Berichte

Stripping von Bundesanleihen oder die Direktemission von Zerobonds

Eine Möglichkeit zur Senkung der Kapitalkosten des Bundes Probleme bei der Besteuerung von Strips

Von Christine Hasche-Preuße, St. Augustin

Das Public-Debt-Management des Bundes steht vor dem Problem, das Haushaltsdefizit zu möglichst geringen Kapitalkosten zu decken. Eine kritische Überprüfung der Strategien der Kreditaufnahme gehört dabei zu seinen ständigen Aufgaben. Die vorhandenen Finanzierungsinstrumente des Bundes müssen auf ihre Adäquanz, Innovationen an den Finanzmärkten auf ihre Eignung geprüft werden. Der Bund erwägt seit mehreren Jahren, ob er eine Anleihe mit Strip-Option emittieren soll[1].

Die in den USA entwickelte plakative Abkürzung „Strips" steht für „separate trading of registered interests and principals of securities". Die Gläubiger haben bei dieser Konstruktion das Recht, eine Trennung von Kapital- und Zinsansprüchen vorzunehmen. Die Emission einer solchen Anleihe könnte gegenüber der Normal-Anleihe wegen des zusätzlichen Bonbons der Strip-Option zu einer Senkung der Kapitalkosten des Bundes führen. Es würden dann bei wirtschaftlicher Betrachtung Zerobonds entstehen. Der Bund hat bislang keinen einzigen Zerobond emittiert. Als Alternative hierzu käme auch die direkte Emission eines Zeros in Betracht.

I. Kapitalmarktpolitische Auswirkungen

Der gestiegene Kreditbedarf des Bundes erfordert ein breites, keinen Laufzeitenbereich und kein Marktsegment ausschließendes Angebot an Schuldtiteln. Nullkupon-Anleihen haben sich an den internationalen

[1] Ohne Verfasser, Stripping beim Bund, in: Börsen-Zeitung vom 4.2.1993, S. 1, und ohne Verfasser, Bonn begibt in engem Rahmen kurzlaufende Wertpapiere, in: Handelsblatt vom 14./15.6.1996, Nr. 113.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.29.4.592 | Generated on 2024-04-26 17:38:50
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Finanzmärkten durchgesetzt. Der Bund könnte mit Zerobonds seine Angebotspalette an Schuldtiteln erweitern und eine zusätzliche Nische am Kapitalmarkt nutzen. Eine effizientere Inanspruchnahme des Kapitalmarktes würde wiederum ceteris paribus die Finanzierungskosten des Bundes senken.

Die Erfahrungen in den USA, Frankreich und den Niederlanden[2] zeigen, daß für öffentliche Nullkupon-Anleihen und für Anleihen mit Strip-Option ein Nachfragepotential vorhanden ist. Die Attraktivität von Zerobonds liegt für den Anleger darin, daß die rechnerische Rendite bei geringem Kapitaleinsatz über die gesamte Laufzeit abgesichert ist. Zinsänderungsrisiken bei der Wiederanlage der Erträge sind konstruktionsbedingt ausgeschlossen. Die bei Auszahlung und Reinvestition der laufenden Verzinsung entstehenden Kosten werden vermieden. Zerobonds sind außerdem für spekulativ eingestellte Anleger von Interesse, die unter Trading-Gesichtspunkten das größere Kursschwankungspotential ausnutzen wollen. Die Volatilität der Zeros ist wegen ihrer Hebelwirkung (längere und intensivere Bindung des investierten Kapitals an die Anlage) erheblich größer als bei normalen Anleihen. Ausländische institutionelle Anleger bevorzugen in der jeweiligen Währung Titel mit erster Bonität. Da der Bund mit Zerobonds bisher nicht im Markt vertreten ist, verzichtet er gegenwärtig auf die Nutzung dieses Nachfragepotentials.

Die Fortentwicklung des kreditpolitischen Instrumentariums des Bundes ist eingebettet in die Finanzplatzpolitik der Bundesregierung. Die Bundesrepublik Deutschland als drittgrößte Industrienation braucht einen voll entwickelten und internationalen Ansprüchen genügenden Geld- und Kapitalmarkt. Die Umwandlung der abgetrennten Zinsscheine in Zerobonds auch mit kurzen Laufzeiten würde als wirtschaftliches Ergebnis zusätzlich zu den Bu-Bills weitere Bundeskurzläufer entstehen lassen, die den im internationalen Vergleich relativ unterentwickelten deutschen Geldmarkt bereichern würden.[3]

---

[2] Vgl. unveröffentlichtes Manuskript von *J. P. Morgan,* „Strippen" von Bundesanleihen, Entwurf vom 7. Oktober 1991, und Broschüre der DWZ Deutsche Wertpapier-Daten-Zentrale, Deutscher Kassenverein AG, Bond-Stripping, Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities vom 16. Juni 1993.

[3] Vgl. *Christine Hasche-Preuße,* Möglichkeiten zur Förderung des Geldmarktes im internationalen Wettbewerb, in: Kredit und Kapital 27. Jg. 1994, Heft 1, S. 135 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.29.4.592 | Generated on 2024-04-26 17:38:50
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

II. Die Produktgestaltung einer Anleihe mit Strip-Option

Stripping von Bundesanleihen bedeutet, daß Kapital- und Zinsansprüche der zugrundeliegenden Bundesanleihe getrennt werden können. Es entstehen Nullkupon-Anleihen sowohl für das endfällige Stammrecht der Anleihe als auch für die einzelnen, abgetrennten Kupons. Dabei erwachsen aus einer zehnjährigen Bundesanleihe insgesamt elf neue Zerobonds, sofern die Kapitalrückzahlung aus dem Stammrecht der Anleihe und die letzte Zinsfälligkeit nicht zusammengefaßt werden. Ein Börsenhandel mit der Summe aller abgetrennten Kupons, d. h. als Summe der Zinsstaffel könnte zusätzlich mit separater Wertpapier-Kennummer eingeführt werden. Der Handel des gesamten Bogens hätte den Vorteil, daß die Investoren Zahlungsströme kaufen könnten. Eine zusätzliche Produktinnovation entstünde. Das Wiederzusammenfügen der Summe der Strips zur Rekonstruktion der Alt-Anleihe ist ebenfalls möglich. Daraus entstehen Arbitragemöglichkeiten, die für die Handelsabteilungen der Banken und institutionelle Anleger sicherlich von Interesse sein werden, zumal diese Marktteilnehmer nur geringe Transaktionskosten zu tragen haben. Es bleibt jedoch offen, inwieweit diese Arbitragemöglichkeiten für Privatanleger ökonomisch sinnvoll genutzt werden können –, nicht zuletzt deshalb, da für die Privatkundschaft die Distanz zu diesem Segment des Rentenmarktes angesichts der üblichen Spesen und fehlender Informationssysteme (Reuters, Bloomberg) zu groß ist.

Wird nur ein Teil einer Bundesanleihe gestrippt, so würden dann für eine zehnjährige Emission insgesamt 13 Gattungen im Umlauf sein. (Bei einer 30jährigen Bundesanleihe wären dann 33 Gattungen im Umlauf.) Die einzelnen Gattungen könnten dann getrennt gehandelt werden. Die längere Laufzeit bietet den Banken ein größeres Potential für das Nutzen der Fristigkeitsstruktur.

Die Emissionstechnik des Bundes müßte beim Stripping nicht verändert werden, d. h., es wird eine normale z. B. zehnjährige (aber auch 30jährige) Bundesanleihe mit jährlicher Zinszahlung aufgelegt. Der Bund als Emittent könnte sich zum Beispiel damit einverstanden erklären, daß die Deutscher Kassenverein AG als zentrale und alleinige Clearingstelle auf Anforderung Mantel und Zinsschein für jeden Zahlungstermin getrennt liefert. Die Trennung kann immer nur von einer einzigen Wertpapiersammelbank für eine zum Stripping freigegebene Anleihe vorgenommen werden, im weiteren Handel der gestrippten Anleihen könnten auch andere Clearing-Institutionen wie Euroclear oder Cedel eingeschaltet werden. Bei der Trennung von Mantel und Bogen erhält jede

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.29.4.592 | Generated on 2024-04-26 17:38:50
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Fälligkeit eine eigene Wertpapier-Kennummer. Um für die einzelnen Strips ausreichend große Volumina zu erzielen und keine Zersplitterung der Strip-Märkte zu bewirken, könnte der Bund zunächst eine großvolumige Bundesanleihe mit einer Strip-Option ausstatten. Effektive Stücke bräuchte der Bund dabei – wie bei seinen übrigen Anleihen auch – weder für die Anleihe noch für die einzelnen Strips auszudrucken.

Die Emission einer Anleihe mit Strip-Option würde jedoch Veränderungen des Nennbetrages bei Bundesanleihen nach sich ziehen. Während der Nennbetrag für die ungestrippten Teile der Anleihe weiterhin bei 1000,– DM bleiben könnte, müßte der zum Stripping freigegebene Mindestabschluß (= Nennwert des Strips) bei 10 000 DM festgesetzt werden. (Die Emissionskurse könnten dann folgendermaßen aussehen: Bei einer Mindestabschlußsumme von 10 000 DM und einem Zinssatz von 7,0 % würde der teuerste Strip, nämlich das abgezinste Stammrecht der Altanleihe mit zehnjähriger Laufzeit, abgezinst nach der Netto-Barwert-Methode 5083,50 DM kosten. Der preiswerteste Strip, nämlich der Kupon mit zehnjähriger Laufzeit, würde bei einem Zinssatz von 7,0 % abgezinst nach der Netto-Barwert-Methode 355,84 DM kosten.

Da die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte im Verlauf der letzten Jahre deutlich zugenommen hat, erscheint dies vermögenspolitisch vertretbar. Kleinsparern wäre damit der Kauf von Strips möglich. Der Nennbetrag für den nicht zum Strippen verwendeten Teil des Anleihevolumens könnte unverändert bei 1000,– DM bleiben.

Die folgenden Aufgaben würden dabei auf die zentrale Clearingstelle, so zum Beispiel die Deutscher Kassenverein AG, zukommen:

- Die Ausbuchung der ursprünglichen Anleihe und Einbuchung der Strips. Jeder einzelne Strip erhält eine eigene Wertpapier-Kennummer.
- Die Ausbuchung der Strips bei gewünschter Wiederzusammenführung und Einbuchung in die ursprüngliche Form der Anleihe und
- die Einlösung der Strips und des ursprünglichen Stammrechts der Anleihe.

Das Verschmelzen von einzelnen Strips mit Strips aus später emittierten Anleihen bei identischen Fälligkeiten und Kupons gehört ebenfalls zur Konstruktion des Strip-Konzepts. Größere Volumina an den Strip-Märkten wären vor allem für die institutionellen Anleger von Vorteil. Der Bund könnte in seinem Emissionskalender die dafür erforderlichen identischen Fälligkeiten und Kupons bereitstellen. Dies ließe sich jedoch nur unter der Voraussetzung nicht allzu großer Schwankungen des Zins-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.29.4.592 | Generated on 2024-04-26 17:38:50
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

niveaus am Rentenmarkt und gleichbleibender Nominalsätze realisieren. Die Identität von Fälligkeiten und Kupons verschiedener Emissionen wird angesichts der in den letzten Jahren gewachsenen Zinsvolatilitäten allerdings nicht immer praktisch darstellbar sein.

III. Exkurs: Die Besteuerung stripbarer Anleihen

Grundsätzlich gilt: Während bei normalen Kupon-Anleihen die periodisch zufließenden Zinsen der Besteuerung unterliegen, ist bei Null-Kupon-Anleihen der besitzzeitanteilige Ertragswert steuerpflichtig. Ein Kursgewinn zwischen Erwerbs- und Rückzahlungskurs der Anleihe bleibt hingegen weitgehend steuerfrei. Die Emissionsrendite wird bei Zerobonds ohne Berücksichtigung des Erwerbs- und Rückzahlungs- bzw. Veräußerungskurses des einzelnen Anlegers nicht individuell berechnet, sondern bei Auflage der Anleihe generell festgelegt. Die Besteuerung einer stripbaren Anleihe wirft verschiedene Probleme auf.[4]

1. Die Besteuerung einer stripbaren Anleihe könnte für die verschiedenen Anlegergruppen folgendermaßen aussehen:

- für institutionelle Anleger: Der größte Teil der Strip-Volumina dürfte von institutionellen Anlegern gekauft werden, die Einnahmen aus Gewerbebetrieb erzielen und demzufolge bilanzieren. Der Zinsabschlag wird nach § 43 (2) EStG bei Strips nicht erhoben, wenn diese zu den selbstverwahrten Eigenbeständen der Banken gehören. Investmentfonds sind als inländische Körperschaften gemäß § 44a Absatz 4 EStG vom Zinsabschlag befreit. Versicherungsgesellschaften als institutionelle Anleger brauchen nach § 44a Abs. 5 EStG ebenfalls den Zinsabschlag nicht zu zahlen.
- für private Anleger: Der Zinsabschlag auf Strips kann aufgrund der gegenwärtigen gesetzlichen Regelungen nur bei Geschäften mit Privaten und bei „sonstigen Unternehmen" der gewerblichen Wirtschaft erhoben werden. Für diese Anlegerkreise gilt folgendes:

Die abgestrippten Bundesanleihen wären dann nach den für Zerobonds geltenden Grundsätzen zu besteuern. Bei *Einlösung* eines Zeros durch den Ersterwerber wird der Differenzbetrag zwischen dem Nennwert und dem niedrigeren Emissionskurs der Zinsertrag, der bei Fälligkeit des Papiers der Besteuerung unterliegt. Bei *vorzeitiger Veräußerung* könnten

[4] Ohne Verfasser, Steuerbehörden verhindern Angebot von „gestrippten" Anleihen, in FAZ, vom 10.3.1993.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.29.4.592 | Generated on 2024-04-26 17:38:50
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

als steuerpflichtige Kapitalerträge jene gelten, die rechnerisch auf die Zeit der Innehabung dieser Wertpapiere entfallen. (Berechnung nach der Zero-Formel.) Der 30prozentige Zinsabschlag würde dann von diesem Differenzbetrag einbehalten, sofern der Steuerpflichtige z. B. nicht einen Freistellungsauftrag oder eine Nichtveranlagungs-Bescheinigung vorweisen kann. Ein 35 %iger Zinsabschlag für Tafelgeschäfte dürfte entfallen, da der Bund aus fiskalischen Gründen die Strips kaum als effektive Stücke anbieten wird.

2. Steuerliche Spezialprobleme bei Privatanlegern:

Die Berechnung des besitzzeitanteiligen Kapitalertrages setzt voraus, daß der abrechnenden Bank bekannt ist, wie lange sich die Papiere im Besitz des Verkäufers befanden. Dies ist zum Beispiel bei Depotübertragungen nicht der Fall. Vor dem gleichen Problem steht die Bundesschuldenverwaltung bzw. die Bundesbank, über die die Abrechnung für die Schuldbuchkonten erfolgt. Das „Strippen" von Bundesanleihen könnte sich bei Privatanlegern aus steuerlicher Sicht wie folgt darstellen:

a) Der Erwerber eines festverzinslichen Papiers mit Zinsscheinen bezieht bei der Einlösung dieser Zinsscheine Einkünfte aus Kapitalvermögen nach § 20 Abs. 1 Nr. 7 EStG. Wenn der Ersterwerber von der Strip-Option Gebrauch macht, dann trennt er die Zinsscheine vom Wertpapier ab und veräußert die Kupons. Der daraus erzielte Kapitalertrag würde dann nach § 20 Abs. 2 Nr. 2b EStG steuerpflichtig. Der 30prozentige Zinsabschlag wird nach § 43 Abs. 1 S. 2 EStG von dem Kapitalertrag aus der Veräußerung der Kupons einbehalten.

Die Veräußerung des Stammrechtes stellt bei dem Verkäufer, der ursprünglich die Normalanleihe mit den Zinsscheinen erworben hat, *keinen* einkommensteuerpflichtigen Vorgang dar, da Kapitalerträge hier nicht anfallen.

Der Käufer eines *isolierten Zinsscheins* hat einen neu geschaffenen Zero erworben. Erwirbt er diesen gestrippten Zinsschein über ein Kreditinstitut und wird der Kupon dort seit dem Erwerb verwahrt, so ist bei Fälligkeit lediglich der besitzzeitanteilige Ertrag zu versteuern.

Wenn der erste Erwerber des gestrippten Wertpapiers (in diesem Fall der zweite Erwerber in der Kette) den *großen Strip* veräußert, der aus dem *Stammrecht* entstanden ist, so handelt es sich um den Verkauf eines Zeros. Sofern dieser depotverwahrte Zero auch von dem verwahrenden Kreditinstitut für den Gläubiger des Zeros erworben wurde, wird von dem besitzzeitanteiligen Kapitalertrag der 30 %ige Zinsabschlag einbehalten. Wenn der aus dem ehemaligen Stammrecht neu geschaffene Zero

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.29.4.592 | Generated on 2024-04-26 17:38:50
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

von dem verwahrenden Kreditinstitut jedoch *nicht* für den Gläubiger der Kapitalerträge erworben wurde, so müßte als Besitzzeit des Veräußerers die gesamte Laufzeit des Papiers bis zur Veräußerung angenommen werden. Dabei darf jedoch *nur* der Kapitalertrag steuerpflichtig sein und dem Zinsabschlag unterliegen. Für die Besteuerung ist dabei zu berücksichtigen, daß die Kreditinstitute nicht in allen Fällen die Dauer der Besitzzeit des Veräußerers kennen. In diesen Fällen wird die Finanzverwaltung beim Steuerabzug davon ausgehen, daß der Veräußerer das Wertpapier seit Beginn der Laufzeit im Besitz hatte.

Resümee für die Bankpraxis: Bei der Berechnung des besitzzeitanteiligen Ertragswertes kann ein Kreditinstitut nur diejenigen Daten berücksichtigen, die verfügbar sind. Die Besteuerung müßte dann bei Depotüberträgen von anderen Kreditinstituten, Erbschaften oder Sonderfällen mit unbestimmtem Erwerbszeitpunkt nach dem Bruttoprinzip mit Verrechnung zuviel einbehaltener Zinsabschläge in der Einkommensteuererklärung vorgenommen werden. Der Grund: Die Kreditinstitute als auszahlende Stellen, die keine ausreichende Gewißheit über die Besitzzeit des Gläubigers haben, haften nach § 44 Abs. 5 EStG, falls sich die vorgelegten Belege später als falsch herausstellen.

b) Zur Berechnung des besitzzeitanteiligen Ertragswertes: Die Definition der Emissionsrendite zur Ermittlung des besitzzeitanteiligen Ertragswertes stellt ein weiteres steuerliches Problem dar. Der Bund müßte für die einzelnen Strips (sowohl für das ehemalige Stammrecht als auch für die ehemaligen Kupons) eine Emissionsrendite festsetzen (lassen). Hier bestehen verschiedene Möglichkeiten:

- Der Bund könnte bei der Plazierung im Tenderverfahren den höchsten Emissionskurs ermitteln und bekanntgeben. Dies geschieht gegenwärtig bei den U-Schätzen. Der Bund könnte bei den Strips aus Gründen der Einheitlichkeit der Besteuerung genauso verfahren. Nachteil dieser Lösung: Wenn die Emissionsrenditen von Anleihe zu Anleihe verschieden sind und die Emissionsrendite zur Berechnung des Zinsabschlages bzw. als Steuerbemessungsgrundlage herangezogen werden müßte, scheidet das Zusammenfügen von Strips verschiedener Anleihen für Privatanleger und „sonstige Gewerbliche“ aus, da eine einheitliche Emissionsrendite nicht besteht. Es entstünde eine unnötige Diskriminierung der Privatkäufer von Bundeswertpapieren.

- Die Emissionsrendite könnte bei der Plazierung im Tenderverfahren als durchschnittliche Rendite der erfolgreichen Gebote festgelegt werden (mit demselben Nachteil wie oben).

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.29.4.592 | Generated on 2024-04-26 17:38:50
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

- Die Nominalverzinsung (Kupon) alleine gilt als Emissionsrendite. Der Charme dieser pragmatischen Lösung läge darin, daß das zur Konstruktion von Strip-Anleihen gehörende Verschmelzen mit späteren Strips bei identischen Fälligkeiten und Kupons auch für Privatanleger und „sonstige Gewerbliche" ermöglicht wird. Dies hätte den weiteren Vorteil, daß die vom Markt erwarteten großen Volumina leichter dargestellt werden könnten. Für die Verwendung der Nominalverzinsung als Emissionsrendite spricht außerdem die Möglichkeit, abgetrennte Strips aus verschiedenen Anleihen wieder zu einer normalen Bundesanleihe zusammenzufügen. Die Transparenz und Effizienz an den Kapitalmärkten würde gefördert. Dieser Vorschlag hat jedoch den Nachteil, daß die Verzerrungen um so größer werden, je mehr die Effektiv-Verzinsung vom Nominalzins abweicht. Auch die völlig unterschiedliche Ermittlungsmethode im Vergleich zu herkömmlichen Zerobonds und die daraus folgende steuerliche Ungleichbehandlung wären problematisch und würden erneut einen Beitrag zur Komplizierung des Steuerrechts leisten.

Sofern sich der Bund für einen Börsenhandel mit der Summe aller abgetrennten Kupons mit separater Wertpapier-Kennummer entscheiden sollte, dürften sich hier die Probleme der Besteuerung kumulieren. Die Besteuerung müßte dann konsequenterweise als Summe der einzelnen Strips (= Summe der Zerobonds) erfolgen.

IV. Abwägung zwischen der Direkt-Emission von Zerobonds einerseits und der Einführung einer Strip-Option auf Anleihen andererseits

Der Bund könnte sich entweder mit der Direktemission von Zerobonds oder mit der Strip-Variante an den Markt wenden und damit einen größeren – insbesondere auch internationalen – Investorenkreis erschließen. Damit sind verschiedene Vor- und Nachteile verbunden:

1. Die Direkt-Emission von Zerobonds durch den Bund hätte im wesentlichen drei Vorteile:

- Die Marktzersplitterung durch zahlreiche, neu entstehende Kupon-Tranchen würde entfallen. Die Emission eines einzelnen Zerobonds würde einen liquideren Markt garantieren, in dem größere Transaktionen durch institutionelle Anleger leichter abgewickelt werden könnten.
- Bei einem einzelnen Zerobond im Vergleich zu dreizehn bis 33 Strips würden geringere Börsenzulassungsgebühren anfallen.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.29.4.592 | Generated on 2024-04-26 17:38:50
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

- Die abrechnungstechnischen Kosten bei der Bundesschuldenverwaltung und bei der Deutscher Kassenverein AG als Clearing-Stelle würden vermieden.
- Das Ausfüllen einer Nische am Kapitalmarkt und der Exoten-Effekt würde die Nachfrage nach Bundeswertpapieren beleben und damit cet. par. die Finanzierungskosten senken.

2. Die Direkt-Emission von Zerobonds durch den Bund hätte aber auch Nachteile:

- Ein Zerobond allein würde zwar eine Nische am Kapitalmarkt ausfüllen, ein Teil der traditionellen Kundschaft von Bundesanleihen möchte diese Nische jedoch nicht besetzen. Die normale Nachfrage nach Bundestiteln würde damit nicht befriedigt, zumal der Bund im Durchschnitt der letzten fünf Jahre (ohne Sondervermögen) nur vier bis fünf Anleihen pro Jahr begeben hat.
- Der Bund müßte politisch entscheiden, ob er es für vertretbar hält, laufende Zinsverpflichtungen geschlossen auf ein Haushaltsjahr z.B. 10 bis 30 Jahre nach der Emission zu verlagern. Während sich bei der Emission von *stripbaren* Anleihen die Zahlungsströme für die Zinszahlungen des Bundes in gewohnter Weise auf die gesamte Laufzeit der Anleihe verteilen, würde sich bei der direkten Zerobond-Emission eine einzige gewichtige Zahlung auf einen Termin konzentrieren. Der Bundeshaushalt würde zwar während der gesamten Laufzeit des Zerobonds vom Zinsendienst entlastet. Die extreme Belastung mit den kumulierten Zinskosten und der Tilgung würde voll in dem betreffenden Haushaltsjahr durchschlagen, in dem der Zerobond ausläuft. Kritische Begleitstimmen der Bonner Finanzpolitik könnten die betriebswirtschaftlich-sachliche Diskussion um effiziente Finanzierungsinstrumente des Public-Debt-Managements verlassen, auflagenreißerisch ausschlachten und in den – unberechtigten – Vorwurf ummünzen, der Bund frisiere Haushaltszahlen, indem er Zinszahlungen vermeide und künftige Generationen belaste.

3. Vorteile der Emission einer Anleihe mit Strip-Option:

- Der Weg über die Strips hätte für den Bund den Vorteil, daß politische Irritationen im Zusammenhang mit der Staatsverschuldung nicht aufkommen.
- Da die Anleihe mit dem zusätzlichen „Bonbon" einer Strip-Option ausgestattet ist, wird die Nachfrage am Kapitalmarkt lebhafter als bei

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.29.4.592 | Generated on 2024-04-26 17:38:50
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

einer Normalanleihe sein (Exoteneffekt). Die bessere Plazierbarkeit würde die Finanzierungskosten senken.

- Die Anleger erhalten eine größere Flexibilität.
- Die Erfahrungen im Ausland und mit der 1992er KfW-Anleihe, die ebenfalls mit einer Strip-Option ausgestattet war, zeigen, daß die Anleger für diese Flexibilität bereit sind, Renditeabschläge hinzunehmen.
- Das Trennen der Kupons von der Anleihe und die Möglichkeit der Wiederverschmelzung eröffnen institutionellen Marktteilnehmern Arbitrage-Möglichkeiten bei ihren händlerischen Dispositionen und erhöhen die Attraktivität dieses Instruments.
- Eine Vielzahl von Strips mit unterschiedlichen Laufzeiten würde den Kapitalmarkt bereichern.

4. Die Nachteile der Emission einer Anleihe mit Strip-Option:

- Die Vielzahl der abgetrennten Kupons und die abgezinste Endfälligkeit (Stammrecht) führen zu einer entsprechenden Anzahl von Strips mit unterschiedlichen Laufzeiten sowie zu entsprechend zersplitterten Märkten. In engen Märkten führen größere Orders oftmals zu nicht gerechtfertigten Kursausschlägen. Allerdings setzt die Arbitrage diesen Kursausschlägen Grenzen.
- Die Vielzahl der Strips führt zu erhöhten Börsenzulassungsgebühren.
- Weitere Nachteile sind erhöhte Programmierungskosten bei der zentralen Clearingstelle und ein größerer Verwaltungsaufwand bei der Bundesschuldenverwaltung.
- Die Erhebung des Zinsabschlags bei Strips führt zu steuerrechtlichen Verkomplizierungen und damit zu erhöhten Kosten bei Kreditinstituten und Finanzämtern.

V. Abwägung der Vor- und Nachteile

Ein wichtiges Entscheidungskriterium für die Emission einer stripbaren Anleihe oder die Emission eines Zeros stellen die Finanzierungskosten dar. Ein präziser Finanzierungskostenvergleich zwischen der Emission einer Normalanleihe und der Emission einer stripbaren Anleihe bzw. eines Zeros wäre aus betriebswirtschaftlich-theoretischer Sicht sicherlich wünschenswert, stößt in der Praxis jedoch auf Schwierigkeiten. Die Erfahrungen in den USA, den Niederlanden und in Frankreich

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.29.4.592 | Generated on 2024-04-26 17:38:50
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sind angesichts anders strukturierter Kapitalmärkte und unterschiedlicher steuerrechtlicher Rahmenbedingungen nicht ohne weiteres auf den Markt für Bundesanleihen übertragbar.

Die genannten ökonomischen Argumente (vorhandenes Nachfragepotential im Ausland für Strips und Zeros, Anleihe mit „Extra-Bonbon", durch Nutzung von Nischen erhöhtes Nachfragepotential bei cet. par. konstantem Angebot an Schuldtiteln, Exoteneffekt, Erweiterung händlerischer Dispositionsmöglichkeiten) sprechen dafür, daß sich mit Strips bzw. mit Zeros die Finanzierungskosten des Bundes cet. par. senken lassen.

Ein direkter Vergleich der Emissionskosten von Strips und Zerobonds ergibt, daß die Strips wegen der erhöhten Börsenzulassungsgebühren und ihrer besonderen abrechnungstechnischen Kosten etwas schlechter abschneiden. Der Bund kann sicherlich noch mit den deutschen Wertpapierbörsen über die Höhe der Börsenzulassungsgebühren bei Emission einer Anleihe mit Strip-Option verhandeln. Aber: Die Kosten der Börsenzulassung für die Anleihe *und* die Summe der Strips dürften oberhalb der Gebühren für die Börsenzulassung einer Normalanleihe bzw. eines Zeros liegen. Die komplizierten steuerrechtlichen Probleme bei der Emission von Strips sprechen auch gegen dieses Instrument, zumal die finanzpolitische Diskussion eine Vereinfachung des Steuerrechts favorisiert.

Die Argumente *gegen* Zerobonds sind dagegen nicht sehr stichhaltig. Die in Abschnitt IV, Nr. 2, letzter Absatz angeführte extreme Liquiditätsbelastung am Fälligkeitstermin von Zeros kann nur dann als Nachteil gewertet werden, wenn plötzlich eine ausschließliche oder doch vorrangige Zerobond-Finanzierung durchgeführt werden würde, was weder realistisch ist noch vom Debt-Managemennt des Bundes angestrebt wird. Der Bund steht ja keinesfalls vor der Entscheidung, die Emission seiner Normalanleihen verstärkt durch Zeros zu ersetzen. Wenn er seinen Emissionskalender zum Beispiel einmal im Jahr mit einem Zero vorsichtig ergänzen würde, hielte sich die Haushaltsbelastung in durchaus vertretbaren Grenzen. Würden zum Beispiel im nächsten Jahr 20 Mrd. DM für die Rückzahlung eines Zerobonds anfallen, so entspräche dies einem Anteil am Tilgungsetat von weniger als zehn Prozent. Diese Größenordnung wäre bei einem Tilgungsvolumen von insgesamt 214 Mrd. DM im Jahr 1997[5] haushaltsmäßig problemlos zu verkraften. Außerdem: Wenn der Bund Zerobonds regelmäßig, beispielsweise einmal pro Jahr emittierte, so würden nach einigen Jahren permanent Zerobonds fällig. Die

[5] Jahresbericht der Bundesschuldenverwaltung 1995, Bad Homburg 1996, S. 32.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.29.4.592 | Generated on 2024-04-26 17:38:50
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

haushaltsmäßige Liquiditätsbelastung würde sich dann weiter entzerren. Die politischen Vorbehalte hinsichtlich einer Kumulation von Zinslasten auf spätere Haushaltsjahre müßten sich zudem durch erfolgreiche Plazierungen ausräumen lassen.

Es könnte daher die Frage aufgeworfen werden, warum nicht eine regelmäßige Emission von Bundes-Zerobonds neben den herkömmlichen Anleihen als bedenkenswerte Alternative erwogen wird. Diese Möglichkeit würde einige Vorteile (z.B. geringere Börsenzulassungsgebühren, niedriger Verwaltungsaufwand, Abdeckung verschiedener Laufzeitsegmente durch unterschiedliche Restlaufzeiten, Erschließung zusätzlicher Anlegergruppen, liquide Marktsegmente und weitaus geringere steuerrechtliche Probleme) in sich vereinigen.

Stripbare Anleihen versus Zerobonds: Beide Entscheidungen sind möglich. Das Besondere am Public-Debt-Management ist letztlich, daß in die Entscheidung auch politische Kalküle einfließen. Eine Ergänzung des bestehenden Instrumentariums an Finanzierungsinstrumenten des Bundes würde in jedem Fall den deutschen Rentenmarkt bereichern.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.29.4.592 | Generated on 2024-04-26 17:38:50
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/