

Derivate: Chance oder Risiko für Wohnungsunternehmen?

Können Wohnungsunternehmen ihren Zinsaufwand mit Hilfe von Derivaten senken? Um diese Frage zu beantworten, muss sich der Finanzverantwortliche des Wohnungsunternehmens

1. einen Überblick über die Produktarten verschaffen
2. und sowohl die jeweiligen Chancen und Risiken als auch
3. Notwendigkeit und Sinnhaftigkeit in der konkreten Situation des Wohnungsunternehmens bewerten.

Wichtig ist in diesem Zusammenhang auch, wie sich der Einsatz von Derivaten mit dem eigenen Unternehmensziel und -charakter vereinbaren lässt.

Derivate sind Termingeschäfte auf Grundlage bestimmter Basiswerte, die vom Marktrisiko abgespalten werden. Das Grundprinzip eines jeden Derivats ist, dass Leistung und Gegenleistung für einen späteren Zeitpunkt vereinbart werden. Vertragsabschluss und Erfüllung fallen also zeitlich auseinander. Im einfachsten Falle sind das Kaufs- oder Verkaufsoptionen zu einem festgelegten Preis, deren Wert dann die Differenz zwischen End-Preis und festgelegtem Preis ist. Man erwirbt mit diesen Optionen gegenüber dem Handelspartner zum Beispiel das Recht Wertpapiere zu einem zukünftigen Zeitpunkt zu kaufen, oder zu verkaufen. Beide spekulieren auf eine zukünftige unterschiedliche Kursentwicklung.

Auf das Thema Zinsen übertragen heißt das, dass durch Derivate Liquiditäts- und Zinsmanagement getrennt werden. Unternehmen nutzen solche Zinsinstrumente, um ihre Refinanzierungsbenchmark (Zins im Wirtschaftsplan) zu verbessern beziehungsweise ad hoc günstige Markttagen auszunutzen. Es gibt keinen Standard für die richtige Aufteilung von Zinsbindungen. Die Wahl der Instrumente wird von der Lage der Zinsstrukturkurve abhängig gemacht. Deshalb sind Unternehmensaktivitäten auf drei Faktoren zurückzuführen:

1. die Wahl der Finanzierungsquelle: Bankkredit (variabel, fest)

oder verbriefte Kapitalmarkttransaktionen (feste Zinsen) – und daraus entstehende Strategien

2. interne Regelungen hinsichtlich des Zinsmanagements: „naive“ Absicherung (festgelegte Handlungsanweisungen unabhängig von der Zinslandschaft) versus dynamisch angepasster Absicherungsmix
3. Zinsprognosen der eigenen Finanzabteilung

Derivative Instrumente werden in zwei Risikoprofile eingeteilt. Beim symmetrischen Risikoprofil stehen Gewinnchancen und Verlustrisiken der Vertragspartner spiegelgleich gegenüber. Dies bedeutet, einem Gewinn bei günstiger Preisentwicklung steht ein gleich hoher Verlust bei ungünstiger Preisentwicklung gegenüber. Instrumente dieses Risikoprofils sind z.B. FRA (Forward Rate Agreements) und Swaps. Beim asymmetrischen Risikoprofil dagegen ist das Verlustrisiko des Käufers eines solchen Instrumentes mit der Optionsprämie begrenzt, seine Gewinnchance ist damit (fast) unbegrenzt. Instrumente dieses Risikoprofils sind z.B. Zinsoptionen (Caps, Floors) und die Swaptions.

Ein weiteres und auch das am häufigsten in der Wohnungswirtschaft eingesetzte Instrument zur Zinssicherung ist das Forward-Darlehen. Für einen gewissen Zeitraum vor Zinsbindungsende können Forward-Darlehengerade bei einer flachen Zinsstrukturkurve ein geeignetes Zinssicherungsinstrument sein. Dieses Instrument ermöglicht es, innerhalb eines gewissen Rahmens Prolongationsspitzen abzufangen (somit also das Zinsänderungsrisiko des Kapitalmarktes abzufedern), das Preisrisiko bezogen auf die Kreditmarge auszuschließen und gleichzeitig ein mögliches Kreditrisiko deutlich zu reduzieren. (Ein vollständiger Ausschluss ist aufgrund vertraglicher Auszahlungsvoraussetzungen meist nicht möglich.)

Wie sehen die Chancen und Risiken von derivativen Instrumenten aus?

Der Cap

Zinscaps, Zinsfloors usw. sind Verträge, die einem der Kontrahenten (Begünstigten) das einmalige oder fortdauernde Recht einräumen, vom jeweils anderen Kontrahenten eine Zinsdifferenz zwischen vertraglich fixierter Zinsgrenze (strike price) und dem aktuellen Marktzins erstattet zu bekommen. Dieser Strike-Price der Optionen definiert eine Zinsobergrenze. Weitere Ausstattungsmerkmale des Caps sind Laufzeit, Roll-over-Perioden und ein Referenzzinssatz (z.B. Euribor), dessen aktueller Wert am jeweiligen Verfallstag mit dem Cap-Zinssatz verglichen wird. Cap und Kreditvereinbarung (Grundgeschäft) sind wirtschaftlich jedenfalls getrennt zu sehen.

Festzinsdarlehen.

Durch Verteilung der Prämie auf den Absicherungszeitraum kann ermittelt werden, wie hoch der variable Zins steigen müsste (zzgl. Bankmarge), um nachteilig zum Festkredit zu sein. Es besteht die Möglichkeit des späteren Wechsels in eine andere Finanzierungsform des Grundgeschäftes (z.B. variabel in fest) und der Cap ist frei handelbar.

Risiken beim Cap gibt es faktisch nicht. Einziger Nachteil dieses Instrumentes ist, dass beim Kauf des Derivates immer eine Prämie anfällt, auch wenn die Absicherung aufgrund der Zinsentwicklung (gleich bleibende oder sinkende Zinsen) nicht eintritt. Ein Verkauf des Instrumentes ist in diesem Fall der Zinsentwicklung

Entwicklung 3-Monats-Euribor



Durch den Kauf eines Caps kann bei einer Rollover-Finanzierung (variabler Kredit) ein maximaler Höchstzinssatz einbezogen werden und sich damit gegen steigende Zinsen abgesichert werden. Dieser Höchstzinssatz sollte unter Risikosteuerungsaspekten mindestens den Benchmark-Zins (Zinsobergrenze zzgl. Marge) absichern.

Chancen von Caps sind

1. günstige Geldmarktzinsen, die im Grundgeschäft (variabler Kredit) ausgenutzt werden können;
2. die Unabhängigkeit vom Zeitpunkt der Kreditaufnahme sowie von der Höhe des Absicherungsbetrages und
3. die feste Kalkulationsbasis der Kreditkosten und damit eine Vergleichbarkeit mit anderen Finanzierungsformen wie z.B. dem

nur mit Verlust oder gar nicht veräußerbar, da es u. U. keinen Käufer mit steigender Zinsmeinung gibt.

Der Swap

Bei einem Zinsswap handelt es sich um eine vertragliche Vereinbarung zwischen zwei Partnern, bestimmte, unterschiedlich gestaltete Zahlungsströme auszutauschen - feste (meist langfristige Zinsen) gegen variable Zinsen (kurzfristige Zinsen) oder umgekehrt.

Nachstehend soll der Fall einer Wandlung vom Festzins in einen variablen Zins näher beleuchtet werden. Dabei entsteht ein Zinsänderungsrisiko, das in der Entwicklung des Euribor liegt. Solange dieser in Summe mit der Marge der bereitstellenden Bank unter dem

derzeitigen festen Nominalzins liegt, ist eine Liquiditätsersparnis zu erzielen. Steigt der Euribor auf ein Niveau, das ihn in Summe mit der Marge teurer als den Nominalzins werden lässt, kehrt sich dieser Vorteil um. Neben dem Zinsänderungsrisiko sind die weiteren Bedingungen zu betrachten und gegenüber der Liquiditätsersparnis (Zinsen) zu bewerten. Diese sind z.B., dass Banken i.d.R. eine zusätzliche Besicherung i.H.v. ca. 10 % des Volumens des Sicherungsinstrumentes verlangen.

Bewertung der Derivate

Innovatives Finanzmanagement in der Wohnungswirtschaft definiert sich nicht in jedem Unternehmen durch die Trennung des Liquiditätsmanagement vom Zinsmanagement. Bei der

Entscheidung für die Ausrichtung des Finanzmanagements in einem Wohnungsunternehmen sind u. a. die folgenden Faktoren zu berücksichtigen und zu bewerten. Ausgehend vom Unternehmensziel z.B. als Bestandhalter von langfristigen Anlagegütern mit sozialem Auftrag ist eine Spekulation im weitesten Sinne durch Derivate mit nicht überschaubarem Risiko nicht vereinbar. Des Weiteren ist ein Wohnungsunternehmen mit dem Kerngeschäft der Vermietung von Wohn- und Geschäftsräumen schwerpunktmäßig organisatorisch und fachlich entsprechend aufgestellt, d. h. eine verstärkte Besetzung der Verwaltung und „schlanke“ Zentralbereiche. Dies bedingt i. d. R. eine begrenzte Quantität und Qualität der Personalkapazitäten sowie

der Sachkosten für beispielsweise verschiedene und hochwertige Instrumente der Finanzsteuerung.

Zusammengefasst lässt sich sagen:

- Eine Zinsreduzierung ist nur durch Spekulation erreichbar (Zinsmeinung).
- Derivate haben nur eine bedingte Transparenz, wenn ein eigenes umfangreiches Know-how und entsprechende Instrumente (Rechentools) im Wohnungsunternehmen vorhanden sind. Dies bindet jedoch Ressourcen und erzeugt Bearbeitungsaufwand.
- Eine am Marktwert orientierte Finanzierung, wie es Derivate sind, erfordert schnelles handeln (Beobachtung des Marktes). Folgen dessen sind erhöhte Fehlerquellen, notwendige Kompetenzen beim Mitarbeiter, das Vorhandensein eines darauf ausgerichteten Risikomanagements, das entsprechend aufgebaut und gepflegt werden muss (Aufwand).
- Das vorzeitige Auflösen von Derivaten kann zu Verlusten/Gewinnen führen. Wer entscheidet und wer trägt die Verantwortung für den richtigen Zeitpunkt?
- Die Bilanzierung bei komplexen Produkten wird zunehmend

schwieriger und erklärungsbedürftiger gegenüber Dritten wie z.B. Aufsichtsrat, Wirtschaftsprüfer und auch intern im Wohnungsunternehmen.

• Die Akzeptanz beim Aufsichtsrat und Gesellschafter/Genossenschaftler für komplexe Produkte ist erst zu erreichen und dann zu verstetigen. Dies bedingt jedoch einen Erfolg mit dem Derivat.

• Die Verwaltung von mehreren Einzelgeschäften mit verschiedenen Konstrukten sind organisatorisch erst einmal zu händeln, obwohl es nur Exoten sind. Das heißt, der Aufwand für die Einzelgeschäfte (Derivate) ist gegenüber der großen Anzahl anderer Finanzierungsverträge sehr hoch.

Chancen und Risiken eines Derivates für das eigene Wohnungsunternehmen sind genauestens abzuwägen. In Einzelfällen kann eines der vorgeschriebenen Instrumente z.B. bei der Bereinigung von Grundbüchern dienlich sein.

Externe Unterstützung, wie sie z.B. durch die Dr. Klein & Co. Consulting GmbH angeboten wird, kann das Finanzmanagement des Wohnungsunternehmens optimieren helfen.

