

Stripped Bonds

Dipl.-Kfm. Hartmut Walz, Mannheim

1. Begriff und Entstehung

Als Stripped Bonds bezeichnet man festverzinsliche Wertpapiere, welche ursprünglich das Recht auf eine festgelegte, laufende Zinszahlung verbürgten (Kuponanleihe), bei denen jedoch die Schuldurkunde getrennt von den Zinsscheinen gehandelt wird. In den Vereinigten Staaten existiert diese Wertpapierart seit ca. drei Jahren. Seit 1986 gibt es Stripped Bonds auch als auf Deutsche Mark ausgestellte Rentenpapiere.

Stripped Bonds entstehen, indem eine auf das Wertpapiergeschäft spezialisierte Bank (Investmentbank) erhebliche Teile oder den ganzen Betrag der Emission einer Kuponanleihe vom Schuldner übernimmt. Sie trennt nun die Zinsscheine dieser Kuponanleihe vom Wertpapiermantel, d.h. der Rückzahlungsurkunde. Das im Wertpapiermantel verbriefte Recht auf die Kapitalrückzahlung wird an private und institutionelle Anleger weiterveräußert. Die Zinsscheine gleicher Fälligkeit werden in Gruppen zusammengefaßt, um größere Anlagebeträge zu bilden, und danach ebenfalls verkauft. Aus einer Anleihe mit zehnjähriger Gesamtlaufzeit und jährlicher Kuponzahlung werden durch die Tätigkeit der Investmentbank sozusagen „künstlich“ elf Wertpapiere mit unterschiedlicher Laufzeit erzeugt, nämlich zum einen die ursprüngliche Schuldurkunde mit zehnjähriger Laufzeit und zum anderen zehn Nullkuponanleihen, von denen jede eine Zinszahlung verbrieft und somit eine Laufzeit von einem bis zu zehn Jahren aufweist.

Wertpapierhäuser, welche ein Coupon-Stripping durchführen, stellen über die weiterveräußerten Wertpapierteile eigene Urkunden aus. Die mit diesem, als Repackaging bezeichneten Vorgang entstandenen Verbriefungen werden beispielsweise als „CATS“ (Certificates of Accrual on Treasury Securities) sowie als „TIGR'S“ (Treasury Investment Growth Receipts) auf dem Kapitalmarkt angeboten.

2. Einordnung und Bewertung von Stripped Bonds

Wirtschaftlich gesehen entstehen durch Bond-Stripping Nullkuponanleihen, d.h. der Ertrag des Investors resultiert ausschließlich aus dem Unterschiedsbetrag zwischen Kaufpreis und Rückzahlungswert der Anleihe. Dies bedeutet, daß sowohl der isoliert weiterveräußerte Wertpapiermantel als auch die in einer Urkunde verbrieften Kuponzahlungen jedes Zinstermins wirtschaftlich wie ein Zerobond zu behandeln sind. Auch in der steuerlichen Behandlung sind Stripped Bonds den Nullkuponanleihen gleichgestellt.

Stripped Bonds bieten aus Sicht des Anlegers den Vorteil,

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 abbedungen wird, ist der Investor auch vor einer unerwünschten Verkürzung eines für ihn günstigen Engagements geschützt. Außerdem kann der Investor mit Hilfe dieser Anlageform über die Auswahl von Stripped Bonds mit geeigneten 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 verfügbar haben wollen, um einerseits stets zahlungsfähig zu sein, jedoch gleichzeitig die ertragsarme Kassenhaltung zu minimieren.

Da Einkünfte aus der Anlage in Stripped Bonds erst bei der Endfälligkeit der Anleihe versteuert werden müssen, wird dem Investor außerdem die Möglichkeit gegeben, durch Verwendung dieses Instruments den Besteuerungszeitpunkt von Zinserträgen entsprechend seinen individuellen Verhältnissen zu gestalten. Privatpersonen können so beispielsweise die Teilhabe des Finanzamtes an ihren Zinserträgen bis über das Ende ihrer Berufstätigkeit hinaus verzögern und damit völlig legal erreichen, daß ein geringerer Grenzsteuersatz zur Anwendung kommt.

Besonders hohe Risiken für den Anleger können sich durch den Nullkupon-Charakter dieser Wertpapierart in Verbindung mit langen Restlaufzeiten ergeben, da in der Situation steigender Kapitalmarkttrenditen beim erforderlichen Verkauf der Anlage Kursverluste drohen, die über den Kursrückgang vergleichbarer Kuponanleihen weit hinausgehen.

3. Anreiz für Banken zum Coupon-Stripping

Das „künstliche Herstellen“ von Zerobonds durch Coupon-Stripping wird aus der Sicht der Banken durch Handelsgewinne beim getrennten Verkauf von Zinsschein und Mantel attraktiv. Ein solches Ertragspotential ergibt sich stets dann, wenn für langfristige Zinsanlagen

höhere Zinssätze als für Rententitel mit kürzeren Laufzeiten gezahlt werden, d.h. eine positive Zinsstruktur herrscht (vgl. Tab. 1). Diese Situation herrscht auf den Kapitalmärkten vor; es kann jedoch aufgrund konjunktureller oder währungspolitischer Turbulenzen kurzfristig zu einer umgekehrten Situation, der sogenannten inversen Zinsstruktur, kommen.

| Laufzeit in Jahren | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
|---------------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| Durchschnittsrendite in % | 4,1 | 4,4 | 4,7 | 5,1 | 5,4 | 5,7 | 6,0 | 6,3 | 6,4 | 6,5 |

Tab. 1: Beispiel für eine positive Zinsstruktur; Basis: Durchschnittsrendite von DM-Pfandbriefen und -Obligationen im Interbankenhandel (Anfang 1987)

Folgendes Beispiel soll das Ertragspotential durch Coupon-Stripping verdeutlichen: Eine Investmentbank kauft eine Kuponanleihe mit zehnjähriger Laufzeit und einem Zinsschein von 6% zum marktüblichen Kurs unter Annahme der in der Tabelle dargestellten Renditestrukturkurve. Um den marktüblichen Kurs der gesamten Anleihe zu ermitteln, werden alle Zinszahlungen sowie die Tilgungssumme mit der Durchschnittsrendite für Wertpapiere zehnjähriger Laufzeit – laut obiger Tabelle also 6,5% – abgezinst. Somit ergibt sich pro 100,- Anleihe-nennwert ein Erwerbspreis der Bank von DM 96,40. Die Verkaufspreise der Coupons errechnen sich jedoch durch Abdiskontieren mit der Marktrendite der entsprechenden Laufzeiten.

Somit lassen sich folgende Verkaufskurse ermitteln:

| | | |
|-----------------------------------------|-------------------|--------|
| Zinskupon des 1. Jahres: 6,- abgezinst | 1 Jahr mit 4,1% | = 5,76 |
| Zinskupon des 2. Jahres: 6,- abgezinst | 2 Jahre mit 4,4% | = 5,50 |
| Zinskupon des 3. Jahres: 6,- abgezinst | 3 Jahre mit 4,7% | = 5,23 |
| Zinskupon des 4. Jahres: 6,- abgezinst | 4 Jahre mit 5,1% | = 4,92 |
| Zinskupon des 5. Jahres: 6,- abgezinst | 5 Jahre mit 5,4% | = 4,61 |
| Zinskupon des 6. Jahres: 6,- abgezinst | 6 Jahre mit 5,7% | = 4,30 |
| Zinskupon des 7. Jahres: 6,- abgezinst | 7 Jahre mit 6,0% | = 3,99 |
| Zinskupon des 8. Jahres: 6,- abgezinst | 8 Jahre mit 6,3% | = 3,68 |
| Zinskupon des 9. Jahres: 6,- abgezinst | 9 Jahre mit 6,4% | = 3,43 |
| Zinskupon des 10. Jahres: 6,- abgezinst | 10 Jahre mit 6,5% | = 3,20 |

Es ergibt sich eine Barwertsumme der Kupons in Höhe von 44,62.

Hinzu kommt der Barwert der Nennwertrückzahlung in Höhe von 53,27, der sich durch Abzinsen mit 6,5% bei zehnjähriger Laufzeit errechnet. Als Summe ergibt sich ein Betrag von DM 97,89, d.h. die Bank hat durch das Trennen von Zinsscheinen und Mantel einen Gewinn von DM 1,49 pro 100,- Anleihenennwert erzielt.

Die Ursache für den durch die Bank erzielbaren Handelsgewinn liegt ganz offensichtlich darin, daß der Kapitalmarkt gegenüber Kuponanleihen und Zerobonds identischer Restlaufzeit und Schuldnerbonität nahezu gleiche Renditeanforderungen stellt. Da die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer bei den Nullkuponanleihen jedoch aufgrund der fehlenden laufenden Zinszahlungen erheblich größer ist und hieraus – bei positiver Renditestrukturkurve – eine höhere Verzinsungsanforderung der Investoren resultieren müßte, entsteht mit der Durchführung des Coupon-Stripping für die Bank eine Arbitragemöglichkeit. Banken, die aus traditionellen Kuponanleihen Stripped Bonds herstellen, nutzen m.a.W. die Tatsache, daß die Zinsstrukturkurve fälschlicherweise auf das Laufzeitkriterium abstellt, anstatt sich an der tatsächlichen Kapitalbindungsdauer der Anlagealternativen zu orientieren.

4. Ausblick

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

Literatur

Steuer, J., Neue Formen von Kapitalanlagen (Zero- und Stripped Bonds) und ihre steuerliche Beurteilung in der Bundesrepublik Deutschland, Frankfurt a.M. 1985.