

Völk, Karl

Article — Digitized Version

Bedeutung und internationale Verflechtung des schweizerischen Kapitalmarktes

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Völk, Karl (1967) : Bedeutung und internationale Verflechtung des schweizerischen Kapitalmarktes, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 47, Iss. 1, pp. 39-44

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/133672>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Bedeutung und internationale Verflechtung des schweizerischen Kapitalmarktes^{*)}

Dr. Karl Völk, Zürich

In fast allen Ländern der westlichen Welt hat die Entwicklung des Kapitalmarktes in den letzten Monaten und Jahren zu einer massiven Verschiebung der finanzierungspolitischen Daten für die private und öffentliche Wirtschaft geführt. Geld- und Kapitalmarktbelange sind demzufolge in zunehmendem Maße zu einem Gegenstand des öffentlichen Interesses und damit zu einem bevorzugten Objekt der nationalen und internationalen Wirtschaftspolitik geworden. Zu den Gründen dieses Wandels gehören u. a. die überall anzutreffende Verteuerung des Geldes, die Rückläufigkeit der Selbstfinanzierungsquote, die zunehmende kurzfristige Verschuldung der Wirtschaft, die Reglementierungen der Emissionsmärkte, die massive Inanspruchnahme des europäischen Kapitalmarktes durch amerikanische Gesellschaften sowie der in vielen Sektoren gestiegene Fremdmittelbedarf, insbesondere jener der öffentlichen Hand.

MATERIELLE UND IDEELLE FAKTOREN

Schon vor dem ersten Weltkrieg gehörte die Schweiz zu den kapitalimportierenden und kapitalexportierenden Ländern. Ihr eigentlicher Aufstieg zu einem der bedeutendsten internationalen Finanzplätze begann jedoch erst in den Jahren nach dem zweiten Weltkrieg. Zu den wichtigsten Gründen dieser Entwicklung gehören vor allem die günstige geopolitische Lage des Landes, der Anteil an drei Weltsprachen, der im Verhältnis zum Sozialprodukt hohe Außenwirtschaftsanteil, die politische Stabilität im Innern, der Sinn für individuelle Freiheit, Toleranz und realistische Lösungen, die kompromißlose Aufrechterhaltung der Neutralität, der Fleiß und der Sparsinn der Bevölkerung, die Abneigung gegen fiskalische Experimente und kurzfristige Staatsverschuldungen, das Festhalten an der Rechtsstaatlichkeit auch in weltpolitisch schwierigsten Zeiten sowie der Tatbestand, daß der Schweizerfranken nicht nur während vieler Jahre die einzige unbeschränkt konvertible Währung Europas war, sondern auch die überhaupt einzige Währung mit einer 100%igen Deckung des Notenumlaufs durch Gold. Dazu kam, daß die schweizerische Ertragsbilanz fast immer Überschüsse aufwies und die inländische Sparkapitalbildung nicht nur genügte, das Investitionsvolumen der schweizerischen Wirtschaft zu finanzieren, sondern einen Teil auch noch ausländischen Volkswirtschaften zur Verfügung zu stellen.

^{*)} Ergänzte Fassung eines am 22. Juli 1966 an der Universität Hamburg gehaltenen Vortrages.

Ein internationales Finanzzentrum verdient seinen Namen nur dann, wenn es in größerem Umfange in der Lage ist, einerseits einheimische und ausländische Mittel anzuziehen und zu sammeln und andererseits diese Mittel sowohl innerhalb wie außerhalb der Landesgrenzen wieder anzulegen. Die technischen Institutionen, die zu diesem Zweck der Schweiz zur Verfügung stehen und die gleichzeitig die äußeren Wesensmerkmale des Finanzplatzes Schweiz ausmachen, sind u. a. ein sehr engmaschiges Bankennetz mit mehr Bankstellen als Zahnärzten, eine große Zahl von Finanz- und Industrieholdinggesellschaften, weltweit arbeitende Versicherungsunternehmungen, ein international bedeutender Devisen- und Goldmarkt sowie die heute noch umsatzmäßig zu den ersten Wertpapiermärkten Europas zählende Börse in Zürich. Der Aufbau der geldwirtschaftlichen Organisation in der Schweiz ist insofern einseitig, als — im Gegensatz etwa zu London, New York, Paris oder Amsterdam — praktisch kein ausgebauter Geldmarkt existiert, sondern das Gewicht ausschließlich auf dem Kapitalmarkt liegt. Dies gilt für den Kapitalmarkt sowohl als Emissionszentrum wie auch als Mittelpunkt der Effektenplazierung, des Kaufs und Verkaufs von Obligationen und Aktien, der Vermögensverwaltung oder als administrativer Sitz international tätiger Gesellschaften.

DIE SPARKAPITALBILDUNG

Wie in allen Ländern, ist auch in der Schweiz die Hauptversorgungsquelle des Kapitalmarktes die eigene Sparkapitalbildung. Sie bewegt sich in der Schweiz seit altersher auf sehr hohem Niveau und betrug im Jahre 1965 rund 17 Mrd. Franken, d. h. rund 28% des Bruttosozialprodukts oder annähernd 3000 Franken pro Kopf der Bevölkerung. Diese gesamtwirtschaftliche Brutto-Sparkapitalbildung setzt sich zu rund einem Drittel aus den Abschreibungen, zu einem Drittel aus den Ersparnissen der privaten Haushalte und Unternehmungen und zu einem weiteren Drittel aus den Ersparnissen der öffentlichen Hand sowie dem obligatorischen und vertraglichen Versicherungssparen zusammen. Im Rahmen des privaten oder Publikumssparens steht das Banksparen an erster Stelle. Der gesamte Bestand der bei den Banken akkumulierten Ersparnisse beträgt gegenwärtig etwa 40 Mrd. Franken, was einem Anteil pro Kopf der Bevölkerung von 6800 Franken entspricht. Damit steht die Schweiz hinsichtlich der durchschnittlichen privaten Banksparguthaben in der Welt an erster Stelle, gefolgt von den USA und Schweden. Unter den verschiedenen Formen des Banksparens nehmen die Ein-

lagen auf Sparheften mit einem Anteil von rund 57 % den ersten Platz ein, gefolgt von den Kassenobligationengeldern mit einem Anteil von 28 % und den Einlagen auf Depositen- und Einlageheften mit einem Anteil von 15 %. Interessant ist in diesem Zusammenhang, daß das Banksparen im Jahre 1965 gegenüber dem Vorjahr — trotz des fast 5 %igen Anstiegs der Konsumentenpreise — um rund 3,5 Mrd. Franken oder fast 10 %, d. h. stärker als das nominelle Brutto-sozialprodukt zugenommen hat. Die ausgesprochene Breitenstreuung des privaten Banksparens zeigt sich am besten darin, daß es in der Schweiz seit langem mehr Sparhefte als Einwohner gibt. Ende 1965 entfielen auf 100 Einwohner rund 150 Spar-, Depositen- und Einlagehefte.

Auch das Versicherungssparen hat stark zugenommen. 48 % der schweizerischen Bevölkerung besitzen eine private Lebensversicherung mit einem versicherten Kapitalbetrag von total rund 18 Mrd. Franken oder über 3000 Franken pro Kopf der Bevölkerung.

Hinsichtlich der langfristigen Beanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes nach Art und Nationalität der Schuldner lassen sich nur schwer generelle Aussagen machen. Es gab schon Jahre, in denen die Neubeauftragung des Marktes durch die Emission von Obligationenanleihen ausländischer Schuldner größer war als jene durch inländische Schuldner, wie 1950 oder 1954. Umgekehrt gab es Perioden, in denen der Emissionsanteil der ausländischen Adressen nicht einmal 1 % erreichte, wie im Jahre 1957. In neuester Zeit hat das Pendel wieder stark in die letztgenannte Richtung ausgeschlagen. 1965 verteilte sich zum Beispiel die gesamte Neubeauftragung des Marktes durch öffentliche Emissionen in der Höhe von 3,2 Mrd. Franken zu 80 % auf schweizerische Obligationenanleihen, zu 9 % auf schweizerische Aktienemissionen und nur zu 11 % auf ausländische Obligationenanleihen. Den absoluten Rekord verzeichneten die Auslandsanleihen in der Schweiz mit rund 1 Mrd. Franken im Jahre 1961.

Eine wirtschaftspolitisch bedeutsame Verschiebung trat auch unter den schweizerischen Emittenten ein. Während im Durchschnitt der Jahre 1950 bis 1963 der Anteil der Obligationenemissionen der öffentlichen Hand, d. h. des Bundes, der Kantone und Gemeinden am Total aller emittierten schweizerischen Obligationenanleihen nur 12,3 % ausmachte, bezifferte er sich 1964 auf 29,5 % und 1965 auf fast 32 %. Unter Hinzurechnung der Anleihen der Elektrizitätskraftwerke, denen infolge der starken Beteiligung von Gemeinden und Kantonen weitgehend öffentlich-rechtlicher Charakter zukommt, steigt dieser Anteil sogar auf über 56 %.

LIQUIDITÄT UND ZINSNIVEAU

Zu den Hauptmerkmalen des schweizerischen Kapitalmarktes gehört seine beinahe legendär gewordene liquide Verfassung und das damit verbundene nied-

rige Zinsniveau. Tatsächlich verzeichnete die Schweiz noch vor 3 Jahren folgende Zinssätze: offizieller Diskontsatz 2 %, Privatsatz 2 %, Blankokredite an inländische Debitoren 4 %, erste Hypotheken im Wohnungsbau 3 3/4 %, Anleihen der öffentlichen Hand 3 1/2 %, Anleihen inländischer Industrieunternehmungen 3 3/4 %, Auslandsanleihen 4 1/2 % und Dreimonatsdepots bei Großbanken 2 3/4 %. Seit 1964 haben sich diese Verhältnisse allerdings geändert und zum Teil beträchtlichen Zinserhöhungen Platz gemacht. So galten Ende 1966 folgende Sätze: offizieller Diskontsatz 3 1/2 %, Privatsatz für erstklassige Handelswechsel 4 %, Satz für kurzfristige Blankokredite 5 %, erste Hypotheken im Wohnungsbau 5 % (bei 100 % Auszahlung), Anleihen der öffentlichen Hand 5 bis 5 1/4 %, inländische Industrieanleihen 5 1/2 bis 5 3/4 %, Auslandsanleihen erster Adressen auf Schweizerfranken lautend 5 3/4 % und auf Fremdwährung lautend 6 3/4 bis 7 %, Dreimonatsgelder bei Großbanken 4 1/4 % sowie Kassenobligationen auf 5 und mehr Jahre 4 3/4 bis 5 %. Die in vielen Ländern übliche Praxis, den Ausgabepreis von Anleihen aus zinsoptischen Gründen oft beträchtlich unter pari anzusetzen, konnte sich in der Schweiz nicht einbürgern.

Trotz dieser in wenigen Jahren eingetretenen und im Durchschnitt über 40 % betragenden Zinssatzsteigerung ist das schweizerische Zinsniveau im Vergleich zum Ausland eines der niedrigsten geblieben. Ermittelt man beispielsweise im Sinne einer vereinfachten Annäherungsrechnung die nationalen Zinsmaßzahlen als arithmetische Mittel aus offiziellem Diskontsatz und den Sätzen für Schatzwechsel, kurzfristige Blankokredite, erste Hypotheken, Kontokorrentgelder, Spareinlagen, Dreimonatsgelder sowie den Durchschnittsrenditen von Staats- und Industrieanleihen, so ergibt sich per Oktober 1966 für die Schweiz eine Zinsmaßzahl von 4,0 % und für die Bundesrepublik Deutschland eine solche von 6,2 %, d. h. eine Differenz der beiden Zinsniveaus von über 50 %.

Der offizielle Diskontsatz unterliegt in der Schweiz gewissen politischen Intentionen, die ihn in der Regel hinter den effektiven Marktverhältnissen nachhinken lassen. Dies mag insofern von keiner großen materiellen Bedeutung sein, als die führenden Banken infolge ihrer hohen Liquidität nur in bescheidenem Umfang auf den Rediskont bei der Notenbank angewiesen sind. Anders verhält es sich hingegen mit der psychologischen Signalwirkung, die mit einer marktkonformen Anpassung des offiziellen Diskontsatzes verbunden zu sein pflegt und die sowohl vom Standpunkt der monetären Konjunkturpolitik als auch von jenem des optimalen Einsatzes des bereits bestehenden Notenbankinstrumentariums aus nicht unerwünscht wäre.

Zu den politischen Zinssätzen gehört in der Schweiz insbesondere der Hypothekarzins. Die Gründe liegen vor allem im direkten Einfluß des Hypothekarzinses auf den Umfang des Wohnungsbaus, auf die Höhe der Wohnungsmieten und auf die Preise der landwirt-

schaftlichen Produkte. Infolge der starken Berücksichtigung dieser Preiskomponenten im Index der Konsumentenpreise und dessen unmittelbaren Einflusses auf das gesamte Lohn- und Kostengefüge der Wirtschaft ist es — vor allem vom Standpunkt der Teuerungsbekämpfung aus — zwar verständlich, wenn Bundesregierung und Notenbank bemüht sind, den Hypothekarzins möglichst zu stabilisieren, doch zeigt auch hier die Praxis, daß solchen, gegen den Markt laufenden Bemühungen, auf die Dauer wenig Erfolg beschieden ist. In der Regel resultiert aus solchen Bemühungen eher eine Marktverschleierung, so beispielsweise, wenn erste Hypotheken zwar zum niedrigen Satz gewährt, gleichzeitig jedoch die Belehnungsgrenzen herabgesetzt und dafür ausgedehntere zweite Hypotheken zu entsprechend höheren Zinssätzen vereinbart werden. Die Zinsmarge im Hypothekengeschäft der Banken ist zum Teil so gering geworden, daß Hypotheken oft nur eingeräumt werden, wenn die Möglichkeit besteht, noch andere Bankgeschäfte zugewiesen zu erhalten. Das Hypothekarproblem wird noch dadurch akzentuiert, daß die Schweiz mit einer Hypothekarschuld von rund 10 000 Franken pro Kopf der Bevölkerung eines der hypothekarisch höchst verschuldeten Länder der Welt ist. Eine der Hauptursachen ist das Fehlen einer Amortisationspflicht auf dem größten Teil der ersten Hypotheken, was nicht nur zu der großen Akkumulation der Hypothekarschuld geführt hat, sondern gleichzeitig mit dem Nachteil für den Kapitalmarkt verbunden ist, daß via Amortisationen ein viel zu geringer Mittelrückfluß erfolgt.

BANKEN, BORSE, INVESTMENTTRUSTS

Von den Institutionen des schweizerischen Kapitalmarktes, die besonders mit dem internationalen Geschäft verbunden sind, steht das Bankensystem an erster Stelle. Die Spitze bildet die Schweizerische Nationalbank. Ihr unmittelbarer Einfluß auf den Kapitalmarkt und das Auslandgeschäft besteht in ihrer Kompetenz, den offiziellen Diskontsatz zu bestimmen (an den oftmals die Zinskonditionen für Exportkredite gebunden werden), bei der Festsetzung des Zinssatzes für die Kassenobligationen der Banken maßgebend mitzuwirken, die Inanspruchnahme des Marktes durch Obligationen- und Aktienemissionen sowohl betragsmäßig wie zeitlich zu regeln und schließlich über die Zulassung bzw. Nichtzulassung von Auslandsanleihen ab 5 Mill. und Auslandskrediten ab 10 Mill. Franken zu entscheiden.

Innerhalb der einzelnen Bankengruppen wird der überwiegende Teil des internationalen Geschäftes von den fünf Großbanken getragen, insbesondere von den drei Handelsgroßbanken: der Schweizerischen Bankgesellschaft, dem Schweizerischen Bankverein und der Schweizerischen Kreditanstalt. Neben dem internationalen Geldmarkt-, Gold- und Devisengeschäft obliegt diesen Banken vor allem die Erteilung direkter

Auslandskredite, die Emission ausländischer Obligationenanleihen, der Wertpapierhandel am Ring, die Kotierung ausländischer Titel an der Schweizer Börse sowie die Treuhandfunktion für Investmenttrusts. Das wirtschaftliche Gewicht der drei Handelsgroßbanken geht schon aus ihrer Bilanzsumme hervor, die mit 30 Mrd. Franken rund ein Drittel der Bilanzsumme aller Bankinstitute der Schweiz ausmacht.

Das Interesse ausländischer Staaten oder Unternehmungen, am schweizerischen Kapitalmarkt eine Anleihe begeben zu können, ist schon wegen des relativ niedrigeren Zinsniveaus sehr groß. Daneben gilt die Schweiz aber gelegentlich auch als Testfall für einen internationalen Schuldner, ist es doch bekannt, daß die schweizerischen Großbanken sich nur für erste Adressen einsetzen. So war beispielsweise der Hauptzweck der im Jahre 1961 von der Republik Finnland aufgelegten Anleihe, das Ansehen der finnischen Regierung als internationaler Schuldner zu manifestieren.

Trotz der Kleinheit des Landes zählt die Schweiz sieben Börsenplätze, von denen allerdings nur Zürich, Basel und Genf größere Bedeutung zukommt. An der Zürcher Wertpapierbörse, auf die rund zwei Drittel des Umsatzes aller schweizerischen Börsen entfallen, sind rund 1000 Titel kotiert. Sie setzen sich aus ca. 800 Obligationen und 200 Aktien zusammen, wovon der Anteil der ausländischen Titel bei den Obligationen etwa 25 % und bei den Aktien rund 40 % beträgt. In diesen hohen Auslandanteilen kommt der internationale Charakter der schweizerischen Effektenbörse deutlich zum Ausdruck.

Eine weitere wichtige Kapitalmarktinstitution bilden die Investmenttrusts. Obwohl die ersten schweizerischen Anlagefonds erst Ende der dreißiger Jahre gegründet wurden, erwarb sich die Schweiz in verhältnismäßig kurzer Zeit den Ruf eines „klassischen“ Landes der Investmenttrusts. Ende 1965 zählte die Schweiz insgesamt 247 Anlagefonds mit einem totalen Fondsvermögen von 6,9 Mrd. Franken. Allerdings ist zu berücksichtigen, daß sich ein großer Teil der ausgegebenen Zertifikate in ausländischem Besitz befindet. Vom gesamten Fondsvermögen entfielen Ende 1965 rund 38 % auf Anlagen in ausländischen Wertpapieren, knapp 10 % auf Anlagen in inländischen Wertpapieren und die restlichen 52 % auf Anlagen in (fast ausschließlich inländischen) Immobilien.

EMISSIONEN VON AUSLANDSANLEIHEN

Die wichtigsten Konditionen und Voraussetzungen für die Emission ausländischer Obligationenanleihen auf dem schweizerischen Kapitalmarkt sind folgende:

- Die ausländische Anleihe hat in der Regel auf Schweizerfranken zu lauten, eine durchschnittliche Laufzeit von 12 bis 15 Jahren aufzuweisen und an den wichtigsten schweizerischen Börsen kotiert zu werden.

- Der Emittent muß sich verpflichten, während der ganzen Laufzeit der Anleihe keinen anderen Obligationsgläubigern besondere Sicherheiten zu gewähren, ohne die schweizerische Anleihe einzubeziehen.
- Ohne Ausnahme müssen Zinsen und Kapital in der Schweiz zahlbar sein, und zwar ohne Abzug von gegenwärtigen oder zukünftigen Steuern, die im Lande des Emittenten erhoben werden könnten.
- Die Zahlung der Zinsen und die Rückzahlung der Anleihe hat in freien Schweizerfranken zu erfolgen, außerhalb jeglicher Zahlungs- und Clearingabkommen, ohne Rücksicht auf die Nationalität oder den Wohnsitz des Titelinhabers und ohne Affidavitzwang.
- Für die öffentliche Emission muß ein Prospekt erstellt werden, der über die Verwendung des Anleiheerlöses, die Gründung, den Zweck, die Entwicklung sowie kurz über die wirtschaftliche und finanzielle Lage der Anleihenehmerin Auskunft gibt.
- Auf Schweizer Seite erfolgt die Übernahme der Anleihe durch die Emissionsbank bzw. das Emissionsyndikat nur, wenn:
 - die Schweizerische Nationalbank ihre Zustimmung erteilt, und
 - die Schweizerische Zulassungsstelle für die nachträgliche Kotierung der Anleihe an den Schweizer Börsen einen positiv lautenden Vorentscheid fällt.

Die mit der Emission einer ausländischen Anleihe in der Schweiz verbundenen Steuern und Kosten umfassen in der Hauptsache die Aufwendungen für die eidgenössische Emissionsstempelsteuer von 1,2 % und die Umsatzstempelsteuer von 1 ‰ der Emissionsnominale sowie die Couponsteuer von 2 % der gesamten Zinsleistungen der Anleihe, die zusammen gegenwärtig rund 2½ % des Nominalwertes der Anleihe ausmachen. Von der sonst auf Kapitalerträgen erhobenen 27 %igen Verrechnungssteuer sind die Auslandsanleihen ausgenommen. Ab 1967 fällt auch die Couponsteuer weg. Für die Emissionsübernahme, die laufenden Couponzahlungen und die Einlösung fälliger Titel sowie für die verschiedenen Druck-, Publikations- und Insertionskosten werden Bankkommissionen in Anrechnung gebracht, die allerdings nur einen geringen Bruchteil des jährlichen Zinsaufwandes betragen. Der Zinssatz, zu dem eine Auslandsanleihe in der Schweiz plaziert werden kann, hängt neben dem internationalen Standing der Anleihehenschuldnerin in erster Linie von den Geld- und Kapitalmarktverhältnissen im Zeitpunkt der Emission ab. Von den zwischen 1. Januar und Ende 1966 in der Schweiz emittierten 16 Auslandsanleihen betrug der Zinssatz bei 4 Anleihen 5 % (Transocean Gulf Oil, INTERFRIGO, Philips' Gloeilampenfabrieken, Esso Standard), bei 1 Anleihe 5¼ % (Imperial Chemical Industries) und 5½ % (Huhtamäki-Konzern, Finnland), bei 3 Anleihen 5¾ % (Hoechst Finanz-Holding Luxemburg, Inter-

American Development Bank, Saint Gobain), bei 2 Anleihen 6 % (AEG Finanz-Holding, Club Mediterranée), bei 2 Anleihen 6½ % (Highveld Steel, Thyssen Investment), bei 2 Anleihen 6¾ % (Phillips International Finance, British Petroleum) und bei der Anleihe HIDRANDINA 7 %. Von diesen 16 Auslandsanleihen lauteten 11 auf Schweizerfranken, 3 auf DM und 2 auf US-Dollar.

Die Leistungsfähigkeit und das Finanzpotential des schweizerischen Kapitalmarktes dürfen im Verhältnis zur Größe des Landes und seines Wirtschaftskörpers als überdurchschnittlich groß bezeichnet werden. In den Jahren 1950 bis 1965 betrug beispielsweise das Total der Neubeauftragung des Marktes durch öffentliche Obligationen- und Aktienemissionen 25,3 Mrd. Franken, d. h. rund 5000 Franken pro Kopf der Bevölkerung. Der Anteil der Auslandsanleihen bezifferte sich dabei auf 5,9 Mrd. Franken oder etwas über 23 %. In der Nachkriegszeit hat die Schweiz auf diese Weise bis zum Jahre 1963 mehr langfristiges Kapital an ausländische Schuldner vermittelt als alle übrigen europäischen Emissionsplätze zusammen. 1960 wurden beispielsweise in der Schweiz für rund 600 Mill. Franken Auslandsanleihen aufgelegt, in allen anderen europäischen Ländern zusammen dagegen nur 60 Mill. Franken. Und im Jahre 1961, als die Auslandemissionen in der Schweiz mit rund 1 Mrd. Franken ihren Rekordstand erreichten, bezifferte sich das Emissionstotal in Luxemburg und Deutschland zusammen auf ganze 35 Mill. Franken. Dabei ist erst noch zu berücksichtigen, daß in diesen Zahlen keineswegs der gesamte, sondern nur jener Teil des langfristigen Kapitalexports zum Ausdruck kommt, der von der Statistik erfaßt wird. Bei Anleihen in fremder Valuta (Eurobonds) wird die finanzielle Partizipation schweizerischer Banken nämlich nur dann ausgewiesen, wenn die Schweizer Institute bei der Emission en nom mitwirken, bei allen übrigen schweizerischen Plazierungsübernahmen bei internationalen oder anderweitigen ausländischen Anleihen dagegen nicht, obgleich sie den statistisch erfaßten Kapitalexport gelegentlich weit übertreffen.

DER GROSSE POSITIONSVERLUST

Die kapitalmarktmäßige Spitzenposition der Schweiz in Europa ist 1964 verlorengegangen. In demselben Jahr wurden in London und Frankfurt zusammen für über 2,7 Mrd. Franken Auslandsanleihen plaziert gegenüber nur 383 Mill. Franken in der Schweiz. Und im Jahre 1965 erreichten die Auslandemissionen allein in Deutschland bereits einen Betrag im Gegenwert von 1,3 Mrd. Franken oder rund viermal soviel als die in der Schweiz aufgelegten 339 Mill. Franken.

Den Ausgangspunkt für diese Entwicklung bildete die amerikanische Politik zur Verringerung des US-Zahlungsbilanzdefizits, die sich zunächst in der Einführung einer Zinsausgleichsteuer für Auslandemissionen auf dem amerikanischen Kapitalmarkt manifestierte. Ame-

rika ging damit für das Ausland als Kapitalquelle weitgehend verloren. Das Ergebnis war, daß sich die internationale Kapitalnachfrage vom amerikanischen auf den europäischen Markt verlagerte. In der Folge wurden auch die amerikanischen Unternehmer aufgefordert, ihre Direktinvestitionen im Ausland über den ausländischen, d. h. in erster Linie europäischen Markt zu finanzieren. Im Zuge dieser Nachfrageverlagerung rückte vorerst London in den Mittelpunkt des Finanzinteresses, dann Frankfurt. Die Internationalisierung des Emissionsmarktes wurde dadurch erreicht, daß sich führende Banken aus mehreren europäischen Ländern an den Emissionskonsortien beteiligten. Zur gleichen Zeit vermochte sich auch Luxemburg in das internationale Emissionsgeschäft einzuschalten. Bekanntlich haben nicht zuletzt auch große deutsche Gesellschaften Luxemburg als Emissionsplatz gewählt, vor allem, um die im Frühjahr 1964 erwartete und dann später auch in Kraft getretene Couponsteuer auf festverzinslichen Titeln deutscher Schuldner für Ausländer zu umgehen und von den günstigeren außerdeutschen Zinssätzen zu profitieren.

Die sich in Europa seit Anfang der sechziger Jahre entwickelnde Internationalisierung des Kapital- und Anleihenmarktes erlebte vor allem 1964 und 1965 eine stürmische Entwicklung. Das Total aller in Europa emittierten Auslandsanleihen stieg von 1,8 Mrd. Franken im Jahre 1963 auf 3,8 Mrd. Franken im Jahre 1964 und auf 5,6 Mrd. Franken im Jahre 1965. In den ersten drei Quartalen des Jahres 1966 betragen die Auslandsemissionen in Europa bereits 7,5 Mrd. Franken. Es besteht kein Zweifel, daß der Euromarkt insbesondere durch die amerikanischen Anleihen über seine natürliche Leistungsfähigkeit hinaus strapaziert wird. Die hohen Kapitalmarktzinse sind nicht zuletzt auf diese Überbelastung zurückzuführen.

Die letzten Jahre haben auf dem europäischen Kapitalmarkt vor allem drei Änderungen mit sich gebracht:

- Den Wechsel der Anleihschuldner: Waren es bis 1964 vorwiegend europäische Schuldner und als außereuropäische Schuldner die Weltbank und Japan, so überwiegen seit Mitte 1965 die amerikanischen Adressen.
- Den Wechsel der Emissionsländer: Wurden noch 1960 von allen in Europa ausgegebenen Obligationenanleihen 91,6 % in der Schweiz emittiert, so sank dieser Satz 1961 auf 56,6 %, 1962 auf 51,3 %, 1963 auf 33,3 %, 1964 auf 10,3 % und 1965 auf die verschwindende Quote von 6 %. Demgegenüber nahmen die Anteile Großbritanniens, Luxemburgs, Deutschlands und der Niederlande außerordentlich stark zu. Jener der Bundesrepublik beispielsweise von 2,1 % auf fast 27 %.
- Den Wechsel der Anleihschwärung: Während die internationalen Anleihen in Europa im Jahre 1962 noch zu 51,2 % auf Schweizerfranken, zu 6 % auf US-Dollar, zu 7,9 % auf Deutsche Mark und zu 14,4 % auf holländische Gulden lauteten, valutierten 1965 nur noch 6 % in Schweizerfranken, dagegen 24,3 % in DM und 55,6 % in US-Dollar.

Die bescheidene Rolle, welche die Schweiz seit 1964 im internationalen Emissionsgeschäft spielt, ist aber auch die Folge der restriktiven Kapitalmarktpolitik der Schweiz selbst. In der Hauptsache handelt es sich hierbei um den im Rahmen des allgemeinen Konjunkturdämpfungsprogramms im März 1964 in Kraft gesetzten und bis März 1967 laufenden sogenannten Kreditbeschluß. Auf Grund dieses Beschlusses dürfen Schweizerfranken-Guthaben von Ausländern nicht mehr verzinst werden. Bis zur Lockerung des Kreditbeschlusses im Herbst 1966 durften ferner Auslandsgelder nur in einem sehr beschränkten Ausmaß in schweizerischen Wertschriften angelegt werden. Außerdem wurde für sämtliche Anleihs- und Aktienemissionen ein Melde- und Bewilligungsverfahren ins Leben gerufen, das insbesondere für die Emissionszulassung von Auslandsanleihen eine wesentliche Verschärfung der Bewilligungspraxis mit sich brachte. Die schweizerischen Banken konnten demzufolge bald nur noch wenige Auslandsanleihen auflegen. Nachdem sie sich aus steuerrechtlichen Gründen auch nicht an den internationalen Emissionsyndikaten beteiligen konnten, waren sie gezwungen, ihre internationale Anlegerkundschaft auf Anleihen zu verweisen, die ohne Mitwirkung schweizerischer Institute herausgegeben wurden. Daraus ergab sich die paradoxe Situation, daß nach wie vor ein Großteil des für die internationalen Anleihenemissionen aufzubringenden Kapitals aus der Schweiz stammte, das Geschäft jedoch die Banken im Ausland machten. Paradox muß diese Situation auch deswegen bezeichnet werden, weil der auf diese Weise vor sich gehende Geldabfluß aus der Schweiz den kontrollierten Kapitalexport in der Regel um ein Vielfaches übertraf. Die Vorstellung von der Lenkbarkeit des inländischen Kapitalmarktes hat sich damit im System konvertibler Währungen und bei größerem zwischenstaatlichen Zinsgefälle weitgehend als eine Illusion erwiesen. Wie die Erfahrung nämlich zeigt, beteiligt sich nicht nur die ausländische, sondern verstärkt auch die schweizerische Kundschaft bei internationalen Anleihen.

TROTZDEM HAUPTKAPITALQUELLE

Die Schweiz ist aber eine der Hauptkapitalquellen geblieben. Zum Teil kommt dies daher, daß in vielen Emissionsländern die Auslandsbonds praktisch gar nicht abgesetzt werden können. In England stehen beispielsweise Devisenvorschriften entgegen, in Belgien Abzugssteuern, in den USA die Zinsausgleichssteuer und in Deutschland die höhere Rendite der Inlandanleihen gegenüber den Auslandsanleihen. Die Emissionshäuser sehen sich daher gezwungen, nach Plazierungsmöglichkeiten im Ausland Umschau zu halten. Diese Suche nach Plazierungsmöglichkeiten hat zu großdimensionierten internationalen Emissionssyndikaten geführt, die bei den Eurobonds 1965 im Durchschnitt fast 40 Konsortialmitglieder umfaßten, im Falle von USA-Adressen sogar deren 50. Das Hauptplazierungsgebiet für Eurobonds ist aber die Schweiz geblieben. Der Grund für dieses international bedeutsame Plazierungspotential liegt in

der großen Zahl von Portefeuilles, die von den schweizerischen Banken verwaltet werden. Man rechnet in der Schweiz mit einem Portefeuillebestand allein bei den Banken im Werte von weit über 100 Mrd. Franken, wovon etwa die Hälfte auf ausländische Rechnung lauten dürfte. Ohne die auf diesem Vermögensverwaltungsgeschäft fußende große Plazierungskraft der Schweizer Banken wäre es den ausländischen Emissionshäusern in der jüngsten Vergangenheit nicht möglich gewesen, so viele Anleihen aufzulegen.

De facto ist die Schweiz somit nach wie vor ein internationales Finanzzentrum geblieben. Sie spielt diese Rolle nur nicht mehr wie früher öffentlich, sondern gewissermaßen im Geheimen. Gleichzeitig sind aber auch im internationalen Emissionsgeschäft Schwächen entstanden. Hierzu gehören u. a. die oft ziemlich künstlich anmutenden Konstruktionen von Euroanleihen hinsichtlich der Emissionsvaluta — insbesondere im Falle von sogenannten Rechnungseinheiten —, die Durchkreuzung des Grundsatzes von der Übereinstimmung zwischen Emissionswährung, Emissionsplatz und Ort der Börsenkotierung verbunden mit dem Auseinanderfallen von Übernahme und Placement sowie das geringe Interesse der Syndikatsbeteiligten an einer langfristig orientierten Kurspflege. Die mit der Überstrapazierung des Euromarktes verbundene Zinshausse hat im weiteren dazu geführt, daß die Kurse meistens schon unmittelbar nach der Emission unter pari lagen und das Publikum veranlaßten, sich weniger langfristig, sondern mehr kurzfristig zu engagieren.

Das Klima für Euroemissionen hat sich angesichts dieser Verhältnisse verschlechtert. Es konnte deshalb nicht ausbleiben, daß die sich seit einiger Zeit abzeichnende Suche des Europamarktes nach neuen Formen auch ein Wiedererstarben des — vor allem direkten — Engagements der schweizerischen Emissionsinstitute zur Folge haben mußte. Der erste Fall war die Anfang Februar 1966 in Luxemburg aufgelegte 60-Mill.-DM-Anleihe der AEG, die es den Schweizer Banken erstmals seit dem zweiten Weltkrieg wieder ermöglichte, namentlich in einem internationalen Emissionssyndikat mitzuwirken und vom Gesamtbetrag 15 Mill. DM fest zu übernehmen. Auch im Emissionssyndikat für die im März 1966 emittierte internationale 100-Mill.-DM-Anleihe der Thyssen Investment S. A. waren schweizerische Institute mit 17,5 Mill. DM beteiligt. Das gleiche gilt für die internationale 100-Mill.-DM-Anleihe der Highveld Steel and Vanadium Corporation mit einer Partizipation von 20 Mill. DM und für die je 25 Mill. \$ betragenden Anleihen der Philips International Finance S. A. und der British Petroleum mit einem Schweizerplacement von je 10 Mill. \$.

KAPITALMARKTPOLITISCHE RENAISSANCE

Als es immer offenkundiger wurde, daß die mit den Konjunkturbeschlüssen im Jahre 1964 eingeführten Maßnahmen zur Unterbringung der Anlage von aus-

ländischen Geldern in der Schweiz nicht nur nicht zur Bekämpfung der Teuerung beitragen, sondern ganz im Gegenteil infolge der Austrocknung des eigenen Kapitalmarktes den Zinsauftrieb unterstützten und die Vertrauensstellung der Schweiz als internationalen Finanzplatz beeinträchtigten, ging man an den sukzessiven Abbau der Restriktionen. Die erste Lockerung datiert vom 1. April 1966 und brachte die Freigabe von dem Wohnungsbau dienenden Obligationenemissionen für die Anlage von Auslandgeldern. Gleichzeitig wurde auch in einem begrenzten Umfange der ausländische Erwerb von Zertifikaten schweizerischer Immobilienanlagefonds gestattet. Nachdem jedoch der erhoffte Zufluß von Auslandgeldern ausblieb, erfolgte am 23. Juni 1966 eine weitere Lockerung, indem generell alle Anleihenobligationen und auch die Kassenobligationen zu Anlagezwecken für Ausländer freigegeben wurden. Da der Erfolg wieder hinter den Erwartungen zurückblieb, entschloß sich die Bundesregierung zu einem weiteren Schritt und gab am 17. Oktober 1966 auch die bis dahin immer noch unter Anlagequarantäne stehenden schweizerischen Aktien, Investmenttrutzertifikate und Hypotheken für den Erwerb durch Ausländer frei. Damit sind die letzten im Rahmen der Konjunkturbeschlüsse eingeführten Restriktionen für die Kapitalanlagemöglichkeiten von Ausländern in schweizerischen Wertschriften dahingefallen.

Ein weiteres Zeichen der kapitalmarktpolitischen Renaissance in der Schweiz ist die Ende August 1966 zustandegekommene Bildung eines schweizerischen Bankenkonsortiums für internationale, auf Fremdwährungen lautende Anleihen. Das neue Emissionssyndikat setzt sich aus den fünf Großbanken und einer Reihe von Privatbankiers zusammen. Federführend für das Syndikat sind jeweils die Schweizerische Bankgesellschaft, die Schweizerische Kreditanstalt oder der Schweizerische Bankverein, die für die zur Emission gelangenden Euroanleihen auch als ausschließliche Zahlstellen in der Schweiz figurieren.

Der Vorteil des neuen schweizerischen Emissionssyndikates für das Anlagepublikum besteht darin, daß die beteiligten Schweizer Banken bei internationalen Emissionen auf die Wahl der Schuldner und auf die Anleihebedingungen wieder einen Einfluß ausüben können. Um den internationalen Anleihen mit schweizerischer Direktbeteiligung im weiteren einen regelmäßigen Markt zu sichern, ist vorgesehen, die betreffenden Obligationen auch an schweizerischen Börsen kotieren zu lassen. Infolge der zurückhaltenden Kapitalexportpolitik der Währungsbehörden wird sich allerdings die schweizerische Beteiligung an internationalen Anleihen zunächst in relativ engen Grenzen bewegen. Das neue Syndikat erlaubt es jedoch, das Plazierungspotential der schweizerischen Banken für besonders attraktive Anleihen einzusetzen und damit dem Finanzplatz Schweiz wieder eine erhöhte internationale Bedeutung zu verschaffen.