



## Wert bei Auflösung von Sicherungsinstrumenten

**Die Kapitalmarktzinsen in der Eurozone bewegen sich derzeit erneut auf historischen Tiefstständen. Der öffentliche Sektor in Deutschland, zu dem Bund, Länder und Kommunen zählen, war Ende des Jahres 2018 mit rund 1,917 Billionen Euro in der Schuld der Gläubiger<sup>1</sup>. Die Schuldner der öffentlichen Hand dürften sich daher bei Darlehensneuaufnahmen über die aktuell historisch niedrigen Zinskonditionen freuen. Doch wie gestaltet sich die Situation bei Darlehen und Zinssicherungsinstrumenten, welche bereits vor Jahren zu höheren Konditionen abgeschlossen wurden? Ziel dieser Fachinformation ist es, die Bedeutung des sog. Wertes bei Auflösung von Zinssicherungsinstrumenten zu erläutern. Dazu einige Vorbetrachtungen:**

Der Darlehensnehmer kann sich beim Abschluss eines Darlehens<sup>2</sup> entscheiden, ob er mit der Bank einen Festzinssatz<sup>3</sup> vereinbaren möchte, oder ob der Kredit variabel<sup>4</sup> (also „nicht fest verzinslich“) abgeschlossen werden soll. Beides ist grundsätzlich möglich.

Zusätzlich zu den beiden genannten Varianten gibt es auch die Möglichkeit, durch den Einsatz von Zinssicherungsinstrumenten Kredite synthetisch fest, oder synthetisch variabel zu gestalten. Von synthetisch fest ist die Rede, wenn der Darlehensnehmer ein variables Darlehen mit seiner Bank vereinbart und dazu bei dem gleichen, oder einem anderen Finanzinstitut einen Festzinssahler-Swap (Payer-Swap<sup>5</sup>) abschließt. Durch diese Kombination (variables Darlehen und Payer-Swap) erfolgt eine Absicherung gegen das Zahlungsstromänderungsrisiko<sup>6</sup>. Dies bedeutet, der Darlehensnehmer ist gegen steigende Zinsen abgesichert.

Allerdings entsteht zum Zeitpunkt des Abschlusses eines festen oder synthetisch festen Darlehens ein sog. Wertänderungsrisiko<sup>7</sup>. Das Wertänderungsrisiko kann als Opportunitätskosten für die Zinsbindung verstanden werden. Dies bedeutet, im Szenario eines fallenden Marktzinsniveaus müsste in Folge mehr bezahlt werden, als wenn keine Festzinsbindung eingegangen worden wäre<sup>8</sup>.

---

<sup>1</sup> vgl. <https://www.zeit.de/politik/deutschland/2019-07/staatsverschuldung-bundeslaender-sozialversicherungen-senkung>

<sup>2</sup> vgl. [https://de.wikipedia.org/wiki/Darlehen\\_\(Deutschland\)](https://de.wikipedia.org/wiki/Darlehen_(Deutschland))

<sup>3</sup> vgl. <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/festzinssatz-35094>

<sup>4</sup> vgl. <https://www.interhyp.de/service/informieren/lexikon/variabler-zins.html>

<sup>5</sup> vgl. <https://www.versicherungsmagazin.de/lexikon/payer-swap-1985981.html>

<sup>6</sup> vgl. IDW RS HFA 35, Tz. 21

<sup>7</sup> vgl. IDW RS HFA 35, Tz. 21

<sup>8</sup> vgl. Fachinformation 06/2015 Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V.

Betrachten wir die Ausführungen anhand eines vereinfachten Beispiels:

Die Musterstadt benötigt für eine Investition ein Darlehen in Höhe von 5 Mio. Euro. Die Kommune entscheidet sich nach Ausschreibung des Kredites über mehrere Banken für folgendes Angebot:

Kreditbetrag: 5 Mio. Euro  
Laufzeit: 5 Jahre  
Zinssatz fest für gesamte Laufzeit: 3% p.a.  
Tilgung: endfällig

Das bedeutet, die Musterstadt bezahlt jährlich konstant Zinsen in Höhe von 150.000 Euro für das Darlehen. Das Zahlungsstromänderungsrisiko<sup>9</sup> ist ausgeschlossen und die jährlich zu bezahlenden Zinsen sind kalkulierbar.

Nehmen wir an, dass das Zinsniveau innerhalb kürzester Zeit nach Abschluss des Kredites um 2% fiel und jetzt bei 1% p.a. liege. Der Grund hierfür könnte beispielsweise eine beginnende Rezession in der Eurozone sein. Die Europäische Zentralbank interveniert geldpolitisch, um einem Abschwung entgegen zu wirken. Die Musterstadt bezahlt weiterhin jährlich 150.000 Euro an Zinsaufwand.

Neu abzuschließende Darlehen werden in diesem Beispiel nunmehr zu 1% p.a. (Kreditmarge findet keine Berücksichtigung) für die 5-jährige Laufzeit von den Banken ausgereicht. Folglich zahlt die Musterstadt jährlich 100.000 Euro „zu viel“ (Wertänderungsrisiko<sup>10</sup>) an Zinsen (2% Zinsdifferenz p.a. bezogen auf das Nominal in Höhe von 5 Mio. Euro). Diese „zu teuren“ Zinszahlungen sind, ebenso wenig wie die negativen Barwerte des Festzinsdarlehens, in der kommunalen Haushaltsplanung nicht sichtbar<sup>11</sup>.

Wandeln wir das gerade ausgeführte Beispiel ab und nehmen an, die Kommune hat seinerzeit ein variables (nicht festes) Darlehen in Kombination mit einem Festzinszahler-Swap (Payer-Swap) als synthetisch festes Darlehen aufgenommen:

**Grundgeschäft:**

Kreditbetrag: 5 Mio. Euro  
Laufzeit: 5 Jahre  
Zinssatz: variabel 6-Monats-EURIBOR  
Tilgung: endfällig

**Sicherungsgeschäft:**

Payer-Swap: 5 Mio. Euro pro Periode  
Laufzeit: 5 Jahre  
Zinssatz fest: 3% p.a.  
variable Seite: 6-Monats-EURIBOR

Die Musterstadt partizipiert auf Grundgeschäftsebene im vollen Umfang am Zinsrückgang. Daraus ergibt sich ein Grundgeschäftsvorteil.

Allerdings sind die 3% p.a. (ursprüngliches Zinsniveau) im Sicherungsinstrument (Payer-Swap) weiterhin zu bezahlen. Dies bedeutet, das Sicherungsinstrument hat während der Laufzeit einen negativen Barwert in Höhe des Differenzbetrages zwischen der nominalen Verzinsung des Sicherungsinstruments (hier im Beispiel 3%) und dem aktuellen Zinsniveau von mittlerweile 1% p.a. (Payer-Swaps werden in diesem Beispiel nunmehr auch zu 1% nominal am Markt angeboten). Unter der Annahme, dass die Kommune das

<sup>9</sup> vgl. IDW RS HFA 35, Tz. 21

<sup>10</sup> vgl. IDW RS HFA 35, Tz. 21

<sup>11</sup> vgl. Sperl, Rechtliche Grundlagen für den Einsatz von Zinsderivaten in Kommunen, Leitfaden für Kommunen und Prüfbehörden, 2019, S. 33

Sicherungsgeschäft nach einem Jahr Laufzeit bewertet, gestaltet sich die Situation bei vereinfachter überschlägiger Berechnung wie folgt:

Barwert des Sicherungsgeschäfts nach einem Jahr:

5 Mio. Euro (Nominal) x 2% (Zinsdifferenz p.a.) x 4 Jahre (Restlaufzeit) = - 400.000 Euro

Der hier überschlägig errechnete negative **Barwert = Wert bei Auflösung** des Sicherungsinstrumentes steht erstmal nur auf dem Papier (Buchwert)<sup>12</sup>. Er drückt den zu viel zu entrichtenden Zinsaufwand aufgrund der Zinsfestschreibung über die Restlaufzeit (Opportunitätskosten) aus<sup>13</sup>. Es handelt sich folglich nicht um einen Betrag, der aus einer Fehlentscheidung oder gar Spekulation der Finanzverantwortlichen entstanden ist.

Sollte die Kommune das Geschäft bis zum Ende der vertraglich vereinbarten Laufzeit fortführen bzw. durchhalten, so wird dieser Wert zum Laufzeitende auf jeden Fall immer 0 Euro. Der Wert bei Auflösung kann verglichen werden mit einer Vorfälligkeitsentschädigung bei vorzeitiger, außerplanmäßiger Auflösung (während der vereinbarten Laufzeit) eines Festzinsdarlehens. Man spricht in diesem Fall von einem sog. Close-Out-, oder Zinsmargenschaden<sup>14</sup>.

Dies bedeutet nun allerdings im Umkehrschluss nicht, dass Darlehen nur variabel (nicht fest) abgeschlossen werden sollen. Gerade in einem sehr niedrigen Zinsumfeld, wie derzeit, ist die Absicherung der Zahlungsstromänderungsrisiken sehr wichtig. In Summe ist bei der Bewirtschaftung des kommunalen Darlehensportfolios darauf zu achten, sowohl Zahlungsstromänderungsrisiken als auch Wertänderungsrisiken in ihrer Gesamtheit auf Darlehensportfolieebene effizient zu steuern und die Zinsbindungen der Darlehen regelmäßig an der Zinskurve auszurichten<sup>15</sup>.

Die hier ausgeführten Beispiele auf Einzelgeschäftsebene lassen sich folglich auf Portfolioebene übertragen, d.h. wenn die Kommune mehrere oder alle Darlehen gemeinsam steuert und eine Bewertungseinheit gem. § 254 HGB i.V.m. IDW RS HFA 35 für diese bildet.

**Zusammenfassend ist an dieser Stelle festzuhalten, dass negative Werte von Sicherungsinstrumenten, wie in den Beispielen beschrieben, aufgrund des Zinsrückgangs der vergangenen Jahre keinesfalls als Spekulation zu werten sind, da diese Instrumente ausschließlich zur Absicherung des Zinsänderungsrisikos in Form des Zahlungsstromänderungsrisikos eingesetzt waren und sind<sup>16</sup>.**

**Peter Lechner**

---

<sup>12</sup> vgl. Buchwert, <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/buchwert-29596>

<sup>13</sup> vgl. Sperl, Rechtliche Grundlagen für den Einsatz von Zinsderivaten in Kommunen, Leitfaden für Kommunen und Prüfbehörden, 2019, S. 33 u. S. 72ff.

<sup>14</sup> vgl. <https://de.wikipedia.org/wiki/Vorf%C3%A4lligkeitsentsch%C3%A4digung>

<sup>15</sup> vgl. Fachinformation 06/2015 Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V.

<sup>16</sup> vgl. Fachinformation 03/2015 Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V., Risikominimierungsgebot z.B. Art. 61, Abs. 3, S. 1 Gemeindeordnung Bayern; vgl. Sperl, Rechtliche Grundlagen für den Einsatz von Zinsderivaten in Kommunen, Leitfaden für Kommunen und Prüfbehörden, 2019, S. 208



Bundesverband öffentlicher  
Zinssteuerung e.V.

Der Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e. V.

---

**Zweck des Bundesverbands öffentlicher Zinssteuerung e.V. seit seiner Gründung im Jahr 2012 ist die Förderung der Berufsbildung zum Zins- und Schuldenmanagement und zu finanzmathematischen Fragestellungen bei Zinssteuerungsmaßnahmen, insbesondere bei der öffentlichen Hand, sowie die Schulung zu dieser Thematik.**

Dieser Zweck soll in erster Linie erreicht werden durch:

- eine systematische, wissenschaftlich-universitär begleitete Untersuchung des Fachgebietes des Zins- und Schuldenmanagements, insbesondere der Zinssteuerung.
- Veröffentlichung der Untersuchungsergebnisse und Erarbeitung von Zinssteuerungsstrategien.
- Durchführung von Seminaren und Kolloquien zur Behandlung von Fragestellungen zum Zins- und Schuldenmanagement und zur Zinssteuerung und deren finanzmathematischem Hintergrund zur Weiterbildung vorwiegend von Finanzverantwortlichen der öffentlichen Hand, jedoch offen für alle Vertreter von Institutionen, die mit Zinsänderungsrisiken befasst sind.
- Informationsvermittlung und Aufklärung an Aufsichtsorgane, Prüfungsorganisationen.
- Zusammenarbeit mit öffentlichen und privaten Aufsichtsorganen, Prüfungsorganisationen und Verbänden.
- Zusammenarbeit mit Initiativen ähnlicher Zielsetzung.

[www.bundesverband-zinssteuerung.org](http://www.bundesverband-zinssteuerung.org)