

Wo bleiben die Finanzchefs?

TOIS als liquides und vielseitiges Geldmarktinstrument

Von Dr. Thomas Trauth*

Obwohl sich der Markt für Tom-Next Index Swaps (TOIS) seit seiner Gründung Anfang 1997 mit einem durchschnittlichen täglichen Buchwert von 500 Mrd. Fr. zum liquidesten Schweizer Geldmarktinstrument entwickelt hat, bleiben die Banken weitgehend unter sich. Dies ist erstaunlich angesichts der hohen Liquidität, des geringen Kreditrisikos und der vielen Möglichkeiten, Assets und Liabilities zu managen.

Die TOIS sind das kurzfristige Pendant zu den herkömmlichen Zinsswaps mit Laufzeiten zwischen zwei und zehn Jahren. Sie weisen üblicherweise Laufzeiten zwischen einer Woche und einem Jahr auf. Es werden Zahlungsströme auf Basis eines fixierten Zinssatzes – des TOIS-Satzes – gegen Zahlungen auf der Basis eines flexiblen Zinses – des Tom-Next-Satzes – ausgetauscht. Der Tom-Next-Satz ist der Zins für Tagesgeld vom jeweilig nächsten auf den übernächsten Geschäftstag. Das Fixing dieses Satzes für die TOIS erfolgt täglich auf der Basis von 30 internationalen Banken, wobei die drei besten und die drei schlechtesten Sätze ausgeschlossen werden. In der Regel erfolgt nur eine einzige Zahlung am Ende der Laufzeit, bei der die aufgelaufenen Zinsdifferenzen ausgeglichen werden.

Fixierte gegen flexible Zinszahlungen

Mit den TOIS können sowohl Investitions- als auch Finanzierungsziele verfolgt werden. Der besondere Vorteil besteht darin, dass je nach Bedarf zwischen fixierten und flexiblen Zinsen gewechselt werden kann, ohne dass Kapital gebunden wird. Da nur die Zinsdifferenz ausgetauscht wird, besteht ein geringes Kreditrisiko. Die Kosten sind gering, da die Differenz zwischen Geld- und Briefkurs nur bei etwa zwei bis drei Basispunkten liegt. Nehmen wir etwa den Fall eines Treasurers oder eines Portfoliomanagers, der im Durchschnitt der nächsten drei Monate einen Cash-Überschuss von 100 Mio. Fr. erwartet. Gleichzeitig mögen – wie etwa derzeit auf Grund der sehr steilen Geldmarktkurve – die 3-Monats-Zinsen im Verhältnis zu den Tagesgeldzinsen sehr attraktiv erscheinen. Der Manager könnte etwa in 3-Monats-Geldmarktpapiere investieren, verlöre aber dabei die finanzielle Flexibilität, um auf kurzfristige Liquiditätsengpässe reagieren zu können. Alternativ könnte der Manager einen TOIS-Kontrakt über 100 Mio. Fr. eingehen und dabei

den Tagesgeldsatz zahlen und im Gegenzug den 3-Monats-Zins empfangen. Da der Nominalbetrag nicht ausgetauscht wird, bliebe die volle finanzielle Flexibilität erhalten. Wenn tatsächlich der durchschnittliche Cash-Überschuss mit dem Nominalbetrag des TOIS-Geschäfts übereinstimmen würde, entsprächen die erhaltenen Zinserträge aus der Anlage der Cash-Überschüsse am Tagesgeldmarkt den zu zahlenden Zinsen im Rahmen des TOIS-Vertrages. In der Summe würde der Manager also den 3-Monats-TOIS-Satz abzüglich zwei bis drei Basispunkten erzielen. Ein Verlustrisiko besteht dann, wenn der Manager den Cash-Überschuss stark überschätzen würde und gleichzeitig die Tagesgeldsätze über den fixierten 3-Monats-Zins steigen würden.

Weiteres grosses Wachstumspotenzial

Zentrale Treasurers, also Finanzchefs grosser Unternehmen, verleihen häufig Untereinheiten Gelder auf der Basis der jeweiligen Tageszinsen; gleichzeitig ist es in der Regel für das Unternehmen vorteilhaft, sich etwa über Commercial Papers, d. h. über längere Laufzeiten, zu verschulden. Dies verbessert nämlich die Liquiditätskennzahlen und vermindert das Refinanzierungsrisiko. Dadurch entsteht jedoch ein Missverhältnis zwischen den Forderungen und Verbindlichkeiten. Einerseits erzielt der Treasurer durch die internen Ausleihungen Tagesgeldzinsen, andererseits zahlt er am Kapitalmarkt fixierte Zinsen zur Bedienung der Commercial Papers. Sollten die Tageszinsen fallen, sinken die Zinserträge, während die Kosten in unveränderter Höhe weiterlaufen. Mit Hilfe eines TOIS-Geschäfts kann der Treasurer diesen Asset Liability Mismatch beseitigen, indem er im Rahmen eines TOIS fixe Zahlungen empfängt und dafür Tagesgeld zahlt. Im Ergebnis wurde dabei die Festzinsverschuldung in eine Verschuldung mit variablen Zinsen transformiert, so dass seine Erträge und seine Kosten variabel verzinst

würden. Durch den Abschluss des TOIS-Kontrakts entstehen der Finanzabteilung Kosten von etwa zwei bis drei Basispunkten. Das Risiko besteht darin, dass der Kapitalbedarf der Untereinheiten unter den Schätzungen liegt und die Tagesgeldzinsen über den TOIS-Satz ansteigen. Dann würde der zentrale Treasurer die hohen Tagesgeldzinsen zahlen müssen, ohne dass er Zinserträge aus den internen Ausleihungen erhalten würde.

Die Liste der Beispiele für den Einsatz von

TOIS im Rahmen des Risikomanagements liesse sich beliebig erweitern. Darüber hinaus sind TOIS auch sehr gut geeignet, um verschiedene Handelsstrategien umzusetzen. Insgesamt würde der Markt von einer aktiveren Teilnahme von Nichtbanken profitieren. Das Wachstumspotenzial bleibt enorm.

* Dr. Thomas Trauth ist als Senior Strategist bei Credit Suisse First Boston Fixed Income Research Switzerland tätig.