



Opportunitätskosten bei der Darlehensverwaltung: Wie entstehen sie und wie lassen sie sich reduzieren?

Bei der Verwaltung eines Darlehensportfolios spielen Opportunitätskosten eine wichtige Rolle. Oftmals werden sie allerdings unterschätzt, da sie im Gegensatz zum Zahlungsstromänderungsrisiko kein bilanzielles Risiko darstellen und somit in vielen Fällen nicht quantitativ erfasst werden. Selbst die bekannte Finanzwebsite finanzen.net schreibt in ihrem Börsenlexikon: „[...] für Kreditnehmer manifestiert sich das Zinsrisiko dagegen in steigenden Zinsen.“¹ Das Risiko eines Wertverlusts bei Festzinsdarlehen wird hier vernachlässigt. Im Sinne der Wirtschaftlichkeit stellt das Wertänderungsrisiko, welches zu mitunter erheblichen Opportunitätskosten führen kann, jedoch ebenso wie das Zahlungsstromänderungsrisiko, ein finanzielles Risiko dar.² Den Opportunitätskosten, die ein Darlehensnehmer bei Abschluss eines Festzinsdarlehens prinzipiell in Kauf nehmen muss, wollen wir uns daher im Folgenden vor allem unter quantitativen Aspekten widmen.

Wie entstehen Opportunitätskosten bei der Darlehensverwaltung?

Schließt man ein Darlehen zu einem festgeschriebenen Zinssatz über eine festgelegte Laufzeit ab und sinken in der Folge die Marktzinsen, so bezahlt man – gemessen am Marktniveau – mehr Zinskosten als man müsste. Dieses „Zuviel-bezahlen“ sind Opportunitätskosten, die aus der Entscheidung resultieren, dass man sich auf einen Festzinssatz festgelegt hat und somit an fallenden Zinsen nicht mehr partizipieren kann. Oftmals führt Festzinsbindung aber auch bereits bei konstantem Zinsniveau zu Opportunitätskosten. Um dies zu verdeutlichen, betrachten wir ein konkretes Beispiel:

Eine Kommune benötigt ein endfälliges Darlehen über 1 Mio. Euro für eine Laufzeit von 8 Jahren. Die Kommune erhält von der Hausbank folgende Angebote zur Finanzierung: Ein variables Darlehen wäre aktuell zu einem Zinssatz von 0,5% zu bekommen. Für eine Festzinsbindung über 6 Jahre müsste die Kommune einen Zinssatz von 0,9% bezahlen und für eine Festzinsbindung über die gesamten 8 Jahre müsste sie 1,1% bezahlen. Die Kommune entscheidet sich zunächst für die variable Finanzierung. Das Zinsniveau bleibe in den ersten beiden Jahren konstant, so dass die Kommune in diesen 2 Jahren 10.000 Euro Zinskosten bezahlt. Nach den 2 Jahren entscheidet sich die Kommune, für die restliche Laufzeit von 6 Jahren ein Festzinsdarlehen aufzunehmen, welches sie aufgrund des unveränderten Zinsniveaus zu einem Zinssatz von 0,9% erhält. Für die restlichen 6 Jahre bezahlt die Kommune also 54.000 Euro Zinskosten. Über den Gesamtzeitraum von 8 Jahren hat die Kommune somit insgesamt 64.000 Euro Zinskosten gezahlt. Hätte sie sich am Anfang für die 8-jährige Festzinsbindung zum Zinssatz von 1,1% entschieden, so hätte sie insgesamt 88.000 Euro Zinskosten bezahlen müssen. Die Kommune hat durch

¹ Quelle: <http://www.finanzen.net/lexikon/boersenlexikon/Zinsrisiko>

² In §254 HGB werden beide Risiken gleichermaßen explizit erwähnt

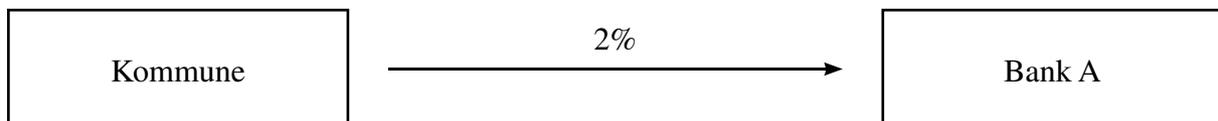


ihre Entscheidung, zunächst 2 Jahre lang variabel zu finanzieren und erst dann eine Festzinsbindung einzugehen, somit 24.000 EUR Opportunitätskosten eingespart, weil sich das Zinsniveau in den ersten beiden Jahren nicht verändert hat.

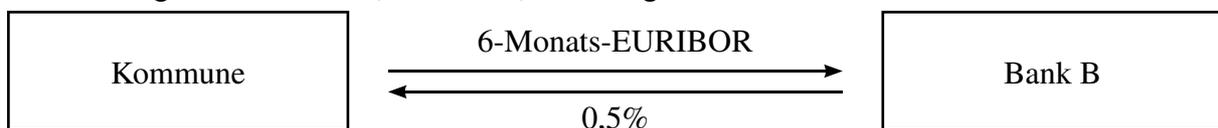
Wie kann man Opportunitätskosten senken?

Wir möchten uns nun der Frage widmen, wie sich Opportunitätskosten in einem bestehenden Darlehensportfolio reduzieren lassen. Wie wir bereits gesehen haben, entstehen Opportunitätskosten dann, wenn man in der Vergangenheit ein Festzinsdarlehen abgeschlossen hat, dessen Festzinssatz heute über dem aktuellen Marktniveau liegt. Um künftig am niedrigeren Marktniveau partizipieren zu können, besteht die Möglichkeit, das Darlehen mittels Abschluss eines Receiver-Swaps synthetisch variabel zu stellen. Aus dem Receiver-Swap erhält man den aktuellen Marktzinssatz für die verbleibende Zinsbindungsdauer als Festzinssatz und bezahlt dafür einen variablen Zinssatz, zum Beispiel den 6-Monats-EURIBOR. Die Wirkungsweise dieses synthetisch variabel gestellten Darlehens verdeutlichen wir an einem Beispiel:

Eine Kommune hat ein endfälliges Darlehen über 1 Mio. Euro mit einer restlichen Zinsbindungsdauer von 4 Jahren und einem Festzins von 2%.



Da das Zinsniveau seit Abschluss des Darlehens gefallen ist, schließt die Kommune nun für die Restlaufzeit von 4 Jahren einen Receiver-Swap mit einem Nominalvolumen von 1 Mio. Euro ab, um das Darlehen damit synthetisch variabel zu stellen und am niedrigen Zinsniveau partizipieren zu können. Mit dem Receiver-Swap verpflichtet sich die Kommune, den variablen 6-Monats-EURIBOR zu bezahlen, und erhält dafür den heutigen Marktzins für eine 4-jährige Zinsbindung als Festzinssatz, welcher 0,5% betrage.





In Summe (Darlehen und Receiver-Swap zusammengenommen) bezahlt die Kommune für die restlichen 4 Jahre also 1,5% + 6-Monats-EURIBOR anstatt der festen 2%. Der 6-Monats-EURIBOR liege für die nächsten 4 Jahre konstant bei 0,1%. Somit bezahlt die Kommune durch Abschluss des Receiver-Swaps für die verbleibenden 4 Jahre in Summe 1,6% pro Jahr, insgesamt also 64.000 Euro. Ohne Abschluss des Receiver-Swaps hätte die Kommune für die verbleibenden 4 Jahre weiterhin 2% pro Jahr, insgesamt also 80.000 Euro Zinskosten, bezahlen müssen. Die Kommune hat durch dieses Vorgehen 16.000 Euro an Opportunitätskosten eingespart.

Wie an diesem Beispiel sehr gut zu sehen ist, erhält man aus dem Receiver-Swap bei gesunkenem Zinsniveau nicht mehr denselben Festzinssatz zurück, der für das Festzinsdarlehen zu bezahlen wäre, sondern den (nun niedrigeren) aktuellen Marktzinssatz für die verbleibende Zinsbindungsdauer. Die Differenz – im Beispiel sind das 1,5% –, die man für die verbleibende Laufzeit weiterhin zusätzlich zum variablen Zinssatz bezahlen muss, entspricht in gewisser Weise dem Wertverlust des Darlehens in der Vergangenheit.³ Durch Abschluss eines Receiver-Swaps kann der Wertverlust der Vergangenheit zwar nicht mehr zurückgeholt werden, man kann jedoch weiteren Wertverlust in der Zukunft vermeiden.

Der Wertverlust der Vergangenheit lässt sich mit der sogenannten Vorfälligkeitsentschädigung für die vorzeitige Auflösung eines Darlehens vergleichen. Würde man das Festzinsdarlehen selbst vorzeitig auflösen und zu einem variablen Darlehen umschulden, dann würde die Bank bei gesunkenem Zinsniveau eine sogenannte Vorfälligkeitsentschädigung für den entgangenen Zinsertrag verlangen.

Grundsätzlich hat die vorzeitige Auflösung eines Festzinsdarlehens mit Umschuldung auf ein variables Darlehen denselben Effekt wie die synthetische Variabelstellung mittels eines Receiver-Swaps. Gerade in einem großen Darlehensportfolio führt die vorzeitige Auflösung und Umschuldung vieler einzelner Darlehen neben einem hohen Verwaltungsaufwand in der Regel allerdings zu höheren Bearbeitungskosten, als dies der Abschluss eines Receiver-Swaps mit sich bringt. Denn über einen Portfolio-Hedge⁴ lassen sich beliebig viele Darlehen durch Abschluss eines einzigen Receiver-Swaps synthetisch variabel stellen, weshalb diese Maßnahme im Normalfall wirtschaftlicher in der Durchführung ist.

³ Unter dem Wertverlust eines Darlehens in der Vergangenheit verstehen wir Folgendes: Ein Festzinsdarlehen sei in der Vergangenheit zu einem festen Zins und einer bestimmten Laufzeit für die Zinsbindung abgeschlossen worden. Liegt zum heutigen Zeitpunkt der Marktzins (im Bsp. 0,5%) für ein Festzinsdarlehen für die verbleibende Zinsbindungsdauer (im Bsp. 4 Jahre) unter dem Festzins des Festzinsdarlehens (im Bsp. 2%), so hat das Darlehen vom Abschlussdatum bis heute an Wert verloren. Die Höhe des Wertverlusts ergibt sich daraus, wie viel man für die verbleibende Zinsbindungsdauer mehr an Zinskosten bezahlen muss, als wenn das Darlehen heute neu abgeschlossen würde (im Bsp. 1,5% p. a. auf 1 Mio. Euro für 4 Jahre entspricht 60.000 Euro). Das Darlehen im Beispiel hat vom Abschlusstag bis zum heutigen Betrachtungstag somit 60.000 Euro an Wert verloren (vereinfachte Betrachtung ohne Diskontierung).

⁴ Vgl. IDW RS HFA 35, Tz. 18



Sollten im Sinne der Opportunitätskosten also am besten alle Darlehen variabel gestellt werden?

Bei unseren Betrachtungen zu Opportunitätskosten könnte auf den ersten Blick der Eindruck entstehen, dass Festzinsbindung immer Opportunitätskosten verursacht und daher vermieden werden sollte. Dies ist so natürlich nicht richtig, denn im Falle steigender Zinsen ist Festzinsbindung für den Darlehensnehmer sehr wichtig, um das Zahlungsstrom-änderungsrisiko abzusichern. Ein vernünftiges Zinsmanagement betrachtet daher stets Wert- und Zahlungsstromänderungsrisiken gleichermaßen, um sowohl steigende als auch fallende Zinsen als potentielle Szenarien im Blick zu behalten.⁵

Durch konsequente Ausrichtung der Zinsbindungsstruktur eines Darlehensportfolios an der jeweils aktuellen Zinskurve⁶ besteht nämlich sehr wohl die Möglichkeit, Zahlungsstrom-änderungsrisiken abzusichern und gleichzeitig Opportunitätskosten zu senken.

Dr. Markus Göhl

⁵ §254 HGB betrachtet beide Risiken als gleichwertig

⁶ Für eine Definition siehe <http://www.wirtschaftslexikon24.com/d/zinskurve/zinskurve.htm>