



AXER PARTNERSCHAFT

Rechtsanwälte Wirtschaftsprüfer Steuerberater

Köln • Berlin • Düsseldorf

Dürener Straße 295
50935 **Köln**

Fon 0221/47 43 440
Fax 0221/47 43 499
koeln@axis.de

Schlüterstraße 41
10707 **Berlin**

Fon 030/40 50 29 50
Fax 030/40 50 29 599
berlin@axis.de

Heinrichstraße 155
40239 **Düsseldorf**

Fon 0211 / 43 83 56 0
Fax 0211 / 43 83 56 11
duesseldorf@axis.de

Eine Einheit der axis-Beratungsgruppe

Anleihen mit Inflationsschutz

Stand: 30.11.2009

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung	2
2. Funktionsweise	3
Beispiel zur Zinsanpassung	3
Beispiel zum Renditezuwachs	4
3. Anlagegrundsätze	5
Checkliste zu den Anlagegrundsätzen	6
4. Alternative Produkte	7
Floater	7
Zerobonds	7
Bankangebote	7
5. Steuerliche Behandlung	8
Beispiel zu den Währungsgewinnen bei Finanzinnovationen	9



Anleihen mit Inflationsschutz

1. Einleitung

Steigen die Lebenshaltungskosten, ziehen regelmäßig auch die Zinssätze an. Dies hat dann sofort fallende Anleihekurse zur Folge. Inflation ist daher Gift für die Rentenmärkte. Anleger entziehen sich diesem Risiko, indem sie ihre Gelder beispielsweise in kurzfristigen Anlageformen parken oder Floater mit variabler Zinsanpassung ins Depot nehmen. Hierdurch partizipieren sie von den steigenden Zinssätzen durch kontinuierlich angenäherte Kupons. Das vermeidet dann größere Kurseinbußen. In Punkto Rendite ist diese Anlagestrategie hingegen nicht sehr ertragreich, da lediglich die Zinssätze am kurzen Ende als Referenzbasis wirken.

Ein hierzulande relativ neues und nicht überall bekanntes Produkt gegen steigende Preise kommt aus dem angelsächsischen Raum: inflationsindexierte Anleihen. Großbritannien emittierte bereits 1981 solche Linked Bonds, die USA zog 1997 mit TIPS (Treasury Inflation Protected Securities) nach und Frankreich brachte 1998 erstmals in Euro notierende Papiere auf den Markt. Bei den Franzosen war die neue Anlageform auf Anhieb derart beliebt, dass auch Italien, Griechenland und Japan auf den Geschmack kamen – mit großem Erfolg.

Erst im Frühjahr 2006 wurde die erste inflationsindexierte Bundesanleihe (ISIN DE0001030500) emittiert, gut ein Jahr später folgte die vergleichbare erste inflationsindexierte Bundesobligation (ISIN DE0001030518). Bei der am 10.6.2009 herausgegebenen Inflationsanleihe (ISIN: DE0001030526) mit Fälligkeit am 15.4.2020 liegt der Zinskupon bei 1,75 %. Der tägliche Referenzindex sowie die aktuelle Verhältniszahl werden unter www.deutsche-finanzagentur.de veröffentlicht.

Durch das Gesetz zur Errichtung eines Sondervermögens „Vorsorge für Schlusszahlungen für inflationsindexierte Bundeswertpapiere“ (Schlusszahlungsfinanzierungsgesetz vom 6.7.2009, BGBl I 2009, S. 1702) werden aus einem vom BMF verwalteten Sondervermögen vom 1.1.2010 während der Laufzeit eines inflationsindexierten Wertpapiers Mittel aus dem Bundeshaushalt zugeführt. Bei Fälligkeit wird aus dem Sondervermögen der Betrag gezahlt, um den der Rückzahlungsbetrag den Nennbetrag übersteigt.

Ob die Zeit reif ist für einen verstärkten Blick auf die Inflation, muss jeder Investor für sich entscheiden. Auf den ersten Blick sprechen negative Preissteigerungsraten im Euro-Raum eher dagegen. Doch Hoffnung auf eine sich abflauende Weltwirtschaftskrise und damit auf eine anziehende Konjunktur, mangelnde Ausgabendisziplin vieler Länder, ansteigende Staatsverschuldung sowie die noch sehr geringen Kapitalmarktzinsen machen den Rentenmarkt anfällig für eine Korrektur mit fallenden Kursen bei mittleren und langen Laufzeiten.

Für Anleger, die diese Risiken nicht einfach aussitzen wollen, stellen die Linked Bonds eine attraktive Alternative dar. Denn die inflationsindexierten Anleihen schützen komplett vor den steigenden Lebenshaltungskosten. Auch wenn nicht sämtliche Anlagegelder auf dieses Produkt gesetzt werden sollten, bringt es als Beimischung deutlich verbesserte Chance/Risiko-Strukturen ins Depot.



2. Funktionsweise

Bei indexierten Anleihen wird der Nennwert nach einer vorher festgelegten Zeitspanne um die aktuelle Inflationsrate fortgeschrieben, erhöht sich also. Als Referenzindex wird in der Regel der unrevidierte Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) ohne Tabak in der Eurozone verwendet. Der HVPI misst das Preisniveau von Gütern und Dienstleistungen, die von privaten Haushalten in der EU erworben oder bezahlt werden. Er wird monatlich vom statistischen Amt der Europäischen Gemeinschaft Eurostat mit Sitz in Luxemburg ermittelt und auf deren Internetseite veröffentlicht.

Der Nennwert wird nach einer vorher festgelegten Zeitspanne oder fortlaufend um die aktuelle Inflationsrate fortgeschrieben. Dieses Verfahren sorgt dafür, dass der Kaufkraftverlust eines Investments fortlaufend wieder aufgefangen wird. Der Kupon bemisst sich jeweils nach dem angepassten Nennwert und ergibt in Folge dessen permanent steigende Zinssätze bei anziehender Inflation und einen höheren Rückgabewert bei Fälligkeit.

Beispiel zur Zinsanpassung

Anleihe Nennwert	10.000
Kupon	3%
Inflationsrate nach einem Jahr	4%
Angepasster Nennwert	10.400
Zinsen (3 Prozent von 10.400)	312
Rendite im ersten Jahr	3,12%

Die Anpassung erfolgt gewöhnlich nur in einer Richtung, und zwar nach oben. Kommt es zu fallenden Preisen, also einer Deflation, sinkt der einmal erreichte Nennwert lediglich bis auf sein Ausgangsniveau zurück. Anleger, die solche Anleihen bei der Emission erwerben, können somit bei Fälligkeit keine Verluste, sondern eigentlich nur Kursgewinne erzielen. Wer allerdings die Papiere während der Laufzeit erwirbt, geht das Kursrisiko von Rückschlägen ein.

Da Käufer der inflationsindexierten Anleihen von einer permanent anziehenden Preissteigerungsrate ausgehen, kalkulieren sie auch mit ständig steigenden Zinsen und somit Renditen. Diese ermitteln sich nicht nur aus dem jährlichen Kupon, sondern auch aus dem erhöhten Nennwert zum Ende der Laufzeit.



Beispiel zum Renditezuwachs

Jahr	Nennwert	Zinsen	Rendite
Zinskupon		3 Prozent	
Jahresinflation		3 Prozent	
Emission 2009	1.000		
2010	1.030	30,90	3,090
2011	1.061	31,83	3,183
2012	1.093	32,78	3,278
2013	1.126	33,77	3,377
2014	1.159	34,78	3,478
2015	1.194	35,82	3,582
2016	1.230	36,90	3,690
2017	1.267	38,00	3,800
2018	1.305	39,14	3,914
2019	1.344	40,32	4,032
Summe Zinsen		354,23	
Kursgewinn		344,00	
Summe der Erträge		698,23	69,823

Bei einem festverzinslichen Papier mit gleicher Laufzeit wie im Beispielfall könnten rund 450 Euro Zinsen vereinnahmt werden, bei Fälligkeit keine Kursgewinne und während der Laufzeit sogar Verluste.

Die Absicherung gegen die Inflation bieten die Emittenten natürlich nicht kostenlos an. Sie justieren den Zinssatz unter dem von Kupons vergleichbarer festverzinslicher Anleihen mit gleicher Laufzeit. Steigen die Lebenserhaltungskosten während der Laufzeit wider Erwarten nicht oder nur geringfügig, fahren Investoren mit herkömmlichen Festverzinslichen besser.

Die Differenz zwischen der Rendite einer normalen und einer indexierten Anleihe wird Break-Even-Inflationsrate bezeichnet. Sie drückt die Erwartungshaltung des Marktes in Bezug auf den künftigen Preisindex aus. Bleibt die festgestellte Inflationsrate unter diesem Prognosewert, fahren Anleger mit herkömmlichen Papieren besser. Steigt die Rate sogar noch stärker, war es ein lohnendes Investment.

Um zu entscheiden, ob ein Investment in Linkers verglichen mit einer herkömmlichen Anleihe attraktiv ist, muss die Realrendite eines Inflationsbonds von der Nominalrendite einer herkömmlichen Anleihe abgezogen werden.

Beispiel: Eine Indexanleihe bietet eine aktuelle Rendite von 2,1 Prozent. Eine Festverzinsliche (gleiche Bonität und Laufzeit) weist zu diesem Zeitpunkt eine Rendite von 3,9 Prozent auf.



Nominalrendite	3,90
– Realrendite	– 2,10
= Break-Even-Inflation	= 1,80
Wenn der Anleger glaubt, dass die jährliche Durchschnittsinflation bis zur Fälligkeit der Anleihe höher als 1,8% ist, bringt der linked Bonds Vorteile	

Hinweis: Der aktuelle Breakeven-Satz spiegelt die Erwartungen wider, nicht kurz- aber mittelfristig. Ist der Abstand zum Marktniveau hoch, gehen Anleger von stark anziehender Inflation aus. Dies ist dann sowohl im niedrigen Kupon der Indexanleihe als auch in Kursen über 100 Prozent eingepreist. Das Kalkül: Die schlechten Startvoraussetzungen werden mit kletterndem Nennwert versüßt. Der vergleichbar hohe Zinssatz der Festverzinslichen bringt nur optisch eine gute Rendite, da die Wahrscheinlichkeit für fallende Kurse hoch ist. Allerdings brauchen Käufer erst einmal einen gewissen Anlagezeitraum, um diese Nachteile aufzuholen.

3. Anlagegrundsätze

Obwohl auf dem ersten Blick nahezu alles für den Kauf von indexierten Papieren spricht, gibt es einige Punkte zu beachten. Kaufinteressierte müssen von steigenden Inflationsraten ausgehen – und das über die gesamte Laufzeit. Trifft die Erwartung nicht ein, sind die Renditen der Festverzinslichen höher. Der aufgelaufene Anleihegewinn ist in jedem Fall als Kapitaleinnahme zu versteuern, so dass das errechnete Kursplus mit dem Finanzamt geteilt werden muss. Bei herkömmlichen Rentenpapieren ist ein Verkauf nach einem Jahr steuerfrei, was besonders in Zeiten fallender Zinsen und Kaufkursen von unter 100 Prozent lukrativ ist.

Der Nennwert ist zwar stets garantiert, somit sind Verluste eigentlich ausgeschlossen. Diese Aussage gilt aber nur für Sparer, die indexierte Anleihen von der Erstaussgabe bis zur Fälligkeit halten und die Papiere bei der Emission zu 100 Prozent erhalten. In diesen Fällen beschränken sich mögliche Verluste auf den Bereich von reduzierten Gesamtrenditen. Anleger hätten also während der Laufzeit mit einem anderen Produkt bessere Ergebnisse erzielen können. Dieses überschaubare Risiko steht allerdings der Chance gegenüber, Kursgewinne und anziehende Zinsen zu kassieren.

Für Investoren, die Linked Bonds während der Laufzeit erwerben, können allerdings Verluste entstehen. Das tritt ein, wenn die Inflation nach dem Erwerb sinken sollte oder sich eine zu hohe Erwartungshaltung in den Kursen widerspiegelt. Denn das bis zum Kauf aufgelaufene Kursplus wird an den Vorbesitzer weiter gegeben.

Der Nennwert der inflationsorientierten Papiere steigt – je nach Kurve der Preisentwicklung – bis zur Fälligkeit mehr oder weniger stark an. Das bietet Anlegern die Möglichkeit, Einnahmen aus der Gegenwart in die Zukunft zu transferieren. Das ist – ähnlich wie bei Zerobonds – für solche Sparer interessant, die eine geringere Steuerprogression bei Laufzeitende oder einem vorherigen Verkaufszeitpunkt erwarten.



Trotz verstärkter Steuerpflicht der Renten ab 2005 handelt es sich immer noch ein lukratives und risikoarmes Investment für künftige Ruheständler. Die laufenden jährlichen Zinseinnahmen sind geringer als bei Festverzinslichen und werden erst einmal nicht zwingend benötigt. Nur sie unterliegen der laufenden Besteuerung. Der Zuschlag auf den Nennwert wird steuerschonend in die Zukunft transferiert.

Checkliste zu den Anlagegrundsätzen

- ✓ Inflationsindexierte Anleihen schützen durch die permanente Anpassung des Nennwertes vor Geldentwertung.
- ✓ Die Höhe der ausgezahlten Zinsen steigt in der Regel laufend an.
- ✓ Zinsrisiken bestehen wie bei herkömmlichen Anleihen, durch die Inflationsanpassung sind sie aber deutlich geringer.
- ✓ Deflation führt nicht zu einem geminderten Nennwert.
- ✓ Durch den ansteigenden Nennwert können die Erträge zum Teil in die Zukunft verschoben werden.
- ✓ Je höher die Inflation während der Laufzeit, umso größer die Rendite aus Zinsen und Kurs-ertrag.
- ✓ Die Volatilität ist geringer als bei herkömmlichen Anleihen.
- ✓ Der Referenz-Preisindex muss nicht immer der Inflation entsprechen. Einige Emittenten nehmen bestimmte Werte aus dem Warenkorb heraus. Anleger sollten daher immer das Verkaufsprospekt studieren.
- ✓ Angebot und Liquidität am deutschen Rentenmarkt sind derzeit noch sehr gering.

Bei den Linked Bonds bestimmen sich die Börsenkurse – wie bei herkömmlichen Anleihen – nach Angebot und Nachfrage. Dabei ist durchaus realistisch, dass die Papiere infolge drohender Inflation oder verstärkter Beliebtheit vermehrt nachgefragt werden. Das hat zur Folge, dass der Kurs steigt, ohne dass sich an der Zinsfront etwas Wesentliches verändert hat. Diese Situation könnte sich noch verstärken, da relativ wenige Inflationsanleihen am Rentenmarkt gehandelt werden. Einige große Kauforders institutioneller Anleger reichen aus, um die Kurse in die Höhe zu treiben.

Dieses Szenario führt dann zu einer geringen Rendite, die Differenz zur Verzinsung herkömmlicher Anleihen steigt deutlich an. Anleger sollten auf Grund dieses erweiterten Abstands nicht zu dem Schluss kommen, dass akute Inflationsgefahr und somit hohe Gewinnaussichten bestehen. Sie sollten vielmehr einkalkulieren, dass sich die potentielle Rendite verschlechtert hat. In den Folgejahren müssen die Indexanleihen also erst einmal den Zinsabstand zu Festverzinslichen aufholen, bevor überhaupt ein Mehr-Ertrag erreichbar ist.

Anlage-Tipp: Der Besitz von inflationsorientierten Anleihen hätte in den letzten Jahren auf Grund geringer Preissteigerung und lahmender Konjunktur wenig Ertrag gebracht. Maßgebend für einen optimalen Kaufzeitpunkt sind aber nicht die aktuellen, sondern die künftig erwarteten Daten. Vermehren sich die Zeichen für eine Inflation, steigen die Kurse der Anleihen rasant an.



4. Alternative Produkte

Zieht das Marktzinsniveau an, muss dies in Rentendepots nicht zwingend fallende Kurse zur Folge haben. Wer ausschließlich auf kurzlaufende Papiere oder Festgelder setzt, hat mit Verlusten wenig zu tun – aber auch nicht mit auf Dauer gesehen marktkonformen Renditen. Zinsen um die zwei bis drei Prozent machen eine Geldanlage nicht gerade ertragreich. Da tröstet es wenig, dass die Kupons bei anziehenden Märkten mitgehen. Basis bleibt weiterhin der Zinssatz für kurzfristige Gelder.

Floater

Interessant im Einsatz gegen Inflation sind variabel verzinsten Anleihen. Sie profitieren – in der Regel alle drei Monate – von anziehenden Zinsbewegungen und beinhalten kaum Kursrisiken. Allerdings richten sich Floater nach dem Euribor und nicht nach der Inflation. Ein kompletter Werterhalt des Vermögens kann somit nicht garantiert werden. Vorteilhaft ist, dass der Kurszettel eine große Auswahl bietet, selbst Bundesanleihen mit variablem Zinssatz sind im Angebot. Weiterer Pluspunkt: Floater gibt es in vielfacher Variation, mit Unter- oder Obergrenze, gegenläufiger Zinsentwicklung sowie Aufschläge auf den Referenzwert. Da ist für jeden Geschmack etwas dabei.

Bei stark steigendem Preisindex hingegen lohnen sich Inflationsanleihen durch den Zuschlag auf den Nennwert eher. Der laufende Kupon liegt zwar unter dem variablen Zins, dafür ergibt sich bei Laufzeitende ein stattlicher Kursertrag. Fällt die Inflation wider Erwarten, schlägt sich das zwar negativ auf die Gesamrendite nieder. Bei Floatern geht der Zins aber sofort mit nach unten und bringt eine noch schlechtere Performance.

Zerobonds

Sie werfen bis zur Fälligkeit überhaupt keinen steuerpflichtigen Ertrag ab. Dafür sind Nullkupon-Anleihen aber sehr zinsanfällig und weisen während der Laufzeit enorme Kursschwankungen auf. Steigende Inflationsraten schlagen sofort voll auf die Notierungen von Zeros durch. Nur bei fallendem Zinsniveau sind sie die deutlich bessere Anlagealternative.

Bankangebote

Alternativ bieten sich Inflationsanleihen von verschiedenen Kreditinstituten an. Hier ist die Bonität nicht immer so hoch wie etwa bei Bundesanleihen und die Rückzahlung erfolgt meist zum Nennwert, unabhängig von der Preissteigerungsrate. Dafür ist der Zinskupon höher als bei Länderanleihen. Allerdings bezieht er sich nicht immer auf den Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) ohne Tabak in der Eurozone. Meist haben diese Emissionen von Banken im ersten Jahr einen festen Zinssatz und erst in den folgenden beiden Jahren hängt die Höhe des Kupons von der Wertentwicklung der Inflationsrate ab.

Hinweis: Auch Rentenfonds haben die Vorteile der Inflationsanleihen erkannt und nehmen sie in ihr Depot auf. Allerdings mindern hier – wie bei Rentenfonds üblich – der Ausgabeaufschlag sowie jährliche Verwaltungskosten die Rendite. Dafür ist der indirekte Kauf über Fonds eine sinnvolle Alternative.



5. Steuerliche Behandlung

Die laufenden Zinsen aus inflationsindexierten Anleihen stellen bei Zufluss Einnahmen aus Kapitalvermögen i.S.d. § 20 Abs. 1 Nr. 7 dar. Sie unterlagen bis Ende 2008 dem Zinsabschlag. Der Gesetzgeber behandelte die Papiere vor 2009 als Finanzinnovationen, da die Höhe der Erträge zwar von einem ungewissen Ereignis abhängen, die Rückzahlung aber garantiert ist (§ 20 Abs. 2 Nr. 4c in Verbindung mit Satz 4 EStG a.F.). Damit sind Kursgewinne über alle Laufzeiten hinweg als Kapitaleinnahme zu versteuern. Da die Emissionsrendite – im Gegensatz zu Zerobonds – zu Beginn nicht bekannt ist, musste stets die so genannte Markttrendite angesetzt werden. Bei dieser Art der Besteuerung wurden auch Kurs- und Währungsänderungen einbezogen. Bei Verkauf oder Fälligkeit vor 2009 wurde Zinsabschlag fällig.

Bei Verkauf oder Fälligkeit unabhängig vom Erwerbsdatum fällt mangels besonderer Übergangsregeln seit dem 1.1.2009 Abgeltungsteuer an. Damit bietet sich Anlegern weiterhin die Möglichkeit, die Steuerpflicht des anziehenden Nennwertes in die Zukunft zu verlagern. Eine steuerliche Belastung des i.d.R. permanent anwachsenden Kursplus der Inflationsanleihe entsteht erst bei Fälligkeit oder Verkauf. Der Sparerpauschbetrag wird während der Laufzeit von den anfallenden Zinsauszahlungen in Anspruch genommen, so dass er in keinem Fall ungenutzt bleibt. Ein während der Laufzeit aufsummierter Kursgewinn löst anders als noch bis 2008 keinen Progressionssprung mehr aus.

Diese steuerlichen Grundsätze haben auch Fonds zu beachten, die in inflationsindexierte Anleihen investieren. Damit erhöhen sich die steuerpflichtigen Kapitaleinnahmen um die aufgelaufenen Kursgewinne. Diese Beträge fließen auch in den Zwischengewinn ein. Bei herkömmlichen Festverzinslichen können die Fondsmanager hingegen die Anleihen ohne Beachtung von Haltefristen verkaufen, ohne dass sich für die Fondsbesitzer steuerpflichtige Erträge aus der Wiederanlage der Gewinne ergeben.

Bei Erbschaft oder Schenkung gilt der Stichtagskurs als Bemessungsgrundlage. Das wirkt sich nachteilig aus, da die beim Vorbesitzer angesammelten Kurszuschläge bislang unversteuert geblieben sind. Die fallen vollständig als Kapitaleinnahmen bei den Erben oder Beschenkten an.

Das Kursplus oder -minus bei nicht in Euro notierenden Inflationsanleihen wurde bis Ende 2008 in der Fremdwährung ermittelt und erst das Ergebnis in Euro umgerechnet. Bei der Ermittlung der Markttrendite wurden Nebenkosten, die beim Kauf und Verkauf angefallen sind, nicht berücksichtigt.

Hier ergibt sich nunmehr ab 2009 eine günstigere Steuerrechnung, sofern Währungsgewinne angefallen sind. Denn die Differenz zwischen Anschaffungskosten und Einlösungs- oder Verkaufsbetrag hat in der Fremdwährung zu erfolgen. Erst anschließend wird der Unterschiedsbetrag in Euro umgerechnet. Maßgebend ist der Umrechnungskurs im Versteuerungszeitpunkt. Zudem können die Transaktionskosten mindernd berücksichtigt werden.



Beispiel zu den Währungsgewinnen bei Finanzinnovationen

Die Fakten	
Kauf eines US-\$-Floaters zu	10.000 \$
Euro-Kurs beim Kauf	1,00 €
Verkauf nach 2 Jahren zu	10.300 \$
Euro-Kurs beim Verkauf	0,90 €
Kursgewinn	300 \$

Die Rechnung ab 2009	
Kaufpreis in € (10.000 €/1)	10.000 €
Verkaufspreis (10.300 €/0,90)	11.444 €
Zu versteuern	1.444 €
Die Rechnung bis 2008	
Kursgewinn in US-\$	300 €
Zu versteuern (300/0,90 €)	333 €
Vorteil der neuen Regel	1.111 €

Diese neue Währungsrechnung ist aber nicht in jedem Fall günstiger. Fällt nämlich die Anlagewährung bis zum Verkauf oder zur Fälligkeit, konnte bislang ein höherer Verlust geltend gemacht werden.



Ihre Ansprechpartner bei der Axer Partnerschaft:

**Rechtsanwalt,
Fachanwalt für Steuerrecht,
Rolfjosef Hamacher**

**Fon 0221/47 43 440
Fax 0221/47 43 499
hamacher@axis.de**

**Rechtsanwalt,
Wirtschaftsprüfer, Steuerberater,
Dipl.-Betriebswirt Bernhard Fuchs**

**Fon 0211/43 83 560
Fax 0211/43 83 5611
fuchs@axis.de**

**Rechtsanwalt,
Steuerberater,
Dipl.-Finanzwirt Heinrich Bürmann**

**Fon 030/40502950
Fax 030/405029599
buermann@axis.de**

Die Ausführungen in dieser Publikation sollen einer allgemeinen Information dienen. Ein Anspruch auf Vollständigkeit kann aufgrund der Komplexität der behandelten Themen nicht erhoben werden; ebenso wird eine einzelfallbezogene Beratung hierdurch nicht ersetzt. Die Axer Partnerschaft übernimmt keine Haftung für die Folgen einer Verwendung dieser in der Publikation dargelegten Informationen.