



Der Microhedge in Nöten oder die Vorzüge des Portfoliohedges

„Werden die Risiken mehrerer gleichartiger Grundgeschäfte durch ein oder mehrere Sicherungsinstrumente abgesichert“, spricht man von einem sogenannten Portfoliohedge.¹ Im Unterschied zum Portfoliohedge wird bei einem Microhedge² das sich aus einem einzelnen Grundgeschäft ergebende Risiko durch ein einzelnes Sicherungsinstrument abgesichert. Daneben gibt es noch den Macrohedge, der das netto verbleibende Risiko einer Vielzahl von Grundgeschäften sichert.

Sicherungsarten	Microhedge	Portfoliohedge	Macrohedge
Anwendung	Ein einzelnes Grundgeschäft wird durch ein einzelnes Sicherungsinstrument abgesichert.	Absicherung von Risiken mehrerer gleichartiger Grundgeschäfte durch ein oder mehrere Sicherungsinstrumente.	Risikoausgleichende Gruppen von Grundgeschäften werden zusammengefasst betrachtet; nur das netto verbleibende Risiko wird abgesichert.
Beispiel(e)	Variablen Darlehen mit Payer-Swap; Festzinsdarlehen mit Receiver-Swap	Kommunales Darlehensportfolio mit Payer- bzw. Receiver-Swaps	Payer- und Receiver-Swaps in der Bankensteuerung. ³

Abbildung 1: Grundsätzliche Möglichkeiten der Sicherung⁴

Der **Portfoliohedge** stellt in der Praxis die anerkannte und bevorzugte Sicherungsform dar, falls eine **Mehrzahl von gleichartigen, abzusichernden Grundgeschäften**, beispielsweise in Form eines kommunalen Darlehensportfolios, existiert.^{5,6} Dennoch wird der Portfoliohedge von kommunalen Aufsichtsbehörden und Prüfern vereinzelt kritisch betrachtet⁷. Auch wenn regelmäßig eine große Anzahl risikoähnlicher Geschäfte, typischerweise in Form eines kommunalen Darlehensportfolios, vorliegt, wird dem Microhedge unverständlicherweise oft der Vorzug gegeben.

Der Microhedge ist allerdings nicht immer die erste Wahl bei der Zinssicherung und kommt im Vergleich zum Portfoliohedge zusehends in Nöten, wie die folgenden Ausführungen aufzeigen.

Der Portfoliohedge stellt nichts anderes als die Summe mehrerer Microhedges dar. Er ist bei einer Mehrzahl von zu sichernden Grundgeschäften unter wirtschaftlichen Aspekten äußerst sinnvoll, da er

¹ Vgl. Tz. 18, IDW RS HFA 35

² Vgl. Tz. 17, IDW RS HFA 35

³ Vgl. IDW RS BFA 3

⁴ Vgl. § 254 HGB in Verbindung mit IDW RS HFA 35

⁵ Vgl. S. 2, Bewertung von Absicherungsgeschäften mit Derivaten in Deutschland, Technische Universität Dresden, Fakultät Wirtschaftswissenschaften, Dresdner Beiträge zur Betriebswirtschaftslehre Nr. 11/98

⁶ Vgl. S. 245, Derivative Finanzinstrumente und hedge accounting, Schwarz, Erich Schmidt Verlag, 2006

⁷ Aussage eines kommunalen Prüfers gegenüber eines Kämmerers im Jahr 2012: „Es gibt die konservative, sichere Einzelgeschäftssicherung, den Microhedge, und die Portfoliosicherung“; Ein Vertreter des Bundesverbandes öffentlicher Zinssteuerung e.V. war während der Besprechung anwesend und dokumentierte diese Aussage.



die Handlungskosten bei der Zinssicherung deutlich reduziert.⁸ Sind in einem kommunalen Darlehensportfolio beispielsweise Zinsänderungsrisiken aus 50 Darlehensverträgen abzusichern, müssen bei der Anwendung von Microhedges 50 Einzelzinsswaps abgeschlossen werden. Kalkuliert man bei einem Zinsswap mit banküblichen Stückkosten von geschätzt 1.000 EUR⁹, lägen die kalkulatorisch von der Bank zu berechnenden Stückkosten bei den Microhedges bei 50.000 EUR, beim Portfoliohedge lediglich bei 1.000 EUR.

Wenn es gilt, eine große Anzahl risikoähnlicher Geschäfte abzusichern, kann dem kommunalrechtlichen Prinzip, den Haushalt sparsam und wirtschaftlich zu führen,¹⁰ nur der Portfoliohedge gerecht werden. Der Einsatz von Microhedges kann in diesem Falle unter Umständen als Verstoß gegen die sparsame Haushaltsführung beanstandet werden.

Wir halten fest: Der Portfoliohedge ist aus ökonomischer Sicht dem Microhedge vorzuziehen, wenn eine größere Anzahl abzusichernder Grundgeschäfte vorliegt.

Der Portfoliohedge sichert gemäß Definition nicht einzelne Risiken eines Darlehens ab, sondern die Risiken eines gesamten Portfolios in der Gesamtsicht. Der Microhedge hingegen konzentriert sich auf das einzelne Darlehen, woraus sich gewichtige Nachteile, vor allem in der derzeitigen Zinsphase, entwickeln. Betrachten wir nachfolgendes Beispiel eines Microhedges einer Stadt:¹¹

	Grundgeschäft	Sicherungsinstrument
Art	Roll-Over-Darlehen	Payer-Swap
Verzinsung	3-Monats-EURIBOR zuzüglich Marge 0,02% p.a.	4,15% fest p.a. (im Tausch gegen 3-Monats-EURIBOR)
Gesamtzinssatz aus Darlehen zuzüglich Swap	Festzinssatz Payer-Swap 4,15% p.a. zuzüglich Kreditmarge 0,02% p.a. = 4,17% p.a.	
Letzte Zinsabrechnung Zeitraum 30.09.2015 bis 30.12.2015	3-Monats-EURIBOR - 0,041 % Finanzierungsmarge + 0,020 % Zu zahlender Zinssatz - 0,021 % zu zahlende Zinsen: 0,00 EUR* *Hinweis Bank: „Liegt der rechnerisch ermittelte Kundenzinssatz unter 0%, gilt ein Zinssatz von 0%.“	Stadt zahlt: fest - 4,150% Stadt erhält: variabel - 0,041% Zu zahlender Zinssatz gesamt: Stadt zahlt: - 4,191%

Abbildung 2: Grundgeschäft und Sicherungsinstrument im Falle eines Microhedges bei Negativzinsen

⁸ Vgl. S. 2 Fachpublikation „Darlehensportfolios absichern, aber wie? Micro-, Macro- oder Portfolio-Hedge?“, Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V., 7/2013

⁹ Der Verfasser war in der Vergangenheit mit der Kalkulation von Stückkosten bei Standardzinsverträgen bei einer deutschen Großbank betraut.

¹⁰ Vgl. Art. 61, Abs. 2, S. 1 GO Bayern

¹¹ Ähnliche Fälle sind dem Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V. bekannt



Der 3-Monats-EURIBOR hat im Zuge der aggressiven Zinssenkungen und massiven Geldmengenausweitungen der Europäischen Zentralbank mittlerweile negatives Terrain erreicht. Ein variables Darlehen, das durch den 3-Monats-EURIBOR referenziert ist, kann sich mittlerweile, wie im obigen Beispiel dargestellt, negativ verzinsen. Dies bedeutet, dass die Bank für die genannte Periode keine Zinsen berechnen kann, sondern im Gegenteil Zinsen vergüten müsste. Im obigen Beispiel wären dies 0,021%. Die Bank zahlt in diesem Beispiel allerdings keine Zinsen an die Stadt, sondern setzt den Kundenzinssatz willkürlich auf Null Prozent fest.¹²

Im Sicherungsinstrument ist von der Stadt der feste Zinssatz in Höhe von 4,15 Prozent zu zahlen. Da der 3-Monats-EURIBOR mit –0,041% negativ ist, muss die Stadt den variablen, eigentlich zu empfangenden Zinssatz, ebenfalls bezahlen. Die Gesamtbelastung aus diesem Microhedge liegt demzufolge gegenwärtig bei 4,191 Prozent (Zahlung Payer-Swap zuzüglich Zins aus Darlehen), und damit über dem eigentlich gesicherten Zinssatz von 4,17 Prozent. Sinkt der 3-Monats-EURIBOR weiter, steigt die Zinsbelastung aus dem Microhedge weiter an. Die finanzielle Belastung der Stadt aus einem mittels Microhedge gesicherten Darlehen kann sich folglich weiter erhöhen.

Darauf aufbauend kann sich eine weitere Problemstellung ergeben. Da die Sicherungsfunktion des Microhedges zum Teil versagt, kann ein Wirtschaftsprüfer die Sicherungsbeziehung und Bewertungseinheit zwischen Darlehen und Sicherungsinstrument¹³ für die Zukunft in Frage stellen.

Ein weiteres Risiko des hier dargestellten Microhedges liegt in der Natur des Grundgeschäfts. Bei variablen Darlehen ohne feste Laufzeitvereinbarung kann die Bank das Darlehen regelmäßig vorzeitig kündigen. Dass eine Bank ein Interesse haben könnte, ein Darlehen mit Nullverzinsung oder gar Negativverzinsung zu kündigen, ist nicht von der Hand zu weisen. Viele Kommunen sind sich dieser derzeit bestehenden Gefährdung noch gar nicht bewusst.

¹²Möglicherweise mit Verweis auf BGB § 488, Abs. 1, S. 2, wonach der Darlehensnehmer „einen geschuldeten Zins zu zahlen“ hat. Bei einem negativen Zinssatz wäre dies nicht mehr der Fall.

¹³Vgl. HGB § 254 in Verbindung mit IDW RS HFA 35

¹⁴Vgl. BGB § 489 Absatz 2



Wir ziehen ein Fazit: Der Microhedge ist in Nöten. Besonders in der derzeitigen Zinsphase. Da erstaunt es sehr, dass vereinzelt kommunale Prüfer bzw. Aufsichtsbehörden den Microhedge gegenüber den Portfoliohedge bevorzugen. Gänzlich unbegreiflich wird dieses Verhalten, da selbst der Deutsche Bundestag betont, dass bei der Anwendung von Sicherungsbeziehungen „weder die eine noch die andere Art von Bewertungseinheiten bevorzugt oder gar ausgeschlossen“ wird.¹⁵

Die Vorteile des in der Praxis seit Jahrzehnten anerkannten Portfoliohedges überwiegen im Vergleich zum Microhedge deutlich. Sie liegen vor allem darin, dass das Portfolio als Ganzes betrachtet und ausgesteuert wird. Die oben beschriebenen, gravierenden Nachteile des Microhedges lassen sich mit einem Portfoliohedge im Rahmen eines fundierten Risikosteuerungskonzeptes ausschließen. Denn bei dieser Sicherungsform steht nicht das einzelne Grundgeschäft im Vordergrund, sondern das Portfolio in seiner Gesamtsicht. Ein Portfoliohedge wird darüber hinaus üblicherweise nicht statisch angewandt, sondern regelmäßig überprüft und an die sich verändernden Grundgeschäfte, das Portfolio, bei Bedarf angepasst.

¹⁵Vgl. Drucksache 16/10067, 30.07.2008, 16. Wahlperiode