

Rickert, Bernd; Müller, Walter

Article — Digitized Version

Neue Instrumente für das Schuldenmanagement der öffentlichen Hand?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Rickert, Bernd; Müller, Walter (1996) : Neue Instrumente für das Schuldenmanagement der öffentlichen Hand?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 76, Iss. 8, pp. 431-440

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/137383>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Bernd Rickert, Walter Müller

Neue Instrumente für das Schuldenmanagement der öffentlichen Hand?

Die sich immer schneller wandelnden Konditionen auf den Kreditmärkten und die Knappheit der öffentlichen Kassen verlangen eine ständige Überprüfung der Effizienz des öffentlichen Schuldenmanagements. Können die sogenannten Zins-Derivate den traditionellen Instrumentenkatalog sinnvoll ergänzen?

Die Kreditaufnahme ist seit Jahrhunderten ein unverzichtbarer Bestandteil der öffentlichen Haushaltswirtschaft. Der Streit um die ökonomische Rationalität bei der Rechtfertigung der staatlichen Kreditfinanzierung hinsichtlich der finanzpolitischen Ziele kann auf eine ebenso lange Tradition zurückblicken. Hat sich die öffentliche Hand jedoch einmal für den Staatskredit entschlossen, dann besteht Einigkeit in der Forderung nach einer möglichst „kosteneffizienten“ Kreditwirtschaft. Die direkten und indirekten Kreditkosten, darunter auch das Zinsrisiko, sollen möglichst gering, die Planbarkeit der Schuldendienstbelastung jedoch möglichst hoch sein.

Verschiedene Gründe lassen daran zweifeln, ob dieses fiskalische Ziel des Schuldenmanagements derzeit mit adäquater Intensität verfolgt und effizient erreicht wird:

□ Durch internationale Kapitalmarktliberalisierungen sind globale und weitaus dynamischere Märkte entstanden, die einerseits neue Chancen (höhere Liquidität), aber andererseits auch zusätzliche und höhere Risiken (z.B. überraschende Zins- und Wechselkurschwankungen durch internationale Spekulationsgeschäfte) beinhalten. Dieser Trend dürfte sich auch in Zukunft als robust erweisen. Die Diskussion bezüglich der Verwirklichung bzw. des Terminplans der Europäischen Währungsunion spricht jedenfalls nicht für ein in näherer Zukunft deutlich abnehmendes Zinsrisiko.

□ Die Privatwirtschaft hat neue Finanzierungs- und Absicherungsinstrumente entwickelt, um die neuen Chancen zu nutzen und Risiken zu begrenzen. Diese neuen Instrumente haben sich bereits seit einigen Jahren bewährt. Von der öffentlichen Schuldenverwaltung werden sie hingegen selten genutzt.

□ Die öffentlichen Kassen sind, nicht zuletzt auch durch die Kosten der deutschen Einheit, auf allen Gebietskörperschaftsebenen äußerst strapaziert. Die hohe Kreditfinanzierungsquote des Einigungsprozesses führte zu einem rapiden Wachstum der Staatsschuld, welche mit enormen Zins- und Tilgungsverpflichtungen die aktuellen und zukünftigen Haushalte zusätzlich belasten werden. Allein die Zinszahlungen der Gebietskörperschaften betragen 1994 114,5 Mrd. DM, eine Summe, die 15 % der Steuereinnahmen entspricht¹.

□ Die haushaltswirtschaftlichen Probleme der öffentlichen Hand werden von einer zunehmenden „Staatsverdrossenheit“ der Bürger begleitet. Verstärkt werden die Forderungen nach einer Senkung der Staatsquote laut. Nicht nur auf kommunaler, sondern auch auf übergeordneten Ebenen verlangen unterschiedlichste Wählerschichten Privatisierungen, weil man sich durch die Übernahme vormals öffentlicher Tätigkeit durch Private eine höhere Effizienz und geringere Kosten verspricht. Auch werden private Organisationsmethoden eingefordert, die die öffentliche Verwaltung effizienter gestalten sollen (Stichworte Controlling, lean government etc.). Eine logische Fortsetzung dieses Trends findet sich in der Forderung, Finanzierungsinstrumente, welche sich in der Privat-

Dr. Walter Müller, 33, ist wissenschaftlicher Assistent im Fachgebiet Finanzwissenschaft an der Universität Gesamthochschule Kassel; Bernd Rickert, 28, ist Bankkaufmann und studiert Betriebswirtschaftslehre an der Philipps-Universität Marburg.

¹ Deutsche Bundesbank: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Heft 2/1996, S. 53*, Tabelle 1; einschließlich der Nebenhaushalte, ohne Sozialversicherungen, in der Abgrenzung der Haushaltsstatistik, teilweise geschätzt.

Übersicht zum Einsatz von Derivaten in den Gebietskörperschaften

Gebietskörperschaft	Derivate werden eingesetzt			... zur Zeit nicht eingesetzt	
	Vertragsumfang	Erfolg		aber Einsatz geplant	Einsatz nicht konkret geplant
		Zinssparnis jährlich in DM	nicht quantifiziert		
Bund					X
Baden-Württemberg	nach Marktlage	18 Mill. DM seit 1994	„positiv“		
Bayern	vorerst gering				
Berlin					X
Brandenburg					X
Bremen	nach Marktlage		„beträchtlich“		
Hamburg	gering			X	
Hessen	nach Marktlage			X	
Mecklenburg-Vorpommern					X
Niedersachsen		„u.a. durch Derivate 308 Mill. DM in 1996“			
Nordrhein-Westfalen	nach Marktlage		„beträchtlich“		
Rheinland-Pfalz				X	
Saarland					X
Sachsen					X
Sachsen-Anhalt	gering			X	
Schleswig-Holstein	nach Marktlage, tendenziell steigend	durchschnittlich 13 Mill. DM			
Thüringen					X
Aachen, Bielefeld, Bonn Düsseldorf, Frankfurt					X

Quelle: Eigene telefonische Umfrage im April/Mai 1996.

wirtschaft kostendämpfend und risikomindernd ausgewirkt haben, für das öffentliche Schuldenmanagement zu nutzen.

□ Die Sensibilität der deutschen Wähler für die Probleme der öffentlichen Verschuldung ist mit dem staatlichen Schuldenberg gewachsen und durch die Diskussion um die Stabilitätskriterien der Europäischen Währungsunion noch verstärkt worden. Sollen „Überreaktionen“ in Form von erratischen Wählerbewegungen zugunsten der jeweiligen Opposition auf Bundesebene oder bei den betroffenen Ländern bzw. den Kommunen verhindert werden, so muß mit Nachdruck an einer besseren Performance des öffentlichen Schuldenmanagements gearbeitet werden.

Die genannten Aspekte geben Anlaß genug, über die Möglichkeiten eines effizienteren öffentlichen Schuldenmanagements nachzudenken. Das Ziel einer kostenminimalen und risikoarmen öffentlichen Kreditwirtschaft wird sich mit den bislang im öffentlichen Schuldenmanagement eingesetzten Techniken allerdings kaum realisieren lassen. Die sich immer schneller verändernden Marktbedingungen erfordern von einem aktiven Debt Management nicht nur eine möglichst kostenoptimale Erstausrüstung von Krediten, sondern auch die Anpassung des Kreditbestandes an

neue Marktconstellationen und -erwartungen. Dies kann beispielsweise nicht durch ständige Umschichtungen bestehender Kredit-Positionen erfolgen, zumal eine solche Vorgehensweise mit enormen Transaktionskosten verbunden wäre. Die Marktvolatilitäten machen vielmehr den Einsatz von Instrumenten notwendig, mit deren Hilfe Zinserwartungen umgesetzt werden können, ohne die zugrundeliegenden Positionen verändern zu müssen. Daher liegt die Frage nahe, inwieweit die im privatwirtschaftlichen Bereich bereits seit längerer Zeit in erheblichem Umfang eingesetzten derivativen Finanzinstrumente auch für das Debt Management von Bund, Ländern und Gemeinden in Frage kommen. Im Mittelpunkt der Betrachtungen sollen dabei die Einsatzmöglichkeiten von Finanzinnovationen zur Reduzierung der Zinskosten sowie zur Steuerung der Zinsänderungsrisiken der Gebietskörperschaften stehen.

Neue Instrumente

Zinskostenreduzierung und Risikostreuung sind Ziele, die durch den Einsatz sogenannter Zinsderivate erreicht werden können, bei denen es sich im Regelfall nur um eine geschickte Kombination von bisher bereits üblichen Verschuldungstechniken handelt. Neben der Möglichkeit, Zinsänderungsrisiken abzugrenzen und abzusichern, ohne die Liquiditätssphäre zu berühren², bieten sie gleichzeitig den Vorzug, von

² Vgl. G. Merl: Zeitgemäßes Finanz- und Schuldenmanagement auch für Kommunen, in: Der langfristige Kredit, Heft 14 (1994), S. 492.

größeren Preisschwankungen profitieren zu können. Der Einsatz dieser Derivate kann sowohl aus spekulativen Überlegungen, zur Ausnutzung ökonomisch nicht gerechtfertigter Preisunterschiede zwischen einem Basistitel und dem zugehörigen Zinsderivat (Arbitrage), als auch zur Risikoabsicherung erfolgen. Natürlich können die am Kapitalmarkt bestehenden Risiken durch den Einsatz von Zinsderivaten nicht vollkommen ausgeschaltet werden. Dies wäre nach wie vor nur durch eine sichere Zinsprognose möglich, die es jedoch naturgemäß nicht geben kann. Derivate bieten aber den Vorteil, Marktrisiken zerlegen und handelbar machen zu können. Damit wird deren Überschaubarkeit für die Marktteilnehmer erhöht und gleichzeitig die Möglichkeit eröffnet, sie denen zuzuweisen, die sie zu tragen willens und fähig sind³.

Auf den Finanzmärkten ist mittlerweile eine unüberschaubare Vielzahl von Zinsderivaten geschaffen worden⁴, zu deren wichtigsten Erscheinungsformen aber zweifellos Swap-Geschäfte, Zinsterminkontrakte, Forward Rate Agreements, Zinsoptionen sowie Caps (Zinsbegrenzungsverträge) gehören. Jedes dieser Instrumente verfügt über spezifische Eigenschaften und hat je nach Verwendungszweck bestimmte Vor- und Nachteile. Deshalb ist vor jedem Einsatz abzuwägen, mit welchem der Zinsderivate die von den Debt Managern angestrebte Kombination aus Flexibilität, Risikobegrenzung und Kosten am ehesten erreichbar ist⁵.

Bei einem Zinsswap beispielsweise vereinbaren die beiden beteiligten Vertragsparteien den Austausch von unterschiedlich gestalteten Zinszahlungsströmen über einen bestimmten Zeitraum. Dabei werden üblicherweise feste gegen am LIBOR (London Interbank Offered Rate) oder FIBOR (Frankfurt Interbank Offered Rate) orientierte variable Zinsen getauscht, wobei kein Austausch der dem Swap-Geschäft zugrundeliegenden Kapitalsumme vorgenommen wird. Mit Hilfe solcher Swaps können Zinsbindungsfristen von Anlagen

und Krediten der aktuellen Markteinschätzung und dem individuellen Bedarf angepaßt werden⁶.

Zinsterminkontrakte beinhalten hingegen die vertragliche Vereinbarung, ein dem im Kontrakt festgelegten Zinsinstrument in bezug auf Laufzeit und Verzinsung entsprechendes Zinsinstrument zu einem im voraus ausgehandelten Kurs an einem späteren, standardisierten Fälligkeitstag zu kaufen bzw. zu verkaufen⁷. Handelsobjekte sind also standardisierte Kontrakte, wobei der überwiegende Teil bereits vor Fälligkeit durch ein entsprechendes Gegengeschäft glattgestellt wird. Die Standardisierung von Zinsterminkontrakten führt in der Praxis zu dem Problem, daß unter Umständen Positionen gegenübergestellt werden, die hinsichtlich Laufzeit, Kupon und Schuldnerbonität differieren können, was zu einer Verringerung der angestrebten Kompensationswirkung führen kann. Diese eingeschränkte Flexibilität hat deshalb zur Markteinführung von Forward Rate Agreements geführt.

Forward Rate Agreements sind nicht standardisierte Zinsausgleichsvereinbarungen, die Geldgebern wie -nehmern die Möglichkeit bieten, direkt für eine künftige Termineinlage oder Mittelaufnahme die aktuellen Zinskonditionen festzuschreiben. Ziel ist die Schaffung einer festen Kalkulationsbasis und die Ausschaltung von Zinsänderungsrisiken.

Eine Zinsoption ist eine Vereinbarung zwischen Käufer und Verkäufer, die dem Käufer gegen Bezahlung einer Prämie das Recht einräumt, einen Zinssatz bzw. ein Finanzinstrument zu einem vorher festgelegten Preis innerhalb eines festgelegten Zeitraumes zu kaufen (Call) oder zu verkaufen (Put)⁸. Somit ergibt sich für den Optionskäufer (insbesondere beim sogenannten Long Call) ein theoretisch unbegrenztes Gewinnpotential, während sein Verlustrisiko auf die Höhe der an den Verkäufer zu zahlenden Prämie beschränkt ist. Optionen ermöglichen also eine Risikobegrenzung bei gleichzeitiger Erhaltung der Gewinnchancen, während bei den Zinsterminkontrakten mit der weitgehenden Risikoausschaltung auch auf die Gewinnmöglichkeiten verzichtet werden muß. Deshalb ist die Risikoabsicherung mit Zinsoptionen entsprechend teuer.

„Ein Cap ist eine Vereinbarung zwischen dem Verkäufer des Caps und einem Käufer, daß bei Steigen eines festgelegten Marktzinses über eine vereinbarte Zinsobergrenze der Verkäufer dem Käufer den Differenzbetrag, bezogen auf einen vereinbarten Nennwert, erstattet.“⁹ Caps können vor allem bei variabel verzinslichen Kreditvereinbarungen dazu genutzt werden, das Zinssteigerungsrisiko für einen be-

³ Vgl. K.-P. Fox: Vorteil der Derivate läßt sich schwer beziffern, in: Handelsblatt Nr. 43 vom 1. 3. 1995, S. 7.

⁴ Eine gute Übersicht bietet beispielsweise R. Eller (Hrsg.): Handbuch derivativer Instrumente. Produkte – Strategien und Risikomanagement, Stuttgart 1996.

⁵ Vgl. S. R. Schibli: Der Swapmarkt und sein Risiko-Management, in: Der Schweizer Treuhänder, Heft 11 (1992), S. 688.

⁶ Vgl. Deutsche Bank AG: Swaps, Caps, FRAs: Optimierung von Finanz- und Renditestrukturen, Frankfurt 1994, S. 13.

⁷ Vgl. P. Binkowski, H. Beeck: Finanzinnovationen, Bonn 1989, S. 67.

⁸ Vgl. B. M. Widmer: Derivative Swap-Produkte, in: Der Schweizer Treuhänder, Heft 11 (1992), S. 679.

⁹ P. Binkowski, H. Beeck, a.a.O., S. 44.

stimmten Zeitraum zu begrenzen, bei gleichzeitiger Aufrechterhaltung der Chance, von sinkenden Zinsen zu profitieren.

Eine Bestandsaufnahme

Während Zinsderivate im Bereich der Privatwirtschaft seit vielen Jahren zum festen Bestandteil eines aktiven Schuldenmanagements gehören, sind solche Instrumente im öffentlichen Debt Management erstmals zu Beginn der 90er Jahre eingesetzt worden. Seitdem haben sie auf den einzelnen Ebenen des föderativen Systems eine unterschiedlich starke, aber insgesamt nur relativ geringe Bedeutung erlangt.

Der Bund nimmt bei seiner Kreditaufnahme eine sehr konservative, vorsichtige Grundhaltung ein: Aufgrund eines nie ganz auszuschließenden Restrisikos beim Einsatz von Derivaten werden auch keine solchen Instrumente eingesetzt, die zu Ein- und Auszahlungen führen. In wenigen Fällen werden aber z.B. Zinsbegrenzungsvereinbarungen und andere vergleichbare Produkte unter Vermeidung jeglicher Risiken direkt in die Absprachen über die Aufnahme von Schuldscheindarlehen aufgenommen. Eine Überprüfung der gegenwärtigen Linie wird in näherer Zukunft allerdings in Erwägung gezogen.

Die Bundesländer stehen dem Einsatz von Zinsderivaten deutlich aufgeschlossener gegenüber, wobei auch hier sehr große Unterschiede bei der jeweiligen Nutzungsintensität festzustellen sind. Schleswig-Holstein gehörte zu den ersten Bundesländern, die im Rahmen ihrer jährlichen Kreditaufnahme ständig von Zinsderivaten Gebrauch machten, und nimmt in diesem Bereich nicht zuletzt deshalb sicherlich eine Art „Vorreiterrolle“ ein. Zinsderivate wurden erstmals 1992 im Rahmen einer zweijährigen Probezeit eingesetzt, um damit die Rahmenbedingungen für einen planmäßigen Einsatz unter Kosten-Nutzen-Aspekten festzulegen. Dieser Probelauf verlief derart erfolgreich, daß bei einem Vertragsvolumen von rund 1 Mrd. DM bei einer Bewertung nach banküblichen Methoden von 1992 bis 1993 fast 7 Mill. DM real eingespart werden konnten, wobei die durch den Einsatz angefallenen Kosten in diesem Betrag bereits enthalten sind. Um den Einsatz von Zinsderivaten im Kreditmanagement auch auf längere Zeit gewährleisten zu können, wurden im EDV-Bereich einmalige Investitionen von 600 000 DM vorgenommen, wobei gleichzeitig zusätzliche Verarbeitungs- und Personalkosten mit 500 000 DM jährlich einkalkuliert wurden. Zudem erfolgte die Einstellung von zwei speziell für diesen Aufgabenbereich ausgebildeten Fachleuten. Zu ihrem Einsatzgebiet gehört die laufende Beobachtung des

Derivatmarktes, die Verhandlung über die Konditionengestaltung, die Dokumentation der getätigten Abschlüsse sowie nicht zuletzt die Nutzung neuer Datenverarbeitungstechniken. Mittlerweile gehören Zinsderivate zum Standardinstrumentarium des Debt Managements von Schleswig-Holstein. 1994 wurden bei einer Kreditaufnahme von rund 6 Mrd. DM Zinsderivate in einem Volumen von mehr als 1,3 Mrd. DM abgeschlossen. Durch den Einsatz von Derivaten konnten bis 1994 etwa 15 Mill. DM und bis 1995 ca. 23 Mill. DM¹³ eingespart werden. In Zukunft sollen die bisher durchgeführten Maßnahmen zur Implementierung von Derivaten durch weitere Instrumente, wie den Einsatz von DV-gestützten Sensitivitäts- und Szenarioanalysen, ergänzt werden, um das Schuldenmanagement noch effizienter zu machen.

Andere Bundesländer verweisen ebenfalls auf einen erfolgreichen Derivate-Einsatz: Baden-Württemberg nennt eine Zinsersparnis von jährlich ca. 18 Mill. DM seit 1994, Bremen und Nordrhein-Westfalen sprechen von einem „beträchtlichen Erfolg“¹⁴. Die niedersächsische Regierung konnte u.a. durch Derivate die Zinskosten im Nachtragshaushalt 1996 um 308 Mill. DM senken¹⁵. Bayern verweist auf einen bisher vorsichtigen Einstieg in die Derivatepolitik und stellt die Vorteilhaftigkeit ihres bisherigen Derivate-Einsatzes fest, beziffert diesen aber nicht. Bei den Bundesländern Hamburg, Hessen, Rheinland-Pfalz und Sachsen-Anhalt haben die Zinsderivate ebenfalls ihren Einzug in das Schuldenmanagement gehalten, jedoch wollte man sich u.a. aufgrund der Abgrenzungsproblematik ebenfalls nicht auf eine Beurteilung des Erfolgs einlassen. In Berlin, Brandenburg, Mecklenburg-Vorpommern, im Saarland, in Sachsen und in Thüringen finden sich Derivate nicht im Instrumentenkoffer

¹⁰ Vgl. Deutscher Bundestag: Drucksache 13/1530 vom 31. 5. 1995: Derivative Geschäfte – Risiken für den Finanzmarkt Deutschland, S. 4.

¹¹ Vgl. Deutscher Bundestag: Drucksache 13/979 vom 29. 3. 1995: Nutzung von Derivaten für die Kreditfinanzierung in den Bundesländern, S. 3. Eine Telefonumfrage der Autoren im April/Mai 1996 beim Bund, den Ländern und bei fünf der zehn deutschen Großstädte mit der höchsten Pro-Kopf-Verschuldung ergab, daß sich die Zurückhaltung des Bundes gegenüber den Derivaten seitdem nicht geändert hat.

¹² Für die Informationen zu Schleswig-Holstein vgl. K. Schaffer, C. Jungk: Verbesserung der Effizienz des Kreditmanagements durch den Einsatz von Zinsderivaten, Der Minister für Finanzen und Energie des Landes Schleswig-Holstein – Kreditreferat (Hrsg.), Kiel 1994, S. 4-11.

¹³ Die Angabe zu 1995 entstammt einer Telefonumfrage im April/Mai 1996 beim Bund, den Bundesländern und bei fünf der zehn deutschen Großstädte mit der höchsten Pro-Kopf-Verschuldung.

¹⁴ Telefonumfrage April/Mai 1996.

¹⁵ Niedersächsischer Landtag, Landtagsdrucksache Nr. 13/1763, S. 4. Leider ist der Quelle nicht zu entnehmen, wie hoch der ausschließlich auf Derivate zurückzuführende Anteil der Zinskostensenkung ist.

der Kreditexperten, wobei Mecklenburg-Vorpommern den Einsatz zumindest erwägt und Sachsen auf konkrete Pläne für einen vorsichtigen Einstieg verweist¹⁶.

Auf der untersten Ebene des deutschen Fördergefüges kommen Zinsderivate bislang offenbar nicht zum Einsatz¹⁷. Die befragten Städte antworteten auf die Frage nach dem Grund für die Nicht-Anwendung dieser Instrumente einhellig mit der fehlenden Notwendigkeit. Die Konditionen für Kommunalkredite seien ausreichend günstig, so daß man sich durch den Einsatz von Derivaten keine lohnende Zinsminderung erwartet. Selbst die niedersächsische Landesregierung, ansonsten gegenüber den Derivaten aufgeschlossen, erklärt in der Antwort auf eine parlamentarische Anfrage, daß es für den Einsatz von Derivaten im kommunalen Bereich in der Regel keinen Bedarf gebe¹⁸. An dieser Stelle könnte sich die Frage anschließen, weshalb die Kommunen zu derart günstigen Konditionen fremdfinanziert werden. Ein wichtiger Grund dürfte darin zu sehen sein, daß die „kommunalen Hausbanken“ ihren Eignern Vorzugskonditionen einräumen, was ceteris paribus nur zu Lasten der sonstigen Kundschaft möglich ist. Durch den zunehmend stärkeren Wettbewerb im Kreditsektor ist aber auch bei den Sparkassen mit (weiter) sinkenden Margen zu rechnen. Die Sparkassen werden sich dann diese Konditionengestaltung möglicherweise nicht mehr leisten können, wenn sie die sonstige Kundschaft nicht verlieren möchten. Insofern sind größere Gemeinden mit relativ hohem Kreditbedarf/Schuldenstand weiterhin zu den potentiellen Nutzern derivativer Instrumente zu zählen.

Als Zwischenfazit kann festgestellt werden, daß der Einsatz von Derivaten sowohl für den Bund als auch für die Bundesländer und eingeschränkt auch für die Städte als erfolgversprechend anzusehen ist. Derzeit finden sich diese Instrumente jedoch nur recht selten in den öffentlichen Händen. Vor dem Hintergrund dieses Widerspruchs ist im folgenden zu fragen, welche Hinderungsgründe einem umfangreicheren Gebrauch der Derivate im Wege stehen könnten.

Grundvoraussetzungen

Aus organisatorischer Sicht sind auf einzelwirtschaftlicher Ebene mindestens zwei Grundvoraussetzungen für eine erfolgreiche Nutzung derivativer Finanzierungsinstrumente zu nennen: Neben einer angemessenen EDV-Ausstattung sind hier besonders spezialisierte und motivierte Mitarbeiter gefordert. Als dritte Grundvoraussetzung gilt überdies, daß das zu verwaltende Schuldenvolumen ein bestimmtes Minimum überschreiten muß. So bieten Kreditinstitute

Zinsswaps, FRAs oder auch Zinscaps in der Regel erst ab Nominalbeträgen von ca. 5 Mill. DM an¹⁹, womit als potentielle Nutzer derzeit neben dem Bund und den Ländern nur größere Städte und Gemeinden in Frage kommen.

Auf gesamtwirtschaftlicher Ebene gilt es darüber hinaus zu bedenken, ob die Finanzmärkte das bei einer verstärkten Nutzung von Derivaten durch die öffentliche Hand zu erwartende hohe Transaktionsvolumen überhaupt verkraften würden. Hierzu ist auf den mittlerweile enormen Umfang dieser außerbilanziellen Geschäfte bei amerikanischen und schweizerischen Banken zu verweisen, deren Beispiel die deutschen Universalbanken folgen könnten. Zudem stehen dem deutschen Staat nicht nur inländische, sondern auch europäische, amerikanische und asiatische Geldinstitute als Geschäftspartner zur Verfügung. Diese dürften mit Sicherheit in der Lage sein, das zusätzliche Volumen zu bewältigen.

Ein denkbarer Einwand gegen eine verstärkte Nutzung von Derivaten im öffentlichen Schuldenmanagement wäre aus eventuellen Gefahren für die Zuverlässigkeit des Finanzplatzes Deutschland abzuleiten. In diesem Zusammenhang wird verschiedentlich auf das Problem erhöhter Volatilitäten auf den Finanzmärkten hingewiesen. In Zeiten starker Preisfluktuationen können „Finanzmarkturbulenzen die Umsetzung einer konsistenten geldpolitischen Strategie erheblich stören und einen höheren Grad an Flexibilität erforderlich machen, um Erwartungsunsicherheiten an den Märkten gezielt entgegenzuwirken“²⁰. Durch den Einsatz von Derivaten lassen sich Erwartungen billiger und schneller in Finanzmarkttransaktionen umsetzen. Daher sind Erwartungsänderungen mit entsprechend höheren und in ihrer Richtung wechselnden Finanzströmen verbunden. Diesem volatilitätssteigernden Effekt steht ein dämpfender Einfluß der neuen Instrumente gegenüber: Terminbörsen zeichnen sich zumeist durch eine besonders hohe Marktliquidität aus. „Es ist zunächst offen, welcher dieser beiden ge-

¹⁶ Alle Angaben entstammen der telefonischen Umfrage im April und Mai 1996.

¹⁷ Dies ergab die bereits erwähnte telefonische Umfrage im April/Mai 1996 bei den Städten Aachen, Bielefeld, Bonn, Düsseldorf und Frankfurt, die zu den zehn deutschen Großstädten mit der höchsten Pro-Kopf-Verschuldung gehören.

¹⁸ Niedersächsischer Landtag, Drucksache Nr. 13/1763, S. 5.

¹⁹ Vgl. Dresdner Bank AG: Zinsmanagement – Instrumente und Anwendungen, 5. Aufl., Frankfurt 1991, S. 14, 26 und 34.

²⁰ O. V.: Finanzmarktvolatilität und ihre Auswirkungen auf die Geldpolitik, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Heft 4 (1996), S. 53.

gensätzlichen Effekte in der Realität überwiegt. Bisher vorliegende empirische Studien können zumindest eine durchgängige Zunahme der Volatilität durch die Verwendung von Derivaten in aller Regel nicht bestätigen.“²¹

Die hier diskutierten Grundvoraussetzungen können als erfüllt gelten, stellen also keine ausreichende Grundlage für die Erklärung der geringen Nutzung von Derivaten im öffentlichen Schuldenmanagement dar: Zumindest der Bund und die Länder weisen fraglos einen deutlich über dem Mindestvolumen liegenden potentiellen Bedarf an Derivaten auf. Auch kann eine derzeit mangelhafte EDV-Ausstattung nur vorübergehend als Ursache für den Verzicht auf neue Finanzierungsinstrumente herangezogen werden, denn die zuständigen Ministerien sind durchweg in der Lage, entsprechend „nachzurüsten“. Der Einwand, zur Zeit keine ausreichend spezialisierten Mitarbeiter zu beschäftigen, ist ebenfalls nicht auf Dauer relevant, da Neueinstellungen prinzipiell möglich sind oder, wie im folgenden Kapitel erläutert, ein „Outsourcing“ als Problemlösung in Frage kommt. Im allgemeinen dürften Neueinstellungen zwar zu höheren Personalkosten führen, die die Minderausgaben durch Zinsersparnisse teilweise kompensieren. Jedoch zeigt sich in der Privatwirtschaft, daß der erhöhte Personal- und EDV-Aufwand in den überwiegenden Fällen nur einen Bruchteil der ersparten Zinsen erreicht bzw. der durch die realisierte Risikominderung entstehende Vorteil zumeist höher gewertet wird als die durch den Derivate-Einsatz entstandenen Kosten.

Wenn also die Grundvoraussetzungen prinzipiell gegeben oder kurzfristig erfüllbar sind, so muß die

bisher schwache Rezeption neuer Finanzierungsinstrumente im Staatssektor durch grundlegende Unterschiede zwischen den Anwendergruppen „Privatwirtschaft“ und „öffentliche Körperschaften“ determiniert sein.

Spezifische Bedingungen der öffentlichen Hand

Die öffentliche Hand ist als Schuldner durch große Kreditvolumina und besonders hohe Bonität charakterisiert. Dieses Kriterium, welches insbesondere den Bund, aber auch zum Teil die Länder aus der Masse tatsächlicher und potentieller privater Derivate-Nutzer herausragen läßt, ist weniger als Hindernis bei der Übertragung des Instrumentenkataloges der Derivate vom privaten in den öffentlichen Sektor anzusehen. Im Gegenteil: Hier ist ein Charakteristikum der öffentlichen Hand angesprochen, das deutlich für die Nutzung der Derivate spricht. Allerdings könnten im Interesse eines funktionstüchtigen Derivate-Marktes Einwände erhoben werden: Die Gebietskörperschaften nehmen aufgrund ihres enormen Kapitalbedarfs einen großen Teil des jeweiligen Marktsegments in Anspruch, in welchem sie sich verschulden. Da bei der Absicherung der Kassapositionen mit Zinsderivaten ein ähnlicher Marktanteil zumindest vorstellbar wäre, muß sichergestellt sein, daß die entsprechenden Segmente über eine ausreichende Markttiefe verfügen, weil ansonsten Preisverzerrungen und damit Crowding-out-Effekte nicht auszuschließen sind. Daneben ist ein leistungs- und funktionsfähiger Sekundärmarkt von großer Bedeutung, um die eingegangenen Verpflichtungen bei sich ändernden Rahmenbedingungen jederzeit wieder auflösen zu können.²²

²¹ O. V.: Finanzmarktvolatilität und ihre Auswirkungen auf die Geldpolitik, a.a.O., S. 63f.

²² Vgl. H. Gondring, A. Hermann: Zins- und Währungsswaps aus bankbetrieblicher Sicht, in: Österreichisches Bank-Archiv, Heft 8 (1986), S. 336.

Otto H. Jacobs/Christoph Spengel (Hrsg.)

Aspekte der Unternehmensbesteuerung in Europa

Beiträge von Wissenschaftlern und Praktikern zu europaweiten Reformbestrebungen.

1996, 247 S., brosch., 69,- DM, 504,- öS, 62,50 sFr, ISBN 3-7890-4279-X
(ZEW – Wirtschaftsanalysen, Bd. 4)

 **NOMOS Verlagsgesellschaft**
76520 Baden-Baden

Dazu ist folgendes festzustellen: Der Handel mit Zinsoptionen und Zinsterminkontrakten wird in Deutschland weitgehend an der Deutschen Terminbörse durchgeführt, was auf eine hohe Marktliquidität schließen läßt. Während sich das Umsatzvolumen von Zinsterminkontrakten an der Deutschen Terminbörse stark ausgeweitet hat, sind Zinsoptionsgeschäfte mittlerweile fast bedeutungslos geworden, so daß sich letztere nicht für die Zinsabsicherung der öffentlichen Hand eignen dürften. Bei den anderen nicht an der Börse gehandelten Instrumenten ist von einem sehr liquiden Primär- und auch Sekundärmarkt auszugehen. Somit ist eine Neutralisierung der Grundposition zumindest durch den Abschluß eines spiegelbildlich verlaufenden Geschäfts jederzeit möglich, so daß der Nutzung von Derivaten unter diesem Aspekt grundsätzlich nichts im Wege steht.

Rechenschaftslegung und Willensbildung

Das Debt Management der öffentlichen Hand ist anderen Anforderungen an die Rechenschaftslegung ausgesetzt und unterliegt einem anderen Willensbildungsprozeß als das der Privaten. Da Entscheidungsprozesse in einer demokratischen Ordnung gegenüber der demokratischen Basis legitimiert werden müssen, bedarf jede Verwaltungstätigkeit einer gesetzlichen Grundlage, während in der Privatwirtschaft prinzipiell als erlaubt gilt, was nicht verboten ist. Der Einsatz von Derivaten bedarf also in der öffentlichen Schuldenverwaltung einer gesonderten rechtlichen Basis, z.B. im Haushaltsgesetz. Dieses ist vom Gesetzgeber entsprechend zu ändern. Um diese Änderung vor den Wählern rechtfertigen zu können, sollte die Vorteilhaftigkeit von Derivaten exakt dargelegt werden können. Der Einsatz von Zinsderivaten im öffentlichen Schuldenmanagement erfordert daher einen einheitlichen Maßstab, um das Risiko, aber auch den Nutzen der Instrumente einigermaßen genau quantifizieren zu können²³. Eine solche eindeutige Vergleichsgrundlage fehlt bislang, so daß die Frage offen bleibt, welches nicht-derivate Kreditmittel als Vergleichsmaßstab herangezogen werden soll.

Dieses Bewertungsproblem darf aber nicht dazu führen, die Nutzung von Zinsderivaten bereits deshalb

auszuschließen, weil ex post fast immer eine Kreditaufnahme konstruiert werden kann, die zu einem ähnlichen oder sogar besseren Ergebnis führt als eine derivative Alternative. Begleitende Dokumentationen alternativer Kreditaufnahmeformen sind für vergleichende Betrachtungen zwar unabdingbar. Der Versuch eines Nachweises durch die Kontrollorgane, daß andere Vorgehensweisen der jeweiligen Marktlage besser entsprochen hätten, erscheint aber genauso unmöglich wie eine vollständige Darlegung der Beweggründe durch die Schuldenmanager, warum überhaupt ein Zinsderivat zur Risikoreduzierung eingesetzt worden ist.

Auch die Risikokalkulation muß für die Öffentlichkeit plausibel sein und eindeutig für den Einsatz der Derivate sprechen. Die Nutzung von Zinsderivaten im öffentlichen Debt Management sollte in erster Linie zur Reduzierung der Zinsänderungsrisiken beitragen, wobei sich beim tatsächlichen Gebrauch neue Risiken ergeben können²⁴. Da es sich bei den derivativen Instrumenten aus Sicht der öffentlichen Hand im Gegensatz zu den von ihr emittierten Anleihen bzw. Schuldverschreibungen zum Teil um Forderungsrechte handelt, ergibt sich daraus ein Adressenausfall- bzw. Kreditrisiko. Derivate sehen allerdings im Unterschied zu den Kassapositionen keinen Austausch der Nominalbeträge vor, so daß die finanziellen Risiken hier bedeutend geringer sind als bei den konventionellen Kreditinstrumenten, wo im Extremfall der gesamte Kapitalbetrag verlorengehen kann²⁵. In der Praxis kann das Adressenausfallrisiko nahezu ausgeschlossen werden, wenn als Geschäftspartner ein Kreditinstitut mit erstklassiger Bonität gewählt wird. Deshalb steht das Bonitätskriterium bei den Debt Managern der Bundesländer, die derivative Instrumente mittlerweile einsetzen, auch immer an erster Stelle²⁶.

Weiterhin können aus dem praktischen Einsatz der Zinsderivate Betriebsrisiken entstehen. Aus der Vielzahl der Instrumente sowie ihrer vielfältigen Nutzungsmöglichkeiten resultieren derart komplexe Handlungsstrategien, daß selbst bei hochqualifizierten Fachleuten die Gefahr von Fehlleistungen besteht²⁷. Gerade bei den flexibel gestaltbaren Derivaten kommt deshalb einer sorgfältigen Vertragsgestaltung eine überragende Bedeutung zu, um zu vermeiden, daß der im (Haushalts-) Gesetz formulierte Willen des Ge-

²³ Vgl. o. V.: Body blows to Barings, in: Financial Times vom 27. 2. 1995, S. 15.

²⁴ Zu einer detaillierten Darstellung insbesondere der Swap-Risiken vgl. z.B. P. Lerbinger: Swap-Transaktionen als Bankleistung, in: Die Bank, Heft 6 (1985), S. 295-296.

²⁵ Vgl. G. Halvax: Grundsätzliche Erfordernisse im internen Kontrollsystem als Voraussetzung einer wirksamen Risikokontrolle bei neuen Finanzinstrumenten, in: Österreichisches Bank-Archiv, Heft 12 (1989), S. 1149.

²⁶ Vgl. P. Heinacherer, J. Tartler: „Ein Orange County wird es bei uns nicht geben“, in: Handelsblatt Nr. 33 vom 15. 2. 1995, S. 6.

²⁷ Vgl. G. Braunberger: Derivative Finanzgeschäfte klingen gefährlich und geheimnisvoll, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 1. 3. 1995, S. 3.

setzgebers nicht überstrapaziert wird. Zudem sind organisatorische Maßnahmen, wie die Implementierung eines wirksamen Kontrollsystems, unumgänglich, um die Gefahr eines spekulativen Einsatzes der Instrumente möglichst einzuschränken, da reine Spekulationsgewinne nicht mit dem Wählerauftrag zur Zinsminimierung und Risikominderung in Einklang stehen. Zinsderivate sollten immer nur der Absicherung bestehender Kassapositionen dienen, wobei allerdings auch noch so gute Kontrollsysteme und Reglementierungen individuelles Fehlverhalten der Mitarbeiter nie ganz ausschließen können. Sehr deutlich wurde dies zuletzt am Beispiel des US-amerikanischen Landkreises Orange County, der 1994 aufgrund des spekulativen Einsatzes von Derivaten einen Verlust von 2 Mrd. US-\$ erlitt und zahlungsunfähig wurde²⁸.

Die besonderen Anforderungen an die Rechenschaftslegung bzw. die im Staatssektor üblicherweise hohe Regulierungsdichte (in Form von Gesetzen, Verordnungen, Dienstanweisungen etc.) führt auch oft zu sehr langen, zeitraubenden Entscheidungsprozessen. Die erfolgreiche Verwendung von Derivaten verlangt dagegen häufig sehr zügige Entscheidungen. Hier entsteht also ein Spannungsfeld zwischen den Anforderungen an eine exakte Rechnungslegung und der Notwendigkeit, schnell entscheiden zu können.

Abweichender Zielkatalog?

Der Staat verfolgt einen anderen Zielkatalog als die Privatwirtschaft. Während sich das private Debt Management nahezu ausschließlich an den Kriterien Zinskosten, Risiko und Liquidität orientieren dürfte, sind der öffentlichen Kreditpolitik häufig auch nicht-fiskalische Ziele vorgegeben. Diese beziehen sich allerdings zumeist auf die Schuldenniveaupolitik und auf die Schuldenstrukturpolitik im Rahmen der Kreditaufnahme. Spätestens wenn die Entscheidung zu einem bestimmten Kreditaufnahmevermögen gefallen ist, dominiert das Ziel einer möglichst kostengünstigen und risikoarmen Kreditaufnahme eindeutig. Andere schuldenpolitische Ziele (wie beispielsweise vor allem in den 70er Jahren die Konjunkturstabilisierung) stehen dann im Hintergrund. Insofern kann also nicht von einem Unterschied im Zielkatalog privater und staatlicher Kreditpolitik gesprochen werden, der für die Frage nach einem sinnvollen Einsatz von Derivaten im öffentlichen Schuldenmanagement entscheidend ist.

Vor allem das Debt Management bestehender Kreditkontrakte untersteht kaum anderen als fiskalischen

Zielsetzungen. Besonders zu berücksichtigen ist in diesem Zusammenhang die Verpflichtung von dauerhaften Großemittenten, wie z.B. dem Bund, zur Marktpflege. Diese dürfte durch ein erhöhtes Augenmerk auf die Derivate-Politik nicht vernachlässigt werden. Insgesamt ist jedenfalls davon auszugehen, daß unterschiedliche kreditpolitische Zielsetzungen keine ausreichende Begründung für den zurückhaltenden Einsatz von Derivaten durch die öffentliche Hand liefern.

Mangelhafte Anreizstrukturen

Für die öffentlichen Schuldenverwalter bestehen mangelhafte bzw. andere Anreizstrukturen als für private Debt Manager. Ein erfolgreicher Einsatz von Derivaten zur Reduzierung von Zinskosten und Zinsrisiken erfordert ein dauerhaftes, zuverlässiges, sehr hohes und zugleich verantwortungsbewußtes Engagement der Mitarbeiter. Es wäre zu diskutieren, inwiefern das öffentliche Besoldungssystem und das Dienstrecht diesen Anforderungen gerecht wird. Dieses Argument gilt in zweifacher Hinsicht:

Einerseits müssen die finanziellen Anreize stark genug sein, um überhaupt die hochspezialisierten Experten zur Arbeit für die öffentliche Hand gewinnen zu können. Das derzeitige Besoldungs- und Vergütungssystem würde wohl verlangen, daß den zu attrahierenden Finanzexperten jeweils der Status eines Ministerialdirigenten oder ähnlich hohen Beamten zuerkannt werden müßte, um die Höhe der in der Privatwirtschaft gezahlten Vergütungen zu erreichen. Diese Besoldungsstufen sind im öffentlichen Dienst aber an entsprechend hohe Positionen in der Verwaltungshierarchie gebunden und nicht für bestimmte Spezialisierungen vorgesehen. Eine Lösung dieses Problems könnte darin gesehen werden, daß den Debt-Managern eine relativ geringe Grundvergütung gezahlt wird, die aber durch eine am Zinsersparnisorientierte Prämie ergänzt wird. Das Besoldungsrecht müßte diesbezüglich angepaßt werden.

Eine leistungsorientierte Vergütung würde andererseits auch der Anforderung gerecht werden, daß für die bereits im öffentlichen Auftrag tätigen Kreditexperten eine Anreizstruktur für dauerhafte und verantwortungsbewußte Höchstleistung geschaffen werden muß. Dies scheint durch das geltende Beamtenrecht nicht gewährleistet werden zu können. So zeichnet sich das bisherige Schuldenmanagement der Gebietskörperschaften durch eine gewisse Passivität der Handlungsträger gegenüber den an den Finanzmärkten auftretenden Zinsschwankungen aus. Beispielsweise werden bei Kreditbedarf häufig nur Angebote diverser Banken eingeholt und daran anschließend ein

²⁸ Vgl. o. V.: Finanzfiasko im kalifornischen Orange County, in: Neue Zürcher Zeitung, Fernausgabe Nr. 287 vom 9. 12. 1994, S. 13.

Festzinsdarlehen zu den günstigsten Konditionen abgeschlossen, so daß der Schuldenmanager kaum Verantwortung für die Folgen seines Handelns zu tragen hat, da eine Entscheidung im engeren Sinne nicht vorliegt. Ein aktives Debt Management setzt dagegen ein entscheidungsorientiertes Handeln voraus, da „die ungewisse Marktentwicklung in ein Problem des menschlichen Entscheidens (...) transformiert [wird]“²⁹. Durch die entstehenden Handlungsalternativen ergibt sich dadurch eine größere individuelle Verantwortung des Debt Managers.

Ein solches unternehmerisches Handeln wird im Bereich der öffentlichen Verwaltungen bislang u.a. dadurch verhindert, daß Kontrollen durch die verantwortlichen Instanzen in der Regel auf die strikte Einhaltung formaler Vorschriften bezogen sind. Darüber hinaus führen Verluste bei Geschäften mit Zinsderivaten regelmäßig zu negativen Reaktionen sowohl bei den Kontrollorganen als auch in der Öffentlichkeit, während z.B. Buchverluste bei Kassapositionen, die aufgrund von Fehleinschätzungen der Zinsentwicklung entstehen können, kaum wahrgenommen werden. Eine leistungsorientierte Vergütung, die z.B. mit einer erfolgsabhängigen Prämie diesem Problem gerecht werden könnte, entspricht dem in der Privatwirtschaft vorzugsweise verfolgten Verfahren, steht dem deutschen Besoldungsrecht aber diametral gegenüber und würde den Anreiz zu einem hoch spekulativen Kreditmanagement verstärken, welches für den öffentlichen Bereich unerwünscht ist.

Als Lösung dieses Problems könnte an die Einbindung privater Ressourcen und Beratertätigkeit gedacht werden. Private Finanzunternehmen könnten bei entsprechend vorsichtig ausgestalteten Verträgen das Debt Management zumindest für den Bereich der Derivate überantwortet bekommen. Dadurch wäre der

Staat von den Fesseln des Dienstrechts entbunden, könnte lukrative und doch mit einer die spekulative Risikofreudigkeit privater Finanzjongleure dämpfenden Haftpflicht verbundene Bedingungen vereinbaren³⁰ und wäre im Rahmen des Wettbewerbs unter den bestehenden Finanzinstituten in der Lage, bei nicht erwartungsgemäßer bzw. erfolgloser Arbeit des beauftragten Instituts zu einem anderen Auftragnehmer zu wechseln. Im übrigen findet sich eine ähnliche Auslagerung wirtschaftlicher Beratertätigkeit im neuen hessischen Gesetz zur überörtlichen kommunalen Rechnungsprüfung, was nach Auskunft des hessischen Rechnungshofpräsidenten Müller bisher größtenteils erfolgreich umgesetzt wurde³¹.

Haushaltsrechtliche Bestimmungen

Die öffentliche Hand hat haushaltsrechtliche Bestimmungen für den Einsatz von Zinsderivaten zu beachten. Wollen der Bund, die Länder oder die Kommunen ein neues Finanzinstrument im Rahmen ihrer Verschuldungspolitik einsetzen, so ist zuerst sicherzustellen, daß ein solches Derivat mit den zugrundeliegenden gesetzlichen Bestimmungen der einzelnen Gebietskörperschaften in Einklang steht. Grundsätzlich hängt der Einsatz von Zinsderivaten dabei von den haushaltsrechtlichen Ermächtigungen der jeweiligen Gebietskörperschaft ab³².

Auf Bundesebene gibt es bislang keine gesetzliche Ermächtigung, die explizit Vorschriften zum Abschluß derivativer Geschäfte enthält, weshalb sich eine Legitimation nur „als Annexkompetenz zu einer grundsätzlich auf andere Aktivitäten gerichteten Ermächtigung ergeben [kann]“³³. Diese Rechtsgrundlage sehen die beiden Autoren Kewenig und Schneider in § 3 Abs. 1 Reichsschuldenordnung, so daß sie den Einsatz konnexer Zinsderivate im Rahmen des Bundes-schuldenmanagements für rechtlich legitim halten³⁴. Auf Länderebene stehen dem Einsatz derivativer Instrumente dagegen mittlerweile grundsätzlich keine rechtlichen Restriktionen mehr im Wege, da die Nutzung explizit in den Haushaltsgesetzen der meisten Bundesländer verankert ist³⁵. Dies deutet im übrigen darauf hin, daß entsprechend eindeutige Ergänzungen bzw. Änderungen im Bundesrecht vorgenommen werden könnten. Dies wäre vielleicht auch eine Gelegenheit, um die seit Jahren ausstehende Verabschiedung einer Bundesschuldenordnung tatsächlich auf den Weg zu bringen. Der gesetzliche Rahmen der kommunalen Schuldenwirtschaft findet sich in den Gemeinde- bzw. Kreisordnungen der Länder über die Aufnahme von Krediten und über die Sicherheit bei Geldanlagen³⁶. Diese Vorschriften bzw. deren Ausführ-

²⁹ T. Bückler: Finanzinnovationen und kommunale Schuldenwirtschaft – Zum Einsatz von Swapgeschäften und Swapperivaten im Schuldenmanagement von Gemeinden, Baden-Baden 1993, S. 212.

³⁰ Vgl. auch P. Heinacher, J. Tartler, a.a.O., S. 6.

³¹ Vgl. den Bericht des Präsidenten des Hessischen Rechnungshofes an den Hessischen Landtag, Drucksache des Hessischen Landtags Nr. 14/794.

³² Vgl. F. Kral: Gutachten: Aktives Zinsmanagement nötig, in: Handelsblatt vom 24. 3. 1994, S. 8.

³³ W. A. Kewenig, H. Schneider: Swap-Geschäfte der öffentlichen Hand in Deutschland, in: Wertpapier-Mitteilungen, Sonderbeilage 2 (1992), S. 6.

³⁴ Vgl. ebenda, S. 1-18.

³⁵ Vgl. beispielsweise § 2 IV Landeshaushaltsgesetz des Landes Rheinland-Pfalz, Gesetz- und Verordnungsblatt für das Land Rheinland-Pfalz I Y 3231 vom 12. Januar 1996, Nr. 1.

³⁶ Vgl. Bundestags-Drucksache 13/1530, a.a.O., S. 4.

rungsbestimmungen erschweren den kommunalen Kämmerern bislang den Einsatz von Zinsderivaten, wobei die bestehenden Gesetze in den einzelnen Bundesländern unterschiedlich gehandhabt werden.

Die nicht eindeutige rechtliche Regelung auf Bundesebene sowie die unterschiedlichen Rechtsauffassungen der zuständigen Behörden im kommunalen Bereich machen deutlich, daß eine einheitliche und eindeutige Regelung in Zukunft wünschenswert wäre, um für mehr Klarheit, rechtliche Transparenz und Rechtssicherheit sowohl auf seiten der Gebietskörperschaften als auch auf seiten der Vertragspartner zu sorgen. Zudem muß sich die Einstellung der Rechtsaufsichtsbehörden grundlegend ändern, da selbst rechtlich legitimierten Kommunen von den zuständigen Gremien, wie z.B. dem hessischen Innenministerium, vom Einsatz solcher Instrumente abgeraten wird³⁷. Bei den hier thematisierten haushaltsrechtlichen Begrenzungen eines potentiellen Derivate-Einsatzes wird allerdings die stichhaltige Begründung für das Bestehen dieser darin zum Ausdruck kommenden Bedenken gegen die Derivate vermißt. Unter Berücksichtigung der bisherigen Diskussion möglicher Einwände gegen den Einsatz dieser Instrumente kann die Aufrechterhaltung der haushaltsrechtlichen Grenzen nicht überzeugen.

Als weiteres Zwischenfazit bleibt folglich festzustellen, daß neben den erfüllten Grundvoraussetzungen auch die spezifischen Rahmenbedingungen der öffentliche Hand prinzipiell für einen Derivate-Einsatz des Staates sprechen.

³⁷ Vgl. F. Kral, a.a.O., S. 8.

Empfehlung zum verstärkten Derivate-Einsatz

Das Erfordernis haushaltsschonender Ausgabenpolitik dürfte als unangefochten gelten. Nicht zu übersehen sind auch die eingangs erläuterten Veränderungsprozesse auf den Kreditmärkten. Außerdem kann die Erfolgsgeschichte der Derivate im Einsatz privater Debt Manager nicht geleugnet werden. Wenn darüber hinaus, wie gezeigt, die Unterschiede zwischen privatem und öffentlichem Debt Management nicht so groß und keineswegs unüberwindbar sind, wie vielerorts behauptet wird, dann ist die hier vertretene Forderung nach einer verstärkten Nutzung derivativer Instrumente im öffentlichen Debt Management nur konsequent. Bestehende Informationsdefizite bei Entscheidungsträgern und Kontrollorganen müssen abgebaut, die notwendige EDV-Infrastruktur eingerichtet und haushaltsrechtliche Begrenzungen müssen daher aufgehoben oder deutlich aufgeweicht werden. Die Restriktionen des staatlichen Besoldungs- und Dienstrechtes sind notfalls durch eine Auftragsvergabe an Private zu umgehen.

Bei Beachtung dieser Anforderungen können die derivativen Instrumente eine sinnvolle und notwendige Ergänzung zum herkömmlichen kreditpolitischen Instrumentarium beim Bund und den Ländern sowie eingeschränkt auch bei den Gemeinden darstellen. Dabei darf allerdings eine wesentliche Tatsache nicht aus den Augen verloren werden: Mit einer modifizierten Schuldenstrukturpolitik läßt sich zwar die fiskalische Belastung einer expansiven Schuldenpolitik abschwächen; die nachhaltige Reduzierung der schuldenbedingten Belastung des Staatshaushaltes ist aber ausschließlich durch eine wirkungsvolle Schulden-niveaupolitik erreichbar.

HERAUSGEBER: HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg (Präsident: N. N., Vizepräsident: Prof. Dr. Hans-Eckart Scharrer)

Geschäftsführend: Dr. Otto G. Mayer

REDAKTION:

Dr. Klaus Kwasniewski (Chefredakteur), Dipl.-Vw. Christoph Kreienbaum (stellvertretender Chefredakteur), Wiebke Brudershausen, Dipl.-Vw. Susanne Erbe, Dipl.-Vw. Claus Hamann, Helga Wenke, Dipl.-Vw. Irene Wilson, M.A.

Anschrift der Redaktion: Neuer Jungfernstieg 21, 20347 Hamburg, Tel.: (0 40) 35 62-306/307

Verlag, Anzeigenannahme und Bezug:

Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG, Waldseestraße 3-5, 76530 Baden-Baden, Tel. (072 21) 21 04-0, Telefax (072 21) 21 04 27

Bezugsbedingungen: Abonnementpreis jährlich DM 106,- (inkl. MwSt.), Studentenabonnement DM 53,- zuzüglich Porto und Versandkosten (zuzüglich MwSt. 7%); Einzelheft DM 9,-; Abbestellungen vierteljährlich zum Jahresende. Zahlungen jeweils im voraus an: Nomos-Verlagsgesellschaft, Stadtparkasse Baden-Baden, Konto 5-002266

Anzeigenpreisliste: Nr. 1 vom 1. 1. 1993

Erscheinungsweise: monatlich

Druck: AMS Wünsch Offset-Druck GmbH, 92318 Neumarkt/Opf.

Die Zeitschrift sowie alle in ihr enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen. Namentlich gezeichnete Artikel müssen nicht die Meinung der Herausgeber/Redaktion wiedergeben. Unverlangt eingesandte Manuskripte – für die keine Haftung übernommen wird – gelten als Veröffentlichungsvorschlag zu den Bedingungen des Verlages. Es werden nur unveröffentlichte Originalarbeiten angenommen. Die Verfasser erklären sich mit einer nicht sinnentstellenden redaktionellen Bearbeitung einverstanden.