

Primär- und Sekundär- märkte für deutsche öffentliche Schuldtitel: institutionelle Ausgestaltung, Handelssysteme und deren Standort- relevanz für den Finanzplatz Deutschland

Die Integration der Finanzmärkte in Europa verschärft den Wettbewerb öffentlicher Emittenten und damit auch der Finanzplätze um in- und ausländische Anleger. Der deutsche Markt für öffentliche Schuldtitel, vor allem des Bundes, ist hinsichtlich Größe und Liquidität im Euro-Raum führend und besitzt mit dem Bund einen der wichtigsten Akteure am Staatsanleihenmarkt und den Benchmark-Emittenten im mittel- und langfristigen Bereich.

Dabei ist der Primärmarkt aufgrund der Emissionstätigkeit des Bundes fest an den Standort Deutschland gebunden. Die Sekundärmärkte dagegen unterliegen aufgrund ihrer grenzüberschreitenden Offenheit einem ungleich höheren Wettbewerb, der von der Leistungsfähigkeit der nationalen Marktinfrastrukturen bestimmt wird; sie sind daher standortunabhängiger. Hier haben sich verschiedene, untereinander konkurrierende Handelssysteme neben dem klassischen Telefonhandel etabliert. Der Umsatz von Staatsanleihen an Börsen spielt dagegen nur noch eine untergeordnete Rolle.

Aufgaben und Träger des staatlichen Schuldenmanagements in Deutschland

Die primäre Aufgabe des staatlichen Schuldenmanagements ist die termingerechte und kostengünstige Deckung der in den öffentlichen Haushalten festgelegten Kreditaufnah-

me zu marktgerechten Bedingungen sowie das Management der ausstehenden Gesamtschulden. Das staatliche Schuldenmanagement entscheidet dabei über die Produktpalette, ihm obliegt die Festlegung der Gläubigerzielgruppen, der Marktfähigkeit, der Art der Verzinsung, der Art der Platzierung und der Emissionswährung. Im Rahmen des staatlichen Schuldenmanagements wird auch über die Einführung neuer Instrumente entschieden, wie zum Beispiel über die Begebung von Fremdwährungsanleihen oder von inflationsindexierten Anleihen sowie über den Einsatz von Finanzderivaten.¹⁾

Finanzagentur

Verantwortlich für das Schuldenmanagement des Bundes ist das Bundesministerium der Finanzen. Die meisten marktnahen Aufgaben des staatlichen Schuldenmanagements werden seit Juni 2001 von der neu gegründeten, privatwirtschaftlich operierenden „Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur GmbH“ (nachfolgend: „Finanzagentur“) wahrgenommen. Die Bundesbank beteiligt sich bei der Emission staatlicher Titel, indem sie im Auftrag der Finanzagentur und für Rechnung des Bundes Auktionen der handelbaren Bundeswertpapiere durchführt, beim Absatz der Daueremissionen des Bundes mitwirkt und die Marktpflege in Bundeswertpapieren an den deutschen Präsenzbörsen betreibt.

Der Primärmarkt für öffentliche Schuldtitel

Ende Dezember 2006 waren öffentliche Schuldtitel im Gesamtnominalbetrag von rund 1 135 Mrd € im Umlauf. Davon entfielen etwa 81% (rd. 917 Mrd €) auf den Bund und

seine Sondervermögen, etwa 19% (rd. 216 Mrd €) auf die Länder und weniger als 0,05% (rd. 0,4 Mrd €) auf die Gemeinden.²⁾ In diesem Aufsatz werden ausschließlich die Primär- und Sekundärmärkte für Wertpapiere des Bundes untersucht.³⁾

Voraussetzung für die herausragende Stellung des Bundes am Kapitalmarkt sind neben erstklassiger Bonität – die durch eine vom Gesetzgeber zu verantwortende verlässliche Haushaltspolitik gewährleistet werden muss – eine den Marktanforderungen entsprechende Emissionsstruktur, ein effizienter Primärmarkt sowie die Existenz von liquiden und transparenten Sekundärmärkten. Der Bund deckt mit seinen Wertpapieren ein breites Laufzeitspektrum mit kreditrisikolosen Anlagemöglichkeiten ab.⁴⁾ Der Großteil seiner Emissionen erfolgt seit einigen Jahren im kurz- bis mittelfristigen Bereich, beim ausstehenden Volumen bilden jedoch die Anleihen mit zehn- und 30-jähriger Ursprungslaufzeit noch das Schwergewicht.

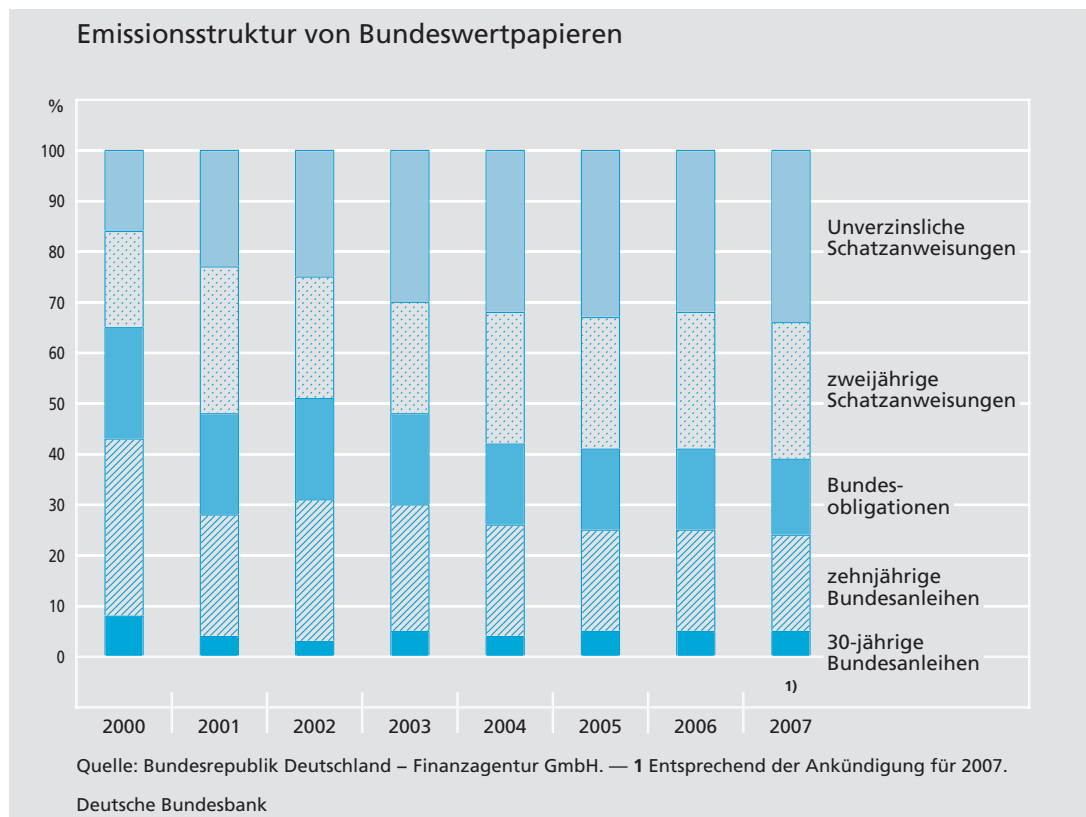
Emissionsstruktur des Bundes

1 Für einen Überblick über den Markt für Staatsanleihen vgl.: Deutsche Bundesbank, Der Markt für öffentliche Anleihen: aktuelle Entwicklungen und strukturelle Veränderungen, Monatsbericht, Oktober 2006, S. 29 ff.

2 Der Bund begibt Einmalemissionen (Bundesanleihen, Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen, Unverzinsliche Schatzanweisungen) und Daueremissionen (Bundesschatzbriefe, Finanzierungsschätze); die Länder begeben Kassenobligationen, Landesobligationen und Landesschatzanweisungen. Seit einigen Jahren gehen Bundesländer mit großvolumigen Gemeinschaftsemissionen, sog. Länderjumbos, an den Markt, um über diese Bündelung eine ausreichende Marktliquidität zu erreichen. Die Platzierung der Länderemissionen erfolgt in der Regel durch ein Bankenkonsortium. Auch Kommunen emittieren im geringeren Umfang Wertpapiere.

3 Schuldscheindarlehen des Bundes werden ausgeklammert, da diese keine Wertpapiere sind, sondern gewöhnliche Darlehen, über die nur eine Beweiskunde ausgestellt ist, die jedoch nicht selbständiger Gegenstand von Rechten ist. Ebenso ist die (nicht marktfähige) Verschuldung der Sozialversicherungen nicht Gegenstand dieses Aufsatzes.

4 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Strukturveränderungen am deutschen Kapitalmarkt im Vorfeld der Europäischen Währungsunion, Monatsbericht, April 1998, S. 59.



*Innovationen
im Schulden-
management*

Der Bund hat in den letzten Jahren seine Palette an Schuldtiteln erweitert.⁵⁾ So begab er im Mai 2005 die erste auf US-Dollar lautende Fremdwährungsanleihe im Volumen von 5 Mrd US-\$. Im März 2006 wurde erstmals eine inflationsindexierte Anleihe im Volumen von 5,5 Mrd € begeben und in zwei Schritten auf 11 Mrd € aufgestockt.⁶⁾ Darüber hinaus ist der Aufbau einer kompletten Zinsstrukturkurve auf der Basis der Renditen der umlaufenden „Bund-Linker“ als Pendant zu den nominalen Bundtiteln durch regelmäßige Begebung von Neuemissionen im Rhythmus von ein bis zwei Jahren vorgesehen. Mit der Begebung von inflationsindexierten Anleihen können mehrere strategische Ziele verfolgt werden. Durch die Schaffung eines weiteren liquiden Marktsegments wird die Flexibilität bei der Deckung des Finanzierungsbedarfs er-

höht. Mit der Diversifizierung des Produktangebots erschließen sich zudem neue Investorenkreise, insbesondere im Ausland, deren wachsende Nachfrage nach inflationsindexierten Anleihen erstklassiger Bonität bisher von anderen Staaten befriedigt wurde.⁷⁾

5 Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Zunehmende Emission inflationsindexierter Staatsanleihen, Monatsbericht, Oktober 2006, S. 40f.

6 Die erstmalige Begebung und die erste Aufstockung der zehnjährigen Anleihe erfolgte über ein Bankenkonsortium vorwiegend bei institutionellen Investoren wie Versicherungen und Fonds, die zweite Aufstockung im April 2007 im Tenderverfahren über die Bietergruppe Bundesemissionen.

7 Der Schwerpunkt des Erwerbs der Erstemission des „Bund-Linker“ lag bei europäischen Investoren. In der Unterscheidung der Investoren nach regionaler Herkunft ergibt sich folgendes Bild: Deutschland 16 %, Frankreich 20 %, Niederlande 8 %, Italien 12 %, Vereinigtes Königreich 11 %, Spanien 7 %, Irland 7 %, sonstiges Europa 12 %, Asien 4 %. Vgl.: Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur GmbH, Pressemitteilung vom 22. Juni 2006.

Laufzeiten und ausstehende Volumina der Wertpapiere des Bundes *)

Wertpapierart	Laufzeit	Erwerber	Börsennotierung	Ausstehende Volumina per 30. April 2007 in Mrd €
Unverzinsliche Schatzanweisungen	6 Monate	jedermann	nein	36
Bundesschatzanweisungen	2 Jahre	jedermann	ja	117
Bundesobligationen	5 Jahre	jedermann	ja	174
Bundesanleihen	10 und 30 Jahre	jedermann	ja	571
Finanzierungsschätze	1 und 2 Jahre	natürliche Personen sowie gebietsansässige gemeinnützige, mildtätige oder kirchliche Einrichtungen	nein	3
Bundesschatzbriefe	6 und 7 Jahre	jedermann außer Kreditinstitute	nein	10

* Ohne US-Dollar-Anleihe (5 Jahre, 5 Mrd US-\$) und inflationsindexierte Anleihe (10 Jahre, 11 Mrd €).

Deutsche Bundesbank

Des Weiteren kann die Finanzagentur seit Juli 2002 durch den Einsatz von Zinsswaps⁸⁾ die Duration und Zinsbindung⁹⁾ des Schuldenportfolios steuern, um die Vorgaben des Referenzportfolios zu erfüllen.¹⁰⁾

Hierdurch kann die Emissionsstrategie vom Laufzeitmanagement abgekoppelt werden. Der Bund hat ein Interesse, im hochliquiden längerfristigen Marktsegment Anleihen zu begeben, um dort die Leitfunktion zu halten (Benchmark-Status).

Dabei orientiert er sich auch an den Nachfragewünschen der Investoren. Unabhängig vom Emissionskalender und den Nachfragewünschen der Investoren besteht eine Vorstellung von der gewünschten Duration und Zinsbindung des Schuldenportfolios, die sich

in der Formulierung eines Referenzportfolios niederschlägt. Durch den Einsatz von Zinsswaps kann die Finanzagentur die tatsächliche Zinsbindungsfrist und Duration des Schuldenportfolios in diejenigen Größen

8 Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Zur Rolle von Zinsswaps, Monatsbericht, Oktober 2006, S. 43.

9 Die Zinsbindung einer Anleihe ist die Zeitdauer, über die die Kuponzahlungen festliegen und damit ein Maß des Refinanzierungsrisikos des Emittenten. Die im Schaubild auf S. 55 abgebildete Duration ist die gewichtete durchschnittliche Laufzeit aller Zahlungsströme aus einer Anleihe. Sie ist ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Zinsreagibilität einer Anleihe.

10 Ihren Erfolg – in Form von Kosteneinsparungen und zusätzlichen Erträgen – misst die Finanzagentur mit Hilfe zweier Portfolios, dem sog. Referenzportfolio auf der einen und dem aktuellen Schuldenportfolio auf der anderen Seite. Durch das Referenzportfolio werden die bis zur Gründung der Finanzagentur im BMF praktizierten Grundsätze der Kreditaufnahme nachgebildet, ohne die neu zur Verfügung stehenden Instrumente zu verwenden. Das Referenzportfolio basiert auf der Schuldenstruktur vom 31. Dezember 2001. Das aktuelle Schuldenportfolio beinhaltet auch den Einsatz der Instrumente Zinsswaps, Repo-Geschäfte und Wertpapierleihe.

transformieren, wie sie vom Referenzportfolio vorgegeben sind, ohne dass eine Änderung bei der Laufzeitstruktur der Bundeswertpapiere notwendig ist.

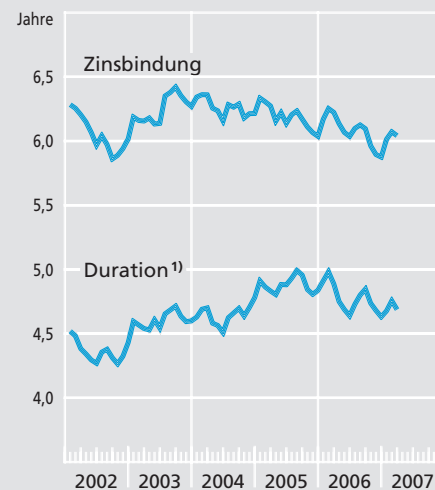
Emissionsverfahren für Bundeswertpapiere

Die erfolgreiche Begebung von Bundeswertpapieren setzt neben einer marktgerechten Ausstattung auch ein leistungsfähiges Emissionsverfahren voraus. Für die einzelnen Bundeswertpapiere nutzt der Bund unterschiedliche Platzierungsverfahren in Abhängigkeit davon, ob die Zielgruppe am Primärmarkt institutionelle Investoren oder Privatpersonen sind. Vor Beginn eines Emissionsjahres gibt der Bund die geplanten Neuemissionen und Aufstockungen in einer Jahresvorausschau bekannt. Zusätzlich wird ein vierteljährlicher Emissionskalender veröffentlicht, der konkretere Daten wie Auktionsdatum und genaue Fälligkeit der Emission enthält. Damit kommt der Bund den Interessen des Kapitalmarkts hinsichtlich Transparenz und Planbarkeit entgegen.¹¹⁾

Tenderverfahren

Bundesanleihen, Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen und Unverzinsliche Schatzanweisungen werden im Tenderverfahren emittiert. Dieses ist der wichtigste Finanzierungskanal des Bundes.¹²⁾ Nur Mitglieder der Bietergruppe Bundesemissionen können sich an den Auktionen des Bundes direkt beteiligen. Zurzeit besteht diese Bietergruppe aus 33 Kreditinstituten, Wertpapierhandelsbanken und Wertpapierhandelsunternehmen. Die Finanzagentur veröffentlicht jeweils am Jahresende eine Rangliste nach den laufzeitgewichteten Anteilen der Bieter an den zugeweilten Emissionsbeträgen. Diese Rangliste ist insofern von Bedeutung, als die Finanzagentur bei weiteren Geschäften wie zum

Duration und Zinsbindung des Schuldenportfolios des Bundes



Quelle: Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur GmbH. — 1 Die Duration ist die gewichtete durchschnittliche Laufzeit aller Zahlungsströme aus einer Anleihe. Sie ist ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Zinsreagibilität einer Anleihe.

Deutsche Bundesbank

Beispiel Swaps oder der Vergabe von Mandaten bei der Begebung von Anleihen im Konsortialverfahren vorzugsweise Mitglieder der Bietergruppe mit vorderen Rangplätzen berücksichtigt. Interessierte Finanzinstitute können sich jederzeit um Aufnahme bewer-

¹¹ Vgl.: Bundesministerium der Finanzen, Bericht des Bundesministeriums der Finanzen über die Kreditaufnahme des Bundes im Jahr 2004, Bonn 2005, S. 9 ff.

¹² Bis Ende 1997 wurden Bundesanleihen im kombinierten Konsortial- und Tenderverfahren über das Bundesanleihekonsortium unter der Konsortialführung der Bundesbank begeben, während bei den Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen und Unverzinslichen Schatzanweisungen ausschließlich das Tenderverfahren angewandt wurde.

ben.¹³⁾ Im Unterschied zu anderen Ländern handelt es sich nicht um ein Primary-Dealer-System mit einem kleinen Kreis von Banken, die festgelegte Verpflichtungen, vor allem im Sekundärmarkt, übernehmen.

Bund Bietungs-System

Seit April 2005 werden die Auktionen des Bundes auf der von der Bundesbank in Zusammenarbeit mit der Finanzagentur entwickelten webbasierten Auktionsplattform „Bund Bietungs-System“ (BBS) durchgeführt.¹⁴⁾ BBS ermöglicht unter Beachtung strenger Sicherheitsanforderungen eine schnelle, komfortable und stabile Durchführung der Auktionen des Bundes. BBS steht Bietern aus dem In- und Ausland offen. Die Zugangsvoraussetzungen sind gleich, die Anwendung ist zweisprachig ausgelegt (Deutsch und Englisch).

Marktpflege

Bei den Auktionen der Bundeswertpapiere wird jeweils ein Teilbetrag der Emission für die Marktpflege reserviert. Der Gesamtbetrag einer Emission setzt sich somit aus dem an die Mitglieder der Bietergruppe zugeteilten Betrag und der Marktpflegequote zusammen. Diese Marktpflegequote stellt zunächst den Eigenbestand des Bundes dar. Seine Höhe wird bei der Tenderzuteilung nach Maßgabe des aktuellen Liquiditätsbedarfs und der vorliegenden Tendergebotsstruktur festgelegt. Die Marktpflegequote wird anschließend zum einen durch die Finanzagentur über elektronische Handelsplattformen und zum anderen durch die Bundesbank an den sieben deutschen Wertpapierbörsen im Parketthandel im Markt platziert. Von der Einschleusung der Marktpflegequoten sind die Marktaktivitäten von Finanzagentur und Bundesbank zu unter-

scheiden, die dem Zweck dienen, kurzfristige Kursschwankungen am Sekundärmarkt durch kursglättende Käufe oder Verkäufe an den Präsenzbörsen zu vermeiden.

Durch ihre Handelsaktivitäten sind Finanzagentur und Bundesbank permanent am Markt präsent und leisten damit einen wichtigen Beitrag zur Liquiditätssicherung im Markt für Bundeswertpapiere. Im Durchschnitt der letzten acht Jahre entfielen von den entsprechenden Börsenumsätzen an allen deutschen Wertpapierbörsen circa 20 % auf die Marktpflegeaktivitäten der Bundesbank, wovon circa 60 % an der Frankfurter Wertpapierbörse erfolgten. Absolut betrachtet sind die Marktpflegeaktivitäten der Bundesbank an den Präsenzbörsen jedoch deutlich zurückgegangen zugunsten der entsprechenden Operationen der Finanzagentur im elektronischen Handel.

Die Daueremissionen des Bundes (Bundesschatzbriefe und Finanzierungsschätze) werden über Kreditinstitute sowie über den Direktvertrieb der Finanzagentur¹⁵⁾ zu jeweils

Freihändiger Verkauf und Direktvertrieb der Daueremissionen

¹³ Von den Mitgliedern wird jedoch erwartet, dass sie eine bestimmte Mindestplatzierungskraft gewährleisten, d. h. mindestens 0,05 % der in einem Kalenderjahr in den Auktionen insgesamt zugeteilten und laufzeitabhängig gewichteten Zuteilungsbeträge. Dabei werden – entsprechend der mit dem Erwerb eines Papiers übernommenen Risiken – Unverzinsliche Schatzanweisungen mit dem Faktor 1 gewichtet, Bundesschatzanweisungen, Bundesobligationen, zehnjährige Anleihen und 30-jährige Anleihen mit den Faktoren 4, 8, 15 bzw. 25. Mitglieder, die die geforderte Mindestübernahme nicht erreichen, scheiden aus der Bietergruppe aus.

¹⁴ BBS löste das Automatische Bietungssystem (ABS) ab, das aufgrund seiner E-Mail-Kommunikation mit den Bietern langsamer arbeitete, nur einsprachig ausgelegt (Deutsch) und vom Ausland aus nicht zugänglich war.

¹⁵ Die Bundeswertpapierverwaltung, die diese Aufgabe zuvor erfüllte, wurde zum 1. August 2006 mit der Finanzagentur zusammengeführt.

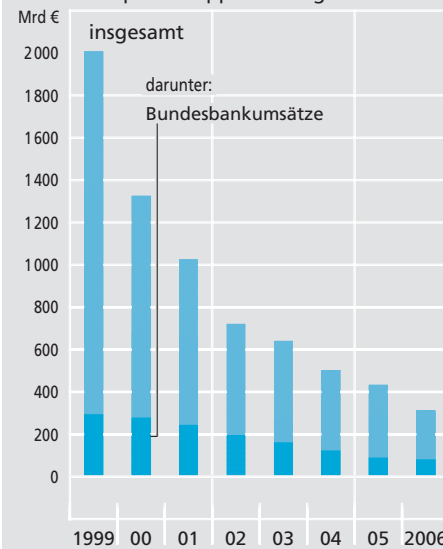
marktgerechten Konditionen zum Verkauf angeboten. Zielgruppe sind vorwiegend Privatpersonen. Der Anteil des Privatkundengeschäfts an der Kreditaufnahme des Bundes ist jedoch gering; er betrug im Jahr 2006 nur rund 2%. Vorgesehen ist allerdings, das Geschäft mit Privatkunden mittelfristig deutlich auszuweiten.

Sekundärmärkte für öffentliche Schuldtitel und Terminmärkte

Der Sekundärmarkt spielt für die Wettbewerbsfähigkeit öffentlicher Schuldtitel eine wichtige Rolle. Die Existenz eines effizienten Sekundärhandels ist eine wesentliche Voraussetzung für eine erfolgreiche Platzierung von Bundeswertpapieren am Primärmarkt. Der Großteil der Investoren wird dem Emittenten nur dann Kapital zur Verfügung stellen, wenn sichergestellt ist, dass spätere Portfolioanpassungen jederzeit zu niedrigen Kosten durchgeführt werden können. Eine wichtige komplementäre Rolle für den Sekundärhandel mit öffentlichen Schuldtiteln spielt der Terminmarkt und hier insbesondere der Future-Handel. Die hohe Liquidität und die nahezu perfekte Korrelation mit der Preisentwicklung im Kassahandel ermöglicht bei geringen Transaktionskosten eine Re-Allokation der Risiken des Wertpapierbestandes. Durch entsprechende Käufe oder Verkäufe von Terminkontrakten können Investoren die Risiko-/ Renditeposition ihres Wertpapierportfolios jederzeit anpassen, ohne Wertpapiertransaktionen durchführen zu müssen.

Umsätze an inländischen Börsen in Anleihen von Bund, Bahn und Post

Prinzip der Doppelzählungen ¹⁾



¹ Bei Doppelzählungen werden sowohl die Kauf- als auch die Verkaufsseite eines Wertpapiergeschäftes gezählt.

Deutsche Bundesbank

Einer aktuellen Studie zufolge sind Wertpapieremissionen der Bundesrepublik Deutschland mit einem täglichen durchschnittlichen Handelsvolumen von 25 Mrd € (Einfachzählungen ¹⁶⁾) im Sekundärmarkt das bedeutendste Segment des europäischen Anleihenmarktes. ¹⁷⁾

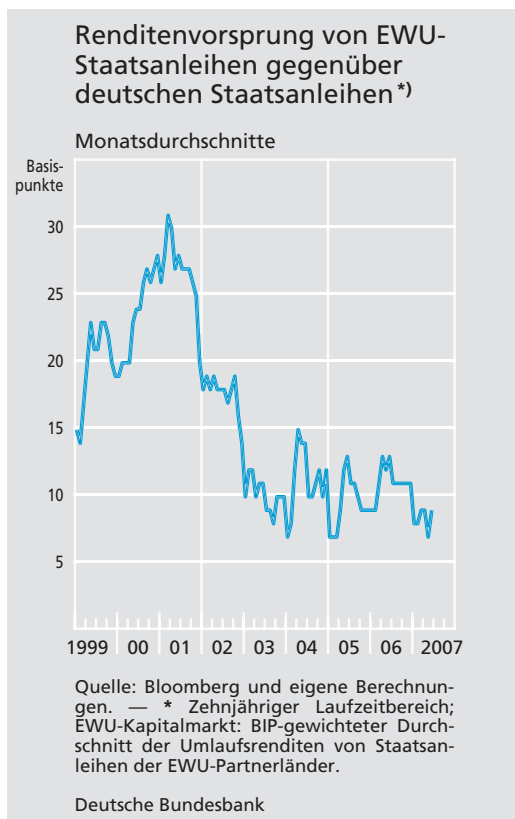
Der Sekundärhandel von Bundestiteln hat eine wichtige Signalfunktion für Finanz- und Gütermärkte:

*Bedeutung des
Sekundär-
markts von
Bundestiteln*

- Im Euro-Raum haben die mittel- bis langfristigen Anleihen des Bundes den Status

¹⁶ Im Rahmen von Einfachzählungen wird nur eine (Kauf-)Seite eines Wertpapiergeschäftes gezählt. Bei Doppelzählungen werden sowohl die Kauf- als auch die Verkaufsseite eines Wertpapiergeschäftes gezählt.

¹⁷ Vgl.: Bearing Point, The Electronic Bond Market – New Perspectives for Electronic Fixed Income Trading, Mai 2007, S. 8.



von Benchmarks; sie werden regelmäßig zur Preisstellung und zur Kurssicherung von festverzinslichen Wertpapieren vergleichbarer Laufzeiten anderer Emittenten herangezogen.¹⁸⁾

- Da die Konditionen für die Mittelaufnahme und die -anlage am Kreditmarkt in Europa derzeit wesentlich von der Höhe des Bund-Zinsniveaus bestimmt werden, sind die Bedingungen am Sekundärmarkt letztlich auch relevant für realwirtschaftliche Produktions- und Investitionsentscheidungen.
- Der hochliquide Sekundärhandel, auf dem neue Informationen schnell in Markttrenditen umgesetzt werden, reduziert den von den Marktteilnehmern eingeforderten Renditeaufschlag für Friktionen in der

Preisbildung und im Handelsprozess (sog. Liquiditätsprämie) und leistet somit einen Beitrag zur günstigen Finanzierung des Bundes.

- Anleihen des Bundes sind wichtige Hedging-Instrumente.

Bundeswertpapiere werden sowohl an Wertpapierbörsen als auch außerbörslich im In- und Ausland gehandelt.¹⁹⁾ Der börsliche Handel erfolgt ausschließlich an den deutschen Präsenzbörsen. Diese sind als Auktionsmärkte organisiert, welche die Transaktionsaufträge der Marktteilnehmer in einem zentralen Orderbuch (Skontro) bündeln und zu einem Marktausgleich bringen. Der Umfang des Börsenhandels in Schuldtiteln des Bundes ist – verglichen mit den außerbörslichen Geschäften – jedoch eher gering.

*Börslicher
Kassahandel*

Die Bundesbank ist im börslichen Handel der wichtigste Partner für institutionelle Investoren und Banken.²⁰⁾ Im Jahr 2006 entfielen von den Börsenumsätzen in öffentlichen An-

¹⁸ Im Laufzeitenbereich von ein bis drei Jahren hingegen besitzen italienische und französische Staatsanleihen Benchmark-Status. Die Bedeutung der Bundesanleihen zeigt sich u. a. im Bloomberg/EFAS Government Bond Index (August 2006): Dort hat Deutschland in der Zusammensetzung des Index für den sieben- bis zehnjährigen Bereich eine Gewichtung von 26,06 %, gefolgt von Frankreich mit 19,79 %. Im fünf- bis siebenjährigen Bereich beträgt die Gewichtung 24,39 % (Frankreich: 18,73 %), im drei- bis fünfjährigen Bereich 28,75 % (Frankreich: 22,53 %) und im ein- bis dreijährigen Bereich 17,0 % (Italien 20,15 %, Frankreich 18,63 %).

¹⁹ Mit Ausnahme der Finanzierungsschätze des Bundes und der Bundesschatzbriefe können alle Wertpapiere über den börslichen und außerbörslichen Sekundärmarkt gehandelt werden.

²⁰ Transaktionen mit einem Volumen von über 10 Mio € sind an den deutschen Börsen kaum zu beobachten. Dieser Schwellenwert dürfte auf die Marktpflegeaktivitäten der Bundesbank zurückzuführen sein, die in der Regel handelbare Kurse für Orders von maximal 10 Mio € pro Anleihe an der Frankfurter Wertpapierbörse stellt.

leihen in Höhe von 311,6 Mrd € insgesamt 81,6 Mrd € (darunter Frankfurter Wertpapierbörse: 32,4 Mrd €) auf die Marktpflegeaktivitäten der Bundesbank an den deutschen Wertpapierbörsen. Obwohl die öffentliche Verschuldung und damit der Umlauf an Bundstiteln in den vergangenen Jahren erheblich angestiegen ist, sind die Börsenumsätze in öffentlichen Anleihen hinter den außerbörslichen Handel zurückgefallen.

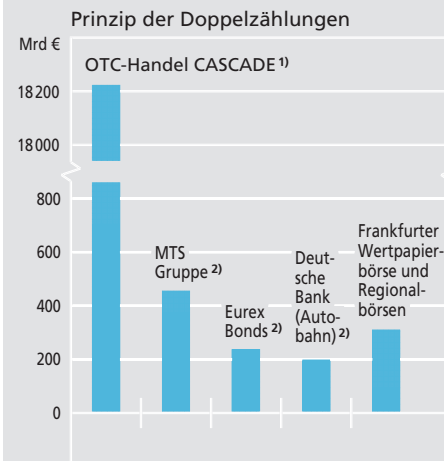
*Außerbörslicher
Kassahandel*

Der Großteil der Transaktionen in öffentlichen Schuldtiteln erfolgt im außerbörslichen Handel zwischen institutionellen Marktteilnehmern. Nach eigenen Berechnungen lag der Anteil des außerbörslichen Sekundärhandelsvolumens am gesamten Sekundärhandel in Bundstiteln im Jahr 2006 bei circa 98 %. Im Unterschied zum auktionsgetriebenen Börsenhandel ist der außerbörsliche Sekundärhandel von öffentlichen Schuldtiteln ein dezentral organisierter professioneller Händlermarkt ohne feste Handelszeiten.

Telefonhandel

Über Jahrzehnte war der außerbörsliche Anleihenhandel ein reiner Telefonhandel. Die Geschäfte in europäischen Staatsanleihen werden dabei bilateral oder über einen Vermittler (Broker) telefonisch verhandelt und abgeschlossen. Erst seit wenigen Jahren setzen sich sowohl im Kunden- als auch im Interbankenhandel verstärkt elektronische Transaktionssysteme durch. Einer aktuellen Studie zufolge liegt der Anteil des Telefonhandels am außerbörslichen Handelsvolumen von europäischen Staatsanleihen bei 50 %.²¹⁾ Die lange Zurückhaltung gegenüber dem elektronischen Rentenhandel mit einem offenen Orderbuch lässt sich zum Teil damit begrün-

**Außerbörsliche und
börsliche Handelsumsätze
in Bundstiteln im Jahr 2006**



Quellen: MTS, Deutsche Börse, Eurex Bonds und eigene Berechnungen. – 1 CASCADE-Settlement Instruktionen aufgrund von Direkteingaben im außerbörslichen („over the counter“: OTC) Handel. CASCADE: Central Application for Settlement, Clearing and Depository Expansion. – 2 Elektronische Handelsplattformen.

Deutsche Bundesbank

den, dass elektronischer Handel – ausreichende Liquidität vorausgesetzt – einerseits die Transparenz erhöht, andererseits aber auch die Gewinnmargen verringert. Bei den gehandelten Staatsanleihen handelt es sich hauptsächlich um standardisierte, börsennotierte Produkte; ihr Handel in hohen Volumina (Blocktransaktionen) würde im regulären börslichen Handel oder an einer außerbörslichen, transparenten elektronischen Plattform unerwünschte Informations- und Preiseffekte nach sich ziehen.²²⁾ Weiterhin ermöglicht ein bilateraler Telefonhandel individuelle Vertragsgestaltungen.

21 Vgl.: Bearing Point, The Electronic Bond Market – New Perspectives for Electronic Fixed Income Trading, Mai 2007, S. 10.

22 Vgl.: R. A. Schwartz, Reshaping the Equity Markets. A Guide for the 1990s, 1991, S. 308.

*Elektronische
Handelssysteme*

Neben dem Telefonhandel gewinnen zunehmend elektronische Handelssysteme (MTFs)²³ an Bedeutung. Elektronische Systeme zeichnen sich durch eine hohe Preistransparenz aus; die Anonymität der Kontrahenten bleibt bis zum Transaktionsabschluss gewahrt. Die Liquidität wird durch eine privatrechtlich vereinbarte Market-Maker-Tätigkeit großer Investmentbanken gewährleistet. Die Marktteilnehmer sind mit Hilfe der gängigen Informationssysteme jederzeit über die Preisstellung der einzelnen Market Maker informiert. Inzwischen bieten auch elektronische Handelsplattformen die Möglichkeit, großvolumige Orders marktschonend auszuführen, indem diese sukzessive abgearbeitet werden. Mit elektronischen Handelsplattformen lassen sich wichtige Skaleneffekte und Kostenvorteile erzielen; Maklergebühren werden im Interbankenhandel eingespart und die Abwicklungsgebühren bei steigendem Volumen reduziert.

Eurex Bonds

Zu den wichtigen elektronischen Handelsplattformen, auf denen unter anderem deutsche Staatsanleihen gehandelt werden, zählen die Eurex Bonds GmbH, die MTS-Gruppe sowie die Handelsplattform Autobahn (der Deutschen Bank).²⁴ Im Anleihehandel betreibt die deutsch-schweizerische Terminbörse Eurex seit Oktober 2000 (gemeinsam mit 11 europäischen Bond-Handelshäusern als weitere Anteilseigner) mit der Eurex Bonds GmbH eine eigene elektronische Handelsplattform.²⁵ Eurex Bonds ermöglicht institutionellen Investoren darüber hinaus einen integrierten Kassa- und Terminmarkthandel in Form von sogenannten Basis Trades.²⁶ Die Handelsumsätze in allen Wertpapieren auf

Eurex Bonds (in Einfachzählungen) erreichten im Jahr 2006 insgesamt rund 151 Mrd €, davon entfielen knapp 120 Mrd € auf den Handel mit Bundstiteln.

Händler haben die Möglichkeit, sogenannte „Iceberg Orders“ zu erteilen, bei denen nach und nach vordefinierte Anteile eines Gesamtauftrags sichtbar in das System eingestellt werden. Hierdurch können Blockorders automatisiert und marktschonend ausgeführt werden. Dabei besteht eine vollständige Anonymität der Geschäftspartner. Markteinblick wird für die Teilnehmer hinsichtlich der Preise und Volumina geschaffen, denn im zentralen Auftragsbuch sind jederzeit die zehn günstigsten Geld- und Brief-Kurse mit aggregierten Volumina ersichtlich. (Eine Ausnahme bilden die eben beschriebenen „Iceberg Orders“.) Seit Mitte 2003 besteht die Möglichkeit, Geschäfte in das System einzugeben, die nicht über das zentrale Orderbuch geleitet werden, sondern außerhalb der Plattform bilateral abgeschlossen wurden (sog. Pre-Arranged-Trades). Diese werden über das Clearing-Haus und damit risikogesichert abgewickelt. Der Anteil dieser Geschäfte bei Eurex Bonds liegt bei circa 50%. Als zentrale Gegenpartei (Central Counterparty: CCP) fungiert dabei die Eurex Clearing AG. Die

23 Multilateral Trading Facilities.

24 Eine Übersicht über die elektronischen Anleihenhandelssysteme liefert die Studie der Securities Industry of Financial Markets Association (SIFMA), *The 2006 Review of Electronic Transaction Systems*, Dezember 2006.

25 Im Mai 2007 waren 33 internationale Teilnehmer an Eurex Bonds aktiv, darunter die Bundesbank und die Finanzagentur.

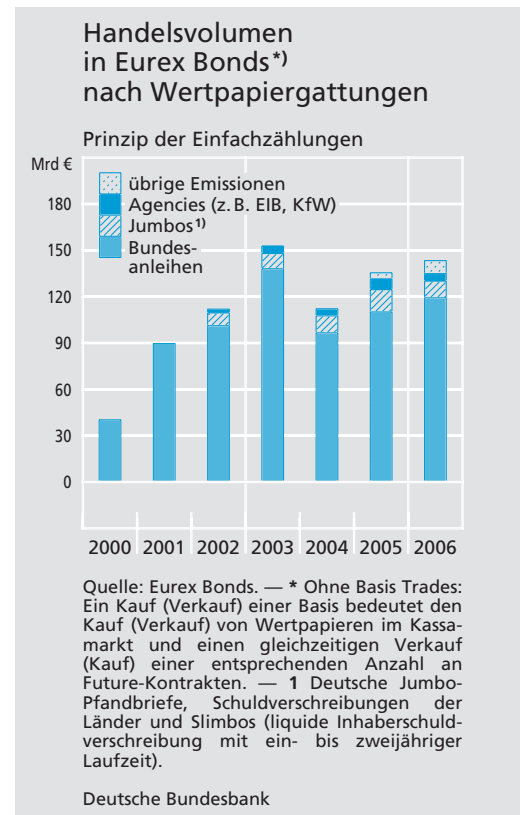
26 Ein Kauf (Verkauf) einer Basis bedeutet den Kauf (Verkauf) von Wertpapieren im Kassamarkt und einen gleichzeitigen Verkauf (Kauf) einer entsprechenden Anzahl an Future-Kontrakten.

Umsätze auf Eurex Bonds sind bislang stark auf deutsche Titel konzentriert.²⁷⁾

MTS-Gruppe

Das elektronische Handelssystem MTS S. p. A. (Mercato Telematico dei Titoli di Stato) wurde 1988 zunächst für italienische Staatsanleihen gegründet und später sukzessive um Staatsanleihen anderer Länder, unter anderem Bundesanleihen, erweitert. MTS hat sich zu einer grenzüberschreitenden elektronischen Plattform für den Handel in festverzinslichen Anleihen in Europa entwickelt. Die MTS-Gruppe besteht aus der EuroMTS als einem „Großhandelsmarkt“ für bedeutende europäische Staatsanleihen und jeweils nationalen MTS-Märkten, die gemeinsam eine einheitliche technische Plattform nutzen. In Deutschland betreibt MTS zudem die internetbasierte Handelsplattform BondVision, auf der insbesondere institutionelle Investoren, darunter Hedgefonds, Investmentfonds, Geschäftsbanken und darüber hinaus auch Zentralbanken agieren.

MTS bietet ebenfalls die Zerlegung großvolumiger Handelsaufträge mithilfe von „Iceberg Orders“ an, bei denen nur ein Bruchteil der gesamten Order im Orderbuch erscheint. Allerdings fehlen in MTS einige Anwendungen, die Eurex Bonds bietet, wie zum Beispiel der integrierte Basishandel. Die Finanzagentur handelt Unverzinsliche Schatzanweisungen und inflationsindexierte Anleihen auch über MTS. Das Handelsvolumen von Bundestiteln an der MTS-Gruppe ist tendenziell gestiegen. Im Jahr 2006 betrug dieses 227,9 Mrd €, davon wurden über MTS Deutschland 117,1 Mrd € gehandelt, über EuroMTS 27,1 Mrd € und über BondVision 83,7 Mrd € (Ein-

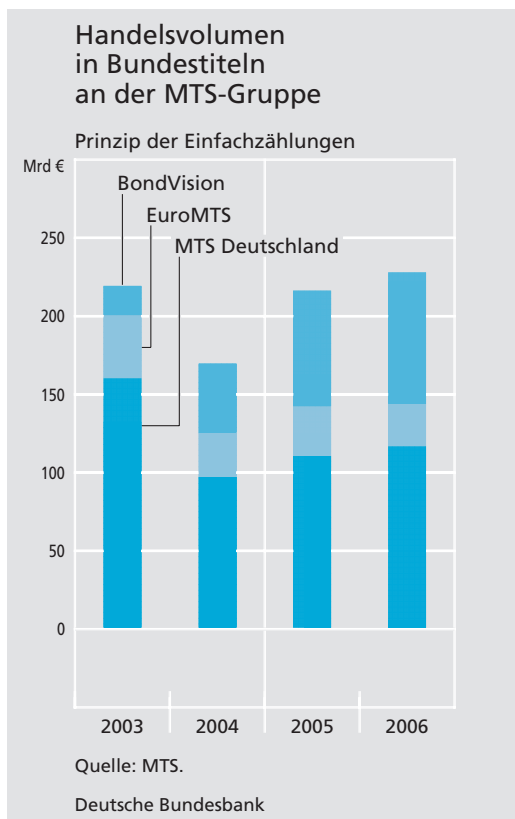


fachzahlungen). Das größere Gewicht der MTS-Gruppe gegenüber Eurex Bonds dürfte unter anderem auf den erheblich größeren Teilnehmerkreis zurückzuführen sein. Der Anteil des Handelsvolumens von Bundstiteln am Gesamtvolumen aller über die MTS-Gruppe im Jahr 2006 gehandelten Wertpapiere (in Höhe von 2 948,4 Mrd €) betrug 7,7 %.

Die Deutsche Bank betreibt seit 1996 ein elektronisches Anleihenhandelssystem unter

Autobahn

²⁷ Zur Produktpalette von Eurex Bonds gehören deutsche Staatsanleihen und Unverzinsliche Schatzanweisungen (Bubills), Agency Bonds, Jumbo-Pfandbriefe und Länderanleihen sowie seit Ende 2004 European Covered Bonds und Corporate Bonds. Seit Juni 2005 können neben Emissionen aus Belgien, Italien, Portugal, Spanien, Griechenland, Irland und Finnland auch österreichische und niederländische Staatsanleihen auf Eurex Bonds gehandelt werden. Der Handel konzentriert sich jedoch stark auf deutsche Staatsanleihen.



dem Namen Autobahn. Dies bietet institutionellen Investoren, Banken und Zentralbanken die Möglichkeit, in Echtzeit handelbare Kurse für mehr als 7 000 Anleihen einzusehen. Darüber hinaus können die Kunden Autobahn als Single-Dealer-System nutzen, um Anleihen zu Preisen zu handeln, die ausschließlich von der Deutschen Bank gestellt werden. Zum Spektrum handelbarer Anleihen (in ca. 25 verschiedenen Währungen) zählen europäische Staatsanleihen, US Treasury Bonds, Pfandbriefe und Eurobonds. Das jährliche Handelsvolumen von Autobahn in Bundestiteln liegt schätzungsweise bei etwa 100 Mrd € (in Einfachzählungen).

Terminmärkte

Die Eurex ist eine der wichtigsten Terminbörsen für Anleihe-Futures.²⁸⁾ Die an der Eurex gehandelten Kapitalmarkt-Futures auf deut-

sche Rentenpapiere basieren allesamt auf festverzinslichen Wertpapieremissionen des Bundes. Futures auf Bundestitel werden ausschließlich an der Eurex gehandelt.²⁹⁾ Derzeit gibt es vier Anleihen-Terminkontrakte (Euro-Bund-Future, Euro-Bobl-Future, Euro-Schatz-Future und Euro-Buxl-Future), die sich hinsichtlich der Laufzeit des zugrunde liegenden Bundeswertpapiers unterscheiden und die wichtigsten Laufzeitfenster der Bund-Renditestrukturkurve abdecken. An der Eurex wurden im Jahr 2006 rund 654 Millionen Kontrakte auf den Euro-Bund-, Euro-Bobl-, Euro-Schatz- und Euro-Buxl-Future im Gegenwert von mehr als 73 Billionen € gehandelt; auf den Bund-Future entfielen davon allein circa 49 % der gehandelten Kontrakte und circa 51 % des gehandelten Volumens.³⁰⁾ Die Existenz dieser überaus liquiden Future-Kontrakte trägt wiederum entscheidend zur herausgehobenen Bedeutung der Bundestitel am Kassamarkt bei: Bundestitel stellen wichtige Basisinstrumente im Future-Handel dar und werden zur Hinterlegung von Margin-Leistungen an den Terminbörsen verwendet. Der an der Eurex gehandelte Bund-Future hat eine Leitfunktion für den europäischen Terminmarkt.

²⁸ Gemessen an den gehandelten Terminkontrakten ist die Eurex die größte Terminbörse der Welt (Angaben für 2006 in Millionen Kontrakten): Eurex (1 526), CME (1 403), CBoT (805), CBOE (674), Liffe (497), Euronext Paris (86). Vgl.: Eurex, Monthly Statistics Derivatives Market, January 2007, S. 100.

²⁹ Die ebenfalls an der Eurex gehandelten Optionen auf Futures werden aufgrund ihrer untergeordneten Bedeutung hier nicht erörtert.

³⁰ Vgl.: Eurex, Monthly Statistics Derivatives Market, January 2007, S. 85 ff.

Repo-Märkte

Der Repo-Handel ist in den vergangenen Jahren stark gewachsen.³¹⁾ Ende 2006 betrug das Volumen der ausstehenden Repo-Geschäfte in Europa knapp 6,4 Billionen €. Von den im europäischen Repo-Markt gestellten Wertpapieren sind rund 24 % Schuldtitel deutscher Emittenten.³²⁾ Zwar liegen keine Angaben darüber vor, welcher Anteil hiervon auf Bundestitel entfällt, doch dürften diese Papiere aufgrund ihrer hohen Bonität und Liquidität eine maßgebliche Rolle am Repo-Markt spielen.

Elektronische Handelsplattformen gewinnen – wie an anderen Finanzmärkten auch – am Repo-Markt immer mehr an Bedeutung. Aktuell wird bereits ein Viertel des Gesamtvolumens der Geschäfte im europäischen Repo-Markt über elektronische Handelsplattformen (Alternative Trading Systems: ATS) abgeschlossen.³³⁾ Diese Entwicklung ist auf eine Reihe von Vorteilen elektronischer Repo-Handelsplattformen zurückzuführen, wie beispielsweise Markttransparenz hinsichtlich der Preise und eine Verringerung der Abwicklungskosten, da der Clearing-Prozess elektronisch erfolgt. Ferner bieten einige Plattformen – wie die Eurex Repo – auch eine durchgängig automatisierte Abwicklung (straight-through-processing).

Primär- und Sekundärmärkte im internationalen Wettbewerb*Primärmarkt*

Der Primärmarkt für Bundestitel ist im internationalen Wettbewerb vergleichsweise gut aufgestellt. Der Bund deckt mit seinen Emissionen eine breite Laufzeit- und Produktpa-

lette ab. Die hohen Anleihevolumina lassen sich ohne Friktionen am Kapitalmarkt platzieren. Mit der Bietergruppe Bundesemissionen und dem von der Bundesbank bereitgestellten Bund Bietungs-System kann der Bund bei seinen Auktionen wettbewerbsgerechte Finanzierungskosten erzielen. Ebenso wichtig ist seine regelmäßige Marktpräsenz in allen Laufzeiten im Rahmen der Marktpflege. Mit der Einführung einer inflationsindexierten Anleihe und einer US-Dollar-Anleihe gewinnt der deutsche Kapitalmarkt – vor allem aus Sicht ausländischer Investoren – tendenziell an Attraktivität.

Der Markt für Bundeswertpapiere ist einer der größten und liquidesten Märkte für Staatstitel in Europa. Der börsliche Handel öffentlicher Schuldtitel hat zwar dem Volumen nach an Bedeutung verloren, gleichwohl kommt ihm nach wie vor eine wichtige Preis-Signalfunktion zu.

Der Großteil des Handels mit Wertpapieren des Bundes findet im außerbörslichen („over the counter“: OTC) Telefonhandel statt. Dieser OTC-Handel erfolgt – auch bei Beteiligung ausländischer Adressen – vorrangig am bezie-

*Sekundär-
märkte*

³¹ Ein Repo-Geschäft (Repurchase Agreement: Repo) ist definiert als Verkauf (Kauf) von Wertpapieren verbunden mit der gleichzeitigen Verpflichtung eines Rückkaufs (Rückverkaufs) von gleichen Wertpapieren zu einem bestimmten Termin. Aus wirtschaftlicher Sicht handelt es sich bei einem Repo um ein mit Wertpapieren gesichertes Darlehen.

³² Vgl.: International Capital Market Association, European Repo Market Survey Number 12 – conducted December 2006, Februar 2007, S. 5 f.

³³ Das Gesamtvolumen der Repo-Geschäfte entfiel Ende Dezember 2006 zu 23,3 % auf ATS, zu 56,8 % auf Direktgeschäfte zwischen den Kontrahenten und zu 19,8 % auf Vermittlungsgeschäfte von Maklern. Vgl.: International Capital Market Association, European Repo Market Survey Number 12 – conducted December 2006, Februar 2007, S. 10 f.

hungsweise über den heimischen Finanzplatz. Vorteilhaft für den deutschen Standort ist zudem, dass die Abwicklung und die Verrechnung dieser Transaktionen weitgehend über die Deutsche Börse ebenfalls im Inland erfolgen.

Die Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Finanzplatzes hängt zunehmend von der Leistungsfähigkeit der elektronischen Handelssysteme im Sekundärmarkt ab. Hier erscheint der deutsche Finanzplatz vergleichsweise gut aufgestellt. Bundeswertpapiere können auf verschiedenen Konkurrenzplattformen gehandelt werden. Dies führt zwar zu einer gewissen Fragmentierung des Sekundärmarkts, trägt jedoch auch zu einem offenen Marktzugang und mehr Wettbewerb bei.

Der Kassamarkt für Bundeswertpapiere ist eng mit den Termin- und Repo-Märkten ver-

zahlt. Die Integration von Kassa- und Terminmarkt trägt dazu bei, dass in Deutschland ein hoch liquider Markt für Staatstitel existiert. Der Handel mit Terminkontrakten und Optionen auf Zinsprodukte im Euro-Raum ist in den letzten Jahren stark angewachsen, wobei fast ausschließlich deutsche Staatstitel als zugrunde liegende Wertpapiere verwandt werden.³⁴⁾

Der Finanzstandort Deutschland verfügt über eine integrierte, leistungsstarke und international gut vernetzte Marktinfrastruktur und über eine breite Produktpalette im Kassa- und Terminmarkt für öffentliche Schuldtitel. Damit sind die Voraussetzungen, im internationalen Wettbewerb eine führende Position zu behaupten, vergleichsweise gut.

³⁴ Vgl.: Europäische Zentralbank, *The Euro Bonds and Derivatives Markets*, 14. Juni 2007, Seite 31 f.