

Finanzmanagement

Risiken begrenzen, Chancen nutzen

Vier Strategien zum Umgang mit Fremdwährungskrediten

Von Uwe Wystup

Vielen Kommunen drohen nach wie vor Verluste aus Fremdwährungskrediten. Es gibt Möglichkeiten, diese Verluste zu begrenzen oder zu minimieren. Dazu braucht es allerdings den Mut, das einmal eingegangene Engagement auch konsequent zu Ende zu führen.

Die Lage ist prekär: Im Jahr 2014 beliefen sich die Fremdwährungskredite der Kommunen allein in Nordrhein-Westfalen auf mehr als 1,3 Milliarden Euro, die große Mehrheit von ihnen auf Schweizer Franken. Seit die Schweizer Nationalbank zu Anfang des Jahres 2015 die Kopplung des Franken an den Euro stoppte und den Mindestkurs von 1,20 Franken (CHF) pro Euro (EUR) aufhob, drohen aus diesen Krediten Verluste. Viele Kämmerer sind nach wie vor mit der Frage beschäftigt, wie sie mit diesem Risiko umgehen sollen.

Wir möchten hier Strategien vorstellen, die mancher Kämmerer auf den ersten Blick als paradox empfinden wird: Wir empfehlen, sich mit Terminkontrakten oder Optionen gegen weitere Verluste zu schützen. Damit wollen wir nicht den Teufel mit dem Beelzebub austreiben, sondern mit rationaler Überlegung das Problem angehen. Das ist allemal besser, als nun etwa vorzeitig die Kredite zurückzuzahlen, weil dann neben den Währungsverlusten auch noch Vorfälligkeitszinsen anfallen.

Als Alternative besprechen wir vier Strategien, die wir im Mai 2015 auf Anfrage einer deutschen Kommune präsentierten, und möchten aufzeigen, wie sich die verschiedenen Ansätze seither entwickelten. Als Beispiel ziehen wir einen Kredit über 20 Millionen Franken heran, der zum Jahresende 2015 fällig geworden ist. Ausgangspunkt war der im Mai 2015 gültige Wechselkurs von 1,04 CHF/EUR, nun verwenden wir einen Kurs von 1,09 CHF/EUR, also den Kurs vom Jahresende 2015.

Strategie 1: Der Kämmerer schließt kostenfrei einen einfachen Terminkontrakt zu einem Wechselkurs von 1,0340 CHF/EUR ab. Damit hatte er zum damaligen Zeitpunkt keine Mehrkosten und kann dafür die 20 Millionen Franken für 19.342.360 Euro zurückkaufen. So sichert er den Kredit zum damals gültigen Wechselkurs ab, was auf der einen Seite bedeutet, dass er keine zusätzlichen Verlustrisiken eingeht. Dies bringt allerdings auch mit sich, dass er später nicht von einem wieder gestiegenen Euro profitiert.

Strategie 2: Der Kämmerer kauft eine Option, die es ihm erlaubt, zum Jahresende Euro in Franken zu tauschen zu einem Basispreis (Strike) von 1,0000. Eine solche Option (EUR put CHF call) sichert ihn vor einem weiteren Kursrutsch des Euro unter einen Wechselkurs von 1 zu 1 gegenüber dem Franken ab, erlaubt es ihm aber, von einem Anstieg des Euro zu profitieren. Der Preis dieser Option lag im Mai bei 1,597 Prozent pro Euro, die Gesamtkosten also bei 319.400 Euro. Wenn wir den Jahresendwechselkurs von 1,09 CHF/EUR zugrunde legen, müsste der Kämmerer also nur 18,3 Millionen



Kein Glück hatten viele Kommunen mit den Schweizer Franken.

Getty Images/Thinkstock/Colin Anderson

Euro aufwenden, um den Kredit über 20 Millionen Franken zu bedienen. Nach Abzug der Kosten der Option – die nicht ausgeübt wurde – lagen die Aufwendungen um 674.336 Euro niedriger als bei Strategie 1.

Klingt kompliziert, aber ...

Strategie 3: Der Kämmerer schließt einen Risk Reversal ohne zusätzliche Kosten ab. Das klingt kompliziert, bedeutet aber in der Praxis nichts anderes, als dass der Kämmerer die obengenannte „EUR put CHF call“-Option mit einem Strike (= Ausübungspreis) von 1,0000 kauft (und das Recht erwirbt, Franken für keinen schlechteren Wechselkurs als 1,0000 Euro zu kaufen) und gleichzeitig eine „EUR call CHF put“-Option mit einem Strike von 1,0510 verkauft (und damit die Verpflichtung übernimmt, Franken zu einem Kurs von 1,0510 zu kaufen, wenn der Kurs darüber liegt). Mit dieser gegenseitigen Transaktion entstehen keine Kosten für den Kämmerer, die Kommune ist gegen einen Sturz des Euro unter 1,0000 geschützt und partizipiert an einer Kurserholung des Euro bis 1,0510 Franken (aber eben nicht

weiter). Zum Jahresende hätte dies bedeutet, dass der Kämmerer den Kredit zum bestmöglichen Wechselkurs von 1,0510 bedienen konnte, was ihm im Vergleich zur Strategie 1 noch 312.864 Euro einsparte.

Strategie 4: Der Kämmerer entscheidet sich für ein (kostenloses) „Eventualtermingeschäft“. Das bedeutet, dass die Kommune wie in Strategie 1 gegen einen Fall des Euro unter 1,0000 Franken geschützt ist. Sie profitiert gleichzeitig von einem Anstieg des Euro bis zu einem Kurs von 1,1280, je stärker der Kurs also steigt, desto besser. Die Besonderheit dieser Strategie: Steigt der Kurs zwischen Mai und der Rückzahlung des Kredits bzw. dem Ablauf der Option auch nur einmal über 1,1280, dann muss der Kämmerer seine 20 Millionen Franken ungeachtet der aktuellen Kursentwicklung zu einem Wechselkurs von 1,0000 eintauschen und zur Tilgung des Kredits 20 Millionen Euro aufwenden (aber eben auch nicht mehr). Beim Wechselkurs zum Jahresende (der Kurs hatte die Schwelle von 1,1280 nicht überschritten) hätte das bedeutet, dass die

Kommune ihren 20-Millionen-Franken-Kredit zu einem Kurs von 1,09 hätte tilgen können, was sie 18.348.624 Euro gekostet hätte und damit genau 993.734 Euro weniger als in Strategie 1, ohne den Schutz gegen einen weiteren Verfall des Euro aufzugeben.

Fazit: Zu Jahresanfang 2015, als der Euro gegenüber dem Franken stark verlor, ging es darum, sich gegen einen weiteren Verfall abzusichern. Alle Strategien erfüllten diesen Zweck, aber nur die Strategien 2 bis 4 erlaubten auch eine Ersparnis bei Kurserholung, die zu Jahresende 2015 bei bis zu 994.000 Euro gelegen hätte.

Um es klar zu sagen: Niemand möchte Kommunen in neue finanzielle Abenteuer schicken. Es geht lediglich darum, die eingegangenen Risiken zu begrenzen, und dies zum Wohl der Bürger und Steuerzahler. Der Einsatz von Derivaten ist eine bewährte Lösung zur Absicherung von Finanzrisiken, verlangt freilich umfangreiche Kenntnisse und Erfahrung. Wer aber einmal das Engagement auf den Finanzmärkten eingegangen ist, sollte es auch mit kühlem Kopf zu Ende denken. //

Uwe Wystup ist Gründer und Vorstand der MathFinance AG mit Sitz in Frankfurt/Main. Der promovierte Finanzmathematiker Wystup ist auch Professor für Optionsbewertung und Devisenderivate an der Universität Antwerpen. Zuvor arbeitete er für diverse Großbanken, bis 2004 leitete er das Global Structured Risk Management bei der Commerzbank.

uwe.wystup@mathfinance.com

Bundeswettbewerb Klimaschutz im Radverkehr

Schicken Sie Ihre Idee ins Rennen!



Bundesministerium
für Umwelt, Naturschutz,
Bau und Reaktorsicherheit

Investitionen in den Radverkehr sind Investitionen in den Klimaschutz. Darum unterstützen wir Kommunen und Unternehmen bei der Umsetzung wegweisender Projekte. Reichen Sie Ihre Idee bis zum **15. April 2016** ein.
www.klimaschutz.de/radverkehr



NATIONALE
KLIMASCHUTZ
INITIATIVE