

In vielen Portfolios liegen Derivate, die mit der eigenen Anlage- oder Risikostrategie unvereinbar sind. Sogar wenn diese Derivate Erträge generieren, erweisen sie sich oftmals als problematisch, da sie zu ungewollten Ergebnisschwankungen führen oder in- und externen Restriktionen widersprechen. Es stellt sich daher die Frage, wie diese Derivate kosteneffizient den eigenen Bedürfnissen angepasst werden können.

Die Möglichkeiten zum Umgang mit Derivaten, die umstrukturiert werden sollen, zeigt Abbildung 1. Grundsätzlich ist demnach zwischen Auflösen und Fortsetzen zu wählen. Die Folgen beider Möglichkeiten scheinen klar, nämlich Auflösungskosten mit etwaiger Bilanzwirkung oder Fortdauer eines (problematischen) Zustands. Dennoch besteht bei beiden Möglichkeiten durchaus Gestaltungsspielraum, um solche Nachteile (teilweise) abzuwenden. So können bei Auflösung etwaige Bilanzverluste über mehrere Jahre verteilt und weiterbestehende Derivate in die Anlage- und Risikostrategie eingebunden werden.

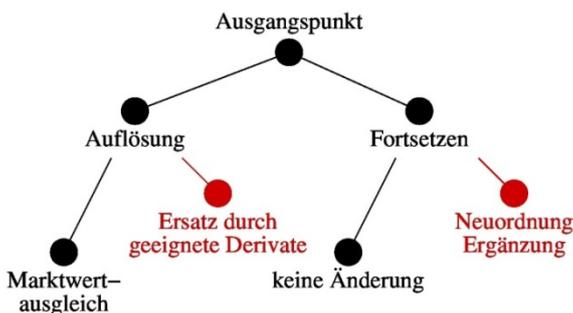


Abbildung 1: Entscheidungsbaum

Anhand mehrerer Beispiele sollen die Gestaltungsmöglichkeiten demonstriert werden. Abbildung 2 a) zeigt hierzu das Nominalvolumen eines Depots aus Payer Swaps im Vergleich zum Volumen variabel verzinsten Kredite. Einige der Payer Swaps seien dabei keine Standardgeschäfte, sondern erlauben der Gegenseite den Nominalbetrag zu erhöhen oder abzusenken. Sie weisen also ein ungewöhnliches Merkmal auf, das exemplarisch für die Vielzahl exotischer Komponenten steht, die insbesondere als „Zinsoptimierung“ beworbenen Derivaten hinzugefügt wurden.

Die Payer Swaps, die direkt Krediten zugeordnet werden können, fixieren den variablen Kreditzinssatz. Sieht man hierin eine valide Absicherung für die Kredite, sind offenkundig nur drei Positionen problematisch. Zum einen ist dies der Payer Swap „P“, dem kein Grundgeschäft zugeordnet ist. Ohne Grundgeschäft ist dieser Payer Swap ein reines Spekulationsgeschäft, das somit nicht konnex ist und schon gar nicht in eine Bewertungseinheit eingebracht werden kann. Zum anderen stehen die Erhöhungs- und Minderungsrechte nicht unmittelbar im Einklang mit der Sicherung oder Optimierung variabel verzinsten Kredite. Für den Payer Swap „P“ und die Rechte der Gegenseite sind damit Lösungen zu finden.

Kann das Derivateportfolio nicht mit zusätzlichen Krediten unterlegt werden, muss der Payer Swap „P“ aus Abbildung 2 a) entfernt werden. Dies kann auf verschiedenerlei Art geschehen. Die naheliegende ist die Auflösung des Payer Swaps gegen Marktwertausgleich. Sowohl ausstehende Gewinne als auch ausstehende Verluste, die sich gerade im Marktwert niederschlagen, werden dann sofort realisiert. Ein solcher Liquiditätseffekt mit etwaigen bilanziellen Auswirkungen lässt sich bei einer Umstrukturierung des Payer Swaps oftmals umgehen. Hierbei wären Laufzeit und Nominalbetrag des Payer Swaps dergestalt anzupassen, dass er mit Kreditvolumen unterlegt ist, wobei sich zugleich sein Marktwert nicht ändern darf, vgl. Abbildung 2 b). Sollten andere Payer Swaps aus dem Derivateportfolio mit derselben Gegenseite bestehen, so ist ggf. deren Einbeziehung ratsam. Aber auch bei unveränderter Fortführung kann der Payer Swap „P“ aus Abbildung 2 a) eliminiert werden. Dazu ist ein Gegengeschäft, d.h. ein spiegelbildlicher Receiver Swap, einzugehen. Den dabei ebenso anfallenden Marktwert könnte ein neuer Payer Swap aufnehmen, der bisher freies Kreditvolumen abdeckt. Anders als bei der Umstrukturierung können die beiden Neuabschlüsse mit jeder beliebigen Bank durchgeführt werden, was den Spielraum für die Preisverhandlungen erweitert. Die beiden problematischen Erhöhungs- und Minderungsrechte können ebenfalls durch Auflösung oder Gegengeschäfte aus dem Portfolio von Abbildung 2 eliminiert werden. Da sie mit Grundgeschäft unterlegt sind, ist es aber möglich, sie in ihrer gegenwärtigen Form in Bewertungseinheiten einzubringen.

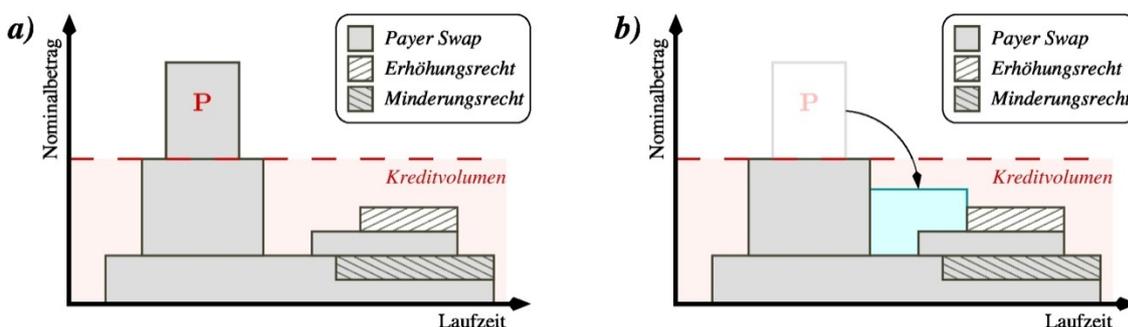


Abbildung 2: Derivateportfolio - links vor und rechts nach Umstrukturierung des Payer Swaps „P“

Als erster Schritt sind sie hierzu als eigenständige Geschäfte zu erfassen, ihre Geschäftsparameter müssen also separat dokumentiert und ihre regelmäßige Bewertung sichergestellt werden. Das Erhöhungsrecht wird auf diesem Weg zu einer Short Receiver Swaption, das Minderungsrecht lässt sich als Short Payer Swaption beschreiben. Swaptions sind Standardoptionen, die ihrem Inhaber den Eintritt in einen Swap gestatten.

Nach der Erfassung als eigenständige Geschäfte können neue Bewertungseinheiten geformt werden. Für die Short Payer Swaption ist dies leicht möglich, da sie das Kündigungsrecht eines Payer Swaps bilden kann. Im Portfolio aus Abbildung 2 ist damit nur ein passender Payer Swap zu identifizieren oder abzutrennen, der mit der Short Payer Swaption zusammen als kündbarer (Callable) Payer Swap variabel verzinsten Krediten zugeordnet wird. Ein kündbarer Payer Swap gilt zumindest bis zum Kündigungstermin als Sicherungsgeschäft, so dass die entstehende Bewertungseinheit wenigstens bis zur Fälligkeit der Short Payer Swaption läuft.

Die Short Receiver Swaption erfordert demgegenüber ein neues Geschäft als Partner, um in einer Bewertungseinheit aufzugehen. Ohne an dieser Stelle auf die Details einzugehen, eignet sich hierfür eine Long Payer Swaption. Mit ihrer Hilfe lässt sich ein Swaption Collar konstruieren. Ein solcher Swaption Collar wirkt ähnlich einem Zinscollar, in dem er den Festzinssatz eines später abzuschließenden Payer Swaps auf einen gewissen Bereich beschränkt, wie Abbildung 3 illustriert.

Im Gegensatz zur Short Receiver Swaption werden bei der Long Payer Swaption nicht anderen Rechte eingeräumt, sondern selbst Rechte erworben. Entsprechend verursacht die Long Payer Swaption Kosten, wofür insbesondere bei größeren Portfolios aber nicht unbedingt neue Finanzmittel zu allokatieren sind. Bisweilen können nämlich aus bestehenden Derivaten Elemente abgetrennt und verkauft werden, wodurch diese Derivate ihre Einbindung in die eigene Anlage- oder Risikostrategie nicht verlieren oder sogar erst erhalten.

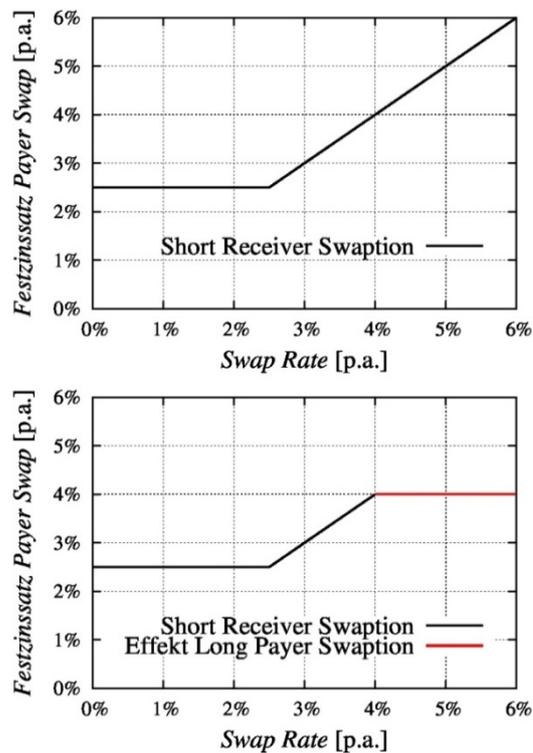


Abbildung 3: Swaption Collar

Fazit: Bei der Behandlung von Derivaten, die nicht zur eigenen Anlage- und Risikostrategie passen, besteht durchaus Gestaltungsspielraum. Angesichts der möglichen Verbesserungen, sei es die Behebung eines irregulären Zustands oder Beseitigung von Bilanzschwankungen, sollte dieser Spielraum auch gründlich ausgelotet werden. Vor diesem Hintergrund darf nichts zu ändern gleichfalls als bewusste Entscheidung erst am Ende gründlicher Prüfung aller Alternativen stehen.



Bestehende Derivate können oft bilanzschonend umgestaltet werden. Häufig lassen sie sich sogar in Bewertungseinheiten bzw. die eigene Anlage- und Risikostrategie einbinden. Wenn Ihnen Derivate Kopfzerbrechen bereiten, wenden Sie sich ans uns. Wir finden mit Ihnen eine Lösung!

Jan Hartlieb
Geschäftsführer

SAM - Sachsen Asset Management GmbH | Martin-Luther-Ring 12 | 04109 Leipzig
Tel.: +49 341 355 929-30 | Fax: +49 341 355 929-99
E-Mail: hartlieb@sachsen-am.de | www.sachsen-am.de