrischer Analysen*“¹⁴ Preisdifferenzen erkennen und systematisch ausnutzen. Aufgrund der technologischen Entwicklungen ist eine durch Ungleichgewichte auf den Finanzmärkten eröffnete risikolose Arbitrage nur von untergeordneter Bedeutung und spielt daher im Rahmen der Performance-Optimierung keine nennenswerte Rolle.¹⁵

¹¹ Vgl. Bossert, Thomas (2017): *Derivate im Portfoliomanagement*, Wiesbaden: Springer Fachmedien, S. 215 f.; Branger/Schlag (Fn. 7), S. 36.

¹² Vgl. Rudolph/Schäfer (Fn. 9), S. 35.

¹³ Vgl. Bossert (Fn. 11), S. 215 f.; vgl. Chesney, Marc; Krakow, Jonathan; Maranghino-Singer, Brigitte; Münstermann, Lukas (2018): *Asset Pricing – Finanzderivate und ihre Systemrisiken*, Wiesbaden: Springer Gabler, S. 27; Hartwig, Karl; Thieme, Jörg (1999): *Finanzmärkte – Funktionshinweise, Integrationseffekte und ordnungspolitische Konsequenzen*, Stuttgart: Lucius & Lucius, S. 89; Schlächtermann/Pilz (Fn. 10), S. XI, 1; vgl. Korn, Ralf (2014): *Moderne Finanzmathematik – Theorie und praktische Anwendung*, Wiesbaden: Springer Spektrum S. 12 f.

¹⁴ Hartwig, Karl; Thieme, Jörg (1999): *Finanzmärkte – Funktionshinweise, Integrationseffekte und ordnungspolitische Konsequenzen*, Stuttgart: Lucius & Lucius, S. 89.

¹⁵ Vgl. Bossert (Fn. 11), S. 215 f.; Hartwig/Thieme (Fn. 14), S. 39; Schlächtermann/Pilz (Fn. 10), S. 1.

2.2.2 Optimierung durch „Plain-Vanilla“ Zins-Swaps

Eine Optimierung von Konditionen durch den Einsatz von Derivaten im Schuldenmanagement des Landes würde voraussetzen, dass die Schuldenverwaltung Arbitragemöglichkeiten am Markt aufspürt. Nur wenn es der Schuldenverwaltung gelänge, schneller als die Wettbewerber bestehende Marktunvollkommenheiten zu entdecken, könnte sie Arbitragegewinne durch den Einsatz von Zins-Swaps erreichen und die Kreditkonditionen optimieren.

2.2.3 Optimierung durch strukturierte Zins-Swaps

(1) Im Kontext von **Forward-Payer-Swaps** würde eine Optimierung voraussetzen, dass eine Kombination aus Forward-Swap und einem zukünftigen, variabel verzinslichen Kredit günstigere Zinskonditionen erzielen könnte als ein entsprechender Terminkredit.

(2) Werden durch einen Forward-Swap die Konditionen vorzeitig festgelegt, ist ungewiss, wie sich der Marktzins für die gewünschten Laufzeiten bis zum Startzeitpunkt entwickelt. Verglichen mit einem Plain-Vanilla Swap, wird also durch den Forward ein zusätzliches ungewisses Element von den Vertragspartnern in Kauf genommen (Terminzinsrisiko, vgl. Abschnitt 2.1.2).

Diese zusätzliche Ungewissheit beeinflusst den Festzinssatz, den der Markt für Forward-Payer-Swaps anbietet. Dieser wird aus der Zinsstrukturkurve abgeleitet. Die Zinsstrukturkurve enthält die Einschätzung des Marktes über die künftige Entwicklung der Zinsen. Das Land wird durch den Abschluss eines Forward-Payer-Swaps nur dann einen finanziellen Vorteil erzielen können, wenn die Markt-Zinsen zum Startzeitpunkt höher sind als im Forward-Zinssatz vereinbart. Soweit der Forward-Zins aus der Zinsstrukturkurve abgeleitet ist, kann sich ein solcher Vorteil nur dann ergeben, wenn der Markt das künftige Zinsniveau zu niedrig eingeschätzt hat.

Daher ist es dem Land nicht möglich, Zinskonditionen durch den Einsatz von Forward-Swaps zu optimieren, ohne dabei ein zusätzliches Terminzinsrisiko einzugehen. Sollte das Land einen Forward-Swap zu vergleichbaren

Konditionen angeboten bekommen, wie für einen sofort startenden Swap mit gleicher Laufzeit, indiziert dies, dass der Markt nicht von steigenden Zinsen ausgeht.

(3) Bei Zins-Swaps, die **einseitige Kündigungsrechte** zugunsten der Vertragspartner enthalten, lassen sich im Vergleich mit dem Marktzins für entsprechende unkündbare Zins-Swaps günstigere Zinsen erzielen. Dieser vermeintliche Zinsvorteil ist aber eine Stillhalter-Prämie für die Kündigungsoption. Sie ist eine Kompensation für das Risiko, welches mit dem eingeräumten Kündigungsrecht zusätzlich eingegangen wurde. Führen nach dem Startzeitpunkt steigende Zinsen dazu, dass der Swap zum Vorteil des Landes läuft, kann ihn der Festzinsempfänger kündigen. Bei Ausübung des Kündigungsrechts lebt das Grundgeschäft mit variabler Verzinsung wieder auf. Das Land hat zwar dann die Möglichkeit diese durch einen Payer-Swap wieder in fixe Zinsen umzuwandeln. Die Konditionen sind dann erwartungsgemäß schlechter, als sie bei Abschluss der ursprünglichen Vereinbarung waren. Entwickelt sich dieser Swap hingegen im Falle fallender Zinsen nachteilig für das Land, wird der Vertragspartner sein Kündigungsrecht verfallen lassen und das Land die vereinbarten fixen Zinszahlungen über die volle Laufzeit leisten müssen. Dem Prämienvorteil steht folglich ein höheres Risiko gegenüber. Es handelt sich folglich nicht um eine Optimierung der Kreditkonditionen.

(4) Entsprechendes gilt auch für **Swap-Optionen**. Hier hat das Land das Recht verkauft, einen vereinbarten Zins-Swap zu einem bestimmten Zeitpunkt einzugehen. Ist vereinbart, dass der Käufer der Swap-Option, der sogenannte Inhaber, bei Ausübung den fixen Strike-Zins erhält, dann wird er die Option immer dann ausüben, wenn der Strike-Zins am Ausübungstermin über dem Marktzins für einen Swap gleicher Laufzeit liegt. Er kann dann einen Payer-Swap als Gegengeschäft abschließen, bei dem er geringere fixe Zahlungen leisten muss. Für den Inhaber ergibt sich dadurch eine positive Zinsdifferenz über die gesamte Laufzeit der Swaps. Im Umkehrschluss stellt diese Zinsdifferenz insofern einen Nachteil für das Land dar, als sich das Land am Ausübungstermin entsprechend billiger am Markt hätte refinanzieren können. Somit kann auch mit Hilfe von Swap-Optionen keine Optimierung von Kreditkonditionen erreicht werden.

Ein Vorteil für das Land wird dann erreicht, wenn der Käufer die Option nicht ausübt. Dann erhält das Land nur die Prämie, ohne dass ein für das Land ungünstiger Swap entsteht. Für das Land als Verkäufer und für die Käufer ist aber bei Abschluss der Swap-Option ungewiss, wie der Marktzins zum Ausübungszeitpunkt sein wird (Terminzinsrisiko). Wie bei den Forward-Swaps kommt es bei den Swap-Optionen insbesondere auf den späteren Zinsverlauf an. Dabei lässt sich der für die Swap-Option maßgebliche Zins – im Unterschied zu den Forwards – nicht aus der Zinsstrukturkurve herleiten. Die Käufer lassen sich diese Ungewissheit mit entsprechenden Risikoaufschlägen bezahlen. Nur dann, wenn die Käufer einen zu niedrigen Risikoaufschlag einpreisen, liegt zum Ausübungstermin der Marktzins über dem Strike-Zins. In diesem Fall würde das Land die Optionsprämie verdienen, ohne dass ein ungünstiger Swap entsteht.

(5) Charakteristisch für Optionen ist die asymmetrische Verteilung von Gewinn- und Verlustmöglichkeiten. Während der Inhaber im Falle einer ungünstigen Wertentwicklung des Basiswerts die Option verfallen lassen und somit seinen Verlust auf die gezahlte Optionsprämie begrenzen kann, sind seine Gewinnmöglichkeiten theoretisch unbegrenzt. Spiegelbildlich ist der Gewinn des Stillhalters auf die eingenommene Optionsprämie begrenzt, seine Verluste können allerdings um ein Vielfaches höher liegen.

2.3 Bewertung

(1) Der Wortlaut „Steuerung von Zinsänderungsrisiken“ suggeriert, das Land Hessen könnte die marktimmanenten Zinsrisiken bei der Kreditaufnahme (mit Derivaten) steuern. Eine solche globale und marktdominierende Position kommt einem Marktteilnehmer grundsätzlich nicht zu.

Auch die „Optimierung von Zinskonditionen“ geht offensichtlich davon aus, dass das Land am Kapitalmarkt bessere Marktkonditionen erzielt, als andere Marktteilnehmer. Auch insoweit gibt der Haushaltsgesetzgeber dem Schuldenmanagement auf, durch den Derivateeinsatz einen Mehrwert für das Land zu erreichen, der offensichtlich und objektiv nicht erreicht werden kann.

(2) Allerdings hat der Gesetzgeber bereits im Jahr 1992 bei der erstmaligen gesetzlichen Ermächtigung zum Derivateeinsatz die Erwartung formuliert, man könne mittels Derivate den Zinsaufwand minimieren. Dabei hat er nicht erläutert, wie Derivate eingesetzt werden sollen, um dieses Ziel erreichen können.

Zieht man die weiteren Gesetzesbegründungen heran, wird zwar der Wunsch nach einer Steuerungsmöglichkeit deutlich, aber primär mit dem Ziel der Begrenzung von Zinsschwankungen und der Planbarkeit und Verstetigung der Zinsbelastung kommender Jahre. So ist in § 13 Abs. 5 HG seit 2006 ausdrücklich die Möglichkeit gegeben, für Anschlussfinanzierungen in einem Zeitraum von bis zu zehn Jahren Derivate abzuschließen. Damit gibt der Gesetzgeber zu erkennen, dass er den Forward-Swap für ein geeignetes Instrument im Schuldenmanagement hält. Die Schaffung von Planungssicherheit ist folglich vom Gesetzgeber gewollt. Gleichzeitig hat der Gesetzgeber damit in Kauf genommen, dass das Land mit dem Abschluss von Forward-Payer-Swaps ein zusätzliches Terminzinsrisiko eingeht.

3 Prüfungsfeststellungen zum Derivateeinsatz

3.1 Forward-Payer-Swaps

(1) In der Evaluation hat der Rechnungshof die Wirkung der tatsächlich abgeschlossenen Forward-Payer-Swaps untersucht. Im Bestand des Landes befanden sich zu Ende des Haushaltsjahres 2017 insgesamt 87 Forward-Swaps, die in den Jahren 2009 bis 2014 abgeschlossen wurden.

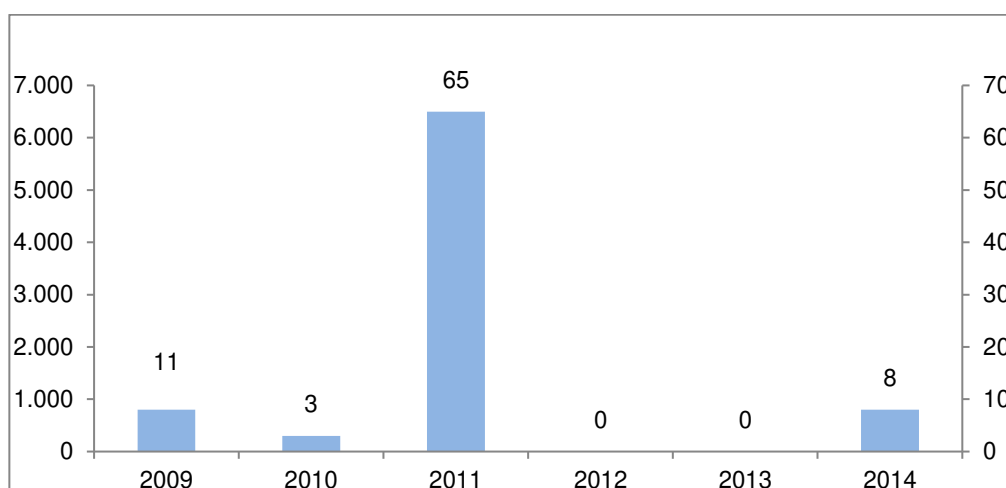


Abbildung 4: Forward-Swaps nach Abschlussjahr, Volumen und Anzahl¹⁶

Im Haushaltsjahr 2011 wurden 65 Forward-Payer-Swaps mit einem Volumen von 6.500,0 Mio. Euro abgeschlossen. Für viele in den Jahren 2009 (Basisvolumen 800 Mio. Euro) sowie für alle in 2010 (Basisvolumen 300 Mio. Euro) und 2014 (Basisvolumen 800 Mio. Euro) abgeschlossenen Forward-Swaps wurden Kündigungsoptionen für die Banken vereinbart. Folglich wurden im genannten Zeitraum Forward-Swaps in einem Gesamtvolumen von insgesamt 8.400 Mio. Euro abgeschlossen.

(2) Die Abschlüsse der unkündbaren Forward-Payer-Swaps im Jahr 2011 sind vor dem Hintergrund der Strategie des Finanzministeriums zur langfristigen Zinssicherung zu betrachten. Seit Anfang der 1990er Jahre waren die Zinsen in Deutschland trendmäßig gefallen und befanden sich im Jahr 2010/2011 – aus damaliger Sicht – auf einem historisch niedrigen Niveau. Beispielsweise lag der Zinssatz von 10-jährigen Bundesanleihen im Januar 1990 bei 7,7 Prozent, im Januar 2010 nur noch bei 3,5 Prozent.

(3) Zur Begrenzung von Zinsänderungsrisiken hat sich das Finanzministerium dazu entschieden, bereits im Jahr 2010/11 die Konditionen für etwa 20 Prozent der jährlichen Brutto-Kreditaufnahme der Jahre 2013 bis 2020 (ca. 1 Mrd. Euro pro Jahr) mittels Forward-Payer-Swaps vorab festzulegen. Diese Strategie hat das Finanzministerium im April 2011 in der 56. Sitzung

¹⁶ Daten des Finanzministeriums.

des Landesschuldenausschusses vorgestellt.¹⁷ Das Finanzministerium habe sich bei seiner Zinsprognose auf die Einschätzung der Mehrheit der Marktteilnehmer gestützt. Laut Finanzministerium gingen die Marktteilnehmer im Jahr 2010/2011 mehrheitlich von steigenden Zinsen aus, auch angesichts entsprechender geldpolitischer Signale.

Ziel war es, künftigen Mehrbelastungen aus evtl. Zinssteigerungen vorzubeugen und die Zinsausgaben „auf einem für das Land akzeptablen und leistbaren Zinsniveau“ zu verstetigen. Die Herstellung von Planungssicherheit sei dabei auch angesichts der geplanten Einführung der Schuldenbremse von zentraler Bedeutung gewesen. Wegen der damals hügelartigen Forward-Zinsstrukturkurve habe man langfristig Planungssicherheit auf einem – aus damaliger Sicht – niedrigem Zinsniveau hergestellt.

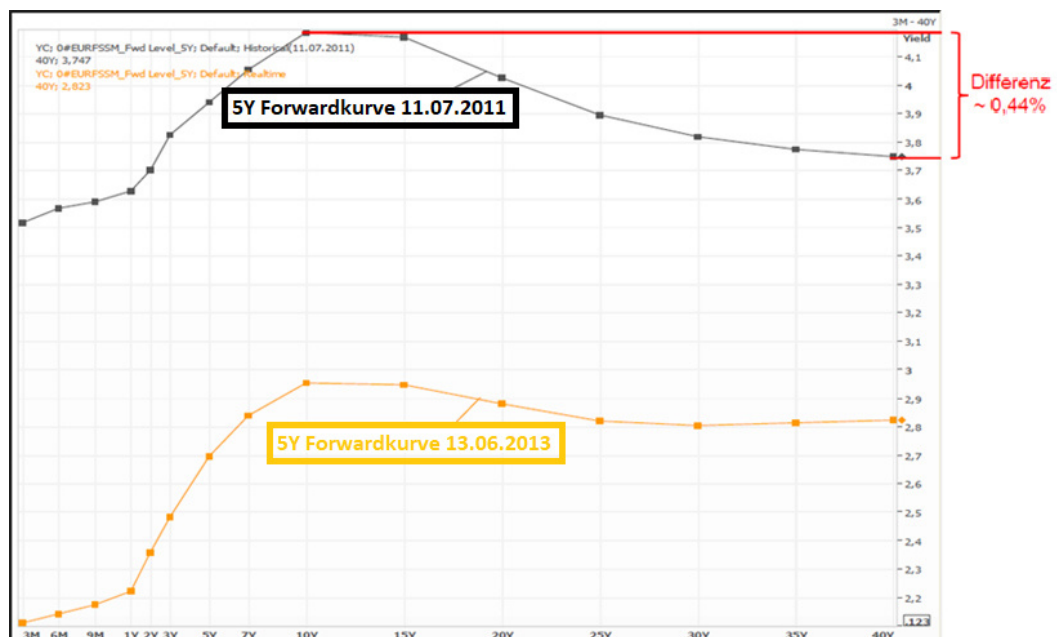


Abbildung 5: Forward-Zinsstrukturkurven 2011 vs. 2013¹⁸

¹⁷ Vgl. 67. Schuldenbericht, S. 54.

¹⁸ Quelle: HMdF, Präsentation zur 58. Sitzung des Landesschuldenausschusses, 19.06.2013, Folie 14.

Abbildung 5 stellt in einer ex-ante-Betrachtung die Forward-Zinsstrukturkurve für in 5 Jahren startende Swaps am 11.07.2011 dar. Sie zeigt beispielhaft, dass 40-jährige Forward-Payer-Swaps mit Starttermin Juli 2016 bei einem Swapsatz von ca. 3,75 % etwa 44 bp p.a. günstiger waren als entsprechende 10-jährige Forward-Payer-Swaps (rd. 4,2 %).

(4) Abbildung 6 zeigt in der aktuellen Perspektive die im Jahr 2011 vereinbarten Forward-Zinssätze und die jeweiligen Starttermine der Forward-Payer-Swaps (farbige Balken). Diesen ist die Entwicklung des Marktzinses für 40-jährige Swaps, die direkt anlaufen (Kassamarkt¹⁹, blaue Kurve) in den Jahren 2010-2020 gegenübergestellt.

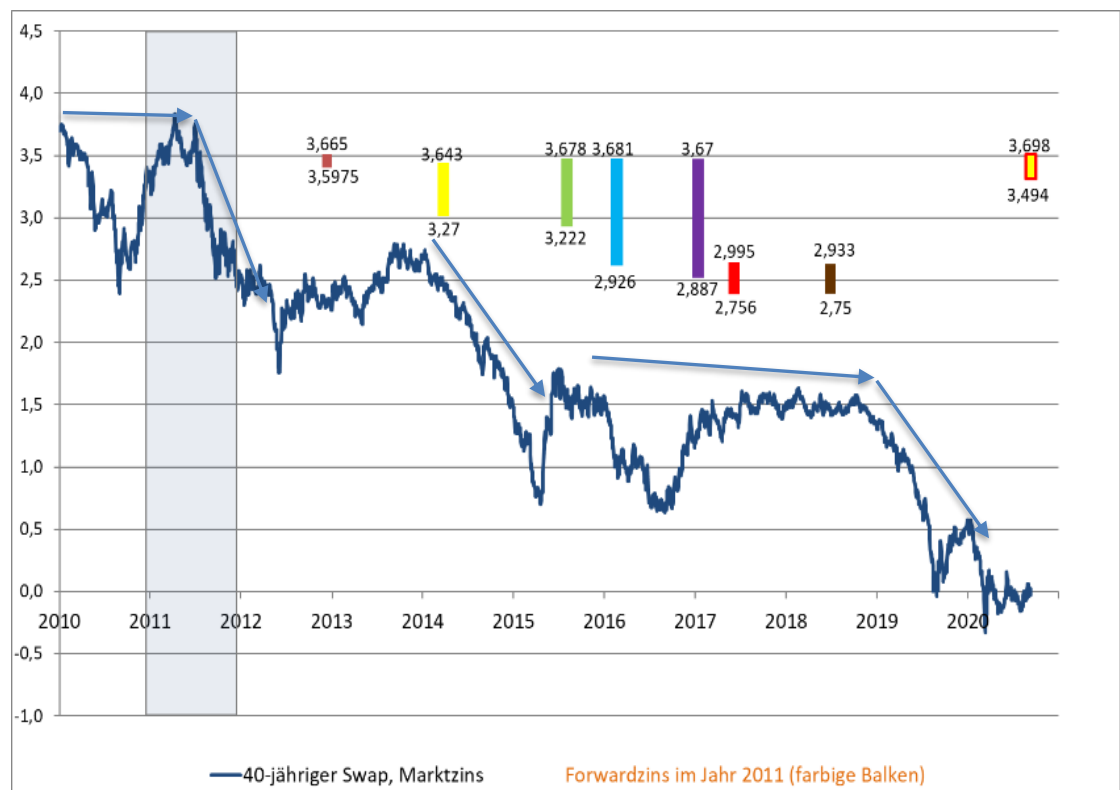


Abbildung 6: Marktzinsentwicklung und 2011 vereinbarte Forward-Zinssätze

¹⁹ In einem Kassamarkt werden Geschäfte gehandelt, die sofort (üblich sind max. 2 Börsentage) zu erfüllen sind. Demgegenüber werden Verträge, die in Zukunft zu erfüllen sind, in einem Terminmarkt geschlossen.

Der Marktzins für 40-jährige Swaps ist von etwa 3,7 Prozent im Januar 2010 auf rund 0,02 Prozent im Herbst 2020 gefallen. Zwischenzeitlich erreichte er im Frühjahr 2020 Tiefststände von etwa -0,3 Prozent.

Die Starttermine der Forward-Swaps entsprechen den Terminen der Anschlussfinanzierung. Da für jede Anschlussfinanzierung im Laufe des Jahres 2011 mehrere Swaps abgeschlossen wurden und sich der Forward-Zins stark veränderte, gibt es jeweils eine Spannbreite der Zinssätze (farbige Balken). So wurden für die Anschlussfinanzierung im Januar 2017 Swap-Zinssätze zwischen 2,89 Prozent und 3,67 Prozent vereinbart.

(5) Abbildung 7 stellt die 65 im Laufe des Jahres 2011 abgeschlossenen Forward-Payer-Swaps als farbige Rauten dar. Es werden die Zeitpunkte der Abschlüsse der Forwards (X-Achse), der jeweils ausgehandelte Forward-Swap-Satz (Y-Achse) sichtbar gemacht. Die verschiedenen Farben kennzeichnen die Termine, zu denen die Payer-Swaps starten. Den getätigten Abschlüssen ist die Entwicklung der Marktzinsen für 40-jährige Swaps im Kassamarkt (blaue Kurve) im Jahr 2011 gegenüber gestellt (vgl. Abbildung 6).

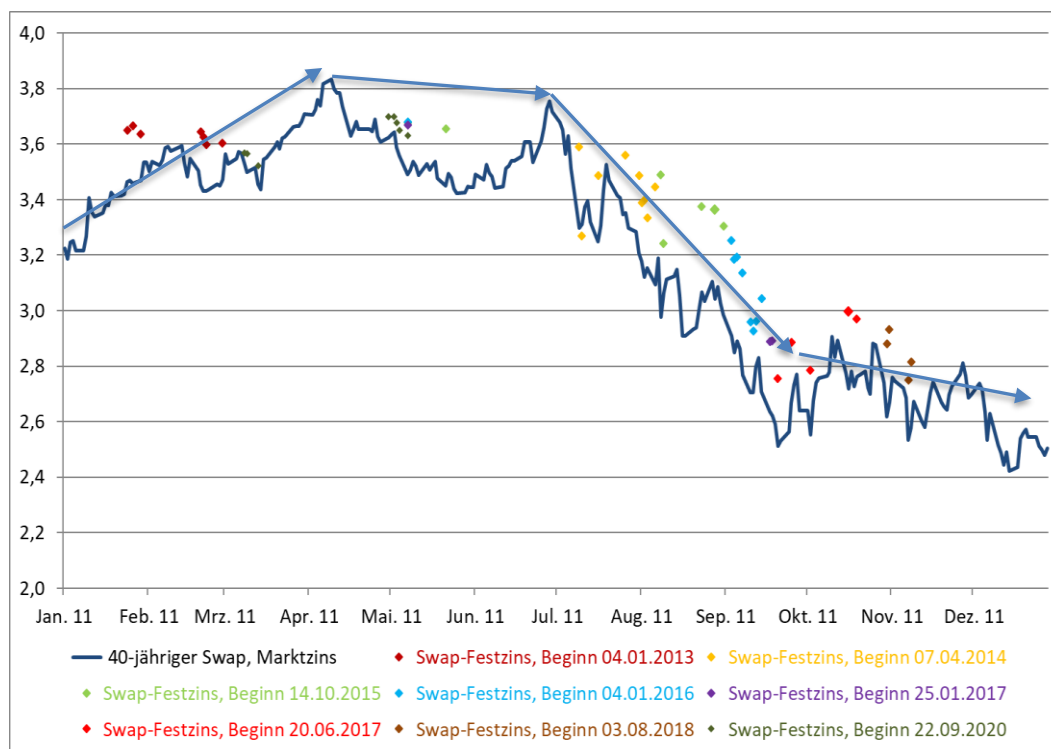


Abbildung 7: Abschlüsse der Forward-Swaps im Jahr 2011

Von Januar bis März 2011 wurden 10 Forwards mit Starttermin Januar 2013 zu etwa 3,6 Prozent abgeschlossen. Im März und im Mai 2011 wurden 10 Forwards mit Starttermin 22. September 2020 auf etwa demselben Zinsniveau vereinbart. Im Mai wurden außerdem 5 Forwards mit unterschiedlichen Startzeitpunkten abgeschlossen. Bis April / Mai 2011 stiegen die Zinsen leicht an.

Die übrigen 40 Abschlüsse des Jahres 2011 fallen in den Zeitraum 11. Juli bis 10. November 2011. Für die Anschlussfinanzierungen der Jahre 2014 bis 2018 wurden die Forward-Vereinbarungen in chronologischer Reihenfolge abgeschlossen (Juli-August: 2014; August-September: 2015; September: 2016; September-Oktober: 2017; November: 2018). In diesem Zeitraum fiel der Marktzins von rd. 3,6 Prozent auf bis zu rd. 2,5 Prozent.

Für die im Jahr 2014 anlaufenden Forwards wurden im Juli-August 2011 Swap-Zinsen in einer Spanne von 3,59 Prozent bis 3,27 Prozent vereinbart. Für die im Jahr 2018 anlaufenden Forwards konnten im November 2011 Swap-Zinsen in einer Spanne von 2,93 Prozent bis 2,75 Prozent erzielt werden.

(6) Bei den Forward-Abschlüssen bis April ist auffällig, dass die Zinsen im Anschluss stiegen. Bei den Forward-Abschlüssen in der zweiten Jahreshälfte 2011 ist auffällig, dass die Konditionen tendenziell immer weiter verbessert werden konnten, obwohl die Startzeitpunkte der später abgeschlossenen Forwards weiter entfernt lagen (Abbildung 7). So konnten für im Jahr 2018 anlaufende Swaps deutlich bessere Swap-Sätze erzielt werden als für im Jahr 2014 anlaufende. Dies deutet darauf hin, dass der Markt eher von langfristig fallenden Marktzinsen ausging. Auch wurde im Laufe des zweiten Halbjahres 2011 erkennbar, dass das Zinsniveau des ersten Halbjahres nicht dauerhaft ein historisch niedriges war.

(7) Zum 4. August 2018 waren Forward-Swaps mit einem Volumen von insgesamt 7,1 Mrd. Euro angelaufen. Der Nachteil dieser Swaps im Vergleich zu Swaps mit den zu den jeweiligen Startterminen aktuellen Marktkonditionen lag in einer Größenordnung von 2,7 Mrd. Euro (nominal).

Am 22. September 2020 sind noch weitere Swaps mit einem Volumen von 1,0 Mrd. Euro angelaufen. Mit ihnen sind Nachteile in Höhe von etwa 1,5 Mrd. Euro (nominal) verbunden.²⁰

Außerdem sind im Oktober 2018 und April 2019 acht Forward-Payer-Swaps mit einem Volumen von insgesamt 800 Mio. Euro und einer Laufzeit von 40 Jahren angelaufen, die den Vertragspartnern ein einseitiges Kündigungsrecht nach 10 Jahren einräumen und deren Festsatzzins in sieben Fällen nach 10 Jahren steigt. Ob und in welcher Höhe etwaige Nachteile eintreten werden, wird maßgeblich davon abhängen, ob die Verträge in 2028/2029 gekündigt werden.

(8) Der Rechnungshof kann die Motivation des Finanzministeriums zur langfristigen Zinssicherung grundsätzlich nachvollziehen. Gleichzeitig weist er darauf hin, dass das Finanzministerium durch den Abschluss zahlreicher Forward-Vereinbarungen mit einem großen Gesamtvolumen, einer langen Laufzeit und einem ähnlichen Zinsniveau letztlich eine Anhäufung von Risiken erst geschaffen hat. Das Land konnte dadurch in den letzten Jahren bei seinen Anschlussfinanzierungen nur eingeschränkt vom niedrigen Marktzins profitieren. Dabei erkennt der Rechnungshof nicht, dass sich während der Laufzeit der Payer-Swaps das Zinsniveau noch grundlegend ändern kann. Sollte der kurzfristige Zins wieder signifikant steigen, kann sich die Fixierung auf das Zinsniveau von 2011 noch als vorteilhaft erweisen. Dies kann erst nach Ablauf der Swaps abschließend beurteilt werden.

Stellungnahme des Finanzministeriums

(9) Das Finanzministerium beanstandet, dass weder die Berechnung der Nachteile aus Forward-Payer-Swaps von bis zu 2,7 Mrd. Euro dargestellt noch die Beschreibung des fiktiven Szenarios einer nachträglichen, nur theoretisch möglichen Kreditaufnahme mit 40-jähriger Laufzeit dokumentiert werde. Auch werde dabei nicht berücksichtigt, dass

²⁰ Die Nachteile ergeben sich aus der Zinsdifferenz zwischen Vertragsabschluss und Anlauftermin.

der Markt eine solche Kreditaufnahme in den Jahren 2011 ff. nicht im Angebot gehabt hätte.

(10) Zudem kritisiert das Ministerium, dass die in der Abschlussdokumentation sämtlicher Geschäftsabschlüsse bereits vorhandene Alternative 20-jähriger Kredite in 2011 nicht gewürdigt werde. Diese Kredite seien teurer als der abgeschlossene Zins im jeweiligen Derivat gewesen, so dass die Zinssicherungsstrategie mittels Derivaten nach dieser Sichtweise einen Vorteil gegenüber einer Zinssicherung mittels 20-jähriger Darlehen in Höhe von rund 243 Mio. Euro in den ersten zwanzig Jahren erbracht habe.

(11) Das Finanzministerium hebt hervor, dass es keine risikofreie Entscheidung im Bereich des Kreditmanagements gebe. Die Verpflichtung, eine feste Zahlung zu einem bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft zu leisten, diene ebenso wie die Zahlung von Versicherungsprämien der Minimierung eines künftigen Risikos und zur Herstellung von Planungssicherheit. Auf diese Weise führe sie durchaus zu einer Optimierung der Kreditkonditionen des Landes. Laut Finanzministerium habe das Land mit den abgeschlossenen Forward-Payer-Swaps *„Planungssicherheit zu festen Konditionen für die Zinszahlungen“* erreicht. Dabei stellt es auf die *„Planbarkeit künftiger Haushalte“* – auch im Hinblick auf die Schuldenbremse – ab.

(12) Schließlich trägt das Finanzministerium vor, dass die mehrheitliche Meinung in 2010/2011 zum Umsetzungszeitpunkt der Zinsstrategie gewesen sei, dass die Marktteilnehmer im Einklang mit Äußerungen der Bundesbank und der EZB von steigenden Zinsen ausgehen könnten.

Abschließende Würdigung des Rechnungshofs

(13) Der Rechnungshof stimmt dem Finanzministerium zu, dass es keine risikofreie Entscheidung im Bereich des Kreditmanagements gibt (vgl. dazu Abschnitt 2.1). Er kann auch die Motive „Planbarkeit von Zinsausgaben“ im Sinne einer Absicherung grundsätzlich verstehen.

(14) Der Rechnungshof hat bei der Berechnung der Nachteile aus den Forward-Payer-Swaps auf ein Rechenschema zurückgegriffen, das im

Landesschuldenbericht verwendet wurde.²¹ Die Vergleichsbetrachtung stellt den Zinssatz des abgeschlossenen Forwards einem Marktzinssatz zum Startzeitpunkt gegenüber. Das tatsächlich abgeschlossene Geschäft (Forward) wird also mit einem fiktiven Geschäft verglichen. Ein solcher Vergleich macht die Auswirkungen des Einsatzes der Forward-Payer-Swaps sichtbar. Die Vergleichsrechnung versucht den Nachteil aus der frühzeitigen Fixierung zumindest in einer Größenordnung zu beziffern.

(15) Aus Sicht des Rechnungshofes trägt der Vergleich von 40-jährigen Forwards mit 20-jährigen Darlehen nicht. Denn es sind nur identische Laufzeiten und Startzeitpunkte vergleichbar. Der vom Finanzministerium vorgetragene Vorteil der 40-jährigen Finanzierungen liegt in der damals vorherrschenden „hügelförmigen“ Zinsstrukturkurve (vgl. dazu Abbildung 5) begründet. Sie zeigt, dass 2011 der Markt erwartete, dass der 20-jährige Zins in 20 Jahren niedriger sein würde als der Kassazins für 20-jährige Finanzierungen. Dies bedeutet: Der Markt hat nur mittelfristig mit steigenden, langfristig aber mit fallenden Zinsen gerechnet.

(16) Zur Herstellung von Planungssicherheit hatte das Finanzministerium den Einsatz von Zinsbegrenzungsvereinbarungen (Caps)²² geprüft. Diese stellen eine Versicherung gegen steigende Zinsen dar. Es hatte wegen der Höhe der zu zahlenden Prämien davon Abstand genommen.²³ Die eingesetzten Forward-Payer-Swaps unterscheiden sich von Caps. Während

²¹ Vgl. dazu 63. Landesschuldenbericht 2013, S. 64 sowie 67. Landesschuldenbericht, S. 56.

²² „Der Cap (dt.: Kappe, Deckel) (...) ist eine vertragliche Vereinbarung, bei der dem Käufer gegen Zahlung einer Prämie für einen bestimmten Zeitraum eine Zinsobergrenze garantiert wird. Damit kann sich das Land bei Aufnahme eines variabel verzinslichen Darlehens gegen das Risiko steigender Zinsen absichern. Der Verkäufer des Caps verpflichtet sich, eine über die vereinbarte Zinsobergrenze hinausgehende Mehrbelastung durch eine Zahlung an den Käufer auszugleichen.“ HMdF, Dienstanweisung für das Kreditreferat zur Aufnahme von Krediten und zum Einsatz von Derivaten vom 19.12.2007, S. 6.

²³ „Die Alternative mit den Caps ist tatsächlich ein Instrument, was sich anbietet. Aber ein Cap auf einen 40-jährigen variablen Zins mit den Eckdaten, die wir in den Derivaten eingeloggt haben, wäre extrem teuer geworden. Ein Cap für 3 oder 5 Jahre ist noch finanzierbar. Aber finden Sie einmal den Investor, der Ihnen 40 Jahre lang ein Cap garantiert – jetzt im Gemisch bei uns – bei 3,1 %. Das wäre eine extrem hohe Prämienzahlung gewesen, die den Haushalt in dem Jahr gesprengt hätte. Insofern verbot sich für uns die langfristige Sicherung mit dem Instrument Cap.“ Vgl. Stenografischer Bericht, HHA/19/61 vom 05.09.2018, S. 72.

Caps – wie auch sonstige Versicherungen – nur bei Eintritt eines Schadens greifen, entsteht bei einem Forward der Swap am Starttermin immer. Dies gilt auch, wenn sich der vorab vereinbarte Swapsatz für das Land wegen fallender Marktzinsen als nachteilig erweist. Erst wenn der Swap startet, steht fest, ob sich ein Nachteil für das Land – also eine „Versicherungsprämie“ – ergibt. Typisch für eine Versicherung ist aber, dass die Höhe der Prämie bereits im Voraus bekannt ist. Der Versicherte kann auf dieser Basis im Vorfeld kalkulieren, ob er die Versicherung abschließen möchte. Bei einem Forward ist dies nicht möglich.

(17) Der Rechnungshof begrüßt es grundsätzlich, dass das Finanzministerium Maßnahmen ergreift, damit das Land die Schuldenbremse künftig einhalten kann. Auch erkennt er grundsätzlich das Motiv des Schuldenmanagements an, für einen signifikanten Teil des Schuldenportfolios das „historisch niedrige Zinsniveau“ zu nutzen.

Das Finanzministerium hat Forward-Payer-Swaps nur ein einziges Mal – nämlich im Jahr 2011 – im Sinne einer Zinssicherungsstrategie eingesetzt.

(18) Der Rechnungshof sieht keine wirtschaftlichen Vorteile beim Abschluss von Forward-Payer-Swaps. Die dadurch allenfalls verbesserte Planungssicherheit geht mit zusätzlichen Risiken einher.

3.2 Swap-Optionen

(1) Das Finanzministerium schloss von August 2002 bis August 2011 insgesamt 33 Swap-Optionen ab. Bei 32 Optionen hatte sich das Land verpflichtet, bei Ausübung einen fixen Strike-Zins zu zahlen. Lediglich bei einer Option erhält das Land den fixen Strike-Zins. Von den 33 Swap-Optionen wurden zwischenzeitlich 9 aufgelöst und 9 von den Banken ausgeübt. Keine ist verfallen. Zum 31. Dezember 2017 waren somit noch 15 Swap-Optionen mit einem Nominalvolumen von 1.750,0 Mio. Euro im Derivatebestand.

(2) Tabelle 1 zeigt die 9 Swap-Optionen, die bis Ende 2017 ausgeübt wurden. Durch die Ausübung ist aus Sicht des Landes ein Payer-Swap entstanden. Dem vereinbarten Strike-Zins wurde ein Marktzins am Ausübungstermin für einen vergleichbaren Swap gegenübergestellt.

In der Darstellung ist zu erkennen, dass der Marktzins zum Ausübungstermin regelmäßig deutlich unter dem Strike-Zins der Optionsvereinbarung lag. Lediglich beim Derivat D 214 ergibt sich eine negative Zinsdifferenz von 0,2 Prozent.²⁴

Derivat	Aus- übungs-ter- min	Strike-Zins in % p.a.	Marktzins am Ausübungstag in % p.a. ²⁵	Zinsdifferenz zu Lasten des Landes in % p.a.	Volumen in Mio. Euro	Cash-Flow für das Land in Mio. Euro
D 80	20.12.2012	4,25	2,42 (20 J)	1,83	50,00	-18,30
D 81	20.12.2012	4,25	2,42 (20 J)	1,83	50,00	-18,30
D 82	20.12.2012	4,25	2,42 (20 J)	1,83	25,00	-9,15
D 210	15.05.2009	4,40	4,40 (30 J)	0,00	50,00	0,00
D 211	02.03.2010	4,40	3,39 (10 J)	1,01	50,00	-5,05
D 212	02.03.2010	4,40	3,39 (10 J)	1,01	50,00	-5,05
D 213	15.05.2009	4,20	3,69 (10 J)	0,51	50,00	-2,55
D 214	15.05.2009	4,20	4,40 (30 J)	-0,20	50,00	3,00
D 229	12.01.2017	2,50	0,91 (20 J)	1,59	150,00	-47,70
Summe	–	–	–	–	525,00	-103,10

Tabelle 1: Gesamtdarstellung: Bisher ausgeübte Swap-Optionen

(3) Der Zinsnachteil, der sich aus den 9 gewandelten Derivaten über die Gesamtlaufzeit zu Lasten des Landes ergibt, wird sich nach dieser Hochrechnung über die gesamte Laufzeit der Swaps auf 103,1 Mio. Euro (nominal) summieren.²⁶ Dem gegenüber stehen Prämienzahlungen in Höhe von

²⁴ Hierzu ist auszuführen, dass die in der Bundesbank-Statistik angegebenen Marktzinsen aus einem Korridor von abgeschlossenen Geschäften ermittelt wurden. D.h. es ist trotz der dargestellten negativen Zinsdifferenz denkbar, dass die Bank, die die Option gezogen hat, daraus für sich einen Zinsvorteil erwirtschaften konnte.

²⁵ Die dargestellten Marktzinsen entstammen Markterkundungen der Deutschen Bundesbank, https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/759778/759778?listId=www_skms_it03a. Diese berücksichtigen keinen Länderspread.

²⁶ Auf eine Abzinsung der Geldbeträge wurde verzichtet.

bislang 10,8 Mio. Euro (nominal)²⁷, die das Land von den Käufern der Optionen erhalten hat. Abbildung 8 zeigt die Entwicklung der Marktzinsen für Laufzeiten von 10-, 20-, 30- und 40-jährigen Swaps.²⁸ Diesen sind die Ausübungstermine sowie die in den Optionsverträgen vereinbarten Strike-Zinsen gegenübergestellt (farbige Rauten). Die Rauten sind mit den jeweiligen Nominalvolumina der Optionen, gemessen in Millionen Euro, beschriftet. Dabei wurden gleichartige Swap-Optionen mit verschiedenen Vertragspartnern zu einem Datenpunkt zusammengefasst. Da die Ausübungstermine teilweise dicht beieinanderliegen, überdecken sich die farbigen Rauten.

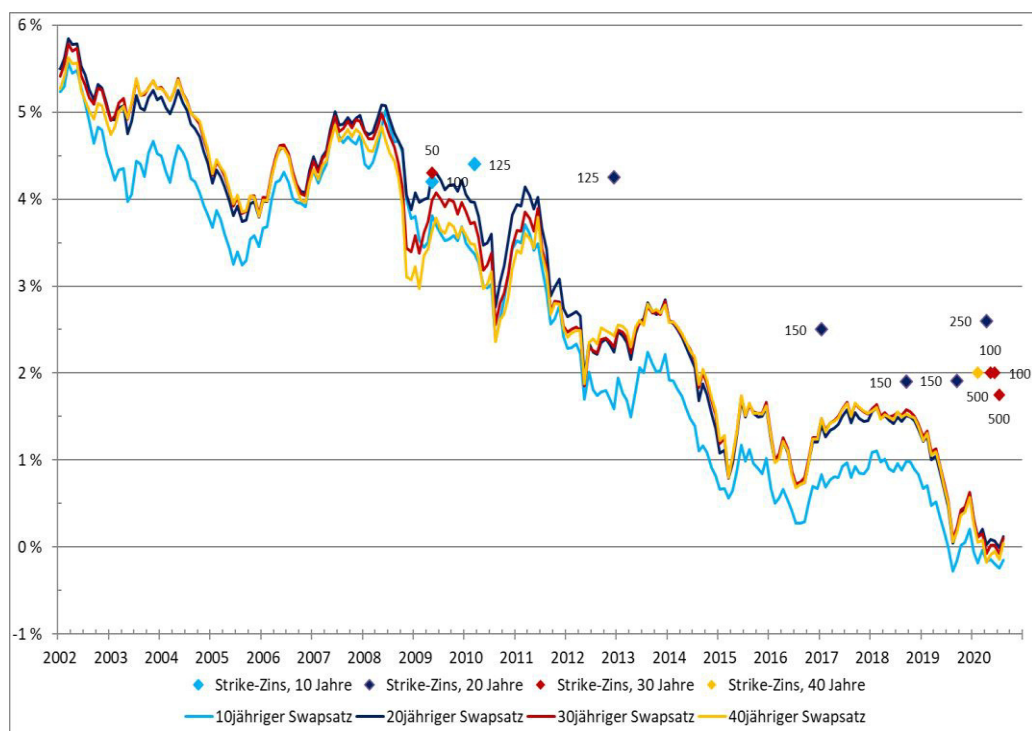


Abbildung 8: Zinsentwicklung und Swap-Optionen

Wie schon oben dargestellt, lagen die in der Vergangenheit vereinbarten Strike-Zinsen zwischen 0,313 und 2,01 Prozentpunkten oberhalb der Markt-

²⁷ Auf eine Abzinsung der Geldbeträge wurde verzichtet.

²⁸ Die dargestellten Marktzinsen entstammen Markterkundungen der Deutschen Bundesbank (Null-Kupon-Euro-Swapkurve), https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/759778/759778?listId=www_skms_it05b. Diese berücksichtigen keinen Länderspread.

zinsen. Zum Jahresende 2017 waren noch 15 Optionen mit einem Nominalvolumen von 1.750 Mio. Euro im Bestand. Zwischenzeitlich wurden davon bis zum 30. September 2020 neun Optionen mit einem Volumen von 1.150 Mio. Euro ausgeübt. Eine Swap-Option über eine Nominale von 100 Mio. Euro ist verfallen. Den vereinnahmten Optionsprämien von ca. 58,3 Mio. Euro stehen Zinsnachteile von etwa 670 Mio. Euro gegenüber. Weitere fünf Optionen über insgesamt 500 Mio. Euro können im Juli 2021 ausgeübt werden. Sollten die Zinsen bis dahin nicht deutlich ansteigen, besteht das Risiko, dass die Banken auch diese Optionen ausüben werden.

(4) Bei Abschluss der Swap-Optionen nahm das Finanzministerium teilweise eine Risikoeinschätzung vor:

„Aufgrund der aktuellen Marktsituation (inverse Zinskurve und hohe Volatilitäten) können hohe Prämien für den Verkauf lang laufender Swap-Optionen erzielt werden. [...] Das Risiko der Option liegt darin, dass der 10jährige Swapsatz zum Zeitpunkt der Ausübung (2. März 2010) im Vergleich zu dem vereinbarten Strike deutlich niedriger ist. [...] Aus heutiger Sicht ist der Eintritt eines derartigen Szenarios allerdings unwahrscheinlich.“²⁹

(5) Von den ausgehandelten Optionsprämien in Höhe von 114,1 Mio. Euro sind dem Land 86,3 Mio. Euro bis zum Jahresende 2017 zugeflossen. Bei 17 von 33 Verträgen wurden die Optionsprämien als Einmalzahlung bei Laufzeitbeginn (Upfront Payment) vereinbart. Für die anderen 16 Verträge wurden jährliche Prämienzahlungen festgelegt. Von den Verträgen mit jährlichen Prämienzahlungen wurden fünf nach der ersten Prämienzahlung aufgelöst. Dafür erhielt das Land Ausgleichszahlungen von 1,1 Mio. Euro vom Vertragspartner. Für die anderen vier aufgelösten Optionen, bei denen das Land die Prämie als Einmalzahlung erhielt, musste es Ausgleichszahlungen in Höhe von 5,2 Mio. Euro leisten.

Abbildung 9 stellt dar, von welchen Vertragspartnern die Optionsprämien gezahlt wurden:

²⁹ Telefonnotiz zu Derivat D 211 vom 8. Juli 2008.

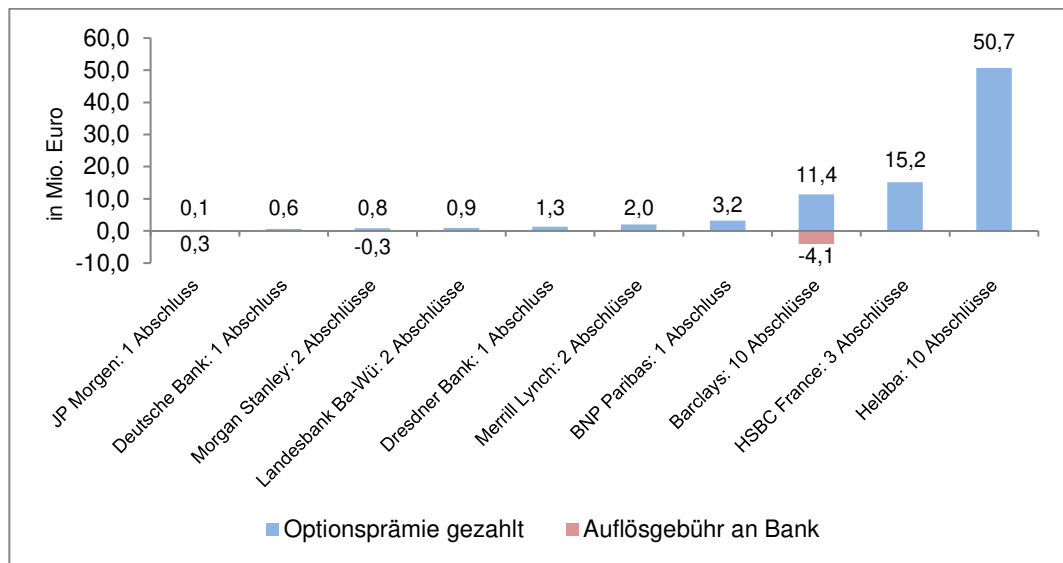


Abbildung 9: Prämienzahlungen für Optionen an Land

Rund 51 Mio. Euro zahlte die Helaba bisher für Optionsprämien an das Land. Die dazugehörigen Swap-Optionen wurden im Wesentlichen in den Jahren 2010 und 2011 abgeschlossen.

(6) Durch die Optionsprämien werden Einnahmen in Haushaltsjahren vor dem Starttermin generiert. Das Land geht das Risiko ein, dass durch die Ausübung der Option ein für das Land ungünstiger Swap entsteht. Dieses Risiko wird in zukünftige Haushalte transferiert.

Stellungnahme des Finanzministeriums

(7) Aus Sicht des Ministeriums sei der Verkauf von Swap-Optionen im Abschlusszeitpunkt „*konservativ ausgestaltet*“ gewesen. Es sei zu einem Zins deutlich unterhalb des damaligen Marktniveaus abgeschlossen worden. So sei eine reduzierte Prämie bei vertretbarem Risiko im Abschlusszeitpunkt vereinbart worden. Wenn keine Ausübung erfolge, dann diene die Prämie der Reduzierung der Zinsbelastung. Wenn eine Ausübung erfolge, dann bestehe Planungssicherheit durch Vereinbarung eines tiefen Zinses, der im Abschlusszeitpunkt unter dem Marktniveau gelegen habe.

Abschließende Stellungnahme des Rechnungshofs

(8) Maßgeblich allein ist das Zinsniveau zum Ausübungstichtag. Dieses ist bei Abschluss der Option nicht bekannt. Auf den Vergleich zu dem Marktzinsniveau oder der Durchschnittsverzinsung des Schuldenportfolios bei Abschluss der Option kommt es nicht an. Die Ausübungstermine der verkauften Optionen lagen teilweise mehrere Jahre in der Zukunft. Zum Abschlusszeitpunkt konnte noch nicht beurteilt werden, ob sich der Abschluss zu einem bestimmten Strike-Zins später als günstig erweisen würden.

3.3 Negativzinsrisiken

(1) Das Land hat Receiver-Swaps abgeschlossen, um finanzielle Nachteile aus den aktuellen Negativzinsen zu vermeiden. Solche Nachteile können in der Kombination eines variabel verzinsten Grundgeschäftes mit einem Payer-Swap entstehen. Entwickeln sich die Marktzinsen unter 0 Prozent, so werden die rechtlichen Verpflichtungen zur Zahlung negativer Zinsen im Grundgeschäft und im Swap unterschiedlich bewertet: Während bei Derivaten die Zahlung negativer Zinsen marktüblich ist, hat das Land bei variablen Anleihen nach Auskunft des Finanzministeriums kein Recht, negative Zinsen vom Gläubiger einzufordern.

	Zins > 0	Zins < 0
variable Anleihe	– variabel ₁	0
+ Payer-Swap	– fix ₁	– fix ₁
	+ variabel ₁	– variabel ₁
= Summe	– fix ₁	– fix ₁ – variabel ₁

Tabelle 2: Schematische Darstellung: Negativzinsrisiko bei Payer-Swaps

Die rechte Spalte zeigt die Auswirkung für das Land, wenn sich das Zinsniveau am Markt unter null bewegt. Dann erhält es in der variablen Anleihe keine Zinszahlung. Im Swap schuldet es aber sowohl den vereinbarten fixen Zins als auch den negativen Marktzins.

(2) Um dieses Ergebnis zu vermeiden, unterlegt das Land die bestehenden (Forward-) Payer-Swaps derzeit nicht mit variablen Anleihen. Stattdessen bildet es eine Kombination aus fixer Kreditaufnahme und einem Receiver-Swap. Dies ist schematisch in Tabelle 3 dargestellt:

Forward-Payer-Swap	– fix ₁
	+ variabel ₁
<i>Statt einer variablen Anleihe:</i>	
+ Fixe Anleihe	– fix ₂
+ Receiver-Swap	+ fix ₂
	– variabel ₁
= Summe	– fix ₁

Tabelle 3: Schematische Darstellung: Eliminierung von Negativzinsrisiken

Im Ergebnis entsteht auch auf diesem Weg eine fixe Zahlungspflicht, aber kein zusätzliches Zinsänderungsrisiko des Landes. Allerdings verursacht die synthetische Kombination zusätzlichen Verwaltungsaufwand und ein zusätzliches Adressenausfallrisiko.

(3) Ohne die früheren Entscheidungen, Derivate einzusetzen, wäre diese Problemlage nicht entstanden. Der Rechnungshof hat dem Finanzministerium empfohlen, den Derivateeinsatz zur Eliminierung von Negativzinsrisiken zu überprüfen. Soweit er zu diesem Zwecke für notwendig angesehen wird, hält der Rechnungshof eine Derivateermächtigung im Haushaltsgesetz, die ausschließlich auf solche Zwecke beschränkt ist, für vertretbar.

3.4 Risiken aus dem Collateralmanagement

(1) Das Land Hessen ist vertraglich verpflichtet, für negative Barwerte seiner Derivate Sicherheiten (Collaterals) bei den Vertragspartnern zu hinterlegen. Eine Ermächtigung für das Finanzministerium ist ab dem Haushaltsjahr 2011 in § 13 Abs. 5 S. 5 HG enthalten. Außerdem wurde es ab

2012 in § 15 S. 1 HG ermächtigt, Kassenkredite für die Stellung dieser Sicherheiten aufzunehmen.³⁰ Dieses sogenannte Collateral-Management wurde in mehreren Schuldenberichten der letzten Jahre detailliert dargestellt³¹ und auch in den Bemerkungen 2016 und 2017 diskutiert.³²

(2) Im Jahr 2016 schwankten die negativen Barwerte in einer Bandbreite von 3,4 bis 7,2 Mrd. Euro.³³ Zum Ende des Haushaltsjahres 2017 betrugen die negativen Barwerte 4,2 Mrd. Euro. Davon entfielen 3,9 Mrd. Euro auf (strukturierte) Forwards. Zum Jahresende 2018 beliefen sich die negativen Barwerte auf 4,5 Mrd. Euro. Davon wurden 3,5 Mrd. Euro als Sicherheiten bei Vertragspartnern hinterlegt. Zum 31.12.2019 lagen die negativen Barwerte bei 7.211,0 Mio. Euro. Sicherheiten wurden in Höhe von 4.451,1 Mio. Euro gestellt.

(3) In seinen Bemerkungen 2016 und 2017 hat der Hessische Rechnungshof auf Probleme bei den ausgereichten Sicherheiten, insbesondere auf die mangelnde Abbildung der Zahlungsströme zwischen Land und Bank sowie der Kreditverbindlichkeiten in der kameralen Haushaltsrechnung, hingewiesen.³⁴ Auch mögliche Folgen einer Insolvenz einer Investmentbank hat er thematisiert.

Das Land hat mit allen Banken, mit denen es Derivate handelt, den Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte (DRV) sowie den Besicherungsanhang (BA) abgeschlossen. Diese sehen in den Nr. 7-9 DRV mit dem sogenannten „Liquidationsnetting“ eine komplexe Regelung für die Abwicklung von Derivateverträgen nach einer Kündigung oder Insolvenz eines Vertragspartners vor. Hierbei können sämtliche Ansprüche beider Vertragspartner aufgerechnet werden.

³⁰ Mit dem Haushaltsgesetz 2016 wurde schließlich diese Kassenkreditermächtigung um die Möglichkeit ergänzt, auch Kredite bis zu einer Laufzeit von einem Jahr zu nutzen. Anders als bei sonstigen Haushaltskrediten sollen diese nicht auf die Kreditlinie nach § 1 Abs. 1 S. 1 des Art.141-Gesetzes angerechnet werden, vgl. Drucksache 19/2307, S. 11.

³¹ Vgl. zuletzt 64. Schuldenbericht, S. 38.

³² Vgl. Bemerkungen 2016, S. 174 ff.

³³ Vgl. Bemerkungen 2016, S.175.

³⁴ Vgl. Bemerkungen 2016, S. 175 sowie Bemerkungen 2017, S. 43 ff.

(4) Die Aufrechnung der gegenseitigen Forderungen kann im Ergebnis dazu führen, dass dem Land die hinterlegten Collaterals im Insolvenzfall nicht zurückerstattet würden. Eine Kompensation wäre nur durch Anschlussderivate denkbar. Außerdem verursacht die Verpflichtung, Collaterals in Höhe der stets schwankenden Barwerte zu hinterlegen, zusätzlich Arbeitsaufwand und Kosten.

3.5 Währungs-Swaps

(1) Zum Ende des Haushaltsjahres 2017 hatte das Land Fremdwährungskredite in Höhe von 204,3 Mio. Euro. Zur Absicherung von daraus resultierenden Wechselkursrisiken hat das Land Währungsswaps abgeschlossen (rd. 1 Prozent des Derivate-Bestandes). Gemäß § 13 Abs. 1 HG 2016 hat die Kreditaufnahme grundsätzlich in Euro zu erfolgen. Bei Fremdwährungskrediten ist der Einsatz von Währungsswaps vorgeschrieben. Der Rechnungshof hat drei Währungsswaps im Rahmen seiner Stichprobe analysiert.

(2) Die folgende Tabelle stellt das Zusammenspiel von Fremdwährungskredit und Währungsswap schematisch dar:

Fremdwährungskredit	- fix (Fremdwährung)
+ Währungsswap (<i>Wechselkursabsicherung</i>)	
<i>Land erhält von Bank</i>	+ fix (Fremdwährung)
<i>Land zahlt an Bank</i>	- fix (Euro)
= Ergebnis	- fix (Euro)

Tabelle 4: Schematische Darstellung: Währungsswap

Die Darstellung zeigt einen festverzinslichen Fremdwährungskredit als Grundgeschäft und einen Währungsswap, der in der Kombination im Ergebnis zu einer fixen Zahlung in Euro führt. Anstatt der fixen Zahlungen im Grundgeschäft können dort auch variable Zinsen vereinbart werden. Auch im Swap können variable Zahlungen in Euro vereinbart werden, so dass im Ergebnis variabel zu zahlen ist.

(3) Fremdwährungskredite und Währungs-Swaps haben beim Land nur eine geringe Bedeutung. Bei den untersuchten Kombinationen aus Fremdwährungskrediten mit Währungs-Swaps konnte der Rechnungshof keine signifikanten Vorteile gegenüber einer Verschuldung in Euro erkennen. Demgegenüber besteht ein Ausfallrisiko des Swap-Partners, aus dem sich – je nach Kursentwicklung der Fremdwährung – ein Nachteil für das Land ergeben kann.

4 Landesschuldenberichte

(1) Der Einsatz von Zinsderivaten im Schuldenmanagement des Landes wurde in der Vergangenheit jährlich auch in den Schuldenberichten des Präsidenten des Hessischen Rechnungshofs als Vorsitzender des Landesschuldenausschusses ausführlich und transparent dargestellt. Alle Berichte, die regelmäßig auch kritische Standpunkte zum Derivateeinsatz enthielten, wurden im Landesschuldenausschuss behandelt.

(2) So wurde etwa im Schuldenbericht 2008 auf ein Beratungsmandat der Helaba hingewiesen: Die Helaba war *„vor Abschluss des Beratungsmandats zu 18 v. H. an der Vermittlung und Bereitstellung von Schuld-scheindarlehen bzw. Emissionen von Anleihen beteiligt. Seit Aufnahme ihrer vertraglichen Beratungstätigkeit erhöhte sich ihr Anteil auf 29 v. H. der gesamten Kreditaufnahme.“*³⁵ Auch das Volumen der eingesetzten Derivate sowie der Anteil von strukturierten Derivaten nahmen deutlich zu.³⁶

(3) Der Schuldenbericht beschäftigte sich u.a. auch mit dem Verkauf von Swap-Optionen durch das Land und wies auf das Risiko hin, dass ein solches Derivat – je nach Marktlage zum Ausübungstermin – auch zu einem Vorteil des Optionskäufers und zu entsprechenden Nachteilen für das Land führen kann: *„Das Risiko dieser Abschlüsse besteht darin, dass zum Zeitpunkt der Optionsausübung die Festzinskonditionen für das Land (bei der entsprechenden Zinsbindung) am Kapitalmarkt günstiger sein könnten als*

³⁵ 58. Schuldenbericht, S. 52.

³⁶ Vgl. 58. Schuldenbericht, S. 52.

die in der Swap-Option (unter Anrechnung der bis dahin eingenommenen Optionsprämien).³⁷ Auf Risiken durch Derivate mit einem einseitigen Kündigungsrecht des Vertragspartners wurde ebenfalls hingewiesen: *„Mit der Vereinbarung einer Struktur wurde neben dem üblichen Risiko – einer von der Erwartung abweichenden Zinsentwicklung – ein weiteres Risiko – ein einseitiges Kündigungsrecht des Vertragspartners – in den Vertrag aufgenommen.“*³⁸

(4) Insbesondere die Praxis, sich durch Forward-Payer-Swaps ein zum Abschlusszeitpunkt vermeintlich „historisch niedriges Zinsniveau“ für die Zukunft zu sichern, war mehrfach Thema von Schuldenberichten: *„Die letzten Jahre erreichten immer ein „historisch niedriges Zinsniveau“. Somit bleibt auch ein Forward-Payer-Swap bei einem zum Abschlusszeitpunkt günstigen Zinsniveau spekulativ – tatsächlich sind die Zinsen in den letzten Jahren tendenziell weiter gesunken.“*³⁹ Im 63. Schuldenbericht wurde dann darauf hingewiesen, dass sich das Risiko sinkender Zinsen nach Abschluss von Forwards nun realisiert habe. Bezogen auf die gesamte Laufzeit der ersten zehn im Jahr 2013 angelaufenen Forwards hätten sich im Vergleich zu den Marktkonditionen im Startzeitpunkt Mehrkosten von 375 Mio. Euro ergeben.⁴⁰ Auch im 64. Schuldenbericht wurde auf das Verlustrisiko hingewiesen: *„Damals [im Jahr 2011] war im Ministerium hausintern vereinbart worden, in einem Volumen von 9.000 Mio. Euro die zum damaligen Zeitpunkt historischen Niedrigzinsen durch Zinssicherungsgeschäfte sukzessiv für einen langen Zeitraum zu sichern. In einer ersten Serie wurden 6.500 Mio. Euro Forwards vereinbart. Durch die in der Vorlaufzeit weiter gesunkenen Zinsen stellen sich diese Vereinbarungen nun als Verlustgeschäfte des Landes dar.“*⁴¹ Des Weiteren wurde empfohlen, die Derivatestrategie zu evaluieren und darauf hingewiesen, dass es am Kapitalmarkt keine Gesetzmäßigkeiten gäbe: *„In diesem Zusammenhang wird dem Ministerium der*

³⁷ 60. Schuldenbericht, S. 47; vgl. auch 58. Schuldenbericht, S. 45.

³⁸ 60. Schuldenbericht, S. 46.

³⁹ 60. Schuldenbericht, S. 51.

⁴⁰ Vgl. 63. Schuldenbericht, S. 64.

⁴¹ 64. Schuldenbericht, S. 52.

Finanzen empfohlen, die Derivatestrategie zu evaluieren. Die Zinsentwicklung der letzten neun Jahre mit den bislang nicht für möglich gehaltenen Facetten (z. B. Minuszins, Staatsschuldenkrise in der EU, Erfolglosigkeit der Konjunkturstimulanz alleine durch geldpolitische Maßnahmen) sollte zum Anlass genommen werden, keine vermeintlichen Gesetzmäßigkeiten „des Marktes“ zu unterstellen.“⁴²

(5) Im Sommer 2019 hat der Präsident des Hessischen Rechnungshofs als Vorsitzender des Landesschuldenausschusses der Landesregierung empfohlen, grundsätzlich auf den Einsatz von Derivaten zu verzichten: *„Der administrative Aufwand im Verhältnis zum Nutzen der Vereinbarungen, die zusätzlichen Risiken und die nach wie vor niedrigen Zinsen legen einen Verzicht auf den Derivateeinsatz nahe.“⁴³*

5 Empfehlungen

Der Rechnungshof ist zu dem Schluss gekommen, dass Zinsderivate im Schuldenmanagement des Landes nicht die Vorteile generieren können, die die Ermächtigungsnorm in den Haushaltsgesetzen ihnen beimisst. Der Gesetzgeber hat mit seiner Zielvorgabe in der Derivateermächtigung das Schuldenmanagement des Finanzministeriums vor ein Paradoxon gestellt: Bessere Konditionen – ohne dabei zusätzliche Risiken einzugehen – sind am Kapitalmarkt nicht zu erzielen.

Das Finanzministerium verzichtet seit 2014 auf den Einsatz derivativer Finanzinstrumente. Es beabsichtigt, auch künftig keine derivativen Finanzinstrumente einzusetzen. Ausgenommen sind Derivate, die der „Absicherung von Negativzinsrisiken“ dienen.

Der Rechnungshof begrüßt diese Aussage des Finanzministeriums. Die Stellungnahme des Finanzministeriums, die auf zahlreiche Gemeinsamkeiten

⁴² 64. Schuldenbericht, S. 54f.

⁴³ 67. Schuldenbericht, S. 62.

ten in der Bewertung hinweist, zeigt, dass eine Notwendigkeit für den Derivateeinsatz im Schuldenmanagement vom Finanzministerium und vom Rechnungshof gleichermaßen nicht gesehen wird.

Daher empfiehlt der Rechnungshof dem Gesetzgeber, auf eine Derivateermächtigung im Haushaltsgesetz künftig zu verzichten.

Lediglich für Derivate, die der „Absicherung von Negativzinsrisiken“ dienen sollen, könnte es auch künftig noch eine gesetzliche Ermächtigung geben.

Zur Kritik des Finanzministeriums, der Rechnungshof arbeite nicht mit den zum Abschlussstichtag verfügbaren Informationen, sondern mit den heute bekannten Marktdaten, ist Folgendes zu erwidern: Bei seiner Evaluation hat der Rechnungshof den Fokus insbesondere auf das Chancen-Risiko-Profil einzelner Derivattypen (Forward-Payer-Swaps, Swap-Optionen, Kündigungsoptionen) gerichtet. Im Rahmen der empirischen Untersuchung dieser Derivattypen hat er das zum Abschlusszeitpunkt herrschende wirtschaftliche Umfeld sowie Markterwartungen aus der ex ante Perspektive dargestellt. Soweit darüber hinaus die Zinsentwicklung nach Vertragsabschluss betrachtet wurde, dient dies ausschließlich dazu, die theoretischen Ergebnisse zur Wirkungsweise dieser Derivattypen anhand konkreter Praxisbeispiele zu validieren.

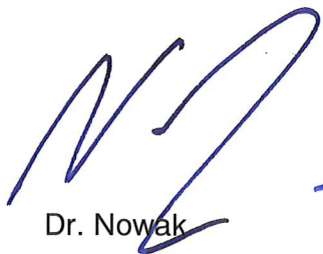
Der Rechnungshof empfiehlt dem Finanzministerium, Strategien zum Schuldenmanagement, bei denen auf Derivate verzichtet wird, zu entwickeln.



Dr. Wallmann



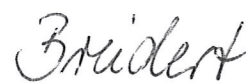
Bantzer



Dr. Nowak



Balk



Dr. Breidert



Doetschmann



Brillmann



Eckes



Dr. Keilmann

Anhang 1: Derivateprüfungen der Rechnungshöfe

(1) Auch andere Landesrechnungshöfe haben zum Derivateeinsatz Stellung genommen.

Land	Quelle
Berlin	Jahresbericht 2011
Brandenburg	Jahresberichte 2011, 2012, 2014 und 2015
Bremen	Jahresbericht 2011
Hamburg	Ergänzung zu den Jahresberichten 2015 und 2016
Rheinland-Pfalz	Jahresbericht 2014
Schleswig-Holstein	Bemerkungen 2011, 2012 und 2013

Tabelle 5: Derivateprüfungen anderer Rechnungshöfe

Der **Rechnungshof Berlin** hebt die „*Konnexität*“ als zentrale Bedingung für die Einstufung als Steuerungselement hervor. Jedes Derivat soll in einer direkten Beziehung zu einem bereits vorhandenen Grundgeschäft stehen. Diese Verbindung soll nachträglich nicht mehr geändert werden können. Weiterhin stellt der Rechnungshof als Anforderung an die Konnexität, dass klar erkennbar bleibt, *„welches Merkmal des Grundgeschäfts durch das Derivat optimiert werden soll.“*⁴⁴

Diese Erfordernisse sieht der Rechnungshof Berlin nicht stets umgesetzt, zum Beispiel dann, wenn derivative Finanzinstrumente genutzt werden, um zukünftige Zinszahlungen abzusichern, für die noch kein Grundgeschäft abgeschlossen wurde. *„Nach Auffassung des Rechnungshofs kehrt dies die Prioritäten des Derivateeinsatzes um und führt die Verwaltung darüber hinaus in einen Zielkonflikt mit den Anforderungen der Konnexität.“*⁴⁵ Der Rechnungshof Berlin weist schließlich einen kassenmäßigen Verlauf des Derivateeinsatzes von 1996 bis 2009 aus, der mit Mehrausgaben von 90 Mio.

⁴⁴ Rechnungshof von Berlin: Jahresbericht 2011, S. 47.

⁴⁵ Rechnungshof von Berlin: Jahresbericht 2011, S. 48 f.

Euro gegenüber den Grundgeschäften zu Buche schlug.⁴⁶ Er mahnt deshalb eine Evaluation der Derivategeschäfte an.

(2) Der **Landesrechnungshof Brandenburg** betrachtet in seinem Jahresbericht 2012 exemplarisch einen „Zinssatzswap“, der für den Zeitraum 2002 bis Jahr 2014 abgeschlossen wurde. Der Swap lief in den Jahren 2003 und 2004 zugunsten des Landes. Bis zum Jahr 2011 verursachte er dann aber – im Vergleich zum Grundgeschäft – höhere Zinsbelastungen in Höhe von 3 Mio. Euro:⁴⁷ *„An diesem Swapgeschäft wurde auch deutlich, dass selbst bei relativ einfach strukturierten Derivatgeschäften die Verlässlichkeit der Prognose hinsichtlich der Zinsentwicklung entscheidend dafür ist, ob sich das Derivat über die gesamte Laufzeit für das Land positiv entwickelt oder nicht.“*⁴⁸

Probleme im Management von Derivaten erkannte der Rechnungshof Brandenburg auch bei der Besicherung von Derivateabschlüssen.⁴⁹ Der Barwert eines Derivats wurde von zwei verschiedenen Banken berechnet. Die eine Bank bezifferte diesen auf 37,4 Mio. Euro, die andere auf 58,6 Mio. Euro.⁵⁰ Auch nach einer Korrektur wich der Barwert immer noch um 16,6 Mio. Euro ab. Der Rechnungshof stellte daraufhin fest, *„dass das MdF selbst in der Lage sein sollte, für die Festsetzungen der Sicherheitsleistungen durch die Banken entsprechende Plausibilitätsprüfungen vorzunehmen.“*⁵¹ Schließlich sollten *„Geschäfte, deren Risiken aufgrund ihrer Komplexität nicht kalkulierbar sind“*, unterbleiben.⁵²

(3) Auch in **Bremen** soll die Nutzung derivativer Finanzinstrumente ebenso der Zinssicherung und Zinsoptimierung dienen. Diese Abgrenzung hält der Rechnungshof Bremen allerdings nicht für plausibel, *denn „beiden ist die unauflösliche Beziehung zwischen Chance und Risiko eigen.“*⁵³ Wei-

⁴⁶ Rechnungshof von Berlin: Jahresbericht 2011, S. 49.

⁴⁷ Landesrechnungshof Brandenburg: Jahresbericht 2012, S. 57.

⁴⁸ Landesrechnungshof Brandenburg: Jahresbericht 2012, S. 58.

⁴⁹ Landesrechnungshof Brandenburg: Jahresbericht 2015, S. 47 ff.

⁵⁰ Landesrechnungshof Brandenburg: Jahresbericht 2015, S. 49.

⁵¹ Landesrechnungshof Brandenburg: Jahresbericht 2015, S. 50.

⁵² Landesrechnungshof Brandenburg: Jahresbericht 2015, S. 53.

⁵³ Rechnungshof der Freien Hansestadt Bremen: Jahresbericht 2011, S. 207.

terhin weist der Rechnungshof auf die fehlende Kostentransparenz bei Derivateabschlüssen hin. Wichtig für eine volle Transparenz der Kosten seien ausdrücklich ausgewiesene Kosten im Vertrag.⁵⁴ Zur Wirtschaftlichkeit der Derivate bemerkt der bremische Rechnungshof, er sei nicht davon überzeugt, „dass das Schuldenportfolio nur mit Derivaten flexibel gesteuert werden kann.“⁵⁵ Die Prüfung habe keine belastbaren Anhaltspunkte dafür ergeben, dass durch Derivateverträge in Verbindung mit einem regulären Kreditvertrag bessere Konditionen erzielt werden könnten.⁵⁶

(4) Aus Sicht des **Rechnungshofs Hamburg** „rechnen sich derartige Geschäfte [Derivate] nur, wenn der FHH [Freie und Hansestadt Hamburg] regelmäßig eine bessere Prognose über die Zukunftsentwicklung als dem Markt gelingt.“⁵⁷ Eine solche Motivation betrachtet der Rechnungshof Hamburg dann aber als spekulativ. Der Rechnungshof zieht daraus die Konsequenz: „Da die FHH nicht spekulieren sollte, sollte sie auf die Optimierung von Kreditkonditionen für bestehende Schulden durch Derivate verzichten.“⁵⁸

Darüber hinaus bestreitet der Rechnungshof Hamburg die These, dass die Konnexität ein wirksames Maß der Risikobegrenzung von Derivaten sei. Damit werde lediglich ein Formalkriterium dargestellt, aber kein inhaltlich wirksames.⁵⁹ Denn prinzipiell sei denkbar, dass ein Derivat zwar konnex gewählt werde, aber auch ein sehr hohes Risiko haben könne. So stellt der Rechnungshof der Freien und Hansestadt Hamburg in seinen Ergänzungen zum Jahresbericht 2016 schließlich fest: „Bedeutende Risiken und steigen-

⁵⁴ Rechnungshof der Freien Hansestadt Bremen: Jahresbericht 2011, S. 212.

⁵⁵ Rechnungshof der Freien Hansestadt Bremen: Jahresbericht 2011, S. 216.

⁵⁶ Rechnungshof der Freien Hansestadt Bremen: Jahresbericht 2011, S. 216.

⁵⁷ Rechnungshof der Freien und Hansestadt Hamburg: Ergänzung zum Jahresbericht 2015, S. 19.

⁵⁸ Rechnungshof der Freien und Hansestadt Hamburg: Ergänzung zum Jahresbericht 2015, S. 19.

⁵⁹ Rechnungshof der Freien und Hansestadt Hamburg: Ergänzung zum Jahresbericht 2015, S. 19.

der – offenbar nur mit Hilfe von Dritten zu erbringender – Verwaltungsaufwand machen deutlich, dass jetzt der richtige Zeitpunkt gekommen ist, um die Entscheidung zu treffen, künftig auf Derivatgeschäfte zu verzichten.“⁶⁰

(5) In **Rheinland-Pfalz** schloss das MdF Derivateverträge auch für Dritte ab, ohne dass hierfür eine gesonderte Ermächtigung im Haushaltsgesetz erteilt wurde. Z. B. hielt eine Stiftung Schuldscheindarlehen des Landes. Das Finanzministerium schloss darauf fünf Swap-Optionen⁶¹ ab. Der Rechnungshof kritisierte, dass die Prämien an die Stiftung ausgezahlt wurden, während die Risiken hieraus das Land trug.⁶²

(6) Auch in **Schleswig-Holstein** ist das Finanzministerium dazu ermächtigt, Derivate einzusetzen, um Zinsausgaben zu optimieren und Zinsänderungsrisiken zu begrenzen. Die Steuerung der Derivate erfolgt über ein Referenzportfolio. Die Differenz zwischen diesem Plan-Portfolio und dem Ist-Portfolio veranschlagt das MdF in Schleswig-Holstein als wirtschaftliches Ergebnis.⁶³

Dieses Verfahren ist in der Betrachtung des Rechnungshofs allerdings nicht zielführend, da das wirtschaftliche Ergebnis nicht „*verursachungsgerecht*“ abgebildet und darüber hinaus „*durch einen systematischen Messfehler deutlich zu hoch ausgewiesen*“ werde.⁶⁴ Der Rechnungshof hebt dann schließlich hervor: „*Aus Sicht des LRH sind die aktuell niedrigen Zinssätze geeignet, das Kredit- und Zinsmanagement neu auszurichten. Anstatt einen ungeeigneten Benchmark schlagen zu wollen, sollte künftige Aufgabe sein, die Zinsausgaben – so weit wie möglich – auf niedrigem Niveau zu verstetigen.*“⁶⁵

⁶⁰ Rechnungshof der Freien und Hansestadt Hamburg: Ergänzung zum Jahresbericht 2016, S. 9 f.

⁶¹ Damit erwirbt der Halter gegen Entgelt das Recht zu einem vereinbarten Zeitpunkt einen Swap mit dem Land einzugehen.

⁶² Rechnungshof Rheinland-Pfalz: Jahresbericht 2014, S. 63.

⁶³ Landesrechnungshof Schleswig-Holstein: Bemerkungen 2013, S. 163.

⁶⁴ Landesrechnungshof Schleswig-Holstein: Bemerkungen 2013, S. 163.

⁶⁵ Landesrechnungshof Schleswig-Holstein: Bemerkungen 2013, S. 170.

(7) Bereits 1998 hatten die deutschen Rechnungshöfe Empfehlungen für den Einsatz derivativer Finanzinstrumente im öffentlichen Bereich veröffentlicht.⁶⁶ Unterteilt in die Themen

1. strategische Zielsetzungen und deren Umsetzung,
2. Beteiligung des Parlaments und der Haushaltsplanung und
3. Sicherheit und internes Kontrollsystem

wurden Minimalanforderungen an ein Derivatemanagement definiert. Die Konnexität wurde als ein zentrales Erfordernis herausgestellt. Nur der Bezug auf ein Kreditgeschäft sei ausschlaggebend für den Unterschied zwischen Zinsoptimierung und Spekulation.

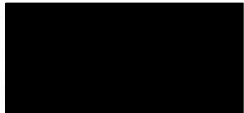
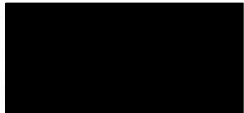
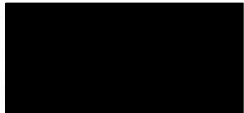
Aufgrund der zwischenzeitlichen Prüfungserfahrung veröffentlichten die Rechnungshöfe im Jahr 2011 erneut entsprechende Empfehlungen. Darin heißt es:

„Derivative Instrumente sind aufgrund von Informationsasymmetrien, außerbörslicher Strukturen und ihrer Kosten (einschließlich offener oder verdeckter Provisionskosten) mit Risiken für die öffentliche Hand verbunden. Ihr Einsatz kommt daher nur in Betracht, wenn die Risiken überschaubar und eingrenzbar sind. Sind die Risiken unkalkulierbar, ist vom Einsatz solcher Instrumente abzusehen. Für die öffentliche Hand hat die Risikominimierung Vorrang vor einer möglichen Zinsoptimierung.“⁶⁷

⁶⁶ Beschluss der Konferenz der Präsidentinnen und Präsidenten der Rechnungshöfe des Bundes und der Länder vom 28. bis 30. September 1998 in Mainz.

⁶⁷ Beschluss der Konferenz der Präsidentinnen und Präsidenten der Rechnungshöfe des Bundes und der Länder vom 4. bis 6. Mai. 2011 in Wernigerode.

Anhang 2: Stellungnahme des Finanzministeriums

Hessisches Ministerium der Finanzen					
Hessisches Ministerium der Finanzen · Postfach 3185 · 65021 Wiesbaden					
An den Hessischen Rechnungshof Herrn Dr. Karsten Nowak Postfach 10 11 08 64211 Darmstadt	<table border="0"><tr><td>Geschäftszeichen Dokument-Nr. BearbeiterIn Durchwahl Fax E-Mail Ihr Zeichen Ihre Nachricht</td><td></td></tr><tr><td>Datum</td><td>22. Oktober 2020</td></tr></table>	Geschäftszeichen Dokument-Nr. BearbeiterIn Durchwahl Fax E-Mail Ihr Zeichen Ihre Nachricht		Datum	22. Oktober 2020
Geschäftszeichen Dokument-Nr. BearbeiterIn Durchwahl Fax E-Mail Ihr Zeichen Ihre Nachricht					
Datum	22. Oktober 2020				
Stellungnahme zum Entwurf des Berichts nach § 88 Abs. 2 LHO an den Hessischen Landtag über die Evaluation des Derivateeinsatzes im Land Hessen vom 8.9.2020 und 15.10.2020					
Sehr geehrter Herr Dr. Nowak, für Ihren Entwurf des Berichts nach § 88 Abs. 2 LHO an den Hessischen Landtag über die Evaluation des Derivateeinsatzes im Land Hessen vom 8. September 2020 und 15. Oktober 2020 bedanke ich mich. Gerne nehme ich hierzu Stellung. Zunächst möchte ich die Gemeinsamkeiten bei der Einschätzung des Derivateeinsatzes des Landes hervorheben: Der Rechnungshof stellt fest, dass das HMdF im Haushaltsgesetz zum Einsatz von Derivaten im Schuldenmanagement sowie zum Abschluss von Forward-Payer-Swaps und Swaptions ermächtigt ist und im Rahmen dieser Ermächtigung gehandelt hat. Der Rechnungshof kann die Motivation zum Abschluss der langfristigen Zinssicherungsstrategie grundsätzlich nachvollziehen und sieht dies von der ausdrücklichen Vorgabe des Gesetzgebers zur Herstellung von Planungssicherheit auch durch die Ermächtigung zum Abschluss von Forward-Payer-Swaps mit Vorlaufzeiten von bis zu 10 Jahren als gedeckt an. Nach unserem gemeinsamen Verständnis darf für eine Beurteilung der getroffenen Entscheidungen nur auf die Informationen abgestellt werden, die das Finanzministerium bei Abschluss der Geschäfte hätte haben können (Stichtagsprinzip). Der Rechnungshof sieht zudem, dass der Zins wieder steigen und sich die Geschäfte als vorteilhaft erweisen können. Der Rechnungshof begrüßt, dass das Land mit Ausnahme					
Friedrich-Ebert-Allee 8 · 65185 Wiesbaden · Telefon (0611) 32-0 · Telefax (0611) 32-24 71 E-Mail: poststelle@hmdf.hessen.de · Internet: www.finanzen.hessen.de Bankverbindung: Kontoinhaber: HCC-HMdF - Landesbank Hessen/Thüringen · BIC: HELADEF3333 · IBAN: DE76 5005 0000 0001 0024 84					
					

- 2 -

der Absicherung von Negativzinsen bereits seit 2014 auf den Einsatz derivativer Finanzinstrumente verzichtet. Nach der Umsetzung der Zinssicherungsstrategie in den Jahren 2011 und 2014 und dem Erreichen einer durchschnittlichen Zinsbindungsdauer von 9,75 Jahren wird das Finanzministerium im Einvernehmen mit dem Rechnungshof auch in Zukunft keine Derivateverträge schließen, soweit sie nicht der Eliminierung von Negativzinsen bei bereits bestehenden Swaps dienen. Auch die Wirtschaftsprüfer kamen im Rahmen der Prüfung des Gesamtabchlusses 2019 zum Ergebnis, dass der Derivateinsatz des Landes nicht zu beanstanden ist. Zudem begrüßt der Rechnungshof, dass das Land Maßnahmen ergreift, um für einen Teil des Portfolios das aktuelle Zinsniveau abzusichern. Der Rechnungshof erkennt an, dass die Bildung einer Zinsmeinung für die Zukunft erforderlich ist, was sowohl für das Begeben von Anleihen als auch für den Einsatz von Derivaten gilt. Die Richtigkeit einer Zinsprognose kann nicht Gegenstand einer nachträglichen Prüfung sein.

Gleichwohl sind aus Sicht des Finanzministeriums folgende Punkte anzumerken, die in dem Entwurf des Berichts noch berücksichtigt werden sollten:

1. **Tz. 2.1. und 2.2.: Verwendung der Begriffe „Steuerung von Zinsänderungsrisiken und „Optimierung der Kreditkonditionen“:** Der Rechnungshof nimmt durch seine Definition der maßgeblichen Ziele „Steuerung von Zinsänderungsrisiken“ und „Optimierung der Kreditkonditionen“, an denen der Derivateinsatz zu messen sei, das Prüfungsergebnis weitgehend vorweg, wonach im Einsatz von Derivaten kein Vorteil für das Land zu sehen sei.

Nach der Auffassung des Rechnungshofs ist eine Steuerung von Zinsänderungsrisiken nicht möglich, da das Zinsänderungsrisiko als Marktrisiko immer bestehe. Nach der Auffassung des Rechnungshofs ist das Ziel der Optimierung zudem nur dann erfüllt, wenn eine ökonomische Verbesserung der Kreditkonditionen („Arbitrage“) erreicht wird. Diese Auslegung des Rechnungshofs entspricht keiner allgemeingültigen Definition der oben genannten Ziele. Die seit 2008 vorhandene Dienstanweisung zur Aufnahme von Krediten, zum Geldhandel und zum Einsatz von Derivaten (DA-Kreditaufnahme), die jeweils mit dem Rechnungshof abgestimmt ist, konkretisiert den gesetzlichen Auftrag hingegen

- 3 -

andere und regelt die Einzelheiten zu Abschluss, Dokumentation und Art der Geschäfte. Demnach hat der Einsatz von Derivaten das auch vom Gesetzgeber intendierte Ziel, Planungssicherheit für das Land zu schaffen. Es dürfte unstrittig sein, dass das Land mit den im Haushaltsjahr 2011 abgeschlossenen Forward-Payer-Swaps Planungssicherheit zu festen Konditionen für die Zinszahlungen des Landes erreicht hat.

2. **Tz. 2.3.: Risikominimierung vor Zinsoptimierung:** Bei den Derivaten im Rahmen der Zinssicherungsstrategie stand die Begrenzung von Zinsänderungsrisiken und die Planungssicherheit im Vordergrund, nicht die Erzielung von besseren Konditionen im Vergleich zu anderen Marktteilnehmern. Vielmehr wurde eine lange Zinsbindungsdauer auf Gesamtportfolioebene und damit die Herstellung von Planungssicherheit erreicht. Dabei wurden stets Vergleichsangebote eingeholt sowie Handlungsalternativen ohne Derivat in den Akten und Abschlussvermerken konkret dargestellt. Auch nach dem Beschluss der Konferenz der Rechnungshöfe des Bundes und der Länder aus 2011 hat für die öffentliche Hand die Risikominimierung Vorrang vor einer ökonomischen Zinsoptimierung.
3. **Tz. 3: Keine risikofreie Entscheidung möglich:** Auch wenn der Rechnungshof anerkennt, dass es keine risikofreie Entscheidung im Bereich des Kreditmanagements gibt, so untersucht der Rechnungshof dennoch, ob sich vergangene Handlungen im Vergleich zu dem, was man jetzt vornehmen könnte, als günstig erweisen. Das ist aber nicht der Sinn von Risikobegrenzungen. Die Verpflichtung, eine feste Zahlung zu einem bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft zu leisten, dient stattdessen – ebenso wie die Zahlung von Versicherungsprämien – der Minimierung eines künftigen Risikos und zur Herstellung von Planungssicherheit. Auf diese Weise führt sie durchaus zu einer Optimierung der Kreditkonditionen des Landes. Interessant ist, dass der im Berichtsentwurf zitierte Rechnungshof Schleswig-Holstein die vom Land Hessen verfolgte Strategie im Grundsatz als empfehlenswert vorgeschlagen hat, nämlich die Zinsausgaben – so weit wie möglich – auf niedrigem Niveau zu verstetigen. Auch nach dem Beschluss der Rechnungshöfe des Bundes und der Länder aus 2011 hat die Risikominimierung Vorrang vor einer möglichen Zinsoptimierung – so hat das Land auch im Bereich der Zinssicherungsstrategie gehandelt.

- 4 -

4. **Tz. 3: Problematik einer Ex-post-Betrachtung:** Seit Beginn der Prüfung durch den Landesschuldenausschuss im Jahr 1952 besteht das gemeinsame Verständnis, dass am Kapitalmarkt der Sachverhalt mit dem Wissen im Entscheidungszeitpunkt zu beurteilen ist. Diese Sichtweise wird in dem Entwurf des Berichts auf Seite 5 ausdrücklich geteilt. Bei der Betrachtung der Ergebnisse wird hingegen eine rückblickende Bewertung vorgenommen, ohne den jeweiligen Sachverhalt im Entscheidungszeitpunkt zu würdigen. Zum Umsetzungszeitpunkt der Zinsstrategie in 2010/2011 konnten die Marktteilnehmer im Einklang mit Äußerungen der Bundesbank und der EZB von steigenden Zinsen ausgehen (vgl. hierzu auch den 67. Schuldenbericht vom 4.7.2019, S. 56). Aus Gründen der Planbarkeit künftiger Haushalte hat das Land vor diesem Hintergrund die Zinsbindungsdauer auf Gesamtportfolioebene verlängert. Dabei muss im Blick behalten werden, dass über 80 % des gesamten Kreditportfolios nicht auf diese Weise besichert sind und das Land von der Kreditaufnahme zu aktuellen Marktzinsen nicht lediglich eingeschränkt, sondern zu 80% profitiert. So wurden von 2013 bis 2019 Zinsersparnisse aufgrund des Rückgang des Zinsniveaus in Höhe von 2,25 Mrd. € realisiert, ohne dass dies im Entwurf des Berichts Erwähnung findet. Der Rechnungshof bewertet nunmehr vergangene Entscheidungen nicht auf Basis der damals zur Verfügung stehenden Marktkennntnis, wie sie im Abschlussvermerk dokumentiert ist, sondern arbeitet mit heutigen Marktinformationen, die im Abschlusszeitpunkt naturgemäß nicht bekannt waren. Bei einer Ex-Post-Betrachtung sind Versicherungsprämien bei Nichteintritt des Versicherungsfalls immer unnötig – allerdings unabhängig vom Entscheidungszeitpunkt, kraft überlegenen Wissens durch Zeitablauf und in Kenntnis des Nichteintritts des Risikos.

Tz. 3: Berechnung alternativer Kreditgeschäfte problematisch: Es wird eine rückblickende Bewertung vorgenommen, wonach dem Land nicht näher berechnete Nachteile von nominal 2,7 Mrd. € und 1,5 Mrd. € entstanden seien. Dabei wird weiterhin nicht berücksichtigt, dass der Markt eine solche Kreditaufnahme in den Jahren 2011 ff. nicht im Angebot hatte. Auch die in der Abschlussdokumentation sämtlicher Geschäftsabschlüsse bereits vorhandene Alternative 20jähriger Kredite in 2011 wird nicht in die Berechnung einbezogen. Diese Kredite waren teurer als der abgeschlossene Zins im jeweiligen Derivat, so dass die

- 5 -

Zinssicherungsstrategie mittels Derivaten nach dieser Sichtweise einen Vorteil gegenüber einer Zinssicherung mittels 20jähriger Darlehen in Höhe von rund 281 Mio. € in den ersten zwanzig Jahren erbracht hat. Diesen Vergleich lehnt der Rechnungshof ab, da nur identische Laufzeiten und Startzeitpunkte vergleichbar seien. Gleichzeitig führt der Rechnungshof aber aus, dass er nur auf die Informationen abstellt, die der Entscheider bei Abschluss der Geschäfte haben könnte (Stichtagsprinzip). Startzeitpunkt ist der Abschlusszeitpunkt in 2011 bis 2014, da dort die alternative Handlung abgewogen wurde. Zudem führt der Rechnungshof aus, dass er die Richtigkeit einer Zinsprognose nicht zum Gegenstand einer nachträglichen Prüfung machen wolle. Hinzu tritt, dass die Forward-Zinskurve handelbare Zinsen und nicht zwingend auch die Markterwartung der Teilnehmer ausdrückt, da die Zinskurve am kurzen Ende seitens der Notenbank bzw. am langen Ende durch regulatorisch bedingte Nachfrage beeinflusst wird. Im Gegenteil bestand gerade die Erwartung der Mehrheit der Marktteilnehmer und auch von EZB und Bundesbank auf steigende Zinsen. Auch der Vergleich des Rechnungshofs mit Caps als sichere Kalkulationsalternative trifft nicht zu. Im Abschlusszeitpunkt wären Caps teurer gewesen. Zudem steht - bei rückblickender Betrachtung des Rechnungshofs - die Wirtschaftlichkeit auch dieser Alternative erst am Ende fest.

5. **Tz. 3.2.: Konservative Ausgestaltung der Zinssicherungsstrategie:** Sowohl der Einsatz von Kündigungsrechten in Festsatzswaps als auch der Verkauf von Swaptions wurden im Abschlusszeitpunkt konservativ ausgestaltet, d.h. es wurde ein Zins deutlich unterhalb des durchschnittlichen Portfoliozinses und des damaligen Marktniveaus vereinbart. Wenn keine Ausübung erfolgt, dann dient die Prämie der Reduzierung der Zinsbelastung. Wenn eine Ausübung erfolgt, besteht Planungssicherheit durch Vereinbarung eines tiefen Zinses - im Abschlusszeitpunkt unter dem Marktniveau. Das Risiko ist daher auf den Preis des vom Land bewusst vorgegebenen und vereinbarten Zinses (z.B. 1,75%) beschränkt und nicht unbegrenzt. Auch das Eingehen einer Stillhalterposition erhöht nicht das Zinsänderungsrisiko. Für alle Derivate erfolgt eine Ausschreibung, so dass das Land hierbei ausdrücklich marktneutral handelt. Mit Einführung der

- 6 -

Besicherung von Derivaten konnte die besicherte Prämie ratierlich über die Optionslaufzeit vereinbart werden, in der Bilanz erfolgt die Darstellung sowieso laufzeitbezogen.

6. **Tz. 3.3. Ausschluss von Negativzinsrisiken:** Die Funktionsweise des Ausschlusses von Negativzinsrisiken wurde zuletzt in der Sitzung des Landesschuldenausschusses am 19.8.2019 dargestellt. Es wird festgestellt, dass der Rechnungshof den Derivateinsatz insoweit für vertretbar hält.
7. **Tz. 3.4. Risiken aus dem Collateral Management:** Das Collateral Management erfolgt nach Bankenstandard mit täglicher Besicherung seit 2011 aufgrund eingeführter gesetzlicher Ermächtigung in § 15 HHG. Zahlreiche Länder setzen dabei gleichartige Besicherungsverträge auf Basis gleichlautender Haushaltsermächtigungen ein. Ziel ist es - neben der Erfüllung regulatorischer Vorgaben für Banken zur Durchführung besicherter Derivate - Bankenfinanzierungskosten in den Derivatepreisen zu vermeiden und auch die positiven Barwerte aus Sicht des Landes zu besichern. Daher findet durch den im gesamten Markt üblichen Einsatz von Collaterals eine Risikominimierung statt – sowohl für das Gesamtsystem als auch für den einzelnen Marktteilnehmer.
8. **Tz. 3.5. Fremdwährungs-Swaps:** Das Land ist zum Abschluss von Fremdwährungsswaps bei Abschluss von Fremdwährungskrediten gesetzlich gem. § 13 Abs. 1 S. 3 HHG verpflichtet. Es bestehen nur noch 2 Geschäfte, die bereits im Jahr 2008 und 2010 abgeschlossen wurden und bis zur Tilgung bestehen bleiben. Es werden dabei Finanzierungsvorteile in Höhe von immerhin 1,05 Mio. € erzielt, das Ausfallrisiko wird durch tägliche Besicherung und Überwachung der Zahlstellen weitestgehend ausgeschlossen.
9. **Tz. 4: Hessen im Mittelfeld der Länder:** Ebenso wie Hessen setzen nahezu alle Bundesländer und der Bund seit 1992 Derivate im Rahmen der jeweiligen gesetzlichen Ermächtigung ein. Der Vergleich der Gesamtportfolioverzinsung mit anderen Bundesländern zeigt, dass Hessen sich bei der Durchschnittsverzinsung von 2,25% und einer Zinsbindungsdauer von 9,43 Jahren (jeweils Stand 31.12.2019) im Mittelfeld der Länder bewegt und sich – auch aus Gründen der

- 7 -

Planungssicherheit – im Rahmen seines Kreditmanagements nicht grundlegend anders verhält als andere Bundesländer auch.

Tz. 5: Kein risikofreies Handeln möglich: Das jeweilige tägliche Handeln im Kreditmanagement setzt auch in Zukunft eine Meinung zur Zinsentwicklung und zur Verfügbarkeit des jeweiligen Schuldinstruments an den Kapitalmärkten voraus. Eine vom Rechnungshof angedachte Risikofreiheit eines Handelns des Kreditmanagements ohne Derivate gibt es nicht, da bei jedem Abschluss – sowohl von Krediten als auch von Derivaten – zwischen einem Marktpreisrisiko (bei fester Zinsbindung) und einem Zahlungsstromrisiko (bei variabler Zinsbindung) entschieden werden muss. Dies besteht auch ohne Derivateinsatz, da auch bei Schuldscheinen und Anleihen zwischen dem Zahlungsstromrisiko bei variabler Finanzierung und dem Marktpreisrisiko bei fester Finanzierung abgewogen wird. Dabei ist die gewünschte Art der Verzinsung gerade bei langlaufenden Krediten nicht immer am Markt absetzbar oder mit höheren Finanzierungskosten verbunden als bei Derivaten

10. Tz. 5: Passives Schuldenmanagement: Der Rechnungshof regt ein passives Schuldenmanagement an, ohne dies konkreter auszuführen. Die starre Festlegung auf eine bestimmte Finanzierungslaufzeit erscheint dabei wenig zielführend angesichts der unterschiedlichen Investorennachfrage nach unterschiedlichen Laufzeiten. Ein gesunder Mix verschiedener Laufzeiten dagegen berücksichtigt hingegen sowohl Marktgegebenheiten wie Aufnahmefähigkeit und Investorennachfrage unterschiedlicher Investorentypen und dürfte zudem auch wirtschaftlicher sein. Ein passives Schuldenmanagement wäre z.B. die Festlegung einer Zinsbindungsdauer für das Gesamtportfolio und damit die Entscheidung über das Ausmaß und der Kosten der gewünschten Planungssicherheit bzw. das Eingehen der gewünschten Chancen wie auch Risiken für die Zeiträume der Finanzplanung. Ein solches Konzept wird insbesondere mit dem Landesschuldenausschuss und dem Rechnungshof zu besprechen sein.

11. Tz. 5: Gleichklang von Kredit und Derivat bei Festsatzzinsen: Im Ergebnis bleibt es aber dabei, dass unabhängig vom Einsatz von Krediten oder Derivaten die Steuerung der Zahlungsstromrisiken zu gleichen bzw. ganz ähnlichen Risiken führt. Das Land steuert Zinsänderungsrisiken – also Zahlungsstromrisiken –

- 8 -

im Zinstitel über den Einsatz von Festsatzzinsen oder variablen Zinsen und setzt dabei in seinem aktuellen Portfolio Kredite und bis 2014 auch Derivate ein. Zur Herstellung von Planungssicherheit ist das Land überwiegend Festsatzzahler. Der starke Zinsrückgang der Vergangenheit drückt sich im Marktpreis sowohl im Kurs der Festsatzkredite als auch im Barwert der Derivate aus. Unter- oder überjährige Marktwertschwankungen spielen aus Sicht des Landes dabei keine Rolle: Der Kurs von Festsatzkrediten liegt am Anfang und am Ende der Kreditlaufzeit immer bei 100%, ebenso ist der Barwert zum Start- und Endzeitpunkt eines Derivats ausgeglichen. In beiden Fällen ist der Zahlungsstrom bei Festsatzzinsen planbar.

Abschließend möchte ich darauf hinweisen, dass der Einsatz von Krediten und Derivaten – auch dank des Rechnungshofs – wohl in keinem anderen Bundesland so transparent und nachvollziehbar jährlich berichtet, dokumentiert und geprüft wird wie in Hessen, und zwar in der Haushaltsrechnung, in der Bilanz des Landes und im Landesschuldenausschuss. Substantielle Beanstandungen gab es bislang nicht. Auch die Ratingagentur Standard & Poor's bescheinigt dem Land ein „umsichtiges Finanzmanagement“ mit aktivem Fokus auf Risikovermeidung und die Begrenzung des Zinsänderungsrisikos bei einem geringen Anteil kurzfristig zu finanzierender Kredite. Im Abschlusszeitpunkt waren alle Geschäfte wirtschaftlich vorteilhafter als die vergleichbaren langlaufenden Kreditabschlüsse ohne Derivat. Wenn der Rechnungshof eine Betrachtung im Nachhinein vornimmt, steht dies der Feststellung des Rechnungshofs entgegen, dass die Kenntnis im Abschlusszeitpunkt maßgeblich ist.

Zuletzt hat der Präsident des Hessischen Rechnungshofs als Vorsitzender des Landesschuldenausschusses in seinem 67. Bericht vom 4. Juli 2019 festgestellt, dass der Einsatz von Derivaten zu keiner Zeit zu Beanstandungen in den Schuldenberichten oder in den Sitzungen des Landesschuldenausschusses geführt hat. Es wird darauf hingewiesen, dass die haushaltsrechtlichen Vorgaben eingehalten wurden und alle Vereinbarungen einen Bezug zu bestehenden oder konkret geplanten Grundgeschäften im Sinne des Haushaltsgesetzes hatten.

Es dürfte Einigkeit bestehen, dass alle Kredit- und Derivategeschäfte des Landes im Abschlusszeitpunkt marktgerecht geschlossen und dokumentiert wurden. Sie dienen

- 9 -

dem Grundgedanken, dass ein gesunder Risikomix aus verschiedenen Laufzeiten, Fälligkeiten, Volumina und Kreditinstrumenten Anschlussfinanzierungsrisiken minimiert und den Zinstitel mit einer längeren Zinsbindungsdauer auch auf längere Sicht vor dem Hintergrund der Schuldenbremse planbar hält. Damit erfüllen sie die Aufgaben des Kreditmanagements, die Zahlungsfähigkeit des Landes und die Planbarkeit des Zinstitels sicherzustellen.

Mit freundlichen Grüßen

Im Auftrag


Dr. Rüdiger