

Novitäten am Kapitalmarkt kennen

## Flexible Anlagealternative: Stripped Bonds

Seit dem vergangenen Jahr ist der deutsche Kapitalmarkt um eine weitere Neuheit reicher: Festverzinsliche Wertpapiere, bei denen die eigentliche Schuldurkunde getrennt von den Zinsscheinen gehandelt wird – selbst in den Vereinigten Staaten erst seit circa zwei Jahren als „Stripped Bonds“ bekannt – sind jetzt auch bei in DM denominierten Rentenwerten erhältlich. Die Vorreiterrolle übernahm hierzulande die Commerzbank, welche in Zusammenarbeit mit Salomon Brothers für die Deutsche Bundespost eine Reihe von Zeros auflegte. Diplom-Kaufmann Hartmut Walz analysiert die Ursachen für die Attraktivität der Stripped Bonds und erläutert die Hintergründe für das Entstehen dieser Innovation.

Das Zustandekommen von Stripped Bonds ist denkbar einfach: Eine Investmentbank übernimmt vom Anleiheschuldner zum marktüblichen Kurs Teile oder den ganzen Betrag einer Emission festverzinslicher Wertpapiere mit laufender Zinszahlung. Sie trennt nun die Zinsscheine dieser Kuponanleihe von der Rückzahlungsurkunde. Letztere wird dann an private und institutionelle Anleger wie ein üblicher Zerobond verkauft. Genauso verfährt man mit den Zinsscheinen, die man in Gruppen jeweils gleicher Fälligkeit zusammenfaßt. Aus einer Kuponanleihe mit zehnjähriger Gesamtlaufzeit und jährlicher Zinszahlung lassen sich somit – sozusagen „künstlich“ – elf Zerobonds erzeugen, nämlich zum einen die ursprüngliche Tilgungsrunde mit zehnjähriger Laufzeit und zum anderen zehn Nullkuponanleihen, von denen jede die Kuponzahlung der jährlichen Zinstermine verbrieft und folglich Laufzeiten zwischen einem und zehn Jahren aufweist.

### Eigene Urkunden der Institute

Bemerkenswert bei diesem Vorgang ist, daß die Wertpapierhäuser, welche ein Coupon-Stripping durchführen, über die „selbstgemachten“ Zeros eigene Urkunden ausstellen. Bekannt wurden solche Verbriefungen im amerikanischen Markt

als „CATS“ (Certificates of Actual on Treasury Securities), welche von Salomon Brothers herauskamen, sowie als „TIGR'S“ (Treasury Investment Growth Receipts), die von Merrill Lynch begeben wurden. Wirtschaftlich gesehen entstehen durch Bond-Stripping Nullkuponanleihen, das heißt, der Ertrag des Investors resultiert ausschließlich aus dem Unterschiedsbetrag zwischen Kaufpreis und Rückzahlungswert der Anleihe.

### Attraktiv für private und institutionelle Anleger

Ein Engagement in Stripped Bonds kann gleichermaßen für private als auch für institutionelle Anleger interessant sein. Kleinanleger empfinden es als Vorteil dieser Anlagealternative, daß die bei Kuponanleihen erforderliche Berechnung von Stückzinsen entfällt und durch die automatische Wiederanlage von Zinserträgen bis zum Laufzeitende die ursprüngliche Rendite garantiert wird. Wie bei allen Nullkuponanleihen werden also konstruktionsbedingt Zinsänderungsrisiken hinsichtlich der Wiederanlage von Erträgen ausgeschlossen und die bei Auszahlung und Reinvestition der laufenden Verzinsung entstehenden Kosten vermieden.

Da bei dieser Wertpapierart eine vorzeitige Kündigung des Schuldverhältnisses durch den Kapitalnehmer stets abbe-

dungen wird, ist der Investor auch vor einer unerwünschten Verkürzung eines für ihn günstigen Engagements geschützt. Ein weiterer Anlegervorteil besteht in der großen Individualität, welche Stripped Bonds insbesondere dann bieten, wenn, wie in den USA, ein breiter Markt in solchen Papieren besteht.

Der Investor kann mit Hilfe dieser Anlageform über die Wahl entsprechender Endfälligkeiten jede von ihm gewünschte zeitliche Rückzahlungsstruktur erzeugen. So entstehen beispielsweise durch das Stripping einer dreißigjährigen Kuponanleihe mit Halbjahreskupon sechzig (!) Laufzeitalternativen. Dieses Argument ist insbesondere für institutionelle Anleger wie Pensionskassen oder Versicherungsgesellschaften bedeutsam, welche bestimmte Beträge zu genau festgelegten Zeitpunkten liquidieren wollen.

### Besteuerungszeitpunkt frei gestaltbar

In Hinblick auf die derzeitige Besteuerung von Stripped Bonds, welche – analog zu der Vorgehensweise bei Zeros – erst bei Endfälligkeit der Anleihe erfolgt, wird dem Investor außerdem die Möglichkeit gegeben, den Besteuerungszeitpunkt seiner Zinserträge frei zu gestalten. Privatpersonen können so beispielsweise die Beteiligung des Fiskus an ihren Zinserträgen bis über das Ende ihrer Berufstätigkeit hinaus verzögern und damit erreichen, daß ein erheblich geringerer Grenzsteuersatz zur Anwendung kommt. Schließlich entspricht die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer (Duration) von Stripped Bonds stets deren Restlaufzeit, wodurch eine höchst einfache und effiziente Spekulation auf den Zinstrend ermöglicht wird. („Anlagepraxis“ berichtete in Ausgabe 2/1987 ausführlich über solche Strategien.)

Zusammenfassend läßt sich also feststellen, daß durch Stripped Bonds viele – zum Teil völlig unterschiedliche – Anlegerbedürfnisse flexibler als mit der klassi-

*Für meine  
lieben Eltern!  
5.5.87  
Hart*

# Wertpapier- und Branchenanalysen

schen Kuponanleihe befriedigt werden können.

## Anlegerrisiken bei Stripped Bonds

Da keine laufende Verzinsung der Anleihe gezahlt wird und die Laufzeiten von Stripped Bonds oftmals relativ hoch sind, ist das Bonitätsrisiko des Schuldners besonders zu beachten. Bislang sind jedoch ausschließlich Kapitalnehmer erstklassiger Bonität als Emittenten solcher Wertpapiere aufgetreten. Besonders risikoreich kann die Verbindung des Null-Kupon-Charakters dieser Wertpapierart mit langen Restlaufzeiten bei steigenden Kapitalmarkttrenditen sein, da so beim Verkauf der Anlage erhebliche Kursverluste drohen. Schließlich ist beim Engagement in die überwiegend auf US-Dollar lautenden Bonds auch das Währungsrisiko zu bedenken.

## Hintergründe des Coupon-Stripping

Das „künstliche Herstellen“ von Zerobonds durch Coupon-Stripping wird aus Sicht der Banken durch Handelsgewinn beim getrennten Verkauf von Zinsschein und Mantel attraktiv. Eine solche Gewinnmöglichkeit ergibt sich bei Vorliegen einer positiven Zinsstrukturkurve (vergleiche die Abbildung), das heißt immer dann, wenn für langfristige Anlagen höhere Zinssätze gezahlt werden als für Titel mit kürzerfristigen Laufzeiten. Positive Zinsstrukturkurven sind – abgesehen von wenigen Ausnahmesituationen, bei denen sich aufgrund konjunktureller oder währungspolitischer Turbulenzen kurzfristig eine sogenannte inverse Zinsstruktur ergibt – auf allen Kapitalmärkten anzutreffen.

Durch Coupon-Stripping kann im Normalfall der positiven Zinsstruktur eine Gewinnmarge erzielt werden. Die Bank erwirbt eine komplette Kuponanleihe zu einem Barwert, der sich durch Diskontierung der vom Bond versprochenen Zahlungen mit der laufzeitentsprechenden Rendite ergibt. Beim Verkauf der einzelnen Zinsscheine werden deren Kurse jedoch durch Abzinsung mit den der jeweiligen Laufzeit entsprechenden geringeren Renditen errechnet, wodurch sich eine höhere Barwertsumme bildet. Die Differenz ergibt den Stripping-Gewinn der Bank.

## Durchschnittsrendite von DM-Pfandbriefen und -Obligationen im Interbankhandel (Stand Anfang 1987)

Laufzeit in Jahren	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Durchschnittsrenditen in Prozent	4,1	4,4	4,7	5,1	5,4	5,7	6,0	6,3	6,4	6,5

Folgendes Beispiel macht den Effekt anschaulich:

Die Investmentbank kauft eine Kuponanleihe mit zehnjähriger Laufzeit und einem Zinsschein von sechs Prozent zum marktüblichen Kurs unter Annahme der oben dargestellten Renditestrukturkurve. Um den marktüblichen Kurs zu ermitteln, müssen alle Zinszahlungen sowie die Tilgung mit der Durchschnittsrendite für Papiere zehnjähriger Laufzeit – laut obiger Tabelle also 6,5 Prozent abgezinst werden. Somit ergibt sich pro 100,- Anleihenwert ein Erwerbspreis von DM 96,40. Die Verkaufspreise der Coupons errechnen sich jeweils durch Abdiskontieren mit der Markttrendite der entsprechenden Laufzeiten.

Somit lassen sich folgende Kurse ermitteln:

Zinsscoupon des 1. Jahres: 6,-, abgezinst ein Jahr mit	4,1% = 5,76
Zinsscoupon des 2. Jahres: 6,-, abgezinst zwei Jahre mit	4,4% = 5,50
Zinsscoupon des 3. Jahres: 6,-, abgezinst drei Jahre mit	4,7% = 5,23
Zinsscoupon des 4. Jahres: 6,-, abgezinst vier Jahre mit	5,1% = 4,92
Zinsscoupon des 5. Jahres: 6,-, abgezinst fünf Jahre mit	5,4% = 4,61
Zinsscoupon des 6. Jahres: 6,-, abgezinst sechs Jahre mit	5,7% = 4,30
Zinsscoupon des 7. Jahres: 6,-, abgezinst sieben Jahre mit	6,0% = 3,99
Zinsscoupon des 8. Jahres: 6,-, abgezinst acht Jahre mit	6,3% = 3,68
Zinsscoupon des 9. Jahres: 6,-, abgezinst neun Jahre mit	6,4% = 3,43
Zinsscoupon des 10. Jahres: 6,-, abgezinst zehn Jahre mit	6,5% = 3,20
Barwertsumme der Coupons:	44,62

Hinzu kommt der Barwert der Nennwertrückzahlung in Höhe von 53,27 DM, der sich durch einfaches Abzinsen mit 6,5 Prozent bei zehnjähriger Laufzeit errechnet. Als Summe ergibt sich ein Gesamtwert von 97,89 DM, das heißt, die Bank hat durch das Trennen von Zinsscheinen und Mänteln einen Gewinn von 1,49 DM pro 100 DM Anleihenwert erzielt.

Die Ursache für die positive Kursdifferenz der Bank liegt ganz offensichtlich dar-

in, daß der Markt an Kuponanleihen und Zerobonds identischer Restlaufzeiten und Schuldnerbonität nahezu gleiche Renditeanforderungen stellt, obwohl die durchschnittliche Kapitalbindung bei den Zeros aufgrund der fehlenden laufenden Zahlungen erheblich höher liegt und hieraus – bei positiver Renditestrukturkurve – eine höhere Verzinsungsanforderung resultieren müßte. Mit anderen Worten: Die Zinsstrukturkurve stellt fälschlicherweise primär auf das Laufzeitkriterium ab, anstatt sich an der Duration zu orientieren.

Da mit Hilfe des Bond-Stripping dem starken Bedürfnis der Investoren nach einer stärkeren Flexibilisierung ihrer Anlagealternativen insbesondere hinsichtlich der Laufzeiten sowie des Besteuerungszeitpunktes entsprochen werden kann, ist mit einer stärkeren Verbreitung dieses Instrumentes zu rechnen. Für diese Einschätzung sprechen auch die lukrativen Stripping-Gewinne von Banken und Wertpapierhäusern, welche auf absehbare Zeit aufgrund der unvollständigen Transparenz des Kapitalmarktes und insbesondere der weitgehenden Gleichsetzung von Duration und Restlaufzeit durch das Anlegerpublikum erhalten bleiben werden.

Die Bankgeschäfte

Erhard Glogowski/Manfred Münch

**Neue Finanzdienstleistungen**  
Deutsche Bankenmärkte im Wandel

GABLER