

Oliver Entrop, Hendrik Scholz, Marco Wilkens

Zum Einfluss der Fristentransformation auf den Wert einer Bank

Im Rahmen der Neustrukturierung des Bankenmarkts kommt es verstärkt zu Fusionen von Sparkassen bzw. Landesbanken. Bei den damit verbundenen Bankbewertungen treten oft unterschiedliche Ansichten über die Werthaltigkeit bestimmter Geschäftsbereiche zu Tage. Dies kann zu Verzögerungen, Verstimmungen und möglicherweise zum Scheitern ansonsten Erfolg versprechender Transaktionen führen. Eine in diesem Zusammenhang in der Praxis oft kontrovers diskutierte Frage ist die nach dem Wert erwarteter Zinsüberschüsse aus der Fristentransformation. Im folgenden Beitrag wird gezeigt, dass erwartete Fristentransformationsergebnisse den Wert von Banken im Grundsatz nicht erhöhen.

In Deutschland erfolgt die Bewertung von Banken und Sparkassen häufig nach wie vor auf der Grundlage des Ertragswertverfahrens.¹ Hiernach ergibt sich der Wert einer Bank durch Diskontierung der den Eigentümern der Bank in den künftigen Jahren potenziell zufließenden finanziellen Überschüsse. Grundlage für die Ermittlung dieser Überschüsse sind üblicherweise Plan-Überschuss-Rechnungen, deren Aufbau sich im Allgemeinen an dem Schema der Gewinn- und Verlustrechnung orientiert.

Wesentliche Komponenten derartiger Rechnungen sind auf hoher Aggregations-ebene der Zinsüberschuss und das Provisionsergebnis sowie Überschüsse aus Eigenhandelsaktivitäten, Adressenausfallrisiken, sonstigen Positionen und Steuern.² Je nach zeitlichem Abstand der Planungsperiode vom Bewertungszeitpunkt erfolgt die Planung unterschiedlich detailliert. Ausgangspunkt sind häufig die in den Vorperioden erzielten und um außergewöhnliche Einflüsse bereinigten Erfolge.³

Zur Veranschaulichung der zentralen Zusammenhänge werden die weiteren Ausführungen mit einem simplifizieren-

Entwicklung von (bonitätsrisikofreien) Markttrenditen am deutschen Kapitalmarkt von 1973 bis 2001

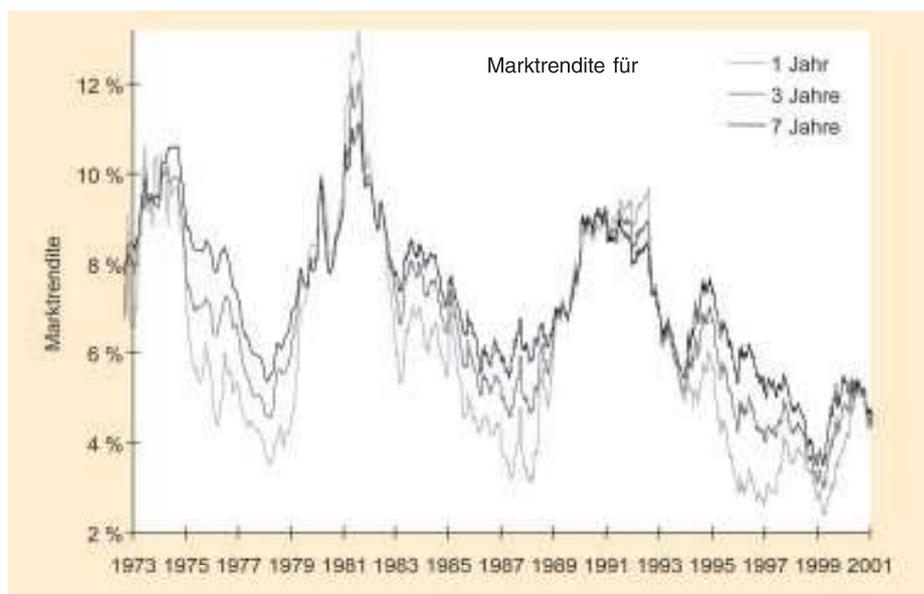


Abb. 1

Spk 08/2002

den Beispiel unterlegt. Dabei wird zunächst von „Marktunvollkommenheiten“ wie Geld-Brief-Spannen, Transaktionskosten und Steuern abstrahiert. Die Ergebnisse sind jedoch auch für die praktische Bankbewertung relevant, da sie vom Komplexitätsgrad unabhängig sind. Grundlage des Beispiels sind zwei Banken A und B, die eine vergleichbare Marktpositionierung aufweisen und deren Plan-Überschuss-Rechnungen in den wesentlichen Komponenten übereinstimmen. Folglich ergeben sich für beide Banken in jeder künftigen Periode (nahezu) identische, potenziell entnehmbare erwartete Überschüsse. Die zur Abzinsung der Überschüsse heranzuziehenden Diskontierungszinssätze sind in Abhängigkeit vom (systematischen) Risiko dieser Überschüsse festzulegen.

Um die Komplexität zu reduzieren, würde in der Praxis häufig argumentiert, dass für diese beispielhaften Kreditinstitute mit ähnlicher Marktpositionierung ein vergleichbares Risiko bestehe und mithin derselbe Diskontierungszinssatz heranzuziehen sei. In Verbindung mit den identisch prognostizierten Überschüssen würden die Banken dann identische Unternehmenswerte aufweisen. Für die weiteren Betrachtungen sei unterstellt, dass beide Banken tatsächlich (nahezu) voll-

kommen identisch sind und sich nur ihr in der Höhe identischer Zinsüberschuss unterschiedlich zusammensetzt.

Aufspaltung des Zinsüberschusses

Eine dezidierte Beurteilung der Zinsüberschüsse kann auf Grundlage der in der Praxis allgemein akzeptierten Marktzinsmethode erfolgen.⁴ Hiernach ist eine Aufteilung der (periodischen) Zinsüberschüsse in die wesentlichen Komponenten „Konditionsbeiträge“ und „Fristentransformationsergebnis“ vorgesehen. Die Konditionsbeiträge entsprechen gemäß dem Opportunitätsprinzip der Differenz zwischen den vereinbarten Zinssätzen aus Kundengeschäften und den Zinssätzen vergleichbarer laufzeitkongruenter Geld- und Kapitalmarktgeschäfte.

Während die Konditionsbeiträge dem Marktbereich zuzuschreiben sind, ist das Fristentransformationsergebnis der Zentraldisposition zuzurechnen. Sie übernimmt in der Regel die Aktiv- und Passivsaldo der Filialen und der zentralen Geschäftsbereiche zu marktmaßiger Konditionen und verrechnet sie miteinander. Gleichzeitig ist sie für das Schließen beziehungsweise Offenlassen der verblei-

DIE AUTOREN

Oliver Entrop und Hendrik Scholz sind wissenschaftliche Mitarbeiter am Lehrstuhl für ABWL, Finanzierung und Bankbetriebslehre (LFB) der Katholischen Universität Eichstätt-Ingolstadt. Prof. Dr. Marco Wilkens ist Inhaber des Lehrstuhls für ABWL, Finanzierung und Bankbetriebslehre (LFB) der Katholischen Universität Eichstätt-Ingolstadt.

Zinsüberschüsse einfacher Fristentransformationsstrategien für die Jahre von 1979 bis 2001

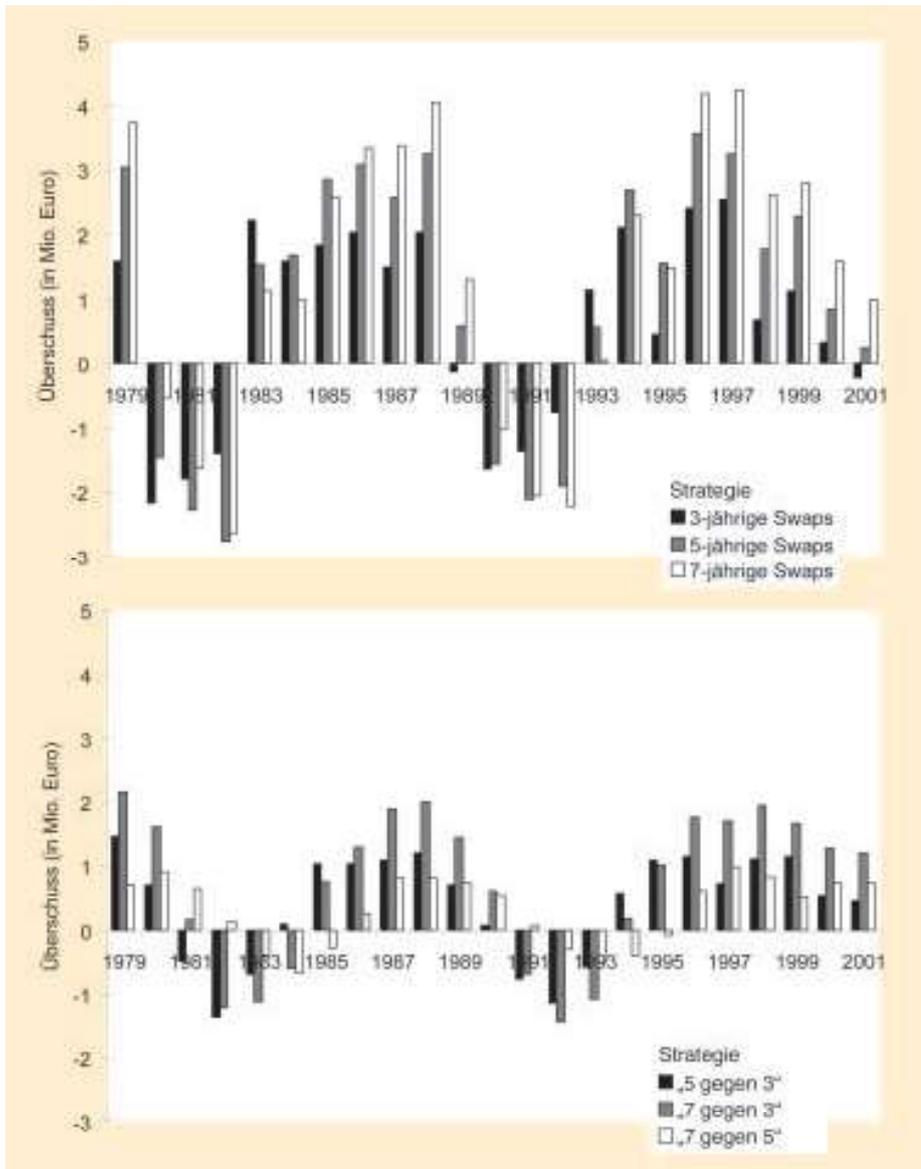


Abb. 2

Spk 08/2002

benden oder das Öffnen neuer Positionen mit Hilfe von Geld- und Kapitalmarktgeschäften verantwortlich. Erfolge aus der Fristentransformation sind daher grundsätzlich unabhängig von den Kundengeschäften zu bewerten. Sie werden über das bewusste und „freiwillige“ Eingehen von Inkongruenzen in der Zinsbindung erzielt und spiegeln sich in der Differenz zwischen den von der Zentraldisposition vereinbarten und gezahlten Zinsen wider.⁵

Die Beispielinstitute A und B unterscheiden sich bei identischen (Gesamt-) Zinsüberschüssen in der Höhe der jeweils erwarteten Konditionsbeiträge und Fristentransformationsergebnisse. Bank A plant ihren gesamten Zinsüberschuss im Kundengeschäft zu erwirtschaften und keine Fristentransformation zu betreiben.

Sämtliche über das Kundengeschäft eingegangenen Zinsbindungsin kongruenzen sollen daher durch Engagements am Geld- und Kapitalmarkt geschlossen werden. Bank B erwartet hingegen nur halb so hohe Konditionsbeiträge wie Bank A. Dafür plant sie, die „andere Hälfte“ des Zinsüberschusses über Fristentransformation zu erzielen.

Es stellt sich nun die zentrale Frage, ob die beiden Institute wirklich den gleichen Wert aufweisen. Hinsichtlich der Bewertung der erwarteten künftigen Konditionsbeiträge besteht bezüglich der grundlegenden Methodik kein Diskussionsbedarf.⁶ Im Zusammenhang mit dem Altgeschäft sind die am Bewertungstag bestehenden Zinsbindungsin kongruenzen barwertig zu erfassen, was gedank-

lich dem Schließen dieser Positionen entspricht. Insofern können die weiteren Betrachtungen ausschließlich auf die Bewertung der geplanten beziehungsweise erwarteten Fristentransformationsergebnisse aus dem Neugeschäft gerichtet werden. Damit wird die für die Bankpraxis zentrale Problematik aufgegriffen, ob die in der Vergangenheit von der Mehrzahl der Banken regelmäßig durchschnittlich erzielten positiven Zinsüberschüsse aus Fristentransformation bei entsprechender Extrapolation in die Zukunft einen Wert der Banken erhöhende Komponente darstellen. Das Problem lässt sich auf zwei Fragen reduzieren:

- Sind über systematisches Eingehen von Zinsbindungsin kongruenzen auch künftig durchschnittlich positive Zinsüberschüsse zu erwarten?
- Wie viel sind erwartete Zinsüberschüsse aus Fristentransformation aktuell wert?

Neben den Zinsüberschüssen ergeben sich in Abhängigkeit von den betrachteten Positionen positive oder negative (auch handelsrechtlich relevante) Überschüsse aus Zu- und Abschreibungen beziehungsweise Kursgewinne und -verluste aus Finanzpositionen. Bei der Ermittlung des Wertes der erwarteten Fristentransformationsergebnisse kann jedoch ausschließlich auf die erwarteten künftigen Zinsüberschüsse abgestellt werden, die bei der Bewertung von Banken üblicherweise eine zentrale Rolle einnehmen. Letztlich ließen sich die im Weiteren herausgearbeiteten zentralen Ergebnisse aber auch über barwertige Betrachtungen begründen.

➤ Fristentransformation ist vom Kundengeschäft unabhängig

Wie skizziert entscheidet die Zentraldisposition über die Höhe der Fristentransformation, indem sie die aus dem Kundengeschäft resultierende Inkongruenz gemäß den eigenen Zielvorstellungen mit der Hilfe von Geld- und Kapitalmarktgeschäften adjustiert. Prinzipiell könnte sie aber auch jede offene Einzelposition sofort schließen, um dann in einem weiteren Schritt zum Beispiel über (Receiver-)Zinsswaps⁷ die gewünschten Zinsbindungsin kongruenzen einzugehen. Die Frage nach dem Wert der Fristentransformation kann daher im Grundsatz auf die Frage nach dem Wert entsprechender Strategien auf der Basis von Zinsswaps reduziert werden.

➤ Historische Erfolge einfacher Swap-Strategien

Einen Anhaltspunkt für die Höhe und damit praktische Relevanz der Fristentrans-

Durchschnittlicher Zinsüberschuss einfacher Strategien der Fristentransformation für die Jahre von 1979 bis 2001

Fristentransformationsstrategie (Nominalvolumen 100 Mio. Euro)	Durchschnittlicher jährlicher Zinsüberschuss in Mio. Euro	Standardabweichung der jährlichen Zinsüberschüsse in Mio. Euro
3-jährige Receiver-Swaps	0,612	1,51
5-jährige Receiver-Swaps	1,012	2,06
7-jährige Receiver-Swaps	1,333	2,17
„5 gegen 3“	0,400	0,84
„7 gegen 3“	0,720	1,19
„7 gegen 5“	0,320	0,53

Abb. 3

Spk 08/2002

formationsergebnisse geben die im Weiteren bestimmten Erfolge unterschiedlicher Fristentransformationsstrategien im Zeitraum von 1979 bis 2001. Als Grundlage dienen die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten (geschätzten) Renditenstrukturkurven für Bundesanleihen und vergleichbare Finanztitel. Hieraus wurden Markttrenditen bestimmt, das heißt die Renditen, die zu pari notierenden Anleihen aufweisen. Abbildung 1 verdeutlicht, dass die langfristigen Markttrenditen in der Regel über den kurzfristigen lagen, was mit einer überwiegend vorliegenden steigenden Zinsstruktur („normale Zinsstruktur“) korrespondiert.

Aus den empirischen Daten kann nun abgeschätzt werden, welche Überschüsse für Banken in der Vergangenheit über das Eingehen verschiedener einfacher Fristentransformationsstrategien erzielbar waren. Eine Strategie könnte darin bestehen haben, zu Beginn eines jeden Jahres ausschließlich 5-jährige Receiver-Swaps mit einem Nominalvolumen von 20 Mio. Euro abzuschließen und damit über die Zeit immer dieselbe positive Fristentransformation zu betreiben.

Das Portfolio weist folglich ein Gesamtnominalvolumen von 100 Millionen Euro auf und beinhaltet zu Beginn eines jeden Jahres zu gleichen Anteilen Swaps mit 1-, 2-, 3-, 4- und 5-jähriger Restlaufzeit. Als Swapsätze werden die oben erläuterten Markttrenditen herangezogen.⁸ In Abbildung 2 sind die jährlichen Zinsüberschüsse dieses Swap-Portfolios für die Jahre von 1979 bis 2001 dargestellt. Für diese Strategie ergibt sich durchschnittlich ein jährlicher Zinsüberschuss von 1,012 Mio. Euro bei einer Standardabweichung von 2,06 Mio. Euro (s. Abbildung 3). Übertragen auf das „klassische Bankgeschäft“ folgt daraus, dass der Anteil des Zinsüberschusses aus Fristentransformation an der Gesamtzinsspanne durchschnittlich rund einen Prozentpunkt bei einem Kreditinstitut ausmacht, das ausschließlich fünfjährige Kredite vergibt und diese über einjährige Einlagen finanziert.

In den Abbildungen 2 und 3 sind darüber hinaus die Ergebnisse für analoge Strategien auf der Basis von Swaps mit 3 und 7 Jahren Laufzeit bei einem Gesamtnominalvolumen von jeweils 100 Mio. Euro angegeben. Der durchschnittlich über diese Strategien erzielte Erfolg erhöht sich mit zunehmender Laufzeit der Swaps beziehungsweise der hierüber simulierten höheren Inkongruenz hinsichtlich der Zinsbindung einer Bank. Des Weiteren sind die Zinsüberschüsse bei Tausch der Markttrenditen abgetragen („5 gegen 3“, „7 gegen 3“ und „7 gegen 5“). Die Strategie „5 gegen 3“ bezeichnet zum Beispiel die Kombination eines gemäß den obigen Ausführungen zusammengestellten Portfolios aus 5-jährigen Receiver- und 3-jährigen Payer-Swaps. Beide Swap-Portfolios weisen wie zuvor jeweils ein Gesamtnominalvolumen von 100 Mio. Euro auf.

Solche Swap-Strategien geben tendenziell die Ergebnisse wieder, die Kreditinstitute über das Eingehen einer entsprechenden Fristentransformation in der Vergangenheit hätten erzielen können. Offenbar war es bereits über sehr einfache Strategien möglich, durchschnittlich positive Zinsüberschüsse aus der Fristentransformation zu erzielen. Wird davon ausgegangen, dass diese Möglichkeit auch weiterhin besteht, so ist dies gleichbedeutend mit der Annahme, dass die in der Vergangenheit am deutschen Markt wahrscheinlich⁹ vorgelegenen positiven Zeitprämien erhalten bleiben. Aus Abbildung 4 ist diese historische Prämie als Differenz der durchschnittlichen Markttrenditen verschiedener Laufzeiten und der durchschnittlichen 1-jährigen Markttrendite ersichtlich.

Fristentransformationsergebnisse erfordern keine Bank

Wenn, wie häufig angenommen wird, durchschnittlich positive Zinsüberschüsse aus der Fristentransformation erwartet werden, ist nun die Frage zu beantworten, welchen Wert diese „geplante“ Komponente des Zinsüberschusses im Rahmen der Bankbewertung hat. Anders formuliert ist zu fragen, wie viel ein potenzieller Investor, etwa ein anderes Institut im Rahmen einer Fusion oder Übernahme, bereit sein sollte, für diesen erwarteten künftigen Zinsüberschuss zu zahlen.

Zur Beantwortung dieser Frage hilft es, dem Opportunitätsprinzip folgend zu überlegen, welchen Betrag ein Investor

Durchschnittliche Markttrenditen und Zeitprämien am deutschen Kapitalmarkt von 1973 bis 2001

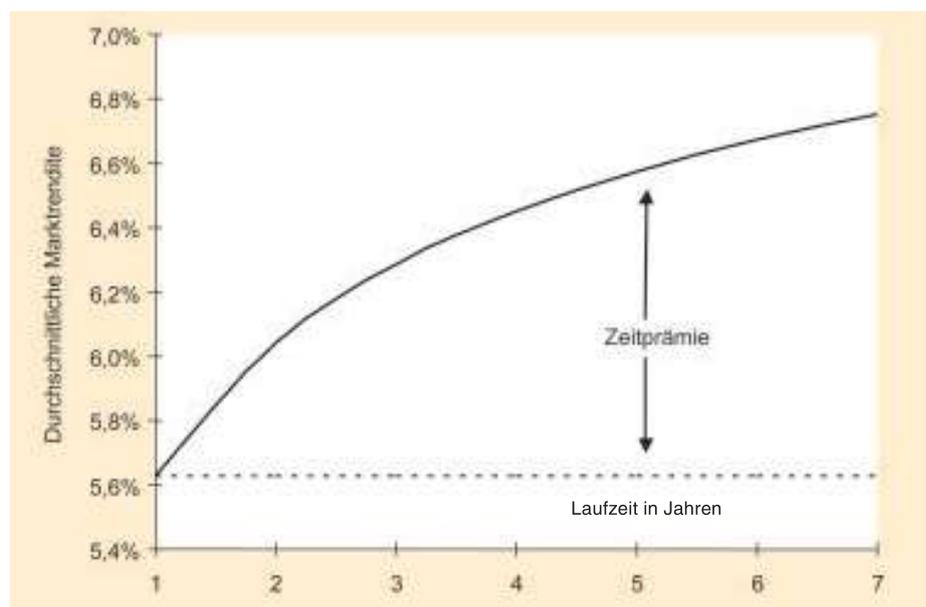


Abb. 4

Spk 08/2002

heute investieren muss, um den erwarteten zukünftigen Zinsüberschuss über alternative Geschäfte zu generieren. Anstelle „des Kaufes“ des erwarteten Zinsüberschusses aus der Fristentransformation durch den Erwerb der Bank kann er den erwarteten Zinsüberschuss auch durch das Eingehen entsprechender Derivate-Positionen wie im Beispiel über Receiver-Swaps realisieren. Entscheidend ist nun, dass die dafür aufzubauenden oben beschriebenen Swap-Positionen bei Abschluss einen (Bar-)Wert von null aufweisen. Der Investor kann über diesen Weg also die gleichen erwarteten Fristentransformationsergebnisse „kostenlos“¹⁰ erzielen. Insofern kann der erwartete Zinsüberschuss aus der Fristentransformation auch bei der Bewertung einer Bank grundsätzlich keinen Wert aufweisen.¹¹

➤ Zinsüberschuss aus aktiver Spekulation?

Falls die Zentraldisposition nicht nur einfache Strategien, sondern auch ein erfolgreiches, als aktiv zu bezeichnendes Management der Bilanzstruktur beziehungsweise des Swap-Portfolios durchführt beziehungsweise durchzuführen plant,¹² so ist zu hinterfragen, ob denn dies einen Wert aufweist. Ein Kreditinstitut könnte etwa kurzfristig zwischen dem Eingehen geplanter Zinsbindungsinkongruenzen und dem Schließen aller Positionen wechseln oder auch die durchschnittliche Inkongruenz fortlaufend verändern. Hinsichtlich der oben dargestellten einfachen Swap-Strategien ist beispielsweise auch ein wechselnder Abschluss von Receiver- und Payer-Swaps mit unterschiedlichen Laufzeiten denkbar.

Erfolgreiches aktives Management setzt selbstverständlich die Fähigkeit voraus, zumindest durchschnittlich die jeweils einen höheren Erfolg versprechenden Zinsbindungsinkongruenzen richtig prognostizieren zu können. Sollte die Zentraldisposition einer Bank solche außergewöhnlichen Fähigkeiten besitzen, die risikoadjustiert zu entsprechend höheren erwarteten Ergebnissen im Gegensatz zu den zuvor betrachteten einfachen Strategien führen, so erhöht dies selbstverständlich den Wert der Bank. Problematisch ist jedoch die Beurteilung, ob der erzielte Zinsüberschuss auf einfacher Fristentransformation oder auf aktivem (kurzfristigen) Management beruht.

Grundsätzlich bietet es sich in diesem Zusammenhang an, eine der durchschnittlichen Zinsbindungsinkongruenz entsprechende einfache (passive) Strategie als Benchmark heranzuziehen¹³ und nur darüber hinausgehende Erfolge als werterhöhende Komponente zu berücksichtigen. Darüber hinaus würden wesentliche Anteile des Erfolgs aktiven Managements

nicht im Zinsüberschuss, sondern im Ergebnis aus Eigenhandelsgeschäften („Nettoergebnis aus Finanzgeschäften“) ausgewiesen. Grundsätzlich ist jedoch kritisch zu hinterfragen, ob entsprechendes aktives Management auf Dauer überhaupt erfolgreich sein kann. Einen realistischen Anhaltspunkt liefert die Betrachtung von Ergebnissen aktiven Managements im Equity-Bereich, für das insbesondere im Rahmen der Performanceanalyse von Aktienfonds eine Vielzahl empirischer Untersuchungen vorliegt. Als positiver Erfolg aktiven Managements ist hier ein gegenüber einer Benchmark (wie dem DAX) erzielter, geeignet risikoadjustierter Erfolg zu werten.¹⁴

Entsprechende Untersuchungen kommen regelmäßig zu dem Ergebnis, dass Aktienfonds durchschnittlich eine schlechtere Performance als die Benchmark erzielen.¹⁵ Von außerordentlichen Fähigkeiten des Managements aktiv verwalteter Aktienfonds kann somit in der Regel nicht ausgegangen werden. Basierend auf diesen Ergebnissen stellt sich die Frage, warum ein aktives Management im tendenziell komplexer einzuschätzenden Fixed-Income-Bereich durchschnittlich erfolgreicher sein sollte. Vielmehr ist zu vermuten, dass sich „geplante“ beziehungsweise erwartete Zinsüberschüsse aus Fristentransformation in der Regel nur über ein passives Eingehen von Zinsbindungsinkongruenzen begründen lassen und folglich wie dargestellt keine werterhöhende Komponente darstellen. Ein Abweichen von dieser Form der Bewertung künftiger Zinsüberschüsse aus Fristentransformation ist nach Ansicht der Autoren nur für den Fall ratsam, dass sich der Beitrag des hierüber zu erfassenden aktiven Managements explizit begründen lässt.

Bei der Bankbewertung ist es prinzipiell möglich, zunächst einzelne Geschäftsbereiche oder strategische Geschäftsfelder zu bewerten und deren Barwerte dann zum Wert der Gesamtbank zu addieren. Dabei tritt regelmäßig das Problem auf, die Überschüsse verursachungsrecht zuzuordnen, Cross-Selling-Effekte und Verbundrisiken zu erfassen und die Diskontierungszinssätze für jeden Bereich adäquat zu wählen.¹⁶ Allerdings ist das hier betrachtete Fristentransformationsergebnis hinreichend klar abgrenzbar, so dass etwaige Probleme der Separierbarkeit vernachlässigbar sind.

Demgegenüber wird gelegentlich argumentiert, dass das Fristentransformationsergebnis nicht isoliert, sondern nur im Kontext der Gesamtbank beurteilt werden dürfe, da etwa aus dem Fristentransformationsergebnis resultierende Steuerverschiebungen potenziell vorteilhaft sein könnten. Schon deshalb sei dem Fristentransformationsergebnis doch ein positiver Wert beizumessen. Auch hier sollte aber bedacht werden, dass dieser (erwartete) Einfluss der Fristentransfor-

mation in Form einer Steuerwirkung potenziell durch Eingehen geeigneter alternativer (derivativer) Geschäfte am Geld- und Kapitalmarkt quasi kostenlos generiert werden kann.

Bei der Bewertung von Kreditinstituten bietet es sich daher an, grundsätzlich auf die Berücksichtigung erwarteter Zinsüberschüsse aus Fristentransformation zu verzichten. Sollten diese dennoch einbezogen werden, so ist das im Diskontierungszinssatz zu berücksichtigen. Ein Grund für ein solches Vorgehen könnte darin liegen, dass der Diskontierungszinssatz der Bank aus Marktdaten wie Börsenkursen abgeleitet wird und damit auch die Ergebnisse der Fristentransformation widerspiegelt. Eine Nichtberücksichtigung der Zinsüberschüsse aus Fristentransformation würde in diesem Fall eine geeignete Korrektur des aus Marktdaten abgeleiteten Diskontierungszinssatzes erfordern. Ein anderer Grund für die Berücksichtigung erwarteter Zinsüberschüsse aus Fristentransformation liegt vor, wenn die Bewertung der Bank auf der Basis der Summe der gesamten erwarteten Überschüsse erfolgen soll, etwa um gleichzeitig einen Gesamtüberblick über die erwartete zukünftige Entwicklung der Bank zu erhalten.

Konkret bedeutet dies im obigen Beispiel, dass zwei Banken mit einer vergleichbaren Marktpositionierung und im Grundsatz übereinstimmenden Planüberschuss-Rechnungen, jedoch unterschiedlichen Fristentransformationsergebnissen, nicht denselben Wert aufweisen. Bei der Bewertung der Bank mit den höheren erwarteten Zinsüberschüssen aus der Fristentransformation (Bank B) würden die entsprechend höher anzusetzenden risikoadäquaten Diskontierungszinssätze die erwarteten höheren Zinsüberschüsse gerade kompensieren, so dass daraus für die Bank B wieder ein niedrigerer Wert als für die Bank A resultiert.

Dies ist auch plausibel, da ein potenzieller Investor, wie oben ausgeführt, durch zusätzliches, quasi kostenloses Eingehen von Derivate-Positionen (über Swaps etc.) jede beliebige Fristentransformation eingehen kann, unabhängig davon, welche der beiden Banken er kauft. Im Gegensatz dazu kann der geplante, im Vergleich zur Bank B höhere Konditionsbeitrag der Bank A nicht kostenlos über Derivate-Positionen generiert werden.

➤ Bankwert bei Erfassung der Fristentransformation

Da die Zinssätze für lange Laufzeiten durchschnittlich höher waren als für kurze Laufzeiten, ist ein Teil der durchschnittlichen historischen Zinsüberschüsse vieler Kreditinstitute auf die Fristentransformation zurückzuführen. Im Weiteren werden die Auswirkungen der dargestellten

Überlegungen auf den Wert von Banken abgeschätzt. Als Beispiel dient eine fiktive Bank mit einem durchschnittlichen Jahresüberschuss vor Steuern in Höhe von 0,48 % der Bilanzsumme⁷.

Da die erwarteten Zinsüberschüsse aus der Fristentransformation keinen Wert aufweisen, können diese bei der Bewertung des Kreditinstitutes aus dem Zinsüberschuss und damit dem erwarteten Jahresüberschuss herausgerechnet werden. Ausgehend von einer fiktiven durchschnittlichen Fristentransformationsstrategie von „7 gegen 3“ („5 gegen 3“),¹⁸ ergibt sich ein korrigierter durchschnittlicher bewertungsrelevanter Jahresüberschuss in Höhe von rund -0,24 % (0,08 %) der Bilanzsumme. Für den fiktiven Fall, dass die Bank auch keine stillen Reserven aufbaut¹⁹, ergibt sich bei prognostizierter Konstanz dieser Größen letztlich ein negativer (recht geringer) Barwert der den Investoren künftig potenziell zufließenden Überschüsse. Die Auswirkungen auf den Wert dieser fiktiven Bank sind offensichtlich. Insofern ist es nicht verwunderlich, dass über die Berücksichtigung der erwarteten Ergebnisse aus der Fristentransformation zum Teil heftig diskutiert wird.

Resümee

Die für die Zukunft erwarteten Zinsüberschüsse aus Fristentransformation stellen im Grundsatz keine unternehmenswert-erhöhende Komponente von Banken dar. Hieraus folgt als komplexitätsreduzierende Handlungsoption bei der Bankbewertung, auch bei der Ertragswertermittlung auf Basis der Plan-Überschuss-Rechnung grundsätzlich auf eine Berücksichtigung erwarteter Fristentransformationsergebnisse bei der Prognose des Zinsüberschusses der Gesamtbank zu verzichten.

Sollte hingegen bei der Bestimmung der erwarteten Zinsüberschüsse der Fristentransformationsbeitrag einbezogen werden, so ist sicherzustellen, dass gleichzeitig eine entsprechend höhere, risiko-adequate Festlegung des Diskontierungszinssatzes erfolgt. Dies hat zur Folge, dass der wertsteigernde Einfluss der höher angesetzten Zinsüberschüsse durch die Risikoadjustierung des Diskontierungszinssatzes kompensiert wird. Unabhängig von der gewählten Vorgehensweise bei der Bankbewertung ergibt sich für den Beitrag des erwarteten Fristentransformationsergebnisses zum Wert einer Bank gerade ein Wert von null. ■

rungen zum Wertbeitrag des Fristentransformationsergebnisses sind jedoch unabhängig vom Bewertungsverfahren.

- 2 Vgl. für eine schematische Darstellung etwa Wilkens/Zemke (2000), S. 275.
- 3 In der Praxis erfolgt die Bewertung von Banken häufig auf der Grundlage eines 2-Phasen-Modells. In der ersten Phase eines genauer planbaren Zeitraumes (z.B. fünf Jahre) werden Plan-Überschuss-Rechnungen detailliert für jedes Jahr aufgestellt. Für den darauf folgenden Zeitraum werden üblicherweise konstante oder konstant wachsende Überschüsse unterstellt.
- 4 Zur Marktzinsmethode siehe ausführlich Rolfes (1999), Schierenbeck (2001).
- 5 Hiervon abzugrenzen ist das als spekulativ zu bezeichnende Eingehen von Inkongruenzen in der Zinsbindung mit dem Ziel, kurzfristig potenziell erkennbare Marktbewegungen gewinnbringend auszunutzen. Die hieraus resultierenden Ergebnisse gehen vor allem in das „Nettoergebnis aus Finanzgeschäften“ ein. Zusätzliche Erfolgsbestandteile der Zentraldisposition können Gewinne aus klassischen Arbitragegeschäften und das Ausnutzen von Geld- Brief-Spannen sein. Vgl. Lemmer (1999), S. 620 f., Sonntag (2001), S. 84-90. Zur Darstellung der hier relevanten Zusammenhänge kann von diesen Größen abstrahiert werden, da der Wert des Fristentransformationsergebnisses und nicht der Wert der Zentraldisposition bestimmt werden soll.
- 6 Vgl. hierzu Wilkens/Zemke (2000), S. 276.
- 7 Bei Receiver-Zinsswaps erhält die Bank den vorab fixierten Zinssatz und zahlt den jeweils aktuellen kurzfristigen Geldmarktzinssatz wie den Euribor. Der Swapkurs ist der (faire) Festzinssatz, bei dem der Swap bei Abschluss einen Barwert von null aufweist.
- 8 Für die folgenden Ergebnisse ist die Berücksichtigung von Interbanken-Bonitätspremiums unerheblich.
- 9 Wenig wahrscheinlich, aber nicht ausgeschlossen ist, dass die historischen Differenzen zufällig eingetreten sind.
- 10 Die mit dem Abschluss dieser Positionen anfallenden Transaktionskosten sind für institutionelle Investoren eher gering, so dass in diesem Zusammenhang annähernd von einem vollkommenen Kapitalmarkt ausgegangen werden kann.
- 11 Vgl. auch Wilkens/Zemke (2000), S. 276 f., Sonntag (2001), S. 17-83.
- 12 Hierunter ist allerdings im Gegensatz zu den dargestellten Swap-Strategien ein eher kurzfristiges Ausnutzen nicht über die Forward Rates antizipierter Veränderungen der Zinsstruktur zu fassen.
- 13 Diese Problematik ist im Wesentlichen analog zur Beurteilung der Performance von Rentenfonds, siehe hierzu etwa Kielkopf (1995), Katholing (1996), Tetzlaff (1999).
- 14 Zu einer systematischen Darstellung grundlegender Performancemaße zur Beurteilung der Anlageergebnisse von Aktienfonds siehe etwa Wilkens/Scholz (1999a, b).
- 15 Zur Performance deutscher Investmentfonds vgl. etwa Wittrock (2000).
- 16 Vgl. Wilkens/Zemke (2000), S. 274 f.
- 17 Dies entspricht in etwa dem durchschnittlichen Wert dieser Größe über alle deutschen Kreditinstitute im Zeitraum von 1990 bis 1999. Vgl. Deutsche Bundesbank (2001), S. 16.
- 18 Aussagefähige Daten zur durchschnittlichen Fristentransformation werden von den Kreditinstituten leider nicht veröffentlicht, die dargestellten Relationen dürften aber teilweise nicht unrealistisch sein.
- 19 Vor dem Hintergrund der aktuellen Entwicklung, nach der zu vermuten ist, dass gelegentlich sogar stille Reserven abgebaut werden, mag diese Annahme sogar realistisch sein.

LITERATUR

Adolf, Rüdiger; Cramer, Jürgen; Ollmann, Michael (1989a): Die Bewertung von Kreditinstituten, in: Die Bank 9/1989, S. 485-492.
Adolf, Rüdiger; Cramer, Jürgen; Ollmann, Michael (1989b): Die Bewertung von Kreditinstituten, in: Die Bank 10/1989, S. 546-554.

Copeland, Tom; Koller, Tim; Murrin, Jack (1998): Unternehmenswert – Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, 2. Aufl., Frankfurt/M. u. a., S. 486-524.
Deutsche Bundesbank (2001): Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute, in: Monatsbericht September 2001, S. 15-50.
Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (2000): IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1) (Stand: 28.6.2000), in: Die Wirtschaftsprüfung, 17/2000, S. 825-842.
Katholing, Matthias (1996): Zur Messung und Beurteilung der Performance deutscher Rentenfonds, Erlangen-Nürnberg.
Kielkopf, Klaus (1995): Performance von Anleiheportefeuilles: Konzepte – Vergleichsmaßstäbe – Leistung von deutschen Rentenfonds, Wiesbaden.
Kümmel, Axel T. (1994): Bewertung von Kreditinstituten nach dem Shareholder Value Ansatz, Ludwigsburg u. a.
Lemmer, Jürgen (1999): Der Eigenhandel als strategisches Geschäftsfeld deutscher Banken, in: Die Bank 9/1999, S. 620-627.
Miller, William D. (1995): Commercial Bank Valuation, New York u. a.
Rolfes, Bernd (1999): Gesamtbanksteuerung, Stuttgart.
Schell, Gerhard R. (1988): Die Ertragsermittlung für Bankbewertungen, Frankfurt/M.
Schierenbeck, Henner (2001): Ertragsorientiertes Bankmanagement, Band 1: Grundlagen, Marktzinsmethode und Rentabilitäts-Controlling, 7. Aufl., Wiesbaden.
Sonntag, Alexander (2001): Bewertung von Banken, Wiesbaden.
Tetzlaff, Dirk (1999): Methoden und Probleme der Performancemessung von Rentenportefeuilles – Ein Ansatz zur horizontabhängigen Performancemessung, Aachen.
Wildgruber, Jörg (1998): Das Prognoseproblem bei der Ermittlung des Entscheidungswertes von Kreditinstituten, Frankfurt/M.
Wilkens, Marco; Scholz, Hendrik (1999a): Systematik grundlegender Performancemaße – Von der Sharpe-Ratio zum RAP, in: Finanz Betrieb, 9/1999, S. 250-254.
Wilkens, Marco; Scholz, Hendrik (1999b): Von der Treynor-Ratio zur Market Risk-Adjusted Performance – Zusammenhang und Diskussion grundlegender Performancemaße, in: Finanz Betrieb, 10/1999, S. 308-315.
Wilkens, Marco; Zemke, Gebhard (2000): Fusionen: Welchen Wert hat eine Bank?, in: Die Bank 4/2000, S. 274-281.
Wittrock, Carsten (2000): Messung und Analyse der Performance von Wertpapierportfolios – Eine theoretische und empirische Untersuchung, Bad Soden/Ts.

¹ Zur Bankbewertung vgl. etwa Schell (1988), Adolf/Cramer/Ollmann (1989a, b), Kümmel (1994), Miller (1995), Copeland/Koller/Murrin (1998), Wildgruber (1998), S. 486-524, Wilkens/Zemke (2000), Sonntag (2001). Das Ertragswertverfahren wird in den Bewertungsrichtlinien der Wirtschaftsprüfer explizit hervorgehoben, vgl. hierzu Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (2000). Die folgenden Ausfüh-