

Inhaltsübersicht	
Inhaltsverzeichnis	XI
Abbildungsverzeichnis	XIX
Tabellenverzeichnis	XXI
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
I. Kapitel	
Einleitung	1
II. Kapitel	
Darstellung und Kritik der bisherigen Debt-Management-Konzeptionen	10
III. Kapitel	
Fiskalisches Zielsystem für das Debt Management	36
IV. Kapitel	
Charakteristika, Entstehungsgründe und Erscheinungsformen von Finanzinnovationen	76
V. Kapitel	
Potentielle theoretische Zielbeiträge von Finanzinnovationen zur Reduzierung der periodisierten Zinskosten	118
VI. Kapitel	
Finanzinnovationen und deren Vereinbarkeit mit den einzel- und gesamtwirtschaftlichen Nebenbedingungen des Debt Managements	207
VII. Kapitel	
Zusammenfassung, Synthese und Ausblick	272
Anhang	288
Literaturverzeichnis	299

Inhaltsverzeichnis

I. Kapitel	
Einleitung	1
II. Kapitel	
Darstellung und Kritik der bisherigen Debt-Management-Konzeptionen	10
1. Zum Begriff Debt Management	10
2. Ziele des Debt Managements	12
2.1 Fiskalisches Ziel	13
2.2 Nichtfiskalische Ziele	14
2.2.1 Allokationsziel	14
2.2.2 Distributionsziel	15
2.2.3 Stabilisierungsziel	16
3. Instrumentale Ansatzpunkte	17
3.1 Laufzeitenstruktur	18
3.2 Gläubigerstruktur	18
3.3 Marktfähigkeit	19
3.4 Art der Zinsausstattung	20
3.5 Form der Emission	20
4. Konzeptionenkontroverse	23
4.1 Umstrittene Nachfragesteuerung durch Laufzeitenpolitik	23
4.2 Antizyklische Konzeption	28
4.3 Prozyklische Konzeption	29
4.4 Neutrale Konzeption	30
5. Zusammenfassung und Schlußfolgerungen für ein fiskalisches Zielsystem	32
III. Kapitel	
Fiskalisches Zielsystem für das Debt Management	36
1. Zielsystem als Kriterienkatalog zur Bewertung potentieller Debt-Management-Instrumente	36
2. Deduktive Ableitung des fiskalischen Zielsystems	38
3. Konkretisierung der fiskalischen Unterziele	40
3.1 Gewährleistung der jederzeitigen Zahlungsfähigkeit	40
3.2 Reduzierung der Transaktions- und Verwaltungskosten	41
3.3 Reduzierung der Zinskosten	44
3.3.1 Anforderungen an die Zinskostenerfassung	44

3.3.2	Periodisierte Zinskosten	47
3.3.2.1	Konzept der periodisierten Zinskosten	47
3.3.2.2	Grenzen der periodisierten Zinskosten als Orientierungsgröße	51
3.3.2.3	Aktive Steuerung der periodisierten Zinskosten	53
3.3.2.3.1	Risiko und Risikosteuerung	54
3.3.2.3.2	Staatliche Zinsänderungsrisiken	55
3.3.2.3.3	Nutzung von und Absicherung gegen Zinsänderungen	57
3.3.3	Reduzierung der Emissionsrendite	59
3.3.4	Zusammenfassung der Ansatzpunkte zur Reduzierung der periodisierten Zinskosten	61
3.4	Reduzierung der jährlich fälligen Tilgungsverpflichtungen	61
3.5	Ausbau und Pflege des Verschuldungspotentials	63
4.	Konkretisierung der Nebenbedingungen	67
4.1	Einzelwirtschaftliche Nebenbedingungen	67
4.2	Gesamtwirtschaftliche Nebenbedingungen	71
4.2.1	Gewährleistung der Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen	71
4.2.2	Wahrung der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte	74
IV.	Kapitel	
	Charakteristika, Entstehungsgründe und Erscheinungsformen von Finanzinnovationen	76
1.	Zum Begriff Finanzinnovation	76
2.	Ursachen für das Aufkommen von Finanzinnovationen	79
2.1	Finanzinnovationen als Anpassungsreaktionen	80
2.2	Veränderte Rahmenbedingungen	81
3.	Darstellung bedeutender Finanzinnovationen	84
3.1	Auswahl und Systematisierung von Finanzinnovationen	84
3.2	Innovative Finanzierungsinstrumente	86
3.2.1	Schuldtitle mit besonderen Gläubigerrechten	86
3.2.1.1	Zinsoptionsanleihe	86
3.2.1.2	Wandelanleihe	87
3.2.1.3	Teileingezahlte Anleihe	87
3.2.2	Variabel verzinsliche Anleihe	88
3.2.3	Zero bond	89
3.2.4	ECU-Anleihe	90

3.3	Zinsderivate zur Steuerung von Zinsänderungsrisiken	91
3.3.1	Zinsänderungsrisiken als Vertragsgegenstand	91
3.3.2	Zinsterminkontrakt	92
3.3.2.1	Definition und Grundpositionen	92
3.3.2.2	Kontraktsspezifikationen der DM-Zinsterminkontrakte	94
3.3.2.2.1	Langfristiger Bund future	94
3.3.2.2.2	Mittelfristiger Bund future	96
3.3.2.2.3	Drei-Monats-Euro-DM-Zinsterminkontrakt	96
3.3.2.3	Preisbildung auf Zinsterminmärkten	97
3.3.2.3.1	Fehlen einer geschlossenen Preisbildungstheorie	97
3.3.2.3.2	Zinserwartungsorientierte Preisbildung durch Spekulation	98
3.3.2.3.3	Kassamarktorientierte Preisbildung durch Arbitrage	98
3.3.2.3.4	Basisschwankungen auf unvollkommenen Märkten	100
3.3.3	Forward rate agreement	100
3.3.4	Zinsoption	102
3.3.4.1	Vertragsgegenstand und Grundpositionen	102
3.3.4.2	Kontraktsspezifikationen der Optionen auf DM-Zinsterminkontrakte	104
3.3.4.3	Preiseinflußfaktoren	105
3.3.5	Cap, Floor und Collar	107
3.3.6	Swap	109
3.3.6.1	Grundformen des Swap-Geschäftes	109
3.3.6.2	Preisbildung von Zinsswaps	110
3.3.6.2.1	Preisquotierung	110
3.3.6.2.2	Preiseinflußfaktoren	112
3.3.6.2.3	Rechnerischer Marktwert	112
3.3.6.3	Vorzeitige Auflösung von Zinsswaps	114
3.4	Innovative Emissions- und Handelstechniken	115
3.4.1	Nachträgliche Aufstockung des Emissionsvolumens	115
3.4.2	Computerbörse	116

V. Kapitel	
Potentielle theoretische Zielbeiträge von Finanzinnovationen zur Reduzierung der periodisierten Zinskosten	118
1. Reduzierung der Emissionsrendite	119
1.1 Emission von Finanzierungsinstrumenten mit besonderen Gläubigerrechten	119
1.1.1 Zinsoptionsanleihen	120
1.1.2 Wandelanleihen	122
1.1.3 Teileingezahlte Anleihen	124
1.2 Emission variabel verzinslicher Anleihen	126
1.3 Direkte und indirekte Emission von Zero bonds	128
1.3.1 Erleichterung des Bond stripping	128
1.3.2 Bund als Emittent von Zero bonds	131
1.4 Emission von ECU-Anleihen	134
1.5 Arbitrierung komparativer Kostenvorteile	135
1.5.1 Theoretische Grundlagen	135
1.5.2 Zinsswapinduzierte Anleiheemissionen	137
1.5.3 Währungsswapinduzierte Anleiheemissionen	139
1.6 Nutzung der Marktpflegequote als Emissionsweg	141
1.6.1 Erhöhung und nachträgliche Aufstockung der Marktpflegequoten	141
1.6.2 Ausdehnung der Marktpflege auf den Handel außerhalb der Präsenzbörsen	142
2. Zinsprognoseorientierte Gestaltung der Zinsausstattung	144
2.1 Feste oder variable Verzinsung	144
2.2 Opportunitätsrisiken besonderer Gläubigerrechte	147
3. Steuerung der periodisierten Zinskosten mit Zinsderivaten	150
3.1 Kurzfristige Steuerung mit Zinsterminkontrakten	151
3.1.1 Steuerung von Zinsänderungsrisiken durch Hedging	151
3.1.2 Grundformen des Hedging mit Zinsterminkontrakten	154
3.1.2.1 Long hedge	154
3.1.2.2 Short hedge	155
3.1.3 Hedging der staatlichen Zinsänderungsrisiken	155
3.1.3.1 Neutralisierung eines Festzinsrisikos	155
3.1.3.2 Neutralisierung eines variablen Zinsänderungsrisikos	157
3.1.3.3 Neutralisierung eines antizipativen Zinsänderungsrisikos	159

3.1.4	Konstruktion einer Hedging-Position mit Zinsterminkontrakten	160
3.1.4.1	Auswahl des Kontraktes	160
3.1.4.2	Einbeziehung unterschiedlicher Kontraktfähigkeiten	163
3.1.4.3	Bestimmung der optimalen Hedge ratio	164
3.1.4.3.1	Bedeutung der Hedge ratio	164
3.1.4.3.2	Regressionsansatz	165
3.1.4.3.3	Konversionsfaktoransatz	166
3.2	Kurz- und mittelfristige Steuerung mit Forward rate agreements	169
3.2.1	Grundformen des Hedging mit Forward rate agreements	169
3.2.1.1	Kaufposition	170
3.2.1.2	Verkaufsposition	170
3.2.2	Hedging eines variablen und eines antizipativen Zinsänderungsrisikos	170
3.3	Kurzfristige Steuerung mit Zinsterminoptionen	173
3.3.1	Verfolgung unterschiedlicher Hedging-Ziele	173
3.3.2	Grundpositionen als Bausteine von Hedging-Positionen	174
3.3.2.1	Kauf von Kaufoptionen als potentieller Long hedge	174
3.3.2.2	Schreiben von Kaufoptionen als potentieller Short hedge	175
3.3.2.3	Kauf von Verkaufsoptionen als potentieller Short hedge	175
3.3.2.4	Schreiben von Verkaufsoptionen als potentieller Long hedge	176
3.3.3	Zielorientierte Steuerung der staatlichen Zinsänderungsrisiken	176
3.3.3.1	Hedging eines Festzinsrisikos	177
3.3.3.1.1	Versicherung gegen steigende Kurse	177
3.3.3.1.2	Risikovorsorge durch Prämieinnahmen	179
3.3.3.1.3	Neutralisierung von Kursschwankungen	181
3.3.3.2	Hedging eines variablen Zinsänderungsrisikos	186
3.3.3.3	Hedging eines antizipativen Zinsänderungsrisikos	186
3.4	Mittel- und langfristige Steuerung mit Zinsswaps	187
3.4.1	Besonderheiten des Hedging mit Zinsswaps	187

3.4.2	Grundformen des Hedging	188
3.4.2.1	Long swap	188
3.4.2.2	Short swap	188
3.4.3	Hedging der staatlichen Zinsänderungsrisiken	189
3.4.3.1	Substitution eines Festzinsrisikos durch ein variables Zinsänderungsrisiko	189
3.4.3.2	Substitution eines variablen Zinsänderungsrisikos durch ein Festzinsrisiko	192
3.4.3.3	Antizipative Absicherung einer geplanten Kapitalaufnahme	195
3.5	Mittel- und langfristige Steuerung mit Caps und Floors	197
3.5.1	Hedging eines variablen und eines antizipativen Zinsänderungsrisikos mit Caps	197
3.5.2	Zero cost hedging	199
4.	Ex-post-Quantifizierung des hypothetischen Kostenreduzierungspotentials für das Haushaltsjahr 1991	200
VI.	Kapitel	
	Finanzinnovationen und deren Vereinbarkeit mit den einzel- und gesamtwirtschaftlichen Nebenbedingungen des Debt Managements	207
1.	Einzelwirtschaftliche Nebenbedingungen	207
1.1	Deckung durch die Handlungskompetenz des Bundesfinanzministers	207
1.2	Plazierbarkeit, Verfügbarkeit und Reversibilität	210
1.2.1	Plazierbarkeit innovativer Finanzierungsinstrumente	210
1.2.2	Börse als Emissionsmarkt	216
1.2.3	Verfügbarkeit und Reversibilität von Zinsderivaten	217
1.3	Geringe Transaktionskosten	225
1.4	Gesamtrisikoneutralität	229
1.4.1	Kreditrisiken von Zinsderivaten	229
1.4.2	Betriebsrisiken des Hedging mit Zinsderivaten	233
1.5	Vermeidung unerwünschter Signalwirkungen	235
2.	Gesamtwirtschaftliche Nebenbedingungen	239
2.1	Gewährleistung der Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen	240
2.1.1	Ungeklärte geldpolitische Implikationen von Finanzinnovationen	240

2.1.2	Auswirkungen auf die Geldnachfrage	242
2.1.2.1	Transaktionskasse	242
2.1.2.2	Vorsichtskasse	243
2.1.2.3	Spekulationskasse	244
2.1.2.4	Keine Anzeichen einer signifikanten Veränderung der Geldnachfrage	246
2.1.3	Auswirkungen auf das Geldangebot	247
2.1.4	Auswirkungen auf den Zusammenhang zwischen Geldmengen- und Preisentwicklung	249
2.1.4.1	Transmissionsmechanismen im einzelnen	249
2.1.4.2	Keine Lockerung des Zusammenhanges zwischen Geldmengen- und Preisentwicklung	254
2.2	Wahrung der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte	256
2.2.1	Effizientere Kapitalallokation	256
2.2.2	Vervollkommnung des Informationskreislaufes	258
2.2.3	Gefahr einer erhöhten Störanfälligkeit	263
2.2.4	Internationale Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland	268
VII.	Kapitel	
	Zusammenfassung, Synthese und Ausblick	272
1.	Zusammenfassung der bisherigen Untersuchungsergebnisse	272
2.	Gestaltungsempfehlungen zur Modifikation des Debt Managements	283
3.	Ausblick	285
Anhang		288
Anhang 1:	Schuldtitel des Bundes	288
Anhang 2:	Schuldenstruktur des Bundes Ende 1991 nach Schuldtiteln	290
Anhang 3:	Laufzeitenstruktur der Bruttokreditaufnahme des Bundes im Jahre 1991	291
Anhang 4:	Marktrendite und synthetische Rendite von zehnjährigen ECU-Staatsanleihen	292

Anhang 5:	Generischer Zinsswap	293
Anhang 6:	Entwicklung der Renditen von Schuldscheinen und Zinsswaps mit fünfjähriger Laufzeit von 1988 bis 1991	294
Anhang 7:	Entwicklung des Swap spread (Schuldscheinrendite - Swap-Satz) von 1988 bis 1991	295
Anhang 8:	Entwicklung der Renditestruktur von 1978 bis 1991	296
Anhang 9:	Konversionsfaktoren der 1990 begebenen Bundesanleihen für Bund futures	297
Anhang 10:	Umsätze im Rentenhandel über Ibis (April bis Juni 1992)	298
Literaturverzeichnis		299

Abbildungsverzeichnis

Abb. I./1:	Aufbau der Untersuchung	8
Abb. III./1:	Fiskalisches Zielsystem für das Debt Management	39
Abb. V./1:	Zinsrisikoprofil der Zinskostenkomponenten eines festverzinslichen Schuldtitels	146
Abb. V./2:	Zinsrisikoprofil der Zinskostenkomponenten eines variabel verzinslichen Schuldtitels	147
Abb. V./3:	Hedging-Wirkung eines Zinsterminkontraktes	152
Abb. V./4:	Hedging-Wirkung eines Short hedge	157
Abb. V./5:	Entwicklung des tatsächlichen und des fairen Bund-future-Kurses vom 1.10. bis 5.12.1991	162
Abb. V./6:	Versicherungswirkung einer gekauften Kaufoption	178
Abb. V./7:	Risikovorsorge durch das Schreiben einer Verkaufsoption	180
Abb. V./8:	Laufende Zinszahlungen und idealtypische Barwertentwicklung einer synthetischen variabel verzinslichen Anleihe	191
Abb. V./9:	Laufende Zinszahlungen und idealtypische Barwertentwicklung einer synthetischen festverzinslichen Anleihe	194
Abb. V./10:	Laufende Zinszahlungen einer mit einem Cap gesicherten variabel verzinslichen Anleihe	198
Abb. V./11:	Laufende Zinszahlungen einer mit einem Zero cost collar gesicherten variabel verzinslichen Anleihe	200
Abb. V./12:	Entwicklung des BHF-Bank Rentenmarktindex im Jahre 1991	202

Tabellenverzeichnis

Tab. I./1:	Entwicklung der Nettokreditaufnahme, des Schuldendienstes und der Zinsquote des Bundes von 1982-1996	2
Tab. IV./1:	Grundpositionen, Rechte und Pflichten im Optionsgeschäft	103
Tab. V./1:	Duration in Abhängigkeit von Nominalzins und Laufzeit	132
Tab. V./2:	Hedging der 1990 emittierten Bundesanleihen mit Bund futures in der Zeit vom 31.7. bis 30.12.1991	205
Tab. VI./1:	Entwicklung der Nettoabsatzvolumina innovativer Finanzierungsinstrumente	211
Tab. VI./2:	Umsatzvolumina und offene Kontrakte von Zinsterminkontrakten im März 1992	219
Tab. VI./3:	Umsatzvolumina und offene Kontrakte von Optionen auf Zinsterminkontrakte im März 1992	221
Tab. VI./4:	Neuabschlüsse vom 1.7. bis 31.12.1991 in Caps, Floors und Collars	224
Tab. VII./1:	Steuerungsmöglichkeiten staatlicher Zinsänderungsrisiken mit Zinsderivaten	276