

Berichte

Finanzinnovationen an den Euromärkten*

Von Halvor Ribe und Friedrich Schneider, Kiel

I. Einleitung

Diese Arbeit versucht, einen Überblick über die Euromärkte und die Entwicklung ihrer Finanzinstrumente zu geben¹.

So wird beispielsweise die Rolle von syndizierten Anleihen (syndicated loans), festverzinslichen Anleihen (fixed rate loans), Anleihen mit variabler Verzinsung (floating rate notes), „Euronotes“ und „Swaps“ beschrieben, außerdem auf eine neue Entwicklung an den Euromärkten aufmerksam gemacht, nämlich die „Securitisation“. Nachdem die Banken, auf Grund der Schuldenkrise zu Beginn dieses Jahrzehnts, nur mit Widerwillen langfristige festverzinsliche Kredite an Länder der Dritten Welt vergaben, begannen sie ihre Geschäftstätigkeit auf einen mit weniger Risiko behafteten Bereich zu verlegen: Sie gaben Wertpapiere und Euronotes aus und arrangierten Swaps. Dadurch nehmen die multinationalen Banken heutzutage immer mehr die Rolle eines Beraters und Wertpapierhändlers ein, wobei sie sich auf Gebühreneinkommen anstelle von Zinseinkommen konzentrieren, da sie hierdurch nicht dem gleichen Risiko ausgesetzt sind wie im letzten Jahrzehnt.

Dennoch darf diese Entwicklung nicht ohne Bedenken gesehen werden. Während syndizierte Anleihen und Anleihen mit fester oder variabler Verzinsung bilanziert sind und somit das Kreditrisiko widerspiegeln, tauchen Euronotes nicht in den Bilanzen auf. Somit kann die Kreditwürdigkeit einer Bank kaum mehr an der Bilanz ersehen werden.

II. Theorie der Finanzinnovationen (von Dufey & Giddy)

Das Hauptproblem von Finanzinnovationen ist, daß sie sehr leicht imitiert werden können. Da Finanzinnovationen Produkte einer Dienstleistungs-

* Übersetzung des „Kiel Advanced Studies Working Paper“ No. 37 (Oktober 1985).

¹ Wir danken Herrn Jester von der Schleswig-Holsteinischen Landesbank, der uns wichtige Informationen über Details aus dem Geschäftsleben gegeben hat.

dustrie sind, gibt es keinen Patentschutz. Daher sollten wenige Anreize vorhanden sein, die eine Entwicklung von neuen Finanzinnovationen hervorruufen.

Andererseits zeigt uns die Praxis, daß Finanzinnovationen häufiger an internationalen als an nationalen Finanzmärkten entwickelt werden. Dies scheint offensichtlich den besonderen Umständen internationaler Finanzmärkte zuzuschreiben zu sein: Härtere Konkurrenz, Differenzen zwischen nationalen und internationalen Regulierungen und höheres Risiko, bedingt durch flexible Wechselkurse. Aus der Sicht der innovativen Banken kann man zwei wesentliche Anreize zur Finanzinnovation feststellen: Auf der einen Seite schafft sich das Unternehmen eine kurzfristige monopolistische Machtposition, obwohl normalerweise die Anpassungsverzögerung der Konkurrenten gegen Null divergiert; auf der anderen Seite fördern Finanzinnovationen den guten Ruf des Unternehmens.

Aus der Sicht des Bankkunden, der sich eines neuen Finanzierungsinstruments bedienen möchte, ergibt sich das Problem einer schlechten Marktakzeptation. Daher werden Finanzinnovationen meist von Marktführern mit gutem Ruf durchgeführt, die sich wiederum (unter anderem) auf die Einführung von Finanzierungsinstrumenten spezialisieren, um ihre Führungsposition am Markt auszubauen. *Dufey & Giddy* weisen in ihrer Studie (1981b) auf zwei Arten von Finanzinnovationen hin: „Aggressive Innovationen“ (aggressive innovations), die von auf die Einführung von neuen Finanzierungsprodukten spezialisierten Banken entwickelt werden und „defensive Innovationen“ (defensive innovations), die „auf Grund von Änderungen im Bedarf der Kunden oder relativer Kosten“ (*Dufey & Giddy*, 1981b, p. 35) entstehen. So behaupten *Dufey & Giddy*, daß aggressive Innovationen zufällig auftreten, während defensive Innovationen sich ändernde Marktdaten reflektieren.

Die defensiven Innovationen wurden in zwei weitere Typen aufgegliedert: Zum einen die Innovationen, die Änderungen in der Gesetzgebung bzw. deren Einfluß auf Marktpreise widerspiegeln und zum anderen Innovationen, die kurzfristig eine Nachfragerücke, die durch relative Risikostrukturen oder Preise entstanden ist, schließen sollen.

Finanzinnovationen, die hauptsächlich die sich ändernde Gesetzgebung der Finanzminister reflektieren, traten in den sechziger Jahren auf, als sich Kapitalmobilität und Handelsvolumen steigerten. Der Internationale Bankensektor antwortete mit Eurodollar und Eurobonds. Jedoch in den siebziger Jahren konnte man bereits den Einfluß sich ändernder Marktdaten erkennen. Das erhöhte Kapitalrisiko, das durch flexible Wechselkurse und stark fluktuierende Zinsen hervorgerufen wurde, führte zur Einführung von

„Floating Rate Notes“ und „Note Facilities“. Um außerdem ein größeres Spektrum an Finanzinstrumenten zu schaffen, hoben die Banken einige Eigenschaften ihrer Finanzinstrumente besonders heraus und kreierten völlig neue Finanzinstrumente (*Dufey & Giddy* nennen diese Verhaltensweise „unbundling of attributes to financial instruments“, 1981 b, p. 4).

Laut *Dufey & Giddy* (1981 b, p. 4) sind diese besonderen Eigenschaften von Finanzinnovationen:

- „Zinssatz
- Erwarteter Ertrag
- Ertrag relativ zum Risiko
- Liquidität und Marktgängigkeit
- Fälligkeit oder Dauer
- Zusage der Verfügbarkeit von Einlagen oder Forderungen
- Teilbarkeit
- Währung des Nennwertes
- Gerichtsbarkeit des Landes“.

III. Kredit-Syndizierung

Dieses Kapitel behandelt die Kredit-Syndizierung an den Euromärkten. Zu Beginn wird die geschichtliche Entwicklung des Marktes aufgezeigt, gefolgt vom *procedere* einer Anleihe-Syndizierung. Schließlich werden noch einige Arten von Krediten und ihre Preisfestsetzung erläutert.

1. Definition und Evolution

„Ein syndizierter Kredit ist ein Kredit, der von einer Gruppe von Finanzinstituten unter den gleichen Bedingungen einem bestimmten Schuldner zugänglich gemacht wird“ (*George & Giddy*, Vol. 1, Ch 3.4, p. 3).

Die Kredit-Syndizierung von Eurogeldern entwickelte sich in den späten sechziger Jahren. Sie wurde in der Hauptsache dazu benutzt, die Exportüberschüsse der Erdöl exportierenden Länder jenen sich in der Entwicklung befindlichen Staaten zuzuführen, die Zahlungsbilanzdefizite aufwiesen. Für viele Entwicklungsländer, die kein Erdöl exportieren können, stellen syndizierte Kredite die einzige Möglichkeit dar, derartig hohe Kredite aufzunehmen, um ihre Zahlungsbilanzdefizite zu finanzieren. Beispielsweise waren 1981 ca. 85 Prozent der mittel- und langfristigen Verbindlichkeiten dieser Länder syndizierte Kredite.

Andererseits schätzen multinationale Banken die Möglichkeit einer internationalen Kreditdiversifikation via Syndizierung, da es sich bei diesen Krediten um eine starke Konzentration des öffentlichen Schuldenberges handelt.

Während das Marktvolumen in den siebziger und zu Beginn der achtziger Jahre stark anstieg, markierte die internationale Schuldenkrise im Jahre 1982 den Wendepunkt. So verschwand Mitte der achtziger Jahre die dominante Rolle der Kredit-Syndizierung an den Euromärkten.

2. Der Syndizierungsvorgang

Bei dem Syndizierungsverfahren sind grundsätzlich drei Arten von Banken beteiligt: Die sogenannten „lead banks“, „managing banks“ und „participating banks“.

Zu Beginn der Syndizierung verhandelt der Kreditnehmer über die Daten und Konditionen des Kredits mit der „lead bank“. Während dieser Zeit verhandelt der „lead manager“ bereits mit anderen Banken, den „managing banks“, die eine Vergabe des Kredits entsprechend den Konditionen garantieren. Dies wird dann ein „fully underwritten loan“ genannt. Als nächstes sendet die lead bank eine Plazierungsnotiz mit allen notwendigen Informationen an die „participating banks“, die damit aufgefordert werden, einen Teil des Kredits, üblicherweise in Teilen von 1 - 2 Prozent, aufzukaufen. Die lead bank übernimmt normalerweise ca. 10 Prozent in ihr eigenes Kredit-Portfolio.

3. Arten von syndizierten Eurokrediten und Preisschemata

Vor der Schuldenkrise war der Terminkredit (term loan) die häufigste Form eines syndizierten Eurokredits. Diese Art des Kredits ermöglicht dem Kreditnehmer größtmögliche Flexibilität, da er ihn während der Laufzeit in Anspruch nehmen kann. Die Rückzahlung wird durch ein vorher ausgehandeltes Amortisationsschema durchgeführt. Für die Banken hat diese Form des Kredits den großen Nachteil, daß er bis zur vollständigen Rückzahlung in ihrem Portfolio steckt. Da dies während der Schuldenkrise zu großen Problemen geführt hat, ist man auf eine andere Kreditform übergegangen: Das „transferable loan certificate“ (übertragbares Kredit-Zertifikat). Diese Form erlaubt es den Banken, ihre Kredite untereinander zu handeln und somit notfalls eine Umstrukturierung ihres Portfolios vorzunehmen. Trotzdem muß auch bei dieser Art des Kredits festgestellt werden, daß er zwar

fungibel ist, die Rückzahlung jedoch allein durch die Kreditwürdigkeit des Schuldners garantiert werden kann.

Die Preisfestsetzung eines syndizierten Eurokredits wird an das Hauptdatum am Euromarkt, der London Interbank Offer Rate (LIBOR), gekoppelt. Dies ist der Zinssatz, zu dem sich erste Bankadressen am Euromarkt untereinander Geld leihen. Nachdem die Zinssätze am Geldmarkt täglichen Schwankungen unterliegen, ist diesen auch LIBOR unterworfen. Üblicherweise wird der Kreditzins mittels des sogenannten „rollover pricing“ festgelegt. In diesem Falle einigen sich die Banken mit ihren Kunden auf eine Marge, die während der gesamten Laufzeit zuzüglich zur LIBOR gezahlt wird. Somit bleibt der Zins, der über LIBOR gezahlt wird, konstant; der Gesamtzins wird alle 3 bis 6 Monate, entsprechend den Schwankungen von LIBOR, neu festgelegt.

Eine andere Art der Zinsfestlegung ist die „renegotiable spread“ (wieder-verhandelbare Marge). Hier wird ein „rollover“-Kredit mit konstanter Marge nur für eine bestimmte Periode, üblicherweise 1 bis 2 Jahre, ausgehandelt, dann jedoch wird die Marge jährlich neu festgelegt. Je nach Marktkonditionen und Kreditwürdigkeit des Kunden handelt man dann die Marge für den Kredit neu aus, und zwar so, als ob der Kunde für die Restlaufzeit einen neuen Kredit in Anspruch nehmen würde.

Eine weitere wichtige Preisdeterminante ist die Provision („front end fees“). Auch wenn sie nur einmalig gezahlt wird, kann sie sich auf 0,5 bis 1 v. H des gesamten Kreditbetrages belaufen. Der Hauptzweck dieser Provisionen ist es, die zukünftigen Einkommensströme der Bank in gegenwärtige zu transformieren. Außerdem werden die Provisionen nicht veröffentlicht, so daß Kredite oft relativ günstig erscheinen, während die Provisionen den effektiven Zinssatz erheblich in die Höhe schrauben können.

IV. Eurobonds

In diesem Abschnitt, der sich mit Eurobonds beschäftigt, werden wir zunächst erklären, was den Eurobond-Markt entstehen ließ. Sodann werden wir das Ausgabeverfahren von Eurobonds, das dem Verfahren der Kredit-syndizierung ähnelt, beschreiben, und schließlich auf die Vielfalt von Eurobonds eingehen und sie in 2 Gruppen, nämlich festverzinsliche Eurobonds (fix rate EBs) und Eurobonds mit variabler Verzinsung (Floating Rate Notes), einteilen.

1. Die Entwicklung des Eurobond-Marktes

Der Eurobond-Markt ist ein hervorragendes Beispiel für die Koexistenz konkurrierender Binnen- und Offshore-Märkte. Der Eurobond-Markt entwickelte sich im Jahre 1964, als die amerikanische Steuergesetzgebung durch die Einführung des „Interest Equalisation Tax Act“ inkonsistent wurde. Dieses Gesetz untersagte Ausländern den Zutritt zum amerikanischen Bond-Markt (Yankee-Market), verbot den Amerikanern jedoch nicht den Marktzutritt zu den Offshore-Märkten. *Dufey* und *Giddy* (1981 b) glauben, daß diese Inkonsistenz der Gesetzgebung die Entwicklung der Eurobond-Märkte hervorgerufen hat. Obwohl das Gesetz dann 1974 abgeschafft wurde, wuchs der Eurobond-Markt weiter, da multinationale Unternehmen, Regierungen und staatliche sowie private Unternehmen den Markt stark beanspruchten. Als jedoch zu Beginn der siebziger Jahre die Zinssätze an den Geldmärkten immer größeren Schwankungen unterworfen waren und die Anleger ihr Kapital immer weniger an feste Zinssätze binden wollten, mußte sich der Eurobond-Markt an diese neue Marktsituation anpassen und entwickelte die Floating Rate Notes (FRNs = Eurobonds mit variabler Verzinsung), um dem Eurobond-Markt eine neue Quelle des Wachstums hinzuzufügen.

Heute ist sowohl der „fixed rate bond market“ als auch der FRN-Markt bezüglich Volumen und Fälligkeiten voll ausgereift. Die herausragende Eigenschaft einer Eurobond ist immer noch, daß ihr Nennwert auf eine Währung lautet, die selten mit der Binnenwährung der Käufer übereinstimmt. Diese Eigenschaft führt uns auch zu dem multinationalen Syndikat, das die Eurobonds platziert.

2. Plazierung von Eurobonds

Obwohl die Ausgabe von Eurobonds etwas dem Verfahren der Kreditsyndizierung ähnelt, ist dies doch wesentlich schwieriger. Die Banken verpflichten sich zwar, Bonds zu kaufen, jedoch wollen sie diese nicht in ihrem Portfolio behalten, sondern am Bond-Markt an ihre Kunden weiterverkaufen. Daher fällt der richtigen Preisfestsetzung, dem „timing“, und der „placing power“ der Banken eine Schlüsselrolle zu.

Zunächst sucht sich das Unternehmen, das eine Eurobond ausgeben lassen möchte, eine Bank aus, welche das „Lead Management“ übernimmt. Der „Lead Manager“ sucht sodann andere Banken, sogenannte „Comanagers“, die mit ihr zusammen die „Management Group“ bilden. Die Management Group handelt mit dem Unternehmen die Konditionen der Emission aus.

Obwohl die Management Group auch einen kleinen Teil der Emission übernimmt, um sie an ihre Kunden weiterzuverkaufen, liegt ihre Hauptaufgabe in der Verteilung der Bonds an die sogenannten „underwriting banks“.

Für die Dienstleistung verlangt die Management Group eine Gebühr (management fee), die sich auf den Gesamtbetrag der Emission bezieht, sowie eine Übernahmeprovision für den Teil der Emission, den sie vertraglich übernimmt. Als nächstes werden potentielle Konsortialbanken über die Emission benachrichtigt, an die der Rest des Volumens verkauft wird. Für Konsortialbanken bestehen zwei Vorteile, sich an Eurobond-Emissionen zu beteiligen: Erstens zahlt das Unternehmen eine Übernahmeprovision und zweitens dient es dem guten Ruf einer Bank, da die Emission später mit allen teilnehmenden Banken in Zeitschriften angezeigt wird.

Trotzdem tragen die Konsortialbanken das Marktrisiko, da sie die Bonds für einen festgelegten Preis kaufen müssen, jedoch nicht wissen, ob der Markt sie für diesen Preis absorbiert. Falls einige Banken nicht genügend Kunden für ihren Anteil der Emission haben, können sie die sogenannte „Selling Group“ (Begebungskonsortium) benutzen, die die Bonds platziert. Im Gegensatz zur Konsortialbank trägt das Begebungskonsortium keinerlei Marktrisiko und erhält lediglich eine Markklergebühr für die verkauften Bonds. Trotzdem besteht eine Art moralischer Verpflichtung für die Selling Group, das angenommene Volumen an Bonds auch am Markt abzusetzen.

Wenn auch der Kreditnehmer durch dieses Verfahren seinen Kapitalbedarf deckt, da die Banken die Bonds zu dem festgesetzten Preis gekauft haben, ist er daran interessiert, daß die Emission gut vom Markt angenommen wird. Normalerweise beginnt der Handel zum Nennwert (z.B. \$ 100) und bleibt dann innerhalb der Marge. Die Marge bestimmt sich durch alle anfallenden Gebühren und Provisionen der Banken und beträgt in der Regel ca. 2 v. H. Wird also die Emission zwischen 98 und 100 gehandelt, so zeigt dies, daß die Emission am Markt ankommt. Fällt der Preis jedoch unter 98, dann muß der Lead Manager einschreiten und die Emission vor dem Preisverfall bewahren. Ob dies erfolgreich vorgenommen werden kann, hängt von der Marktstellung des Lead Managers ab.

3. Arten von Eurobonds

Um auf die einzelnen Arten der Eurobonds näher einzugehen, ist es sinnvoll, zwischen zwei Hauptgruppen zu unterscheiden: Festverzinsliche Euroanleihen (Fixed Rate Bonds) und Euroanleihen mit variabler Verzinsung (Floating Rate Notes).

a) Fixed Rate Bonds

Als sich die Euromärkte entwickelten, wurde normalerweise die festverzinsliche Auroanleihe (fixed rate straight bond) ausgegeben. Diese Bonds waren festverzinslich über die gesamte Laufzeit und sehr marktgängig, da die Zinsen in den sechziger Jahren stabil und niedrig waren. Als in den Siebzigern die Zinsen größeren Schwankungen unterlagen, vermieden es die Anleger, ihr Kapital an feste Zinsen zu binden, da sich das Preisrisiko erhöhte. Dabei entwickelte man Bonds, denen zusätzlich noch eine Option (warrant) beigefügt war. Wenn ein warrant der Anleihe beigefügt ist, so kann der Anleger weitere Bonds zu einem festgesetzten Preis kaufen. Fallen die Zinsen am Markt und wird der Preis in die Höhe getrieben, können die Anleger Kapitalgewinne realisieren, wenn der Preis der Bonds den Preis übersteigt, der entsprechend den warrants zu zahlen ist.

In den späten siebziger Jahren kamen die sogenannten Wandelanleihen (convertible bonds) auf den Markt. Zum festen Coupon trägt diese Anleihe noch eine Option auf Aktien. Somit kann der Anleger seine Bonds in Aktien des Anleihenehmers umtauschen, wobei allerdings die Stückzinsen verlorengelassen werden. Convertible bonds wurden hauptsächlich von japanischen Unternehmen benutzt, die ihre Anleihen in US \$ ausgaben, um sie dann japanischen Anlegern anzubieten. So konnten zweierlei Arten von Kapitalgewinnen realisiert werden: Auf der einen Seite kann eine haussierende Börse die Aktienkurse in die Höhe treiben, andererseits kann der US \$ gegenüber dem Yen steigen. Im Jahre 1981, als die Börse in Tokio haussierte, waren diese convertible Bonds sehr attraktiv. Als aber im September 1981 der Aktienindex in Tokio um ca. 10 v. H. fiel, brach der Markt für Wandelanleihen ebenfalls zusammen. Aus der Sicht des Schuldners sind Wandelanleihen, besonders wenn die Aktienpreise steigen, eine sehr günstige Anleiheform. Wurden die Anleihen in Aktien umgetauscht, werden gleichzeitig langfristige Verbindlichkeiten in Eigenkapital umgewandelt.

Eine neue Entwicklung im fixed rate bond market sind die Nullcouponanleihen („zero“- oder „stripper bonds“). Diese Anleihen, die 1981 auf den Markt kamen, wurden mit hohem Disagio ausgegeben, trugen jedoch keine Coupons. Daher erhält der Anleger keine Verzinsung bis zur Fälligkeit, bei der er dann den Nennwert, der bereits den Zins enthält, erhält. Der Erfolg dieser ‚zeros‘ entstand aufgrund ihrer drei Vorteile: Es gibt kein Wiederinvestitionsrisiko wie bei regelmäßigen Zinszahlungen; außerdem enthält die Anleihe einen leverage effect; schließlich haben sie noch steuerliche Vorteile, indem die Versteuerung der Stückzinsen bis zur Fälligkeit hinausgezögert wird und Anleger, die bis zum Zeitpunkt der Fälligkeit in eine niedri-

gere Steuerklasse kommen (z.B. wenn sie in den Ruhestand treten), Einkommensteuer sparen.

Wegen dieser Vorteile werden Nullcouponanleihen niedriger verzinst, was wiederum Vorteile für den Schuldner mit sich bringt. Dennoch muß hier festgehalten werden, daß das Wiederinvestitionsrisiko vom Anleger auf den Schuldner übertragen wurde.

b) Floating Rate Notes (FRNs)

FRNs werden als die Hauptinnovation der siebziger Jahre bezeichnet. Die erste Emission kam 1970 auf den Markt, doch bereits 1984 wurde das Volumen syndizierter Anleihen vom Volumen der FRNs übertroffen.

FRNs beziehen sich in ihrer Preisfestsetzung auf den Rollover-Kredit, da sie mit einer Marge an LIBOR gebunden sind; nachdem LIBOR jedoch ständig fluktuiert, wird der Zinssatz alle drei oder sechs Wochen neu angepaßt. FRNs zielen darauf ab, „die Lücken zwischen Nachfrage und Angebot für mittel- und langfristige Anleihen zu überbrücken, indem sie dem Anleger einen Zinssatz bezahlen, der sich mit den Zinsen für kurzfristige Anleihen ändert“ (Bank of England, Quarterly Bulletin, Sept. 1984, p. 337).

Im Gegensatz zu den syndizierten Krediten heben einige besonders wichtige Eigenschaften die FRNs hervor: Zum einen ist ihre Marktgängigkeit besser, da FRNs relativ klein gestückelt gehandelt werden (z.B. \$ 1000), während syndizierte Kredite nur in Teilen zu mindestens \$ 100 000 angeboten werden. Deshalb ist die Liquidität des Sekundärmarktes sehr groß und stellt für den Anleger eine gute Möglichkeit der Portfoliodiversifikation zur Verfügung.

Vergleicht man die FRNs jedoch mit den fixed rate bonds, so sieht man, daß sich hier Ertrag relativ zum Risiko deutlich unterscheiden: Während der siebziger Jahre, als die Zinsen starken Schwankungen unterlagen, wollten nur wenige Anleger ihr Kapital an feste Zinsen binden, weil sich das Preisrisiko dieser Anleihen stark erhöhte. Da bei FRNs der Zinssatz periodisch angepaßt wird, bleibt das Preisrisiko relativ gering. Daher sind FRNs ein wichtiges Anleiheinstrument, das funktionierende Euromärkte während Hochzinsphasen garantiert.

Eine Variation der FRNs ist die sogenannte „drop lock bond“. Der Zinssatz dieser Anleihe ist während der gesamten Laufzeit variabel, es sei denn, LIBOR fällt unter eine vorher festgesetzte Marke, die sogenannte „trigger rate“ (Mindestzins). In diesem Falle wird die FRN automatisch in eine festverzinsliche Anleihe, die sich mit dem Mindestzins verzinst, umgewandelt.

Der Vorteil für den Anleger ist bei dieser Anleihe offensichtlich. Während Perioden starker Zinsfluktuation garantiert sie eine Mindestverzinsung.

Gerade das Gegenteil von drop lock bonds sind die sogenannten „capped notes“. Zwar werden diese Bonds nicht in festverzinsliche Anleihen umgewandelt, doch wenn LIBOR einen Höchstzins überschreitet, wird nur dieser bezahlt, bis LIBOR wieder unter den Höchstzins fällt. Dieses Finanzinstrument wird natürlich von Anleiheemittenten bevorzugt, wenn Hochzinsphasen erwartet werden.

Die neuesten Entwicklungen im FRN-Markt sind „mismatch FRNs“ und „Flip Flop FRNs“. Mismatch FRNs haben einen Coupon, der auf drei- oder sechsmonatige LIBOR lautet, wobei der Zinssatz wöchentlich neu festgesetzt wird. Dieses Verfahren erlaubt es dem Anleger, zwischen dem Markt für kurz- und mittelfristige Anleihen zu arbitrieren; die Anleger refundieren einfach am Markt für kurzfristige Anleihen.

Flip Flop FRNs sind Anleihen ohne festgesetzte Laufzeit, die der Anleger nach Anzeige beim Schuldner in eine FRN mit niedrigerer Marge, jedoch festgesetzter Laufzeit, umtauschen kann. Sollten sich aber die Marktbedingungen wieder ändern, können die FRNs zurückgetauscht werden. Dieses Marktinstrument bringt dem Anleger viel Flexibilität, der Schuldner jedoch trägt ein erhöhtes Risiko, da er damit rechnen muß, daß bei entsprechenden Marktdaten viele Anleger ihre Anleihen in solche mit fester Laufzeit umtauschen.

V. Euronotes

Normalerweise beschreibt man mit dem Term „Bond“ eine langfristige Anleihe. „Notes“ dagegen sind kurzfristige Anleihen (eine Ausnahme bilden hier die FRNs). In diesem Abschnitt werden die Euronotes vorgestellt.

1. Entwicklung der Euronotes

Am Euromarkt hat sich während der letzten Jahrzehnte eine ganze Palette von Finanzinstrumenten entwickelt. Da am Euromarkt nur langfristige Anleihen ausgegeben werden konnten, wandten sich Unternehmen, die kurzfristige Finanzierungsmöglichkeiten suchten, an den „Commercial Paper Market“ in New York. Jedoch seit 1980 bieten auch die Euromärkte die Möglichkeit, kurzfristige Anleihen durch die Ausgabe von Euronotes aufzunehmen. Eine Erklärung für diese Entwicklung ist das allgemeine Interesse für Wertpapiere. Nach der Schuldenkrise glaubt man, daß Banken

nicht mehr kreditwürdiger sind als erstklassige Industrieunternehmen. Man ist davon überzeugt, daß viele Anleger einer Forderung auf Industrieunternehmen den Forderungen auf Banken den Vorzug geben. Außerdem ist das große Geschäft mit den Entwicklungsländern, das die Euromärkte lange geprägt hat, nicht mehr tragbar. An ihre Stelle traten die großen Industrieunternehmen, die natürlich andere Finanzierungsformen benötigen. Schließlich sind die Banken momentan nicht daran interessiert, große Kredite zu vergeben, da sie versuchen, ihre liquiden Reserven aufzustocken. Stattdessen versuchen sie, Gebühren für die von ihnen erbrachten Dienstleistungen zu erheben. Die Emission von Euronotes und deren ‚underwriting and managing‘ gibt ihnen hierbei hervorragende Möglichkeiten.

2. NIF/RUF

Bei den Euronotes kennen wir normalerweise zwei verschiedene Arten. Entweder beinhalten sie ein langfristiges „standby agreement“ oder eine echte kurzfristige Finanzierung, die nicht syndiziert ist.

Wie man sich jedoch vorstellen kann, wünscht jede Bank bei ihren Kunden den Eindruck zu erwecken, daß sie ihr eigenes Produkt entwickelt hat. Deshalb wird ständig eine Vielzahl von Begriffen wie NIF, SNIF, CUN, RUF, Bonus, etc. verwendet, die eigentlich das gleiche bedeuten. Grundsätzlich gibt es nur zwei Arten von „standby agreements“, nämlich die NIFs und RUFs, die sich selbst nur geringfügig unterscheiden. RUF ist die Abkürzung für „Revolving Underwriting Facility“ und NIF steht für „Note Issuance Facility“. Beide Formen werden dazu verwendet, um mittelfristige Anleihen zu variablen Zinsen aufzunehmen. In beiden Fällen emittiert der Schuldner Anleihen, wobei die „underwriters“ dafür bürgen, daß der Schuldner während eines bestimmten Zeitraums die Anleihen bis zur vereinbarten Maximalhöhe am Markt plazieren kann. Diese Garantie läuft normalerweise für drei bis fünf Jahre. Die underwriters garantieren dem Schuldner auch für die Höhe der Zinsen während der Periode, die anhand von LIBID (London Interbank Bid Rate), zuzüglich der Marge, festgesetzt sind.

Wie bereits oben erwähnt wurde, gibt der Schuldner kurzfristige Anleihen über drei bis sechs Monate aus. Ist der Schuldner eine Bank, so handelt es sich üblicherweise um Certificates of Deposit (CDs), während Schuldner aus dem Nichtbankensektor meist Solarwechsel (promissory notes) ausgeben.

NIF und RUF unterscheiden sich nur durch die Art und Weise der Emission. Bei einem NIF geht es immer um einen „Tender Panel“ von Banken, die für die Papiere Angebote abgeben. Die Banken, die erfolgreich geboten haben, verkaufen die Notes dann an ihre Kunden.

Bei diesem Emissionsverfahren garantieren die underwriters für den Mindestausgabepreis. Daher müssen sie alle Notes aufkaufen, für die vom Tender Panel weniger als der Mindestpreis geboten wurde. Sollte darüber hinaus die mit den underwriters festgesetzte Maximalmarge von einigen Mitgliedern des Tender Panel unterboten werden, so begünstigt dies den Kreditnehmer. Dieses Emissionsverfahren wird normalerweise von „Commercial Banks“ verwendet.

Zum anderen bevorzugen „Merchant Banks“ und „Security Houses“, die zwar über weniger Kapital, dafür aber über mehr Kontakt zum Anleihenmarkt und damit über mehr Plazierungsgewalt verfügen, eine andere Möglichkeit. Bei einem RUF gibt der „Lead Manager“ gleichzeitig die Papiere aus und plaziert sie allein am Markt. Bei diesem Emissionssystem übernimmt der Lead Manager die Plazierung der Papiere; falls diese jedoch nicht restlos vom Markt absorbiert werden, gehen die Notes zurück an die underwriters, die sie zur vereinbarten Maximalmarge in ihr Portfolio nehmen. Der Vorteil dieser Emissionsart liegt in der geordneten Plazierung der Papiere, während das Tender-Panel-Verfahren oft dazu zu führen scheint, die Notes im secondary market zu Dumpingpreisen zu verkaufen, was die Reputation des Schuldners beeinträchtigen kann. Der Nachteil der alleinigen Plazierung durch den Lead Manager ist, daß die underwriters lediglich die Funktion einer Versicherung wahrnehmen, während die underwriters beim NIF meist auch Mitglieder im Tender Panel sind. Somit können die Kosten eines NIF und RUF voneinander abweichen.

Für den Kreditnehmer bedeutet höchstmögliche Flexibilität zu festen Konditionen den Hauptvorteil der Finanzierung durch NIF/RUF. Er kann den Kredit, der ihm von den Banken gewährt wurde, kontinuierlich während des vereinbarten Zeitraums bis zur Maximalhöhe in Anspruch nehmen und auch wieder zurückzahlen. Diese Flexibilität kann mit einer FRN nicht gewährt werden, weil sie nicht vor dem Ende der Laufzeit zurückgezahlt werden kann.

Ansonsten basieren die Euronotes auf dem gleichen System wie FRNs. Sie werden jedoch meist mehr als Finanzierungssicherung verwandt und nicht voll in Anspruch genommen. Allerdings werden NIFs/RUFs nur an die besten Adressen vergeben.

3. *Eurocommercial Papers*

Eurocommercial Papers nennt man Euronotes, deren Annahme am Markt nicht durch Banken garantiert ist. Diese Euronotes sind also „non underwritten“ und werden von Banken und Händlern direkt plaziert, wobei der

Emittent das Marktrisiko trägt. Dieser Markt, der sich erst kürzlich entwickelt hat, resultiert aus der Entstehung eines Secundärmarktes für NIF- und RUF-notes. Eurocommercial Papers werden direkt an diesem Secundärmarkt plziert; die Fälligkeiten stimmen meist mit den üblichen drei- und sechsmonatigen Bankdaten überein. Dies ist auch der Unterschied zu den in New York gehandelten Commercial Papers, die kürzere Fälligkeiten, meistens zwischen 25 und 45 Tagen, haben.

Commercial Papers haben den Vorteil, daß sie das billigste externe Finanzierungsinstrument für Unternehmen darstellen: Keine underwriting-Gebühren, sehr niedrige Management-Gebühren und kurzfristige Zinsen. Da jedoch das Marktrisiko vom Emittenten selbst getragen werden muß, ist dieses Instrument zur Deckung des mittel- und längerfristigen Kapitalbedarfs unbrauchbar. Deshalb wird der Eurocommercial-Paper-Markt als eine zusätzliche Möglichkeit der kurzfristigen Mittelbeschaffung gesehen und nicht als Konkurrenz für NIF- und RUF-Arrangements.

Obwohl der Markt für NIF, RUF und Commercial Papers immer mehr Interessenten findet, sieht man deutlich, daß er noch nicht voll ausgereift ist. Beispielsweise fehlt ein „Rating System“, wie es in den USA von *Moody's* oder *Standard & Poor* regelmäßig herausgegeben wird. Ohne ein derartiges System wird dieser Markt jedoch immer nur den besten Adressen vorbehalten bleiben und sich daher die eigenen Grenzen setzen.

VI. Swaps

In diesem Abschnitt werden wir die Technik der Swaps beschreiben. Bei einem Swap werden entweder zwei Zinsarten oder zwei Währungen getauscht. Schließlich versuchen wir auch, die Entwicklung des rapide expandierenden Marktes zu beschreiben.

1. Allgemeines über Swaps

Im letzten Kapitel haben wir die verschiedenen Finanzinstrumente der Euromärkte vorgestellt. Swaps jedoch repräsentieren die Möglichkeit, diese Instrumente zu handeln oder auszutauschen. Zum Beispiel kann ein Unternehmen, das eine festverzinsliche Anleihe am Euromarkt ausgegeben hat, diese in eine variabel verzinsliche „swappen“. Andererseits besteht auch die Möglichkeit, eine DM-Anleihe in eine Dollar-Anleihe zu swappen. Dies sind die beiden grundlegenden Arten von Swaps, nämlich der Zinsswap und der Währungsswap; Kombinationen zwischen den beiden sind ebenfalls möglich.

Warum gehen nun Kreditnehmer solche Swap-Arrangements miteinander ein? Hierfür gibt es zwei Gründe. Wenn ein Anleiheemittent von Anfang an vorhat, seine Anleihe zu swappen, so nutzt er damit Marktimperfektionen aus. Gäbe es keine Marktimperfektion, so würde der Schuldner direkt am Markt die billigste Finanzierungsart finden und sich nicht auf einen Swap einlassen. Andererseits werden auch Emittenten, die ihre Anleihe schon seit Jahren platziert haben, an diesem Markt aktiv. In diesem Falle werden keine Marktimperfektionen ausgenützt, vielmehr gehen bei den Kreditnehmern die Erwartungen über die allgemeinen Marktentwicklungen auseinander und schaffen somit die Möglichkeit für den Swap.

Einer der bekanntesten Swaps wurde 1981 zwischen IBM und der Weltbank arrangiert. Die Weltbank hatte mehrmals in den Niedrigzinsmärkten in DM und Sfr. Anleihen ausgegeben. Da diese Märkte häufig von der Weltbank benutzt worden waren, waren sie gesättigt und stellten keine optimale Finanzierungsmöglichkeit mehr dar, da eine weitere Anleihe nur zu höheren Zinsen vom Markt angenommen worden wäre. Die Weltbank hatte jedoch niemals in US-Märkten Geld aufgenommen. IBM aber hatte zu günstigen Konditionen Geld in der Schweiz und in Deutschland aufgenommen, benötigte jedoch US-\$. Die amerikanische Investment Bank *Salomon Brothers* arrangierte den Swap und überredete die Weltbank, in den USA eine \$-Anleihe auszugeben, um diese dann mit IBM und deren Sfr.- und DM-Anleihen zu swappen. Das Ergebnis war, daß durch den Währungsswap beide zu niedrigen Zinsen die gewünschte Währung bekamen. Die günstigen Zinsen kamen dadurch zustande, daß zwei räumlich getrennte Märkte die Papiere der Weltbank und von IBM verschieden beurteilten. So wurde durch diese Marktimperfektion die Möglichkeit für den Swap geschaffen. Bis heute hat man dem Swap viel Aufmerksamkeit geschenkt und er ist inzwischen zu einem respektablen Geschäft geworden.

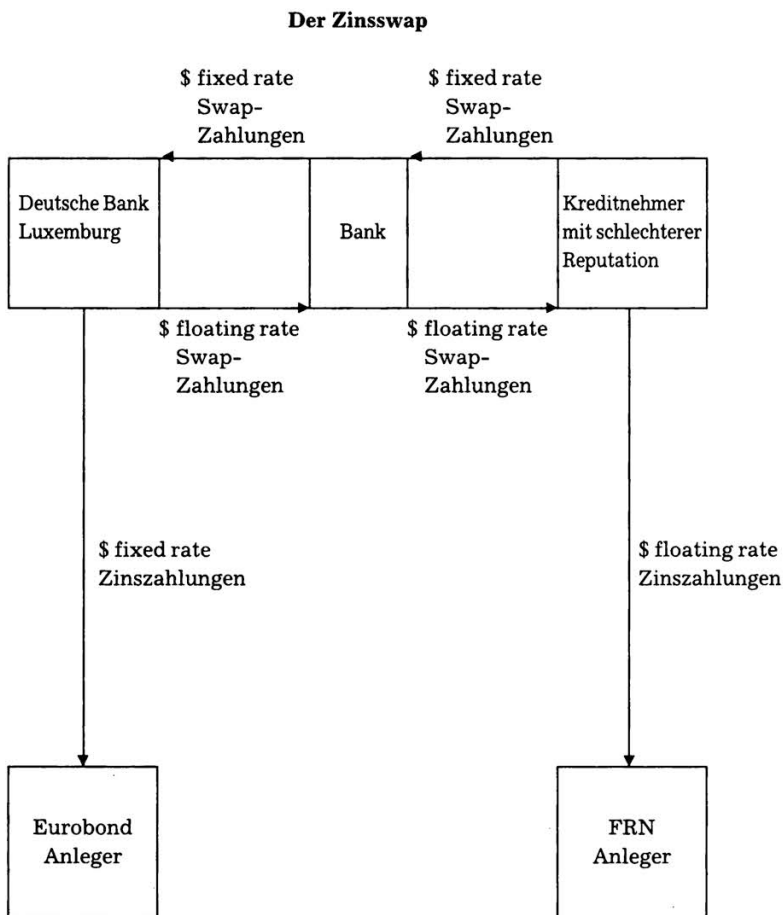
In der ‚Financial Times‘ (1985) schrieb *Montagnon* über Swaps: „Plötzlich sind die Kreditnehmer nicht mehr an jene Märkte gebunden, die das entsprechende Finanzinstrument in der richtigen Währung anbieten, sondern man kann sich Märkte heraussuchen, an denen die Anleihen am billigsten und am besten angenommen wird, und tauscht sie dann in eine andere Währung oder vom variablen in festen Zins um – oder umgekehrt“.

Die Krediteigenschaft, die hier aus dem Paket herausgelöst wird, ist die Währung des Nennwertes. Durch den Swap wird die Entscheidung bezüglich der Währung von allen anderen Entscheidungen, die eine Anleihe betreffen, isoliert.

2. Zinsswap

Oder wie es von *Walmsly* (1985) beschrieben wurde: „Die Erfindung des Swap erlaubt es den Kreditnehmern, ihre Entscheidung bezüglich der Zinsart von der Entscheidung der Emission abzutrennen. Ein Kreditnehmer, dessen Kredit über sechs Monate Rollover läuft, kann es sich aussuchen, ob er 5-jährige Zinsen, 3-jährige Zinsen oder 1-Monats-Zinsen bezahlt. Hierzu muß er nur die Anleihe in eine 5-jährige, 3-jährige oder einmonatige Anleihe swappen“.

Ein Kreditnehmer mit schlechtem Ruf muß am Markt für variabel verzinsliche Anleihen etwa ein Prozent mehr Zinsen zahlen als ein erstklassiges



Figur I: Beispiel aus Euromoney, April 1983

Unternehmen. Am Markt für festverzinsliche Anleihen beträgt die Differenz ca. drei Prozent. Diese Differenz repräsentiert eine klare Marktimperfection und eröffnet den Spielraum für Arbitrage. So leihen die kreditwürdigsten Unternehmen am Fixed Rate Market, auch wenn sie FRNs benötigen, und swappen ihre Anleihen mit einem Schuldner schlechteren Rufes, der das Geld am FRN-Markt aufgenommen hat.

So haben beide Unternehmen das Finanzinstrument, das sie ursprünglich wollten, jedoch auf Grund der Marktimperfection zu niedrigeren Zinsen. Diese Swaps wurden oft von Banken arrangiert, die hierfür eine Gebühr verrechnen.

Ein Beispiel aus der Praxis ist der Swap der Deutschen Bank Luxemburg. Da die Deutsche Bank Luxemburg einen großen Teil ihres Fremdkapitals in FRNs aufgenommen hatte, wollte sie weitere FRNs ausgeben. Trotzdem benutzte sie ihre hervorragende Kreditwürdigkeit dazu, am Fixed Rate Market eine Anleihe zu attraktiven Konditionen auszugeben. Dann arrangierte sie einen Swap mit einem Kunden schlechteren Rufes, der sich durch Fixed Rate Bonds finanzieren wollte. Der effektiv zu zahlende Zins bei diesem Swap wurde durch die Deutsche Bank selbst ausgehandelt. So bekam das Unternehmen einen festverzinslichen Kredit von der Deutschen Bank Luxemburg, den sie ja am Fixed Rate Markt aufgenommen hatte, während die Deutsche Bank den variabel verzinslichen Kredit des Unternehmens erhielt. Natürlich mußte das Unternehmen, das sowohl am FRN-Markt als auch am Fixed Rate Market höhere Zinsen bezahlt hatte, die Zinszahlungen der Deutschen Bank subventionieren. So erhielt die Deutsche Bank eine Anleihe, deren Zins erheblich unter LIBOR lag, während das Unternehmen sich ebenfalls billig finanzieren konnte.

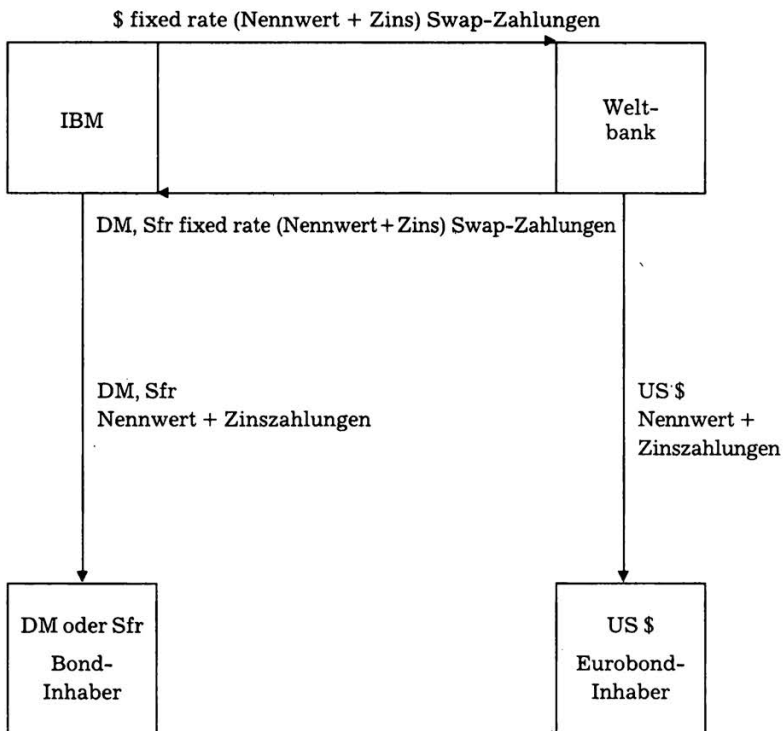
Bei diesem Zinsswap benutzte man lediglich den guten Ruf eines Kreditnehmers dazu, um Arbitrage zwischen den beiden Geldmärkten zu betreiben. In letzter Zeit scheinen die Swap-Arrangements vieler Unternehmen dazu geführt zu haben, daß die Differenz zwischen den beiden Märkten geringer geworden ist.

Neben dem oben beschriebenen Zinsswap gibt es noch andere Varianten. Eine davon ist ein „floating rate swap“ zwischen Krediten, die auf der US Prime Rate basieren und anderen, deren Basis LIBOR bildet. Das Prinzip jedoch bleibt gleich.

3. Währungsswap

Grundsätzlich sind drei Gründe für einen Währungsswap anzuführen. Zum einen besteht die Möglichkeit, daß gesetzliche Restriktionen ein Unternehmen von bestimmten Kapitalmärkten fernhalten. In einem solchen Falle wird die gesetzliche Regelung durch einen Währungsswap umgangen. Zum anderen kann man durch Währungsswaps die Übersättigung der eigenen Kapitalmärkte verhindern. Oft müssen Unternehmen erkennen, daß eine weitere Anleihe am eigenen Geldmarkt nur durch höhere Zinssätze abgesetzt werden kann. Am Auslandsmarkt jedoch werden Anleihen von bekannten Unternehmen oft zu günstigen Konditionen angenommen. Daher kann es für zwei Kreditnehmer mit verschiedenen natürlichen Geldmärkten vorteilhaft sein, am Markt des anderen Geld aufzunehmen und die beiden Anleihen zu swappen, so daß die Zinszahlungen sowie die Rückzahlung des Nennwertes in der eigenen Währung erfolgen.

Der Währungsswap



Figur II: Beispiel aus Euromoney, April 1983

Schließlich werden Swaps auch zu Spekulationen verwendet. Der Finanzchef eines Unternehmens, der eine Anleihe in US \$ aufgenommen hat und erwartet, daß der Dollar steigt, kann versuchen, seine Anleihe in eine andere Währung zu swappen und somit einen Kapitalgewinn zu erzielen.

Zu Beginn des Kapitels haben wir bereits ein Beispiel für einen Währungsswap, nämlich zwischen IBM und der Weltbank, aufgeführt. Der Währungsswap funktioniert ebenso wie der Zinsswap in der Weise, daß jeder Teilnehmer die Verpflichtungen des anderen übernimmt. Zum Beispiel hatte IBM die Verpflichtung, den Anlegern in der Schweiz und in Deutschland sowohl den Zins als auch den Nennwert zurückzuzahlen. Als Folge des Swap übernahm die Weltbank diese Verpflichtung. Hierbei ist es wichtig zu beachten, daß dies von den schweizerischen und deutschen Anlegern nicht wahrgenommen wurde, da der Swap nicht öffentlich bekannt war. Der Unterschied zum Zinsswap besteht nun darin, daß sich dort die Nennwerte auf dieselbe Währung belaufen und sich somit aufheben. Bei einem Währungsswap ist der Nennwert zu Beginn zwar gleich; da der Wechselkurs jedoch fluktuiert, sind die Rückzahlungsbeträge in der Regel verschieden.

Im Gegensatz zum Zinsswap, der zwischen zwei Kreditnehmern mit unterschiedlicher Reputation vorgenommen wird, findet ein Währungsswap meist zwischen zwei gleichgestellten Unternehmen statt. Wie bereits erwähnt, hat man beim Zinsswap lediglich den guten Ruf der einen Partei genutzt, wofür dann deren Zinszahlungen subventioniert wurden. Beim Währungsswap geht es auf Grund des Wechselkursrisikos um zwei gleichgestellte Parteien.

Außer den genannten Formen sind noch einige Kombinationen von Zins- und Währungsswaps vorzustellen: So der „cross currency floating to fixed debt swap“, ebenso der „cross currency fixed to floating debt swap“ und der „cocktail swap“, an dem mindestens drei Unternehmen teilnehmen und eine Bank die Anleihen so swapt, daß die Finanzierungswünsche aller Parteien berücksichtigt werden.

4. Bei wem liegt das Risiko?

Wie bereits aufgezeigt wurde, enthalten die Swaps gewisse Risiken.

Zinsswap: Es besteht ein Zinsrisiko bei der Partei, die aus „fixed rates“ swapt. Fällt der Zinssatz unter den vereinbarten Zins, so erfährt diese Partei einen Verlust, wenn die andere Partei zahlungsunfähig wird. Da das Unternehmen immer noch die gesetzlichen Verpflichtungen gegenüber den Anlegern hat, muß es die inzwischen ungünstig gewordenen festen Zinsen zahlen.

Es besteht weniger Risiko, wenn die Gegenpartei in „floating rates“ swapt. Obwohl die floating rate immer dem Marktzins entspricht, kann es bei Zahlungsunfähigkeit der anderen Partei auftreten, daß die fixed rates günstiger waren als die einsetzende Marktbewegung.

Währungs- swap: Für Währungsswap und Zinsswap besteht dasselbe Zinsrisiko. Wesentlich wichtiger jedoch ist das Verlustpotential beim Nennwert, da dieser beim Währungsswap durch den fluktuierenden Wechselkurs beeinflußt wird und die Parteien das Risiko auf sich genommen haben. Falls eine der Parteien in eine Währung swapt, deren Kurs fällt, und die Gegenpartei zahlungsunfähig wird, können die Verluste sehr hoch werden.

Um derartige Risiken auszuschalten, bedienen sich viele Unternehmen einer Großbank, die bei Zahlungsunfähigkeit eintritt.

5. Der Swap-Markt

Natürlich sind die Banken in diesem Markt sehr aktiv, entweder als Swap-Partner oder als Vermittler. Die Vermittlertätigkeit erfordert eine Menge guter Marktkontakte. Meist sind die Banken nur dann bereit, einen Swap zu arrangieren, wenn ein Swap-Partner zur Verfügung steht. Jedoch nehmen auch einige Banken Swaps ohne Swap-Partner in ihr Portfolio und tragen das Risiko, bis sie einen „matching counterpart“ gefunden haben. Zwischenzeitlich versuchen sie sich in den „futures markets“ abzusichern. Das Volumen des sogenannten „warehousing of swaps“ soll sich bei einigen Banken auf bis zu 1 Milliarde US \$ belaufen.

Der gesamte Swap-Markt hat inzwischen ein bemerkenswertes Wachstum erfahren. Laut Credit Suisse First Boston hat man im Jahre 1984 ein Volumen von 80 Milliarden US \$ erreicht.

6. Neuere Entwicklungen am Swap-Markt

Anfänglich gingen Unternehmen auf Swap-Vereinbarungen ein, um dadurch billigere Finanzierungsmöglichkeiten zu erschließen. Hatte man das Arrangement getroffen, so wurde es erst am Ende der Laufzeit automatisch aufgelöst. Doch in letzter Zeit behandelt man Swaps auch ganz anders: Wesentlich häufiger werden Swap-Verträge geschlossen, aber auch wieder gelöst. Das rührt daher, daß viele „Treasurers“ es zwar gewohnt waren, das Vermögen des Unternehmens zu verwalten; heute jedoch spricht man auch

von der Verwaltung des „liability portfolio“. Man beobachtet die Geldmärkte wesentlich genauer und reagiert entsprechend. Wenn zum Beispiel ein treasurer einen Zinsanstieg erwartet, swapt er von floating rates in fixed rates. Nimmt er aber an, daß der Canada-Dollar fällt, so swapt er einen Teil seines liability portfolios in Can. \$.

Diese Flexibilität ist erst durch Swaps entstanden. Früher mußte man sich erst um einen neuen Kredit bemühen, um von einer Währung in die andere gehen zu können. Das war kostspielig und zeitaufwendig. Außerdem kann man eine Anleihe nicht ohne Rückkauf-Option aus dem Markt nehmen. Erst durch die Swaps gelang es den treasurers, eine Verbindlichkeit gegen eine andere einzutauschen. Da dies Spekulationen in sich birgt, weigern sich viele Unternehmen, sich an diesem Markt zu engagieren. *Reboul* von Gaz de France, einer der eifrigsten Marktteilnehmer, sagt: „Es ist eine Spekulation, einen Swap einzugehen und dann nichts mehr zu tun“ (Euromoney, April 1985).

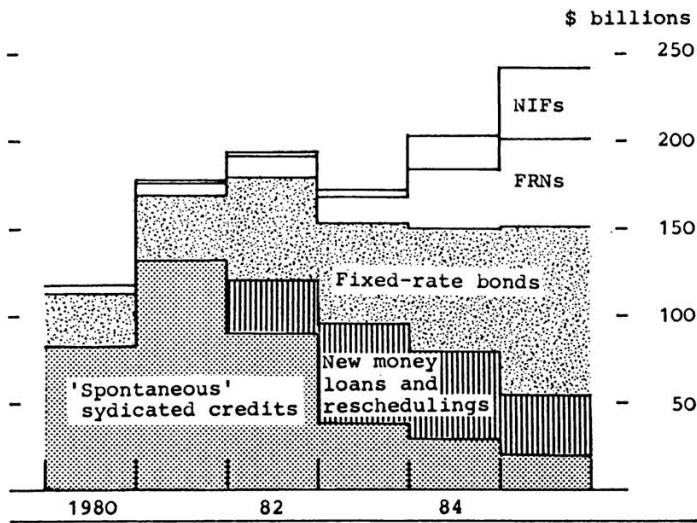
Trotzdem bleibt bei vielen die traditionelle Auffassung bestehen, daß ein Unternehmen sich an sein Hauptziel halten solle und nicht an Spekulationen. Dies ist auch heute noch die vorherrschende Auffassung.

VII. Schlußfolgerung

Die Figuren III und IV zeigen noch einige interessante Aspekte auf. Aus Figur III ersehen wir, daß die internationalen Kapitalmarktaktivitäten im Jahre 1983 nachließen. Dies wurde selbstverständlich von der internationalen Schuldenkrise hervorgerufen, die 1982 zutage trat. Das Ergebnis war, daß „spontaneous syndicated credits“ (= syndiziertes Fremdkapital auf Grund normaler geschäftlicher Entscheidungen) stark zurückgingen, da vorher syndicated credits hauptsächlich für Entwicklungsländer arrangiert worden waren. Nach 1982 war keine Bank mehr bereit, diesen Ländern Geld zu leihen – zumindest wenn sie nicht dazu gezwungen wurden. Doch mußten viele Banken weiterhin den Entwicklungsländern Geld leihen, damit diese nicht völlig zahlungsunfähig wurden. Diese neuen Kredite erscheinen in der Statistik unter „new money loans and reschedulings“.

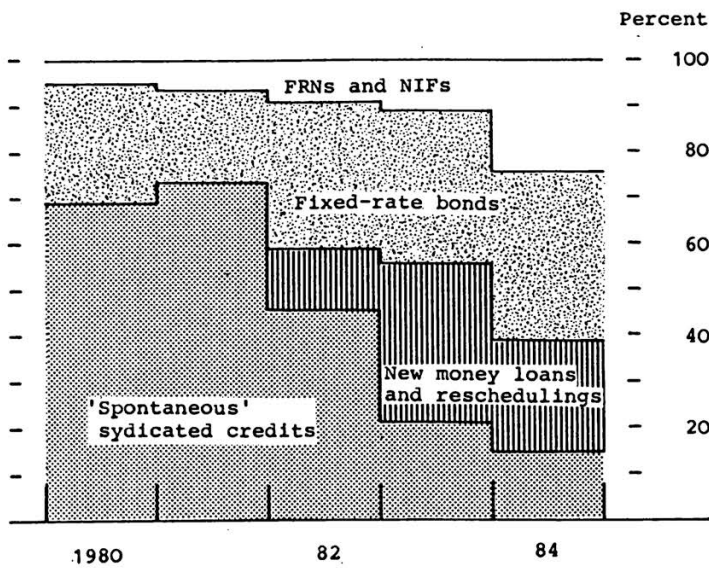
Aus Figur IV geht der neue Trend zur „securitisation“ deutlich hervor. Das heißt, es findet eine Verminderung der Bankkredite zugunsten der Anleiheemissionen statt. 1981 machten syndicated credits noch 70 v. H. des Gesamtvolumens an den Euromärkten aus; bis 1984 sind die „spontaneous syndicated credits“ bereits auf 15 v. H. gefallen. Der Grund hierfür ist offensichtlich, daß die Entwicklungsländer ab 1982 in diesem Markt nicht

International capital market activity
1985 first eight months at annualised rate



Figur III: Aus Bank of England Quarterly Bulletin, September 1985.

Shares in international capital market activity



Figur IV: Aus Bank of England Quarterly Bulletin, March 1985.

mehr haben Fuß fassen können. Aber dies ist nicht der einzige Grund. Unternehmen aus den Industrieländern haben in letzter Zeit mehr Wertpapiere ausgegeben, als direkt bei Banken Kredite nachzufragen.

Dieser Trend scheint sich weiterhin zu behaupten; er ist jedoch nicht ohne Probleme. Für die Commercial Banks mit ihrer großen Kapitalbasis und den schlechteren Marktkontakten bedeutet dies ein Zurückfallen in die zweite Reihe. Andererseits erleben die Merchant Banks und Security Houses einen fabelhaften Aufschwung, da viele Unternehmen, die Anleihen am Markt ausgeben wollen, ihren Rat und ihre Marktkontakte suchen.

Problematisch wird es jedoch, wenn ein Unternehmen in Schwierigkeiten gerät. Dann können Wertpapiere kaum mehr am Markt abgesetzt werden und Security Houses sowie Merchant Banks haben nicht die Kapitalbasis, um große Kredite zu geben. Eine Commercial Bank jedoch wird das Risiko nur dann auf sich nehmen, wenn es sich um einen alten und geschätzten Kunden handelt. In Deutschland war es beispielsweise bei AEG so, daß dieses Unternehmen auch deswegen gerettet werden konnte, weil es sehr gute Beziehungen zu deutschen Großbanken kontinuierlich unterhalten hatte.

So besteht auch die Möglichkeit, daß der neue Trend der securitisation nicht lange anhält und die Zukunft immer noch bei dem guten Kontakt zu einer Bank liegt.

Literatur

Bank of England: Quarterly Bulletin, Sept. 1984, p. 337 ff.; March 1985, p. 57 ff.; Sept. 1985. – *The Banker*: "To sell or not to sell", Aug. 1984, p. 62 ff.; various issues. – *Dufey and Giddy* (1981): "Innovations in the International Financial Markets", in: Journal of International Business Studies, Fall 1981, p. 33 - 51. – *Dufey and Giddy* (1981b): "The Evolution of Instruments and Techniques in International Financial Markets", Société Universitaire Européenne de Recherches Financières (S.U.E.R.F.), 1981. – *Euromoney*: May 1980, p. 181 ff.; Sept. 1980, p. 170 ff.; Nov. 1980, p. 101 ff.; May 1982, p. 43 ff.; Sept. 1982, p. 299 ff.; Febr. 1983, p. 75 ff.; April 1983, p. 118 ff.; June 1983, p. 33 ff.; Aug. 1983, p. 28 ff.; Oct. 1983, p. 133 ff.; Febr. 1984, p. 19 ff.; April 1984, p. 66 ff.; Sept. 1984, p. 119 ff.; Jan. 1985, p. 14 ff. and p. 27 ff.; April 1985, p. 18 ff.; May 1985, p. 60 ff. and 67 ff.; July 1985, p. 12 ff. – *Flaate, S. P. and A. Sletteberg*: "Merchant banking – også i Norge!", Norsk harvard No. 3, 1985 (in Norwegian). – *George and Giddy*: "International Finance Handbook", J. Wiley & Sons, New York, N.Y., 1983. – *Grubel, H.*: "International Economics", Irwing Series in Economics, 1981. – *Montagnon, P.* in: Financial Times, July 9, 1985. – *Reboul, J.* in: Euromoney, April 1985, p. 19. – *Storck, E.*: „Neue Instrumente an den Eurofinanzmärkten“, in: Börsenzeitung, 11. Mai 1985, Frankfurt/Main. – *Terrell and Martin*: "Market Practices in Syndicated Bank Lending", in: The Bankers Magazine, Nov./Dec. 1978. – *Walmsly, J.* in: The Banker, April 1985.

Zusammenfassung

Finanzinnovationen an den Euromärkten

In diesem Aufsatz versuchen wir, einen Überblick über den Euromarkt und über die Entwicklung neuer Finanzierungsinstrumente zu geben. Es werden die Entwicklung und Bedeutung verschiedener Finanzierungsinstrumente wie Konsortialkredite, festverzinsliche und variabel verzinsliche Eurobonds, Euronotes und Swapgeschäfte eingehend diskutiert. Wir versuchen, eine neue Entwicklung im Euromarkt aufzuzeigen, die Securitisation, also die Verbriefung von Krediten. Infolge der Schuldenkrise zu Beginn der achtziger Jahre wurden die Banken zurückhaltender bei der Vergabe von Buchkrediten und wechselten auf ein weniger risikoreiches Geschäft über, nämlich auf die Vermittlung und Emission von Bonds, Euronotes und Swaps. Dabei betätigten sich internationale Banken hauptsächlich als Vermittler oder Broker, d.h. ihr Einkommen besteht aus Gebühren statt Zinsen, und sie sind nicht mehr solchen Kreditrisiken ausgesetzt wie in den siebziger Jahren. Gleichzeitig wird das restliche Kreditrisiko aus der Bilanz unter den Strich verlagert, was als eine fragwürdige Praxis angesehen werden kann.

Summary

Financial Innovations in the Eurocurrency Market

In this paper we are trying to provide an overview about the Euromarket and the development of financial instruments. While the role and development of financial instruments, such as syndicated loans, fixed-rate eurobonds, floating-rate eurobonds, euronotes and swaps are discussed in detail, we are trying to make clear that there is a new development in the Euromarket: securitisation. Caused by the debt crisis in the beginning of this decade, banks became reluctant to take loans on their books and shifted to a less risky business, the arrangement and issuance of bonds, euronotes and swaps. Thereby international banks mainly act as a consultant or broker earning fee-income instead of interest-income, without being exposed to the same credit risks as it was the case during the last decade. At the same time, much of the credit risk remaining, is off the balance sheets, which maybe viewed as questionable practice.

Résumé

Innovations financières sur les euromarchées

Le but de cet article est de donner un aperçu général de l'euromarché et de l'évolution des instruments financiers. Alors que le rôle et le développement des instruments financiers, comme par exemple prêts financiers, euro-obligations à taux fixes et à taux variables, swaps, etc., sont discutés en détail, nous essayons d'expliquer qu'il y a un nouveau développement sur l'euromarché: la «sécuritisation». Suite à la crise de l'endettement du début de la décennie, les banques hésitent à octroyer des crédits et

s'orientent vers des transactions moins risquantes, comme l'arrangement et l'émission d'obligations, les euro-titres et les swaps.

C'est pourquoi, les banques internationales agissent avant tout comme courtiers, gagnant des revenus de courtage au lieu de revenus d'intérêts, sans être exposées aux mêmes risques de crédit qu'au cours de la décennie précédente. En même temps, les risques de crédit encore existants n'apparaissent pas dans les bilans: une pratique qui peut être remise en question.