

Stripping von Bundesanleihen

Bund und Bundesbank haben in den letzten Jahren in enger Zusammenarbeit eine Reihe von Neuerungen eingeführt, um das staatliche Schuldenmanagement durch neue Kreditaufnahmeinstrumente und Emissionstechniken an internationale Standards anzupassen und auf den intensiver werdenden internationalen Wettbewerb einzustellen. Für den Bund kommt es darauf an, auch nach Beginn der Europäischen Währungsunion und dem Wegfall seines bisherigen Wettbewerbsvorteils, der ihm als „Heimat-Emittenten“ der Anker- und Reservewährung D-Mark zufiel, seine führende Position im größeren Euro-denominierten Rentenmarkt zu behaupten. In diesem größeren Zusammenhang des Wettbewerbs der Emittenten um die Benchmarksetzung und der Finanzplätze um Erhöhung ihrer Attraktivität ist die jüngste Entscheidung des Bundesministeriums der Finanzen zu sehen, ab dem 4. Juli 1997 für die 10jährigen und 30jährigen Bundesanleihen die Möglichkeit des Strippings zu eröffnen.¹⁾

Unter Stripping einer Anleihe versteht man das Trennen von Kapitalbetrag und Zinsansprüchen. Der Kapital-Strip und die einzelnen Zins-Strips werden separat gehandelt. Sie stellen wirtschaftlich Nullkuponanleihen

*Definition des
Strippings*

¹ Technische Einzelheiten in: Deutsche Bundesbank, Stripping von Bundesanleihen, Pressemitteilung, 2. Juni 1997. „Stripping“ steht für STRIPS = Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities.

(Zerobonds) mit unterschiedlichen (Rest-) Laufzeiten dar. So läßt sich beispielsweise eine 10 Jahre laufende Bundesanleihe zerlegen in einen Kapital-Strip (die Anleihe ex) als Nullkuponanleihe mit Laufzeit 10 Jahre und zehn Zins-Strips als Nullkuponanleihen mit Laufzeiten von einem Jahr bis 10 Jahren.

Zum Stripping einer Anleihe gehört korrespondierend auch die Möglichkeit, die ursprüngliche Anleihe (Anleihe cum) aus Zins-Strips und Kapital-Strip wiederherzustellen (Rekonstruktion). Dies ist die Voraussetzung für die Arbitrage zwischen der Anleihe cum und deren Bestandteilen. Wegen der hohen Mindestbeträge (100 000 DM) für Stripping und Rekonstruktion, der anfallenden Transaktionskosten und der im Inland aus steuerlichen Gründen auf Banken beschränkten Möglichkeit der Rekonstruktion dürfte diese Arbitrage überwiegend durch Kreditinstitute oder im Ausland vorgenommen werden.

*Sicherung
ausreichender
Liquidität*

Um von Anfang an eine möglichst hohe Liquidität im neuen Marktsegment gestrippter Anleihen zu erreichen, sind drei bereits begebene Bundesanleihen mit den Zinsterminen 4. Januar beziehungsweise 4. Juli und einem bisherigen Emissionsvolumen von insgesamt 67 Mrd DM nachträglich zum Stripping zugelassen. Mit der Anfang Juli 1997 begebenen 30jährigen Bundesanleihe, die später aufgestockt werden soll, erhöht sich das schon zu Beginn zur Verfügung stehende stripbare Anleihevolumen auf zunächst 77 Mrd DM.

Für die Zukunft ist vorgesehen, grundsätzlich alle 10- und 30jährigen Bundesanleihen stripbar zu machen und die Zins- und Tilgungster-

Stripbare Bundesanleihen

Wertpapier-Kenn-Nummer	Kupon in %	Laufzeit	Volumen Mrd DM	Emissionstermin
113 502	6	4. Jan. 2007	30	7./8. Jan. 1997 28. Jan. 1997
113 492	6,25	4. Jan. 2024	20	28./29. Dez. 1993 8./9. Febr. 1994
113 503	6	4. Juli 2007	1) 17	22./23. April 1997
113 504	6,50	4. Juli 2027	1) 10	1./2. Juli 1997

1 Aufstockung möglich.

Deutsche Bundesbank

mine einheitlich auf den 4. Januar beziehungsweise 4. Juli eines Jahres zu konzentrieren. Zins-Strips mit derselben Fälligkeit werden, unabhängig von welcher Anleihe sie gestrippt wurden und unabhängig von deren Zinssatz, unter einer einheitlichen Wertpapier-Kenn-Nummer zusammengefaßt und weisen denselben Kurs und dieselbe Rendite auf. Die unterschiedlichen Nominalzinssätze spielen dann keine Rolle mehr.

Durch die Zusammenfassung von Zins-Strips derselben Fälligkeit soll erreicht werden, daß über das gesamte Laufzeitspektrum von einem Jahr bis 30 Jahre in allen Laufzeiten möglichst hohe Liquidität entstehen kann. Allerdings liegt es letztlich in der Hand der Marktteilnehmer selbst, die Liquidität in den einzelnen Segmenten zu bestimmen, da sie

die Entscheidungen über Strippen und Rekonstruieren treffen. Preisdifferenzen zwischen einer Anleihe cum und den rechnerisch zusammengefaßten Strips dieser Anleihe werden Arbitrageaktivitäten auslösen und nach Bedarf zum Strippen und Rekonstruieren führen. Der Deutsche Kassenverein und die Wirtschaftsinformationsdienste werden hierüber Daten bereitstellen (z. B. Stripvolumen, Rekonstruktionen).

Eine Strippingbegrenzung existiert im übrigen nicht, das heißt es ist theoretisch möglich, das gesamte Emissionsvolumen einer Anleihe in Strips zu zerlegen. In der Praxis ist dies aber unwahrscheinlich, da immer auch Nachfrage nach der Anleihe cum am Markt sein dürfte. Der Vollständigkeit halber ist auch darauf hinzuweisen, daß Kapital-Strips weder mit anderen Kapital-Strips noch mit Zins-Strips derselben Fälligkeit zusammengefaßt werden dürfen. Die andernfalls mögliche Schaffung „synthetischer“ Anleihen ist im Interesse eines korrekten Schuldenausweises bei der Bundesschuldenverwaltung unerwünscht.

*Börsen-
notierung*

Bund und Bundesbank gehen davon aus, daß der Handel in Strips vor allem zwischen professionellen Anlegern außerhalb der Börse stattfinden wird. Die Bundesbank wird deshalb in Strips keine Kurspflege betreiben. Der Emittent hat sich aus demselben Grund entschieden, die Strips nur an einer Börse, nämlich der Frankfurter Wertpapierbörse, einzuführen. Ihm erscheint das im Interesse der Liquidität und einer repräsentativen Kursbildung unumgänglich.

Mit der Einführung stripbarer Anleihen vervollständigt der Bund sein Kreditaufnahmeanstrumentarium und erweitert zugleich die Angebotspalette am Finanzplatz Deutschland um ein wichtiges Produkt. Erfahrungen in anderen Ländern, wie zum Beispiel den USA und Frankreich, zeigen, daß die Marktteilnehmer bereit sind, für die Strippingmöglichkeit einen Preis zu zahlen.

*Vorteile für den
Emittenten*

Auch für Deutschland ist deshalb davon auszugehen, daß der Bund durch die Emission stripbarer Anleihen ceteris paribus seine Finanzierungskosten um einige Basispunkte senken kann. Wesentlicher Grund dafür ist, daß durch Strippen Anlagemöglichkeiten in allen Laufzeitbereichen bis 30 Jahre geschaffen werden, obwohl der Bund selbst am Primärmarkt nur bestimmte Punkte der Zinsstrukturkurve bedient, nämlich 30, 10, 5 und 2 Jahre sowie 6 Monate. Mit Strips können nun auch Anlegerwünsche nach zum Beispiel 27- oder 15jähriger Laufzeit befriedigt werden, und in den kürzeren Fristen, für die „Restläufer“ am Markt sind, wird das Angebot dadurch verbreitert. Tatsächlich bietet der Bund damit den internationalen institutionellen Anlegern Anlagemöglichkeiten über die gesamte Spanne der Zinsstrukturkurve, also genau das, was von diesen Investoren präferiert und von einem Benchmark-Emittenten erwartet wird.

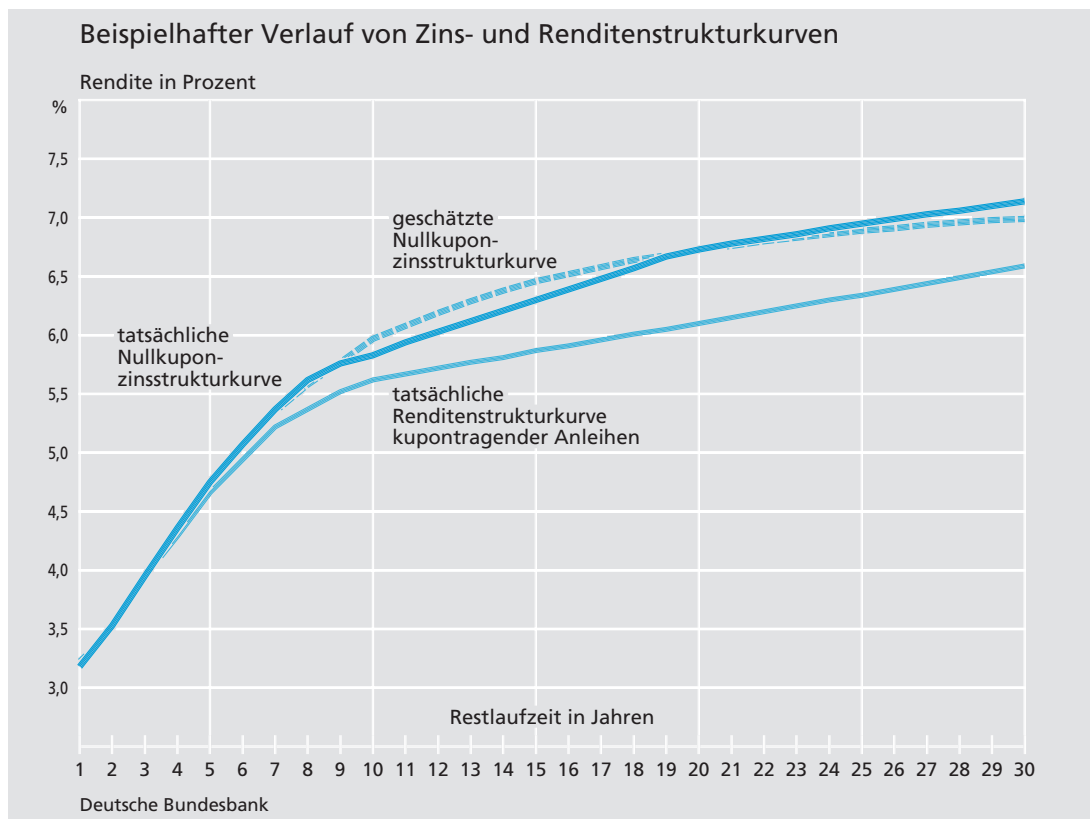
Aus Sicht der Investoren haben zudem die durch das Strippen entstehenden Nullkuponanleihen im Vergleich zu kupontragenden Anleihen einige Vorteile:

*Vorteile für
Investoren*

- Nullkuponanleihen haben nur eine Auszahlung bei Endfälligkeit und befreien so den Investor vom Problem der Wiederanlage von Kuponzahlungen. Nullkuponanleihen sind daher ideal für Investoren, die künftige Zahlungsströme exakt steuern möchten. Dies gilt zum Beispiel für den Fall, daß eine Versicherungsleistung oder Pensionsverpflichtung zu einem festgelegten Zeitpunkt durch Einmalzahlung erbracht werden muß. Bei den üblichen Kuponanleihen stellt sich regelmäßig das erwähnte Problem der Wiederanlage von Zinszahlungen zu im voraus nicht bekannten Zinssätzen.
- Bei kupontragenden Anleihen ist es nur mit kalkulatorischen Annahmen über die Wiederanlage der Kuponzahlungen möglich, schon zum Zeitpunkt der Investition die rechnerische Effektivverzinsung einer Anleihe zu ermitteln. Da die Wiederanlagerendite im voraus nicht bekannt ist, wird die im Kaufzeitpunkt errechnete Rendite bis Endfälligkeit von der erst ex post feststellbaren tatsächlichen Rendite abweichen. Bei Nullkuponanleihen wird dagegen die im Kaufzeitpunkt errechnete Rendite auch tatsächlich realisiert, sofern die Anleihe bis zur Fälligkeit gehalten wird.
- Bei Nullkuponanleihen ist die Duration²⁾ immer gleich der Restlaufzeit. Dadurch reagiert ihr Kurs stärker auf Zinsänderungen als der Kurs von kupontragenden Anleihen gleicher Restlaufzeit, die aufgrund der periodisch anfallenden Zinszahlungen eine geringere Duration aufweisen. Wegen dieser Hebelwirkung sind Nullkuponanleihen daher besonders attraktiv für risikobereite Investoren.
- Da Nullkuponanleihen bei gleicher Laufzeit eine höhere Duration und damit eine größere Konvexität³⁾ als kupontragende Anleihen aufweisen, läßt sich mit Nullkuponanleihen die Zinsreagibilität von Portfolios besonders effektiv steuern.
- Für inländische Privatanleger können Nullkuponanleihen auch unter steuerlichen Gesichtspunkten interessant sein. Da der für die Einkommensteuer beziehungsweise den Zinsabschlag maßgebende Kapitalertrag grundsätzlich aus der Differenz zwischen Erwerbs- und Verkaufspreis (bzw. Einlösungsbetrag) ermittelt wird, kann ein Anleger den Kapitalertrag durch Auswahl einer Nullkuponanleihe mit der entsprechenden Fälligkeit beziehungsweise durch ihren Verkauf in einen Zeitraum fallen lassen, in dem es für ihn steuerlich günstig ist. Er kommt zudem in den Genuß eines Steuerstundungseffekts. Nullkuponanleihen eignen sich so zum Beispiel in besonderer Weise zur Altersvorsorge, weil im Ruhestand der Spitzensteuersatz in aller Regel unter dem Spitzensteuersatz des Erwerbslebens liegt.

² Die Duration ist die gewichtete durchschnittliche Laufzeit aller Zahlungsströme aus einer Anleihe. Sie ist ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Zinsreagibilität einer Anleihe. Dabei wird ein linearer Zusammenhang zwischen Rendite und Kurs unterstellt.

³ Die Konvexität ist eine Kennzahl, die den Schätzfehler angibt, der sich aus der Annahme der Linearität der Kurs-Rendite-Beziehung im Durationskonzept ergibt. In der Realität ist die Kurs-Rendite-Beziehung einer Anleihe jedoch nicht linear, sondern sie weist einen konvexen Kurvenverlauf auf.



Zinsstruktur

Durch die Existenz von Nullkuponanleihen über ein breites Laufzeitspektrum wird dem Markt neben der Renditenstrukturkurve für Kuponanleihen und den derzeit – aufgrund der Daten von Kuponanleihen – nur theoretisch schätzbaren Zero-Zinsstrukturkurven eine tatsächlich bestehende Zinsstrukturkurve geliefert.

Damit verbessern sich generell die Informationsgrundlagen für die Preisfindung und Zinsanalyse am Kapitalmarkt. Die Zinsstrukturkurve, die sich aus den am Markt gehandelten Nullkuponanleihen ergibt, wird in der Regel von den geschätzten theoretischen Kurven abweichen. Zum einen könnten vor allem in der Anfangsphase Investoren wegen der noch geringen Liquidität in den Strips einen gewissen Risikoaufschlag im Vergleich zur

theoretischen Verzinsung verlangen. Zum anderen zeigen die Erfahrungen in anderen Ländern, daß sich die Nachfrage nach Strips nicht gleichmäßig auf alle Laufzeiten verteilt.

Es dürfte je nach Laufzeitbereich zu unterschiedlichen Abweichungen von der theoretischen Zinsstruktur kommen. So ist es wahrscheinlich, daß ganz generell und dann besonders bei Erwartung steigender Zinsen die Nachfrage nach Strips bis 10 Jahre am höchsten ist und daß bei Erwartung fallender Zinsen die Nachfrage nach den sehr lange laufenden Strips wegen deren hoher Zinsreagibilität besonders groß ist. Die für Nullkuponanleihen höhere Konvexität als bei Kuponanleihen bedeutet, daß bei einem Renditerückgang die relative Kurssteigerung bei einer Nullkuponanleihe größer ausfällt als bei einer

Kuponanleihe. Kommt es zu einem Renditeanstieg, ist der relative Kursverlust bei einer Nullkuponanleihe geringer als bei einer Kuponanleihe. Diese Asymmetrie wird von Investoren bei der Portfolio-Gestaltung systematisch genutzt.

Neues Marktsegment mit Wachstumspotential

Da die Einführung der Stripping-Möglichkeit für Bundesanleihen erst einige Tage zurückliegt, wäre es verfrüht, schon jetzt weitergehende Schlußfolgerungen zu ziehen. Es

spricht aber vieles dafür, daß damit den Kreditinstituten neue Geschäftsmöglichkeiten und den Anlegern interessante neue Investitionsmöglichkeiten geboten werden, die den Finanzplatz Deutschland auf Dauer stärken. Zugleich dürfte damit der Bund, der künftig regelmäßig stripbare 10- und 30jährige Bundesanleihen begeben wird, seine Startposition im Wettbewerb um die Benchmarksetzung und günstigere Finanzierungsbedingungen deutlich verbessert haben.