

Für meine Eltern

HH

Bond-Stripping wird rückgängig gemacht

„Künstliche Zeros“ werden wieder zu klassischen Anleihen / Von Hartmut Walz

FRANKFURT. In den letzten Jahren ziehen zahlreiche Umformungen von Wertpapieren in bislang unbekannte Verbriefungsformen die Aufmerksamkeit der Anleger auf sich. Durch das sogenannte Repackaging, was soviel wie Umverbriefung, Umformung oder Neuverpackung bedeutet, werden insbesondere Bonds mit schlechtem Platzierungsverfolg hinsichtlich einzelner Ausstattungsmerkmale wie Laufzeit, Basiswährung, Zinshöhe und Zinsbindung sowie der Tranchenstückelung variiert.

Teilweise kann hierdurch der Absatz der Titel am Kapitalmarkt gesteigert und eine Verbesserung der Kurse durchgesetzt werden. Da die Institute mit der Durchführung des Repackaging oftmals zusätzliche Risiken übernehmen, wird mittlerweile rege diskutiert, ob eine Begrenzung von Art beziehungsweise Umfang der Neuverbriefungen durch die Bankenaufsicht erforderlich ist. So übernimmt beispielsweise eine Investmentbank, die eine nicht platzierbare Emission in Titel mit anderer Basisvaluta umformt, ein erhebliches Währungsrisiko. Der Grund hierfür besteht darin, daß sie Zins- und Tilgungsleistungen vom eigentlichen Kapitalnehmer in einer Währung erhält, die von der Devisen des neuverbrieften Wertpapiers abweicht.

Völlig risikolos ist hingegen aus Sicht der Investmentbanken das sogenannte Kupon-Stripping, bei dem Tilgungsurkunde und Zinsscheine von klassischen Kuponanleihen getrennt werden und jeweils gesondert als abgezinste Wertpapiere auf den Markt gelangen. Wertpapierhäuser, die auf diese Art sozusagen „künstlich“ Zerobonds herstellen, konnten in den letzten Jahren durch Kupon-Stripping erhebliche Arbitragegewinne erzielen.

Ursache für den höheren Gesamterlös beim getrennten Verkauf von Zinskupons und Wertpapiermantel war das bestehende starke Renditegefälle zwischen Wertpapieren unterschiedlicher Lauf-

zeit. Die gestrippten Zins-Kupons mit relativ kurzer Anlagedauer wurden daher vergleichsweise schwach abgezinst und erzielten folglich höhere Barwerte, als wenn sie als Teil des länger laufenden Ursprungstitel bewertet worden wären. Eine wahre Flut künstlicher Zeros unterschiedlicher Wertpapierhäuser mit bildhaften Bezeichnungen wie Strips, Cats, Cigars und Tigrs war die Folge.

Zwischenzeitlich ist jedoch die Renditestrukturkurve, welche die Verzinsung von Bonds in Abhängigkeit von ihrer Laufzeit beschreibt, erheblich flacher geworden, das heißt, die Renditedifferenz zwischen kurz und lang laufenden Wertpapieren hat sich stark verringert. Daher wird es jetzt plötzlich lukrativ, die einzelnen Zins- und Tilgungszahlungen der gestrippten Bonds am Markt zu erwerben und das wieder zusammengesetzte Ursprungspapier am Markt mit Gewinn zu veräußern.

Diese dem Kupon-Stripping genau entgegengerichtete Vorgehensweise wird als „Reconstituting“ (Wiederherstellung) bezeichnet. Die praktische Durchführung des Reconstituting erweist sich jedoch als erheblich schwieriger als die des Kupon-Strippings, da die Wertpapierhäuser zum „Wiederzusammensetzen“ des zerlegten Papiers neben der Rückzahlungsurkunde auch alle noch nicht fälligen Zins-Kupons des zugehörigen Titels am Markt aufkaufen müssen.

Angesichts dieser Mühe und der gegenwärtig nur geringen Margen, die durch das „Puzzeln“ erzielt werden können, kommt dem Vorgang des Reconstituting zur Zeit noch keine große Bedeutung zu. Dies kann sich jedoch schnell ändern. Sobald eine inverse Zinsstruktur auftritt, bei der kurzfristige Titel höher rentieren als längerfristige Bonds, wird der Anreiz zum Reconstituting erheblich steigen. Cigars, Cats, Strips und Tigrs werden dann nach Ansicht von Fachleuten schnell vom Markt verschwinden. (Blick durch die Wirtschaft, 31. 7. 1987)