

Füllenkemper, Horst; Rehm, Hannes

Article — Digitized Version

## Finanzinnovationen auf den deutschen Kapitalmärkten

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Füllenkemper, Horst; Rehm, Hannes (1985) : Finanzinnovationen auf den deutschen Kapitalmärkten, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 65, Iss. 10, pp. 510-515

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/136089>

**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.*

# Finanzinnovationen auf den deutschen Kapitalmärkten

Horst Füllenkemper, Hannes Rehm, Düsseldorf

**Seit Mai dieses Jahres sind am Bank- und Börsenplatz Bundesrepublik Deutschland eine Reihe neuer Anleiheformen zugelassen. Was waren die Gründe für diese Innovationen? Welche Erfahrungen wurden mit den neuen Finanzierungsinstrumenten bisher gemacht?**

---

Mit der „Erklärung zur Begebung von DM-Auslandsanleihen“ der Deutschen Bundesbank vom 12. April 1985<sup>1</sup>, die das bestehende Gentlemen's Agreement vom Januar 1980 zwischen der Deutschen Bundesbank und den im DM-Auslandsemissionsgeschäft führenden deutschen Kreditinstituten ab 1. Mai 1985 ersetzt, wurde der deutsche Kapitalmarkt für eine Reihe von im DM-Bereich bisher nicht erlaubten Anleiheformen geöffnet. Dies war ein weiterer Schritt zur Vereinheitlichung des Marktes für DM-Anleihen. Schon im August 1984 war die Kuponsteuer, die ausländische Investoren am deutschen Kapitalmarkt diskriminierte, sowohl für Neu- als auch für Altemissionen aufgehoben worden. Nunmehr entfiel auch die bisherige Negativliste des alten Gentlemen's Agreement in bezug auf im DM-Bereich zulässige Finanzierungsformen.

Die an vielen ausländischen Finanzplätzen und an den Euromärkten weit verbreiteten und fest etablierten Finanzierungsinstrumente wie Nullkupon-Anleihen, variabel verzinsliche Anleihen, Doppelwährungsanleihen sowie Anleihen in Verbindung mit Swaps sind sowohl für ausländische Schuldner als auch für inländische Emittenten erlaubt. Anstelle des 1968 gegründeten Unterausschusses des Zentralen Kapitalmarktausschusses, der bislang die Abfolge der Emissionen in einem „Kalender“ festgelegt hatte, fungiert nunmehr die Deutsche Bundesbank als Meldestelle. Diese gibt nach Unterrichtung durch die Konsortialführer monatlich die geplanten Emissionsvorhaben nach Volumen und Struktur bekannt.

Mit der Zulassung dieser Anleiheinstrumente gestattete die Deutsche Bundesbank zugleich auch rechtlich

---

*Dr. Horst Füllenkemper, 34, und Dr. Hannes Rehm, 42, sind Mitarbeiter einer westdeutschen Großbank in Düsseldorf.*

selbständigen deutschen Tochtergesellschaften ausländischer Banken die Konsortialführung von DM-Anleihen ausländischer Emittenten. Auf der Basis des Agreement von 1980 war das Lead-Management von DM-Auslandsanleihen ausschließlich deutschen Emissionshäusern vorbehalten.

## Fehlende Gleichbehandlung

Mit diesem Schritt ist die Bundesbank jedoch „in Vorlage getreten“, denn faktische Reziprozität, also die Schaffung wechselseitig gleicher Bedingungen für die Banken, ist noch keineswegs hergestellt. Die allgemeine Konkurrenzsituation im Wertpapiergeschäft benachteiligt deutsche Banken bzw. ihre ausländischen Töchter auf den internationalen Märkten bei der Ausübung von Wertpapiergeschäften. Das gilt nicht nur für das Emissionsgeschäft bzw. das Underwriting, sondern auch bezüglich des Wertpapierhandels- und -plazierungsgeschäfts. Zum Teil bleiben deutsche Banken bei der Ausübung von Wertpapiergeschäften völlig ausgeschlossen, während ausländische Banken bzw. ihre deutschen Töchter das Wertpapiergeschäft am deutschen Platz frei betreiben können und mit den deutschen Häusern insoweit vollkommen gleichgestellt sind. Die Bundesbank hat wegen des Fehlens der Gleichbehandlung insbesondere in Japan konsequenterweise Tochtergesellschaften japanischer Banken vom Lead-Management bei DM-Auslandsanleihen vorläufig ausgeschlossen. Deutschen Häusern ist das Wertpapiergeschäft in Japan praktisch verwehrt<sup>2</sup>. Zur

---

<sup>1</sup> Vgl. „Erklärung der Deutschen Bundesbank zur Begebung von DM-Auslandsanleihen“ vom 12. April 1985, in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, H. 26 vom 12. April 1985, S. 51 f.

<sup>2</sup> Vgl. im einzelnen U. Z i e r k e : Auslandsbanken in Japan nach YEN-Dollar-Akkord. Die Liberalisierung hat den europäischen Instituten Nachteile gebracht, in: Börsen-Zeitung vom 27. Juli 1985, S. 9 ff.

Zeit laufen daher Verhandlungen zwischen dem japanischen Ministry of Finance und dem Bundesministerium der Finanzen bezüglich der Möglichkeiten deutscher Banken, Wertpapierochtergesellschaften in Japan zu gründen. Die nicht bestehende Reziprozität ist natürlich vor dem Hintergrund zweier gegensätzlicher Bankensysteme zu sehen: Dem Universalbankensystem in der Bundesrepublik Deutschland steht ein stark segmentiertes Trennbankensystem in Japan gegenüber. Dieser Systemunterschied macht Forderungen nach vollständiger Reziprozität, und zwar im Faktischen und nicht nur im Formalen, nicht so leicht erfüllbar.

### Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit

In der öffentlichen Diskussion sind diese Maßnahmen als „Restliberalisierung“ des deutschen Kapitalmarktes apostrophiert worden. Diese Kategorisierung ist zumindest dann mißverständlich, wenn man bedenkt, daß die in den „Römischen Verträgen“ vereinbarte Freiheit der Märkte für Geld und Kapital in der Bundesrepublik – im Gegensatz zu manchem Partnerstaat in der EG<sup>3</sup> – mit der förmlichen Herstellung der Konvertibilität seit 1958 verwirklicht ist und seitdem administrative Beschränkungen lediglich Reflex des Versuchs waren, die bei festen Wechselkursen allein aus spekulativen Motiven ausgelösten Kapitalbewegungen einzudämmen. Die so begründeten Barrieren wurden mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen aufgegeben; mit der bereits erwähnten Abschaffung der Kuponsteuer wurde schließlich 1984 auch die letzte Hürde niedergedrückt.

Bedenkt man, daß nunmehr auch

- Emissionen von DM-Anleihen durch Ausländer keiner behördlichen Genehmigungspflicht unterliegen,
- für aus dem Ausland angebotene Fremdwährungsanleihen keinerlei Verkaufsbeschränkungen bestehen,
- auch der Erwerb von Wertpapieren, die auf ECU lauten, uneingeschränkt zulässig ist,

so wird deutlich, daß der Kapitalmarkt in der Bundesrepublik seit Mai des Jahres – abgesehen von einigen noch zu lösenden Einzelfragen – alle wesentlichen Rahmenbedingungen aufweist, die für die Emission und den Handel einer Vielzahl von Anleiheformen und Finanzierungsinstrumenten Voraussetzung sind<sup>4</sup>. Zutreffender

<sup>3</sup> Vgl. für einen Überblick für den gegenwärtigen (unzureichenden) Harmonisierungsstand U. Imenaga, U. F. Schäfer: Die Schaffung eines europäischen Bankenmarktes, in: Wertpapier-Mitteilungen, Jg. 1985, H. 1, S. 2 ff.

<sup>4</sup> Vgl. dazu z. B. R.-E. Breuer: Die Börse und der neue Wettbewerb, in: Börsen-Zeitung, Sonderausgabe anlässlich des 400jährigen Bestehens der Frankfurter Wertpapierbörse, August 1985, S. 28 ff.; H. Schlesinger: Kreditwirtschaft und öffentliche Hände haben Spielraum für Finanzinnovationen, in: Süddeutsche Zeitung vom 21. August 1985, S. 12.

als der Ausdruck „Restliberalisierung“ ist deshalb wohl eine Qualifizierung der erfolgten Marktverbreiterung als Versuch, die internationale Leistungsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes zu wahren und die Bedeutung der D-Mark als internationale Anleihewährung auch bei sich wandelnden Angebots-/Nachfrageverhältnissen an den internationalen Märkten zu bewahren bzw. zu erhöhen<sup>5</sup>.

Neue Finanzierungsformen und ausländische Konkurrenz bei der Konsortialführung im Bereich von DM-Auslandsanleihen stellen Investoren und Emittenten, letztlich alle Marktteilnehmer vor neue Anforderungen am deutschen Kapitalmarkt. Ihre Bewältigung, die Gewichtung der damit verbundenen Chancen und Risiken, der Vor- und Nachteile entscheiden letztlich darüber, ob die Wettbewerbsfähigkeit der D-Mark und des deutschen Bankensystems wieder hergestellt werden kann.

### Gründe der Finanzinnovationen

Sucht man für die neuen Finanzierungsinstrumente einen gemeinsamen Nenner, so kann als Faustregel gelten, daß alle Parameter, die bei einer herkömmlichen festverzinslichen Anleihe („Straight-Bond“) fixiert sind, flexibel werden. Weder die der Anleihe-Emission zugrunde liegende Währung noch der Zins, noch die Laufzeit, noch die eigentlichen Schuldner sind definitiv festgelegt. Die flexible Gestaltung aller Bestimmungsgrößen des traditionellen festverzinslichen Wertpapiers – und dies ist ein weiteres verbindendes Signum der neuen Finanzprodukte – ist Ausdruck der Tatsache, daß sich Anleger und Wertpapieremittenten an ein wandelndes wirtschaftliches Umfeld immer kurzfristiger anpassen wollen (und müssen). Diese Innovationen sind eine Reaktion auf die erheblich gestiegenen Schwankungen im Wirtschaftsablauf und das zunehmend von Erwartungen geprägte Verhalten der Wirtschaftsobjekte.

Dieser Wunsch (bzw. Zwang) zur Anpassung wird durch die veränderten institutionellen und ökonomischen Rahmenbedingungen für die internationalen Geld- und Kapitalbewegungen verstärkt:

- Der *technische Fortschritt*<sup>6</sup> hat die Zeit- und Raumbarrieren, die noch vor wenigen Jahren einem weltweit integrierten Finanzmarkt entgegenstanden, zum großen Teil beseitigt. Außerdem sind die Informations- und die Transaktionskosten beträchtlich gesunken. Dies beschleunigt das Geschehen an den Finanzmärkten, löst Eigendynamiken aus und führt (und verführt) zu kürzerfristigem Denken.

<sup>5</sup> Vgl. K. O. Pöhl: Die Bundesbank will das internationale Vertrauen in die Deutsche Mark stärken, in: Handelsblatt vom 20. August 1985, S. 11.

<sup>6</sup> Vgl. W. Otto: Das internationale Wertpapiergeschäft – Herausforderung für die Banken, in: Die Bank, Jg. 1983, H. 9, S. 436 ff.

□ Die international tätigen Banken werden zunehmend mit *verschärften Bestimmungen der nationalen Bankaufsichtsbehörden*<sup>7</sup> konfrontiert, insbesondere mit verschärften Eigenkapitalbestimmungen für das Kreditgeschäft. So ist daran zu erinnern, daß die sogenannte Quotenkonsolidierung der Bankbilanzen und die Anwendung der Eigenkapitalgrundsätze auf die konsolidierten Aktiva des Bankkonzerns in der EG mit dem 1. Juli 1985 zur Pflicht geworden sind. Ausgelöst durch diese verschärften Aufsichtsbestimmungen versuchen die internationalen Banken, die Aufblähung ihrer Bilanzen mit langfristigen Roll-over-Krediten und vergleichsweise geringen Margen zu vermeiden und durch weniger Eigenkapital bindendes und/oder rentableres Geschäft zu ersetzen.

Der Einfluß aus der Veränderung der institutioneilen Rahmenbedingungen wird seit 1980/81 verstärkt durch Strukturverschiebungen im Euro-Geschäft selbst:

□ Die Inflation der 70er Jahre, die dadurch ausgelösten tiefgreifenden Veränderungen im weltweiten Leistungsbilanzgefüge und die nach wie vor unterschiedliche Harmonisierung der nationalen Wirtschaftspolitiken führten zu starken Preisfluktuationen bei Finanzaktiva. Die zunehmenden Kurs- und Zinsschwankungen erhöh-

ten das Risiko finanzieller Dispositionen und damit das Bedürfnis, sich dagegen zu schützen.

□ Diese Entwicklung wurde zusätzlich forciert durch die wachsenden Budget- und Zahlungsbilanzdefizite der USA, zumal die hohen US-Fehlbeträge heftige Zinsausschläge und zum Teil erratische Schwankungen der Wechselkurse verursachten.

□ Dazu kommt eine tiefgreifende *Marktspaltung*: Während sich die Chancen weniger kreditwürdiger Privater, vor allem aber öffentlicher Adressen (*Restrukturierungsländer*), die sich traditionell auf den Kreditmarkt konzentrieren, verschlechtert haben, greifen Schuldner mit besserer Bonität – vorwiegend aus Industrieländern – verstärkt auf Anleihen und andere fungible Titel zurück<sup>8</sup>. Während der Anteil der Eurokredite an sämtlichen mittel- und längerfristigen internationalen Finanzierun-

<sup>7</sup> Vgl. Presse- und Informationsamt der Bundesregierung: EG-Richtlinie über die Beaufsichtigung der Kreditinstitute auf konsolidierter Basis verabschiedet, in: Aktuelle Beiträge zur Wirtschafts- und Finanzpolitik, Nr. 31 vom 16. Juni 1983, S. 4. Dazu auch: H. H. Rixen: Bankenaufsichtsrechtliche Konsolidierungsrichtlinien, in: Die Bank, Jg. 1983, H. 10, S. 491 ff.; E. WeGENER: Die EG als Wegbereiter der bankaufsichtlichen Konsolidierung, in: Die Sparkasse, Jg. 1983, H. 9, S. 325 ff.; H. Baumann: Die EG als Vorreiter bei der bankaufsichtlichen Konsolidierung, in: Bankinformation, Jg. 1983, H. 9, S. 8 ff.; U. Dann: Die Internationalisierung der Bankenaufsicht, in: Die Bank, Jg. 1985, H. 5, S. 212 ff.

## VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

### NEUERSCHEINUNG

Klaus Bolz/Uwe Harms/Petra Pissulla/Helmut Schmidt

## GOLD, PLATINMETALLE UND DIAMANTEN IN DER SOWJETISCHEN HANDELSPOLITIK

– Produktion, Export, Eigenverbrauch, Reserven –

Im Mittelpunkt der Studie steht die Frage nach der Bedeutung von Produktion, Export und Reservebildung von Gold, Platinmetallen und Diamanten für den finanziellen Handlungsspielraum der sowjetischen Handelspolitik. Das Datenmaterial über die bergbauliche Gewinnung, den Verkauf, den Eigenverbrauch und die Reservehaltung der UdSSR dürfte einmalig sein, da von der Sowjetunion seit mehreren Jahrzehnten keine offiziellen Angaben veröffentlicht worden sind. Die sowjetischen Aktivitäten auf den westlichen Märkten für Gold, Platinmetalle und Diamanten werden detailliert beschrieben und beurteilt. Dazu werden die gesamten Angebots-Nachfrageverhältnisse auf diesen Märkten eingehend dargestellt.

Großoktav, 403 Seiten, 1985, Preis brosch. DM 58,-

ISBN 3-87895-276-7

V E R L A G W E L T A R C H I V G M B H – H A M B U R G

gen 1980/81 mit rund zwei Dritteln noch eindeutig dominiert hatte, übertrafen bereits 1984 die Neuemissionen an den Anleihemärkten mit 111 Mrd. \$ das Volumen syndizierter Bankkredite bei weitem.

□ Der intensive Wettbewerb um gute Adressen hat zu einem anhaltenden Druck auf das Margengefüge bei traditionellen Eurokrediten geführt. Laut Berechnungen der OECD reduzierte sich im Vergleich zu 1983 das durchschnittliche Margenniveau aller zwischen Januar und September 1984 kontrahierten Eurokredite von 1,16 auf 0,92 %. Die durchschnittliche Marge aller Kredite an die Industrieländer ermäßigte sich sogar um fast 20 Basispunkte auf 0,47 %<sup>9</sup>. Auch die günstige Liquiditätsverfassung des Marktes hat zu diesem rückläufigen Trend beigetragen.

Die insgesamt rückläufigen Ertragsmöglichkeiten im Bereich des klassischen Eurokreditgeschäfts forcieren das Angebot bilanzneutraler, das Eigenkapital nicht bindende Provisionsgeschäfte. So können z. B. durch Anleihen, die mit Zins- und Währungs-Swap-Geschäften gekoppelt werden, die Geldbeschaffungskosten (Einsatssätze) beträchtlich gesenkt werden.

Diese Veränderungen des institutionellen und ökonomischen Rahmens haben nun eine Reihe neuer DM-Anlageformen<sup>10</sup> hervorgebracht, die im folgenden kurz charakterisiert werden.

#### DM-Floater

Der Markterfolg von variabel verzinslichen Anleihen an den Euromärkten – sie haben den Straight-Bond mittlerweile vom Platz des wichtigsten Anleihemediums verdrängt – resultiert aus Sicht der Banken vor allem daraus, daß sie die fristenkongruente Refinanzierung von Roll-over-Krediten ermöglichen. Die seit Mai 1985 bestehende Möglichkeit, auch im DM-Bereich Anleihen zu begeben, deren Verzinsung in periodischen Abständen der jeweiligen Marktlage auf der Basis von Geldmarktsätzen angepaßt werden kann, eröffnet nunmehr für Banken erweiterte Möglichkeiten der kongruenten Refinanzierung von Domestic- und Euro-DM-Krediten. Für sonstige Emittenten liegt der Vorteil von Floatern in der langfristigen Mittelbeschaffung zu Geldmarktkonditio-

<sup>8</sup> Vgl. W. Seipp: Perspektiven der internationalen Finanzmärkte, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jg. 1985, H. 6, S. 240 ff.; insb. S. 242; E. Stork: Umstrukturierungen im Euro-Kreditmarkt, in: Die Bank, Jg. 1985, H. 2, S. 285 ff.

<sup>9</sup> Vgl. auch D. Lepelmeier: Eurowährungsmärkte 1984, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, Jg. 1985, H. 9, S. 464 ff.

<sup>10</sup> Vgl. dazu z. B. T. Meinz: Neue Finanzierungsinstrumente: Kapitalmarktstrukturen im Fluß, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jg. 1985, H. 12, S. 557 ff.; P. Reimpell: Neue Finanzierungsinstrumente. Der internationale Konsortialkredit auf dem Rückzug, in: Börsen-Zeitung, Sonderausgabe zum Deutschen Bankentag, März 1985, S. 25 ff.

nen. Sie erkaufen diesen Vorteil jedoch mit der Übernahme des Zinsänderungsrisikos.

Für Anleger bieten variabel verzinsliche Anleihen den Vorteil eines – in Abhängigkeit von der Laufzeit – nur begrenzten Kursrisikos als Folge regelmäßiger Zinsanpassung, einer hohen Fungibilität bei breiten und tiefen Sekundärmärkten und einer Verzinsung, die über den Geldmarktsätzen entsprechender Laufzeiten liegt. Allerdings verhindert die im Inland anfallende Börsenumsatzsteuer zur Zeit noch die Installierung eines funktionierenden Marktes in Floating-Rate-Notes, so daß sich die Vorteile bei einer kurzfristigen Anlage für den deutschen Privatanleger – ganz abgesehen von den üblicherweise gehandelten Größenordnungen – noch kaum realisieren lassen.

Analog dem „LIBOR“ dient ein eigenständiger und transparenter deutscher Geldsatz für Drei- bzw. Sechsmonats-Ausleihungen an erste Adressen als Referenzzinssatz für DM-Floater, der unter Beteiligung eines Kreises von zwölf Referenzbanken ermittelt und durch die Privat-Diskont-AG, an der alle Gruppen der Kreditwirtschaft als Anteilseigner beteiligt sind, täglich als arithmetischer Durchschnitt veröffentlicht wird. Damit dient dieser als „Frankfurt Interbank Offered Rate“ (FI-BOR) bezeichnete Satz aus dem Bereich des Geldmarktes als Bezugsbasis für eine Finanzierungsform des Kapitalmarktes – auch ein Indiz dafür, daß die Grenzen zwischen beiden Märkten fließender werden.

#### DM-Zeros

Null-Kupon-Anleihen sind von ihren Konstruktionsmerkmalen her im Prinzip keine innovativen Produkte auf dem deutschen Markt. Auch bei unverzinslichen Schatzanweisungen bzw. den Bundesschatzbriefen vom Typ B errechnet sich die Rendite allein aus der Differenz von Rückzahlungs- bzw. Verkaufskurs und Emissions- bzw. Kaufkurs. Gleichwohl sind DM-Zero-Bonds als Inhaberpapiere ohne Kupon fungibler und haben eine längere Laufzeit. Fristen zwischen zehn und 20 Jahren waren am deutschen Kapitalmarkt bisher selten. Naturgemäß begründen erst solche langen Laufzeiten das spezifisch hohe Disagio.

Chancen und Risiken zugleich bietet die Hebelwirkung, d. h. die Stärke des Einflusses von Zinsveränderungen auf die Kursentwicklung: Im Vergleich zu einem festverzinslichen Papier ist – bedingt durch den fehlenden Kupon – die Hebelwirkung weit überproportional, d. h. Schwankungen des Zinsniveaus schlagen sich bei Zero-Bonds in vergleichsweise starken Kursveränderungen nieder – sowohl in positiver als auch in negativer Richtung. Die Kursgewinn- und -verlustmöglichkeiten

sind damit deutlich höher als bei der traditionellen Kupon-Anleihe.

Schließlich fallen Einkommensteuern erst beim Verkauf bzw. bei der Rückzahlung der Anleihe an. Für die Besitz- bzw. Laufzeit sind Zinsen – unabhängig von der tatsächlich erzielten Rendite – in Höhe der Emissionsrendite zu versteuern. Mit anderen Worten lohnt sich der Verkauf eines Zeros dann nicht, wenn die tatsächliche Rendite des Zero-Bonds unter die Emissionsrendite fällt, da dann höhere – jedoch fiktive – Zinserträge zu versteuern wären. Somit sind Zeros grundsätzlich für solche Anleger vorteilhaft, deren Grenzsteuersatz zum Zeitpunkt der Fälligkeit oder des Verkaufs unter dem im Emissionszeitpunkt liegt. Angesichts langer Laufzeiten und fehlender Zinszahlungen – der Emittent schuldet Kapital und Zinsen bis zur Tilgung – spielt die Bonität des Emittenten bei der Anlageentscheidung naturgemäß eine herausragende Rolle.

#### **Doppel-Währungsanleihen mit DM-Komponente**

Der prinzipielle Unterschied zwischen Doppel-Währungsanleihen und den vorgenannten Emissionsformen

besteht im Währungsrisiko. Emittent und Anleger kommen bei Emission und Rückzahlung mit zwei Währungen in Berührung. Zeichnung bzw. Kauf und Zinszahlungen erfolgen in einer anderen Währung – bezogen auf den deutschen Kapitalmarkt also in DM – als die Tilgung bzw. Rückzahlung. Dem Investor in Doppel-Währungsanleihen wird das potentielle Risiko der Abwertung der Fremdwährung durch eine im Vergleich zu einer reinen DM-Anleihe höhere Verzinsung vergütet. Gelegentlich besteht auch die Möglichkeit des vorzeitigen Verkaufs zu einem zuvor festgelegten Kurs. Das Interesse von ausländischen Emittenten an Doppel-Währungsanleihen resultiert aus einer kostengünstigeren Mittelaufnahme, der Verwendung von DM-Einnahmen (z. B. aus dem Cash-flow deutscher Tochtergesellschaften oder aus Exporterlösen) für den Zinsendienst sowie daraus, daß der Rückzahlungsbetrag in eigener (Fremd-)Währung aufgebracht werden kann.

Die Möglichkeit der Begebung von Doppel-Währungsanleihen mit DM-Komponente hat für die deutschen Börsen zur Folge, daß neben der Zinsentwicklung

## **VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG**

### **NEUERSCHEINUNG**

**Klaus Hasenbach-Jaenisch**

## **STRATEGIEN DER GELDPOLITIK**

**– Eine Kritik der Geldmengensteuerung –**

Überraschend mag das sehr dezidierte Ergebnis dieser Untersuchung sein, daß eine hohe Verstetigung der Preisentwicklung mittels einer stetigen Geldmengenpolitik nicht erreicht werden kann. Da dieser Eindruck jedoch von der monetaristischen Argumentation erweckt worden sei, könnten die Zentralbanken auf die Proklamation von Geldmengenzielen nicht verzichten. Allerdings sollten sie sich möglichst breiter, robuster Geldmengenaggregate bedienen, um in ihrem Schutz eine wirksame Zinspolitik betreiben zu können. Es ist zu erwarten, daß die Ergebnisse dieser Arbeit nicht nur auf Interesse in Theorie und Praxis stoßen, sondern auch Widerspruch auslösen werden.

Großoktav, 217 Seiten, 1985, Preis brosch. DM 48,-

ISBN 3-87895-272-4

**V E R L A G   W E L T A R C H I V   G M B H   –   H A M B U R G**

Wechselkursschwankungen einen unmittelbaren Einfluß auf die Kursentwicklung ausüben. Dieser Einfluß ist um so größer, je mehr sich die Anleihe dem Ende ihrer Laufzeit nähert: Gegen Laufzeitende wird die Doppelwährungsanleihe für den Anleger praktisch zu einem Fremdwährungseingagement.

### Anleihen in Verbindung mit Swaps

Zulässig ist seit dem 1. Mai 1985 schließlich auch die Begebung von DM-Anleihen mit dem vorrangigen Ziel, die sich daraus ergebenden Zinszahlungsverpflichtungen und/oder Verbindlichkeiten zu tauschen, um bestehende komparative Vorteile im Anleihestanding zweier oder mehrerer Emittenten auf verschiedenen finanziellen Teilmärkten zu nutzen<sup>11</sup>. Swaps gehörten ohnehin bereits zu den Standardprodukten weltweit operierender Banken. Auf den internationalen Kapitalmärkten wird bereits die Mehrzahl der Anleihe-Emissionen durch solche Zins- und Währungs-Swaps ausgelöst: Schätzungen zufolge sind 1984 am Euromarkt 65 % aller Neuemissionen mit Swap-Arrangements verbunden gewesen. Solche „Tauschgeschäfte“ tangieren Investoren in solche Anleihen nicht, da sie nur die Beziehung der Swap-Partner untereinander regeln.

Für die Emittenten – insbesondere für die Banken als Schuldner – bieten Swaps die Möglichkeit,

- die Refinanzierungskosten zu optimieren, die Refinanzierung zu diversifizieren und damit die Refinanzierungsstruktur zu verbessern,
- Währungsrisiken zu reduzieren,
- Bilanzstrukturen in zielkonformer Weise zu verändern,
- die Liquiditätsgrundsätze zu verbessern, insbesondere die Grundsatz II-Belastung durch Anrechnung langfristiger Mittel zu reduzieren,
- den vorhandenen Roll-over-Kreditbestand kongruent ohne Zinsänderungs- und Liquiditätsbeschaffungsrisiko zu refinanzieren.

Naturgemäß erwachsen den beteiligten Partnern aus einer verstärkten Swap-Tätigkeit zusätzliche Bonitäts- und/oder Transferrisiken.

### Erste Erfahrungen

Das erstmalig nach Öffnung des Anleihemarktes bei der Deutschen Bundesbank für den Monat Mai ange-

<sup>11</sup> Vgl. E. Stöck: Zins- und Währungsswaps im Euro-Markt, in: Die Bank, Jg. 1983, H. 10, S. 459 ff.; P. Lerbinger: Swap-Transaktionen als Finanzierungsinstrumente, in: Die Bank, Jg. 1985, H. 5, S. 245 ff.; H. 6, S. 294 ff.; P. Reinhardt: Die Risiken der Banken im Swapgeschäft, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jg. 1985, H. 14, S. 21 ff.

meldete Emissionsvolumen betrug 5 Mrd. DM, verteilt auf 16 Anleihevorfällen. Von diesem ungewöhnlich hohen Volumen entfielen 2,25 Mrd. DM auf Floater und 1 Mrd. DM auf Null-Kupon-Anleihen. Die ersten Reaktionen auf die neuen Finanzierungsinstrumente waren durchweg positiv: Viele Anleger engagierten sich allein schon aus Diversifikationsgründen; aber auch der Neuheitseffekt spielte sicherlich eine gewisse Rolle. Schließlich erfolgte die Marktöffnung in der Phase einer günstigen Zinskonstellation am deutschen Kapitalmarkt.

Diese erste – euphorisch gehaltene – Stimmung verflieg jedoch schon bald: Abgesehen davon, daß nicht alle der avisierten Projekte letztendlich realisiert wurden, dominierten in den nachfolgenden „Kalendern“ wieder die traditionellen Kupon-Anleihen mit festem Zins. Waren noch für Juni vier Null-Kupon-Anleihen und zwei Floater angekündigt, so wies das Juli-Programm weder Floater noch DM-Zeros auf. Dafür wurden zwei Doppelwährungsanleihen angekündigt, deren Rückzahlung in US-Dollar erfolgen sollte, jedoch wurde nur eines dieser Anleiheprojekte am Markt umgesetzt. Im August standen einem DM-Floater sieben Straight-Bonds gegenüber. Das September-Programm enthielt erstmals weder Floating-Rate-Notes noch Zero-Bonds, noch Doppelwährungsanleihen. Alle 14 DM-Auslandsanleihen im Gesamtvolumen von 2,8 Mrd. DM waren traditionelle Anleihen, also mit einem für die gesamte Laufzeit festen Zins.

Die neuen Anleihe-Instrumente sind nicht nur von ausländischen Emittenten benutzt worden, sondern haben auch bereits bei inländischen Schuldnern Verwendung gefunden, mit anderen Worten: der Handlungsspielraum hat sich auch für inländische Emittenten seit der Marktöffnung deutlich vergrößert. Daß einige zunächst angekündigte Emissionsvorhaben schließlich doch nicht realisiert wurden, hing u. a. mit den Aufwertungserwartungen gegenüber der D-Mark zusammen: Geplante DM-Emissionen mit anschließenden Swaps schienen sich vor allem für US-Adressen nicht zu lohnen.

Die Vermutung, daß mit Öffnung des Auslandsanleihemarktes verstärkt mit der Federführung auch nicht-deutscher Institute gerechnet werden müßte, hat sich bisher nicht bestätigt; in den bisherigen fünf Emissionsprogrammen nach dem 1. Mai 1985 hat nur eine Tochter einer ausländischen Bank die Federführung bei einer DM-Auslandsanleihe übernommen. Das befürchtete massive Eindringen ausländischer Institute in DM-Emissions-Aktivitäten blieb bislang aus. Gezeigt hat sich jedoch ein verstärktes Interesse ausländischer Banken am deutschen Finanzplatz.