

Berichte

Internationale Finanzmärkte unter Innovations- und Liberalisierungsdruck

Von Horst Füllenkemper und Hannes Rehm, Düsseldorf

(1) Auf vielen Finanzmärkten der westlichen Welt und auch auf den Euromärkten vollzieht sich – verstärkt seit Beginn der 80er Jahre – ein dramatischer Strukturwandel. „Deregulierung“ und „Liberalisierung“ sind die am häufigsten verwendeten, gleichwohl nicht sehr präzisen Schlagworte, um die vielfältigen Phänomene zusammenfassend zu charakterisieren. Dahinter verbergen sich jedoch so unterschiedliche Tatbestände wie z. B. die Beseitigung von staatlichen Kapitalverkehrskontrollen und Devisenvorschriften für Kapitalimporte und -exporte, die Zulassung voller Währungskonvertibilität, die Aufhebung von Marktzugangsbarrieren für Finanzinstitute und Investoren, die Zulassung innovativer oder bisher auf dem jeweiligen Teilmarkt unerlaubter Finanzierungs- und Anlageformen, die Reduzierung von Gebühren und Provisionen, die Abschaffung von Steuern und Abgaben, die den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr behindern, die Verbesserung der Marktorganisation der Wertpapierbörsen, die Aufhebung von Zinsbindungen und andere mehr. Ein rasanter technischer Wandel tat ein übriges, um die Verflechtungen zwischen nationalen und internationalen Finanzmärkten zu erhöhen. In der Folge haben sich die Märkte für Finanzdienstleistungen deutlich internationalisiert und diversifiziert. Die Intensität des Wettbewerbs zwischen den beteiligten Finanzierungsinstituten hat ein bisher nicht gekanntes Ausmaß erreicht.

(2) Zentren der Deregulierung und Marktöffnung sind die USA, England und Japan. Zielsetzungen und Ansatzpunkte sind – nicht zuletzt bedingt durch jeweils unterschiedliche historische Ausgangsbedingungen – keineswegs einheitlich. Gemeinsam war allen drei genannten Staaten jedoch ein im Vergleich zur Bundesrepublik Deutschland stärker reglementiertes und zum Teil segmentiertes Banken- und Finanzsystem. Im nachfolgenden Abschnitt sollen die wesentlichen Deregulierungs- und Liberalisierungsten-

denzen in den USA, in England und Japan sowie die Innovationen an den Euromärkten dargestellt und anschließend deren Konsequenzen für das Bankgeschäft (Abschnitt II) aufgezeigt werden.

Im dritten Abschnitt werden die Konsequenzen für die nationale Geldpolitik, im vierten Abschnitt die für die Bankaufsicht diskutiert. Der auch nach Marktöffnung¹ im Mai dieses Jahres in der Bundesrepublik noch bestehende Anpassungsbedarf an die neuen Rahmenbedingungen wird im fünften Abschnitt aufgezeigt. Schließlich werden im letzten Abschnitt einige Perspektiven für den deutschen Kapitalmarkt skizziert.

I. Internationale Liberalisierungstendenzen

(1) *Deregulierung in den USA*

Bis etwa zur Mitte der 70er Jahre war das amerikanische Finanzsystem geprägt durch Habenzinsbindungen, strikte Trennung der Banktypen nach Geschäftsarten und das Verbot, das Filialennetz auf andere Bundesstaaten auszudehnen.

- Aufgrund der „Regulation Q“ von 1933 bestanden Höchstgrenzen für Depositenzinsen und ein Verzinsungsverbot für Sichtguthaben. Commercial banks – die mit einem Anteil von rd. 65 v.H. wichtigste Bankengruppe – und Sparkassen (savings & loans associations bzw. mutual savings banks) hatten keine Möglichkeit, ihre Einlagen marktgerecht zu verzinsen.
- Charakteristisch für die amerikanische Finanzwirtschaft war prinzipiell das Trennbankensystem (Glass Steagall Act von 1933). Die einzelnen Bankengruppen beschränkten sich auf bestimmte Geschäftsfelder. Während sich Geschäftsbanken und Spar- und Darlehnskassen auf die Herannahme von Sicht-, Termin- und Spareinlagen sowie auf das Kreditgeschäft konzentrierten, betrieben investment banks, securities-companies und Brokerhäuser das Wertpapieremissions-, -handels- und Plazierungsgeschäft.
- Das Geschäftsstellennetz der Geschäftsbanken war geographischen Restriktionen unterworfen (McFadden- und Bank Holding Company Act): Bankfilialen konnten – wenn sie nicht völlig untersagt waren – nur innerhalb des jeweiligen Heimatbundesstaates betrieben werden. Das „interstate-banking“ war untersagt. Aus anderen Bundesstaaten als dem-

¹ Vgl. H. Füllenkemper u. H. Rehm: Finanzinnovationen auf den deutschen Kapitalmärkten, in: Wirtschaftsdienst, 65. Jg. (1985), Nr. 10, S. 510 ff.

jenigen, in dem sich der Sitz eines Instituts befand, durften keine Depositionen angenommen werden.

Alle drei genannten Restriktionen und Regulierungen hatten unvermeidliche Ausweich- und Umgehungsreaktionen zur Folge:

- Verzinsungsverbote und Zinsobergrenzen führten bereits in den 50er Jahren zur Entstehung handelbarer Einlagenzertifikate (Certificates of Deposit) und „repurchase agreements“ (Wertpapierpensionsgeschäfte), mit deren Abschluß Verzinsungsverbote bzw. Zinsobergrenzen umgangen werden konnten; es folgten dann in der zweiten Hälfte der 70er Jahre „Automatic Transfer Service“ (ATS)- und „Negotiable orders of withdrawal“ (NOW)-accounts, d. h. verzinsliche Transaktionskonten, über die der Inhaber durch Schecks verfügen kann. Schließlich kam es ab 1978 zur Einführung einer Vielzahl von Geldmarktzertifikaten und -konten wie MMCDs (Money Market Certificates of Deposit), MMMFs (Money Market Mutual Funds) oder MMDAs (Money Market Deposit Accounts), die auch für Transaktionszwecke genutzt werden dürfen².
- Das System der strikten Trennung der verschiedenen Bankgeschäfte auf Bankentypen wird zunehmend durchlöchert. Die Spezialisierung auf bestimmte Aktiv- und Passivprodukte bzw. Dienstleistungsangebote weicht einer zunehmenden Diversifizierung und Universalisierung. Tatsächlich gibt es heute in den USA kein Bankprodukt, das ausschließlich von einem Banktyp angeboten wird.
- Geographische Grenzen wurden durch die Gründung von „non bank banks“-Filialen – Korrespondenzfilialen mit reduziertem Bankservice – und durch Verwendung von Geldausgabeautomaten überwunden. Neue Finanzintermediäre wie Warenhaus- und Versicherungskonzerne bieten Bankdienstleistungen aller Art in allen amerikanischen Bundesstaaten an. Die regionale Begrenzung der Geschäftstätigkeit war nicht zuletzt ein wesentlicher Grund für die verstärkte Expansion amerikanischer Banken im Ausland.

Mit Beginn der 80er Jahre wurden diese Entwicklungstendenzen durch eine bewußte Deregulierungspolitik der Bankenaufsicht verstärkt. Mit dem „Depository Institution Deregulation and Monetary Control Act“ vom März 1980 wurde der schrittweise Abbau der Zinsbindung eingeleitet. Ab Früh-

² Vgl. *H. C. Wallich*: US Bank Deregulation: The Case for Orderly Progress, in: *The Banker*, No. 699, vol. 1984, S. 24 ff. Zur Struktur des US-amerikanischen Bankensystems und dessen Veränderung durch die „Deregulierung“ vgl. auch *H. Rehm*: Art. „Bankensysteme im Ausland“, in: *F. Neske u. M. Wiener* (Hrsg.), *Management-Lexikon*, Bd. I, Gernsbach 1985, S. 123 ff.

jahr 1986 wird es keine Obergrenzen für Depositenzinsen mehr geben. Sowohl auf Bundes- als auch auf Bundesstaatenebene sind Gesetzesvorhaben initiiert worden, die Banken die Möglichkeit zum staatenübergreifenden „regional banking“ bzw. zum „nationwide-banking“ eröffnen. Im Zuge einer wachsenden Integration der Finanzmärkte löst sich schließlich zumindest teilweise das traditionelle Trennsystem des amerikanischen Bankenmarktes auf. So bekommen die Geschäftsbanken in wachsendem Maße die Gelegenheit, ihre Geschäftstätigkeit auf den Handel mit Wertpapieren sowie auf Immobilien- und Versicherungsgeschäfte auszuweiten. Der weiter unten noch näher darzustellende Trend zur Verbriefung bestimmter Aktiva und Passiva, der in den USA mit dem Commercial Paper-Markt schon weiter als in den europäischen Staaten fortgeschritten ist, leistet dieser Verwischung des Trennbankensystems weiter Vorschub.

(2) Öffnung der Londoner Wertpapierbörse

Die Liberalisierungs- und Marktöffnungsbemühungen in England konzentrieren sich im wesentlichen auf die Londoner Wertpapierbörse. Erklärtes Ziel ist, die internationale Position der derzeit drittgrößten Wertpapierbörse der Welt zu sichern und ihre Attraktivität für in- und ausländische Emittenten und Investoren zu steigern. Im Herbst 1983 wurde eine Vielzahl von Maßnahmen eingeleitet, die für den gesamten Aktien- und Anleihenhandel und seine Teilnehmer ab Ende 1986 grundlegend veränderte Rahmendaten setzen werden³. Im einzelnen sollen folgende Deregulierungsschritte zur Globalisierung und Internationalisierung des britischen Wertpapiermarktes beitragen:

- Die Beteiligungsbeschränkung für britische und ausländische Finanzunternehmen bei den insgesamt 4500 Makler- und Jobberfirmen auf 29,9 v.H. wird ab 1986 aufgehoben. Damit wird sich die Eigentümerstruktur der London Stock Exchange (LSE) grundlegend verändern.

Im Gefolge dieser Satzungsänderung kam es bereits zu einer Welle von Beteiligungserwerben und Fusionen von in- und ausländischen Geschäfts- und Investmentbanken mit Londoner Makler- und Jobberfirmen⁴. Darüber hinaus gibt es Bestrebungen des Londoner Börsenvorstandes, die Stimm- und Eigentumsrechte an der LSE durch Übergang von

³ Vgl. z.B. Art. „Britische Börse legt Reformpläne vor“, *Börsen-Zeitung* vom 22. 3. 1985; W. *Benkhoff*: Die konservative Regierung drängt auf mehr Wettbewerb am Kapitalmarkt, *Handelsblatt* vom 25. 4. 1985; o.V.: London – ein Finanzplatz im Umbruch, in: *Die Bank*, H. 3, Jg. 1985, S.128ff.

⁴ Vgl. z.B. Art. „Neue Gruppierungen im Wertpapierhandel“, *Handelsblatt* vom 26. 2. 1985.

der Individualmitgliedschaft zur korporativen bzw. institutionellen Mitgliedschaft neu zu ordnen. Nicht Einzelpersonen, die in der Regel Teilhaber von Mitgliedsfirmen sind, sondern Finanzierungsinstitute sollen die Mitgliedschaft durch den Erwerb frei handelbarer Anteilsscheine erhalten können.

- Die weltweit einmalige strikte Trennung von Jobber- und Brokerfunktionen wird aufgehoben. Statt des „Marktmachers“ bzw. Eigenhändlers einerseits, der im eigenen Namen und auf eigene Rechnung in Wertpapieren handelt und am Unterschiedsbetrag zwischen Kauf- und Verkaufskurs verdient, und dem Makler andererseits, der allein im Auftrag seiner privaten und institutionellen Kunden Geschäfte gegen Provision abschließt, wird es künftig den „Broker-Dealer“ geben, der sowohl Vermittlungs- als auch Eigengeschäfte betreiben darf.
- Die bisherigen Mindestprovisionen für Makler entfallen. Maklercourtagen unterliegen zukünftig dem freien Wettbewerb.
- Mehr Wettbewerb soll schließlich auch auf dem sogenannten „Gilts-Market“, dem Markt für britische Staatstitel, den sogenannten „gilt-edged securities“ herrschen. Wurden öffentliche Titel bisher nur von einem öffentlich bestellten Makler in den Markt geschleust, so erhalten zukünftig 29 „market makers“ das exklusive Recht, mit der britischen Notenbank in Geschäftsbeziehung zu treten, d. h. öffentliche Neuemissionen zu zeichnen, umlaufende Titel zu verkaufen oder auszuleihen. Lizenziert wurde schließlich auch eine Gruppe von neun „Stock Exchange Money Brokers“ und sechs „Inter-Dealer-Brokers“, die am neu gestalteten britischen Rentenmarkt als Kreditgeber und Clearinghäuser für die Market-Maker agieren und für eine ausreichende Liquidität am Markt sorgen⁵.

(3) Japan: Zinsregulierung und Zulassung zum Wertpapiergeschäft

Der japanische Kapitalmarkt gehörte bis etwa 1984 zu den am stärksten abgeschirmten und regulierten Finanzmärkten der Welt. Devisen- und Kapitalverkehrskontrollen behinderten den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr und eine stärkere, der ökonomischen Rolle Japans angemessene Integration der japanischen Finanzmärkte in den internationalen Markt; die deutlich unterrepräsentierte internationale Rolle des japanischen Yen als Anlage- und Verschuldungswährung stand im krassen Gegensatz zur japanischen Wirtschaftskraft und der Größe des japanischen Kapi-

⁵ Vgl. Art. „Teilnehmer am britischen Rentenmarkt“, Börsen-Zeitung vom 21.8.1985.

talmarktes; die spezifische Struktur des japanischen Finanzsystems ist durch ein stark segmentiertes Trennbankensystem gekennzeichnet, in dem die Bankengruppen relativ stark voneinander abgeschottet sind. Selbst der Euro-Yen-Markt unterlag bis 1983 erheblichen Regulierungen.

Mittlerweile haben der Liberalisierungsdruck durch die USA, der seinen Niederschlag im sogenannten „Yen-Dollar-Report“ von 1984 gefunden hat, sowie die bilateralen Gespräche zwischen einigen europäischen Staaten und Japan einen Liberalisierungsprozeß in Gang gesetzt, der sowohl den Euro-Yen-Markt als auch den innerjapanischen Finanzmarkt erfaßt hat. Nachdem das kurz- und langfristige Euro-Yen-Kreditgeschäft weitgehend unreglementiert betrieben werden kann, ist nunmehr auch der Zugang zum Euro-Yen-Kapitalmarkt sowohl für japanische als auch für nicht-japanische Emittenten geöffnet, soweit gewisse Rating-Standards eingehalten werden; dabei ist auch ausländischen Häusern des Lead-Management von Euro-Yen-Festzinsanleihen, Wandelanleihen oder Floating-Rate-Anleihen gestattet. Die am 1. April 1985 in Kraft getretene Quellensteuerbefreiung macht es nunmehr für japanische Emittenten besonders attraktiv, den Euro-Yen-Markt zu nutzen. Restriktionen bestehen jedoch weiterhin für Banken, Schuldverschreibungen am Euro-Yen-Markt zu begeben. Nicht gestattet ist auch der Transfer der Emissionserlöse aus Euro-Anleihen auf den japanischen Finanzmarkt. Schließlich dürfen japanische Inländer keine Euro-Yen-Papiere erwerben.

Entscheidender als der Abbau von Reglementierungen am Euromarkt sind jedoch die am innerjapanischen Markt vollzogenen Liberalisierungsschritte. Sie konzentrieren sich zum einen auf die weitreichenden Habenzinsbindungen, die unter anderem den ausländischen Banken ohne Zugang zu niedrigverzinslichen privaten Yen-Depositen ihre Refinanzierung verteuern und im kommerziellen Bankgeschäft Wettbewerbsnachteile gegenüber der japanischen Konkurrenz bedeuten, zumal ein z. B. dem deutschen Geldmarkt vergleichbarer funktionsfähiger Interbankenmarkt als Fundingquelle in Japan nicht existiert. Zwischenzeitlich sind in mehreren Schritten die Reglementierungen auf der Passivseite der Banken nicht unerheblich reduziert worden⁶:

- Für Großdepositen, d. h. für Einlagen, die eine Mrd. Yen übersteigen, existieren seit dem 1. Oktober 1985 keine Zinshöchstgrenzen mehr; die Betragsgrenze soll bis zum Herbst 1986 schrittweise auf 100 Mill. Yen gesenkt werden. Anschließend sollen, wie vom japanischen Ministry of

⁶ Vgl. *B. Casassus*: Deregulation in Japan: Picking Up Speed, *Wall Street-Journal*, 7. Okt. 1985; o. V.: Block the Unequal Treaties, in: *The Economist*, Sept. 21, 1985.

Finance (MoF) angekündigt, auch die Zinsbindungen geringerer Einlagenbeträge überprüft werden.

- Gesenkt wurden auch Mindestbeträge und Mindestlaufzeiten von Certificates of Deposit (CDs). Gleichzeitig wurde die Umlaufgrenze für CDs von gegenwärtig 100 v.H. des Eigenkapitals auf 200 v.H. bis zum Frühjahr 1987 erhöht.
- Für nunmehr auch auf dem japanischen Geldmarkt erlaubte Money Market Certificates (MMCs) mit Laufzeiten zwischen 1 und 6 Monaten wurden der zulässige Emissionsrahmen angehoben und die Mindestbeträge von gegenwärtig 50 Mill. Yen schrittweise auf 10 Mill. Yen gesenkt.

Der zweite Schwerpunkt der japanischen Marktöffnung liegt – der international zu beobachtenden Trendverschiebung vom „commercial banking“ zum „investment banking“ entsprechend – bei der Zulassung ausländischer Banken zum Emissions-, Wertpapierhandels- und -plaziergeschäft. Nach Zulassung von neun ausländischen Instituten – darunter sechs amerikanischen, zwei schweizer und einem britischen – zum „trust banking“ ist das japanische MoF nunmehr auch bereit, ausländischen Banken, die bisher nur mit einer das commercial banking betreibenden Niederlassung vertreten sind, zumindest indirekt, d.h. über nicht im Mehrheitsbesitz befindliche Wertpapiertöchter, die Lizenz zur Gründung einer Wertpapier-Niederlassung in Japan zu erteilen.

Die Zahl der ausländischen Banken an der Tokyo Stock Exchange (TSE) zur Verfügung stehenden Börsensitze wurde von 83 auf 93 erhöht. Ziel all dieser Maßnahmen ist die Stärkung der Tokioter Wertpapierbörse, der eine neben London und New York gleichrangige Bedeutung zukommen soll. Vieles deutet darauf hin, daß sich der internationale Handel mit Wertpapieren „rund um die Uhr“ in Zukunft wesentlich im Dreieck London–New York–Tokio abspielen wird.

Fernziel der japanischen Geld- und Kapitalmarktliberalisierung könnte die Einrichtung eines „Offshore-Bankenzentrums“ nach dem Vorbild der New Yorker „International Banking Facility“ (IBF) sein; eine solche Empfehlung gab jedenfalls ein mit dieser Frage beschäftigter Unterausschuß des Devisenmarktrates beim japanischen Finanzministerium⁷. Neben dem MoF scheint auch die Bank of Japan ein solches Modell zu favorisieren. Mit einer kontrollarmen und reservefreien IBF-Konzeption hofft die japanische Bankenaufsicht, die liberalisierungsbedingt auf den Euromarkt abwandernden Finanzströme wieder repatriieren zu können.

⁷ Vgl. H. Becker: Offshore Tokio gewinnt Konturen, Börsen-Zeitung vom 29. 9. 1985; Ders.: Investment Banking mit Fußangeln, Börsen-Zeitung vom 24. 10. 1985.

(4) *Euronote-Fazilitäten auf den Euromärkten*

Die Entwicklung auf den Euromärkten läßt sich durch die Merkmale Verbriefung, Flexibilisierung, Differenzierung, Wettbewerbsintensivierung sowie wachsende Integration von Geld-, Kredit- und Kapitalmärkte kennzeichnen:

- Eurobanken treten vielfach nicht mehr unmittelbar als Kreditgeber auf, sondern Gläubiger und Schuldner werden durch „verbriefte“ Finanzierungsinstrumente unmittelbar zusammengeführt, so daß die Bankbilanzen diese Finanzierungen nur unvollständig widerspiegeln.
- Innovative Finanzierungsformen bieten hinsichtlich Laufzeiten, Konditionen, Währungen und Inanspruchnahmen eine im Vergleich zum traditionellen Eurokredit hohe Flexibilität.
- Schuldner und Investoren stehen an den Euromärkten vor einer ständig wachsenden Vielfalt differenzierter Finanzierungsinstrumente.
- Der Wettbewerb der Banken um bonitätsmäßig einwandfreie Adressen hat sich – nicht zuletzt als Folge der internationalen Verschuldungskrise und der längsten Rezession der Nachkriegszeit – intensiviert – mit entsprechendem Druck auf das Margengefüge.
- Immer weniger lassen sich einzelne Finanzierungsformen noch eindeutig den traditionellen Finanzmarktsegmenten zuordnen.

Euronote-Fazilitäten in ihren verschiedenen Ausprägungen haben neben Floating Rate Notes das Neuverschuldungsvolumen am Euromarkt seit 1982 am deutlichsten geprägt⁸. Unter diesem Oberbegriff lassen sich eine Vielzahl von Varianten subsumieren, wie etwa Revolving Underwriting Facilities (RUFs), Transferable Revolving Underwriting Facilities (TRUFs) mit der Möglichkeit der Unterbeteiligung anderer Banken, Note Issuance Facilities (NIFs) oder Euronote-Standby-Facilities, die sich im Prinzip jedoch kaum voneinander unterscheiden. Hauptdevisen für diese Notes ist der US-Dollar; andere Länder, wie etwa die Bundesrepublik Deutschland oder England, Japan und die Schweiz, haben eine Genehmigung zur Emission von Euronotes in ihren Währungen noch nicht erteilt.

Die genannten Finanzierungsformen sind durch folgende Charakteristika gekennzeichnet⁹:

⁸ Vgl. E. Storck: Umstrukturierungen im Eurokreditmarkt, in: Die Bank, H. 2, Jg. 1985, S. 56 ff.

⁹ Vgl. z.B. G. Dufey u. J. H. Giddy: Innovation in the International Financial Markets, in: Journal of International Business Studies, Autumn 1981, S. 33 ff.; G. Ugeux: Floating Rate Notes, London 1981; U. Damm: Innovationen am Euro-Kapitalmarkt,

- Der Kreditnehmer bezieht die gewünschten Fremdmittel nicht von den Eurobanken direkt, sondern von institutionellen Investoren wie z.B. von Unternehmen, Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften oder auch Banken. Wie bei der Begebung von Commercial Papers in den USA werden primär also Investoren im Geldmarkt und Kreditnehmer unmittelbar zusammengeführt. Die Besonderheit dieser Finanzierungsinstrumente besteht somit darin, daß die Euro-Banken nicht – wie beim klassischen Euro-(Roll-over-)Kredit – als Kreditgeber fungieren, sondern den geldaufnehmenden Stellen die benötigten Mittel über den kurzfristig ausgerichteten Geldmarkt beschaffen. Elemente des Konsortialkredits (feste, langfristige Kreditzusage) werden mit denen einer Anleihefinanzierung (wertpapiermäßige Unterlegung) zu einer neuen Finanzierungsform verknüpft.
- Die Mobilisierung der gewünschten Mittel geschieht durch die Emission von Euronotes. Euronotes sind nicht-börsennotierte kurzfristige Papiere, die – je nach Finanzierungsbedarf – revolving am Euromarkt plaziert werden. Praktisch sind solche unbesicherten Papiere mit gängigen Laufzeiten zwischen ein und sechs Monaten mit umlauffähigen Eigenwechsell des Kreditnehmers gleichzusetzen. Der Zinssatz orientiert sich am Euro-Interbankenabgabesatz (Libor) für die entsprechende Zinsperiode und schwankt je nach Marktverfassung und Bonität des Emittenten.
- Die Plazierung und Distribution dieser Papiere erfolgt revolving und wird von Geschäfts- und Investmentbanken organisiert. Während Konditionenfindung und Plazierung anfänglich allein einem sogenannten „Sole Placing Agent“ überlassen wurden, nimmt mittlerweile bei der überwiegenden Zahl der Finanzierungen eine kleine Gruppe ausgesuchter Institute in einem sogenannten „Tender Panel“ diese Funktionen wahr. Der im „Tender Panel“ institutionalisierte Wettbewerb stellt für den Schuldner eine Plazierung der Notes zu den günstigsten Zinssätzen sicher.
- Auf Wunsch des Kreditnehmers verpflichtet sich eine Gruppe von Banken, die nicht plazierbaren Papiere zum vereinbarten Höchstzinssatz zu übernehmen. Diese in der Regel mittel- bis langfristige Zusage wird auch in Form einer „Standby“- oder „Back up“-Linie gegeben, d.h., anstelle der Übernahme der Euronotes stehen die Banken vorübergehend mit kurzfristigen Krediten zur Verfügung.

Typisch für die beteiligten Banken am Euronote-Markt ist die Trennung von „Underwriting“ (Übernahme nicht plazierbarer Notes, Kreditzusage) und „Selling“ (Plazierung von Notes).

Für Schuldner sind Euronote-Fazilitäten mit folgenden Vorteilen verbunden¹⁰:

in: Die Bank, Jg. 1983, H. 12, S. 568 ff.; Bank of England: The Nature and Implications of Financial Innovation, in: Bank of England Quarterly Bulletin, Sept. 1983, S. 358 ff.; C. Burkhardt: Finanzinnovationen an den Euromärkten, Mitteilungen aus dem Institut für das Spar-, Giro- und Kreditwesen an der Universität Bonn, Nr. 7, Bonn 1985; J. D. Germany u. I. E. Morton: Financial Innovation and Deregulation in Foreign Industrial Countries, in: Federal Reserve Bulletin, Washington D.C. – October 1985.

¹⁰ Vgl. E. Storck: Neue Instrumente an den Eurofinanzmärkten, Börsen-Zeitung vom 11.5. 1985 sowie C. Brown: What Euronote-Facilities offer the Corporations, Euromoney – Corporate Finance, Jan. 1985.

a) niedrige Kreditbeschaffungskosten:

Mit der Emission von Euronotes wird der Kreditnehmer in die Lage versetzt, sein Standing bei den Investoren in attraktive Zinssätze umzusetzen. Praktisch deckt er seinen mittel- und langfristigen Finanzierungsbedarf zu Geldmarktkonditionen. Bei vollständiger Unterbringung der Euronotes zahlt der Kreditnehmer Marktzinssätze, die unter der mit der „Underwriting Group“ vereinbarten Zinsobergrenze liegen.

b) Minderung des Zinsänderungs-Risikos:

Im Zinskalkül des Investors ist abzuwägen, ob das Risiko eines Zinsanstiegs während der langen Laufzeit vom Vorteil eines im Investitionszeitpunkt günstigen Zinses aufgewogen wird. Aus der Sicht des Kreditnehmers ist das Instrument der „Floating Rate Note“ besonders dann attraktiv, wenn die Wahrscheinlichkeit eines Zinsrückgangs steigt und die Zinsstruktur „normal“ ist, d. h. der kurzfristige Zins niedriger als der langfristige ist. Er kann das Zinsänderungsrisiko aber auch begrenzen, indem er eine Floating Rate Note mit einem Höchstzins (cup) ausstattet. Praktisch ganz ausschalten läßt sich dieses Risiko durch einen Zinsswap mit einer Bank, indem diese eine langfristige Festzinsanleihe emittiert und die hieraus resultierende, fixe Zinsverpflichtung gegen die variable des Unternehmens austauscht.

c) Feste Liquiditätszusage:

Mit der Übernahmeverpflichtung der „Underwriter“ erhält der Kreditnehmer eine langfristige Liquiditätszusage.

d) Flexibilität:

Der Kreditnehmer kann nach Belieben die Laufzeit der Papiere seinen Zinserwartungen gemäß variieren und den gewünschten Betrag unter der Euronotes-Fazilität seinem im Zeitablauf schwankenden Finanzierungsbedarf anpassen. Dies ist weder bei einer Festzinsanleihe noch bei einer variabel verzinslichen Anleihe (Floating Rate Notes) möglich.

e) Überschaubare Dokumentation:

Die Dokumentation ist einfach und unkompliziert. Bestandteile des Vertragswerkes sind einerseits das „Euronote-Facility-Agreement“, das die Beziehungen zwischen dem Kreditnehmer, dem „Arrangeur“, dem „Tender Panel“ und der „Underwriter Group“ regelt, und andererseits das „Tender Panel“-Agreement, das die Aufgabe der Placing Agents und Paying Agents festlegt.

Anleger haben – basierend auf Portfolio- und Renditeüberlegungen – die Möglichkeit, neben den traditionellen Investmentinstrumenten wie Floating-Rate-Notes und „Euro-Certificates of Deposit“ (CDs), auch den Erwerb von Euronotes erstklassiger Emittenten in die Anlageentscheidungen mit einzubeziehen. Bei den zur Disposition stehenden Mitteln handelt es sich um Liquiditätsüberschüsse, die bisher in aller Regel als Termingelder bei Banken, in CDs oder in Floating-Rate-Notes angelegt wurden. Dagegen bieten Euronotes eine durchweg günstigere Verzinsung, sind mit vernachlässigbaren Kursrisiken verbunden und ermöglichen zudem eine diversifizierte Anlage.

Euronote-Fazilitäten in ihren verschiedenen Varianten haben am Euromarkt seit 1983 eine wachsende Bedeutung. Während der Anteil der „echten“, um „fresh money“-Finanzierungen aus Umschuldungsverhandlungen bereinigten Eurokonsortialkredite deutlich geschrumpft ist – Schätzungen der britischen Notenbank¹¹ zufolge haben klassische Roll-over-Kredite im bisherigen Verlauf des Jahres 1985 nur noch einen Marktanteil von ca. 15 bis 20 v.H. am Neuverschuldungsvolumen –, verzeichnen Euronote-Fazilitäten enorme Zuwächse. In ihrem jüngsten Bericht über das internationale Bankgeschäft im 1. Halbjahr 1985 gibt die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich – basierend auf Erhebungen der Bank of England – erstmals einen Überblick über die Größenordnungen der seit 1981 sich an den Euromärkten vollziehenden Strukturveränderungen^{11a}. Aus Tabelle 1 wird deutlich, daß

- der Trend zur wertpapiermäßigen Unterlegung von Krediten seit Beginn der 80er Jahre deutlich zugenommen hat,
- insbesondere Note Issuance Facilities und sonstige innovative Finanzierungsformen hohe Zuwachsraten verzeichnen,
- der Anteil der traditionellen Konsortialkredite schrumpft und insbesondere das Kreditgeschäft mit den Problemländern Lateinamerikas stagniert sowie
- Schuldner aus Industrieländern bei der Emissionstätigkeit im Vergleich zu Entwicklungs- und osteuropäischen Ländern dominieren.

Kumuliert seit 1981 steht bis zur Jahresmitte 1985 ein Volumen von gut 50 Mrd. Dollar aus Euronote-Facilities aus; sie bilden damit zusammen mit variabel verzinslichen Anleihen (Floating Rate Notes) die dominierenden Finanzierungsinstrumente am Euromarkt.

Die Tabelle 2 zeigt, daß dieser Markt zunächst von den Kreditinstituten selbst vorrangig genutzt wurde, und daß die private Nichtbanken-Kundschaft seit 1983 in steigendem Maße Gefallen an diesem Instrument fand. Tabelle 3 verdeutlicht, aus welchen Ländern oder Regionen die Kreditnehmer stammen. Daraus ist zu schließen, daß die Emittenten in erster Linie aus Ländern stammen, in denen der Inlandsmarkt die Nachfrage nach Kredit und Fremdkapital allein nicht decken kann. Tabelle 4 veranschaulicht die bisherige Beteiligung deutscher Banken an Euronote-Emissionen.

¹¹ Vgl. P. Kulmburg: NIFs – Ein Boom stiftet Unsicherheit, Börsen-Zeitung vom 12. 10. 1985.

^{11a} Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Quartalsberichte 2. Halbjahr 1985, Oktober 1985.

Tabelle 1
Internationale Finanzmarktaktivitäten nach Marktsektoren und Schuldnern 1981 - 85

Verschuldungsform	Milliarden US-Dollar										Ins-gesamt
	Schuldner	USA	Übrige be-richtende Industrie-länder	Sonstige ent-wickelte Länder	Ost-europa	OPEC-Entwick-lungs-länder	Übrige Entwick-lungs-länder	Sonstige Länder ^{b)}	Inter-nationale Institu-tionen		
Internationale Anleihe-begebungen	1981	7,2	24,1	1,6	-	0,3	2,9	0,2	7,7	44,0	
	1982	15,3	37,7	4,0	-	0,4	2,7	0,2	11,4	71,7	
	1983	7,9	43,7	3,7	-	0,4	1,5	0,2	14,7	72,1	
	1984 1. Halb.	7,6	31,3	3,1	-	0,1	0,8	0,1	5,6	48,6	
	1984 2. Halb.	17,3	29,5	3,0	0,1	0,3	1,6	0,1	7,6	59,5	
	1985 1. Halb.	17,1	45,8	4,9	0,2	0,5	2,5	0,4	9,2	80,6	
Konsortialkredite	1981	8,3 ^{c)}	30,8	6,0	1,1	12,8	35,2	2,0	0,3	96,5 ^{e)}	
	1982	8,1	23,0	12,5	0,8	13,3	40,2	2,6	-	100,5 ^{d)}	
	1983	3,4	13,7	5,6	0,7	6,0	20,7	0,5	1,2	51,8 ^{d)}	
	1984 1. Halb.	0,8	5,7	1,6	1,0	1,3	4,9	0,3	0,1	15,7 ^{d)}	
	1984 2. Halb.	2,8	2,9	2,6	1,5	2,6	8,3	0,2	-	20,9 ^{d)}	
	1985 1. Halb.	1,1	3,1	1,5	2,4	0,5	3,7	0,2	-	12,5 ^{d)}	
Note Issuance Facilities ^{e)}	1981	-	-	0,5	-	-	0,5	-	-	1,0	
	1982	0,4	0,8	0,4	-	0,1	0,4	0,2	-	2,3	
	1983	0,4	1,6	1,0	0,1	0,1	0,1	-	-	3,3	
	1984 1. Halb.	0,5	6,1	0,1	-	-	0,1	0,1	-	6,9	
	1984 2. Halb.	2,6	3,5	4,7	0,1	0,2	0,3	0,1	0,5	12,0	
	1985 1. Halb.	9,5	8,0	3,6	-	0,4	0,2	0,2	0,5	22,4	
Neue Fazilitäten insgesamt	1981	15,5 ^{c)}	54,9	8,1	1,1	13,1	38,6	2,2	8,0	141,5 ^{e)}	
	1982	23,8	61,5	16,9	0,8	13,8	43,3	3,0	11,4	174,5 ^{d)}	
	1983	11,7	59,0	10,3	0,8	6,5	22,3	0,7	15,9	127,2 ^{d)}	
	1984 1. Halb.	8,9	43,1	4,8	1,0	1,4	5,8	0,5	5,7	71,2 ^{d)}	
	1984 2. Halb.	22,7	35,9	10,3	1,7	3,1	10,2	0,4	8,1	92,4 ^{d)}	
	1985 1. Halb.	27,7	56,9	10,0	2,6	1,4	6,4	0,8	9,7	115,5 ^{d)}	

a) Länder mit Beiträgen zur internationalen Bankenstatistik der BIZ.

b) Offshore-Finanzplätze zusätzlich statistisch nicht aufgliederbarer Transaktionen.

c) Ohne Standby-Kredite in Höhe von \$ 35 Mrd., die US-Unternehmen in Zusammenhang mit der Übernahme anderer US-Gesellschaften gewährt werden.

Quelle: Bank of England.

d) Enthält die folgenden Beträge nicht spontan gewährter Kredite: \$ 11,2 Mrd. 1982, \$ 13,7 Mrd. 1983, \$ 0,8 Mrd. und \$ 5,7 Mrd. im ersten und zweiten Halbjahr 1984 und \$ 1,2 Mrd. im ersten Halbjahr 1985.

e) Einschl. Revolving Underwriting Facilities, Multiple-Component Facilities (sofern sie eine Option zur Platzierung von Notes enthalten) und sonstiger Euro-Note-Fazilitäten.

Tabelle 2
Emittenten von „Euronote Issuance Facilities“ 1978 bis Juli 1985
 – Zahl der Emissionen / Emissionsvolumen (in Mill. US-\$) –

	Regierungsstellen Supranationale Institutionen		Privat- unternehmen		Finanzierungs- institute		Nichtbanken		Summe	
	Zahl	Volumen	Zahl	Volumen	Zahl	Volumen	Zahl	Volumen	Zahl	Volumen
1978	1	30	–	–	–	–	1	30	1	30
1979	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
1980	4	210	3	168	4	198	3	180	7	378
1981	9	1 359	13	503	15	862	7	1 000	22	1 862
1982	13	1 845	13	1 340	14	1 155	12	2 030	26	3 185
1983	9	1 095	21	2 453	21	2 688	9	859	30	3 547
1984	28	10 338	58	7 066	36	3 331	50	14 073	86	17 404
1985 (Jan. - Juli)	23	3 948	89	14 753	42	4 623	70	14 078	112	18 701
	87	18 825	197	26 282	132	12 857	152	32 250	284	45 107

Quelle: Euromoney, Capital Market Guide, 1985.

Tabelle 3

Herkunftsland „Euronote Issuance Facilities“ 1978 - Juli 1985

	Zahl der Emissionen
USA	48
Australien/Neuseeland	47
Skandinavien (Schweden, Norwegen, Finnland, Dänemark, Island)	45
Frankreich	29
Hongkong	17
Südostasien (Indien, Thailand, Malaysia, Indonesien, Singapur)	17
Japan	14
Spanien/Portugal	11
U. K.	10
Lateinamerika (Mexiko, Argentinien, Venezuela, Chile)	9
Arabische Staaten (Saudi Arabien, Kuwait, Bahrein, Oman)	7
Supranationale Institutionen	6
Korea	5
Irland	5
Italien	4
Belgien	3
Canada	3
Schweiz	2
Niederlande	1
Österreich	1
Deutschland	0
Summe	284

Quelle: Euromoney, Capital Market Guide, 1985.

II. Konsequenzen für das Bankgeschäft

(1) Nach allem überrascht es nicht, daß die Ursprungsländer der neuen Produkte sich im angelsächsischen Raum konzentrieren. Deren weitgehend segmentierten und reglementierten Finanzsysteme, insbesondere administrierte Zinsbindungen, haben den „Erfindungsgeist“ der Märkte stimuliert und zu Produktdifferenzierungen herausgefordert, um noch „freie“ Märkten zu erschließen¹². Hinzu kam, daß im Verlauf der 70er Jahre in vielen

¹² Vgl. F. Holzheu: Problematik einer Kontrolle der Euro-Märkte, in: K. Borchardt u. F. Holzheu (Hrsg.), Theorie und Politik der internationalen Wirtschaftsbeziehungen

Tabelle 4

Beteiligung deutscher Banken an Euronote-Emissionen (Underwriting)

	1978 - 84 Anzahl	Anzahl	1985/1 Betrag (Mill. \$)	1978 - 85/1 Anzahl
Commerzbank	18	10	216,5	28
West-LB	8	14	132,5	22
Dresdner Bank	12	6	122,7	18
Deutsche Bank	5	9	220,9	14
Bayerische Vereinsbank	7	3	37,9	10
DG-Bank	1	5	53,3	6
Bayerische Landesbank	3	–	–	3
BHF-Bank	–	3	55,1	3
Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank	1	–	–	1
Landesbank				
Rheinland-Pfalz	1	–	–	1
Vereins- und Westbank	–	1	8,3	1
	56	51		107

Quelle: Euromoney, Capital Market Guide, 1985.

westlichen Industrieländern auch der Bedarf an differenzierten Finanzierungs- und Anlagetechniken auf der Seite der Kreditnehmer und Kreditgeber gewachsen ist, die sich nur so gegen bis dahin ungewohnte Inflations-, Zins- und Wechselkursrisiken meinten absichern zu können.

So sind in den letzten Jahren Finanzierungslösungen entstanden, die ohne historisches Vorbild sind und die sich nicht ohne weiteres normieren lassen. Elemente aus Kapital- und Geldmarktfinanzierung fließen ineinander, die bisher klare Funktionstrennung von Kredit- und Emissionsgeschäft verwischt sich¹³. Infolge der sogenannten „securitisation“ von Krediten redu-

gen, Festschrift für *H. Möller*, Stuttgart - New York 1980, S. 283 ff., S. 296; *M. A. Akhtar*: Financial Innovations and their Implications for Monetary Policy: An International Perspective, BIS Economic Papers, No. 9, Basel 1983; *R. Breuer*: Neue Finanzierungsinstrumente am internationalen Rentenmarkt, in: Jahresbericht 1983 der Frankfurter Wertpapierbörse, S. 37 ff.; *P. Reinhardt*: Der Euronote-Markt als internationale Finanzierungsquelle, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jg. 1985, H. 9, S. 8 ff.

¹³ Vgl. *G. Parente*: Introduction to the Note Issuance Facility-Market, Solomon Broth. Inc., Bond Market Research, März 1985; o. V.: The International Market for Floating Rate Instruments, in: Bank of England, Quarterly Bulletin, Vol. 24, No. 3, Sept. 1984, S. 337 ff.

ziert sich die Rolle der Banken auf eine Vermittlertätigkeit. Damit vollzieht sich zugleich ein tiefer Eingriff in das „klassische“ Bankgeschäft: Provisionsorientierte Geschäfte lösen das Kreditgeschäft ab. Banken stehen jedoch mit „Auffanglinien“ zur Verfügung und übernehmen die damit verbundenen inhärenten Risiken.

(2) Sofern ein funktionierender Sekundärmarkt existiert, vermitteln die Kreditinstitute zwischen zwei unterschiedlichen Kundengruppen, Emittenten und Anlegern. Plazierungserfahrung gewinnt für Banken zunehmend an Bedeutung. Derzeit werden Notes noch überwiegend bei Banken plaziert. In Verbindung mit den üblichen potentiellen Verpflichtungen aus den dazugehörigen back-up-Kreditlinien von Emittenten entsteht damit unter Umständen eine Doppelbelastung, wenn ein Bonitätsverlust des Emittenten eintritt. Dann können Geldmarktpapiere aus dem Nostro nicht weiter plaziert werden, und aus der Kreditzusage wird eine bilanzielle Belastung in einem Zeitpunkt, in dem die Vorteile der Bilanzunwirksamkeit gerade in Anspruch genommen werden müßten.

Daneben wird eine andere Tendenz zunehmend deutlicher: Die Kreditverpflichtung wird relativ zum Volumen der „Issuance-Facilities“ gekürzt. Es entsteht eine Fazilität, die nicht mehr durch ein gleich hohes Underwriting der Banken gedeckt ist. Diese Teildeckung durch Eventualkredit hat in den letzten Monaten zugenommen. Nach Untersuchungen der Bank of England war erst ein Zehntel aller Fazilitäten im 4. Quartal 1984 durch back-up-Linien in unterproportionaler Höhe unterlegt. In den Sommermonaten 1985 war dieser Anteil bereits auf ein knappes Drittel aller neuen Fazilitäten gestiegen¹⁴.

(3) Dieser Prozeß des Risikotransfers kann auf lange Sicht und in letzter Konsequenz zur Ausschaltung der Banken als Vermittler führen. Die Entstehung der Euro-Commercial-Paper-Markets ist ein Indiz dafür. Sofern der Emittent über ein entsprechendes Standing am Markt verfügt und soweit dieser Markt ausreichend entwickelt und liquide ist, bedarf es unter Umständen nicht einmal mehr der Plazierungsexpertise der Kreditwirtschaft. Verfügt der Emittent außerdem über ein entsprechendes Rating, kann er auf das „back-up“ der Banken völlig verzichten und die Emission und Plazierung in die eigene Hand nehmen. Natürlich dürfte dies nur für einen außerordentlich kleinen Kreis von Spitzenadressen zutreffen. Doch auch dabei ist zu berücksichtigen, daß die heutige Bonitätseinschätzung, das Standing am Markt, nicht auch das von morgen oder sogar übermorgen sein muß. Dies zeigt z. B. die Entwicklung der Bonität der Comecon-Länder,

¹⁴ Vgl. P. Kulmburg: NIFs – Ein Boom stiftet Unsicherheit, a.a.O.

die noch vor Jahren an den Euro-Märkten kaum als kreditwürdig galten. Hohe Liquidität und der gleichzeitige Mangel an guten Risiken im internationalen Kreditgeschäft haben diese Länder wieder zum gesuchten Kreditnehmer avancieren lassen. Anfang Oktober ist mit Ungarn erstmals auch ein Comecon-Schuldnerland an den Markt für Issuance-Facilities getreten.

(4) Weitere Konsequenzen sollen hier nur angedeutet werden¹⁵:

- Der Produktprofilierungs- und Preiswettbewerb werden sich verstärken.
- Traditionelle Kundenbeziehungen werden sich lockern, gleichzeitig werden durch die Erweiterung der Palette der Anlage-Alternativen neue Kundengruppen angesprochen werden, zumal nachhaltige Rentabilitätsvorteile sich angesichts begrenzter Wachstumsfelder der Aktivseite und unter Druck geratener Aktiv-Zinsspannen vorwiegend nur noch durch entsprechendes „liability-management“ erzielen lassen: durch intelligente Produkte und Produktinnovationen.
- Diese Entwicklung wird dadurch gefördert werden, daß die Zinsempfindlichkeit breiter Schichten von Geldvermögensbesitzern – wie bereits in den letzten Jahren – sich auch in Zukunft weiter ausprägen wird. Dadurch wird die Nachfrage nach hochverzinslichen finanziellen Anlageformen – auch im kürzerfristigen Bereich – sowie die Bereitschaft zu zinsorientierten, häufigen Vermögensumschichtungen weiter wachsen¹⁶.
- Durch Zins- und/oder Währungsswaps wird es den international tätigen Banken möglich, komparative Wettbewerbsvorteile auf den einzelnen Teilmärkten auszutauschen. Damit werden sie zunehmend eine auf ihre jeweilige Aktivgeschäfts-Struktur optimal abgestimmte Refinanzierung zu günstigen Konditionen realisieren können. Damit werden sie zunehmend eine auf ihre jeweilige Aktivgeschäfts-Struktur optimal abgestimmte Refinanzierung zu günstigen Konditionen realisieren können. Der Swap als Arbitrage-Instrument ermöglicht es, relative Funding-Vorteile zweier Emittenten auf dem gleichen Markt, z.B. aufgrund unterschiedlicher Bonitätsbeurteilungen, auszunutzen. Zuverlässige Zahlen zum Volumen aller Swap-Transaktionen sind nicht verfügbar. Schätzungen gehen davon aus, daß das Swap-Volumen von 5 Mrd. US-\$ in 1983 auf 50 Mrd. US-\$ in 1984 und 90 Mrd. US-\$ bereits im ersten Halbjahr 1985 angewachsen ist. Fast zwei Drittel aller Euro-Anleihen sind heute swap-induziert oder zumindest mit einem Swap-Geschäft verbunden. Im

¹⁵ Vgl. z.B. E. Priewasser: Die Banken im Jahre 2000, Frankfurt/M. 1985, passim.

¹⁶ Vgl. H. E. Büschgen: Entwicklungslinien und Zukunftsperspektiven der Geldvermögensbildung aus Bankensicht, in: Die Bank, Jg. 1984, H. 3, S. 104 ff.

- Euro-Dollar-Sektor sind es fast 80 v.H. und bei anderen Eurowährungen – z.B. dem australischen und dem neuseeländischen Dollar sowie der Dänenkrone – fast 100 v.H.
- Möglicherweise wird – wie bereits angedeutet – auch die Plazierungsfunktion der Banken längerfristig dadurch tangiert, daß zunehmend die Emittenten auch die Plazierungsfunktion übernehmen, so daß der abnehmenden Bilanzwirksamkeit der Geschäftsstruktur der Kreditinstitute sukzessiv auch eine zunehmende Ertragsneutralität folgt.
 - Das Entstehen neuer und die Vertiefung vorhandener Sekundärmärkte, sinkende Transaktionskosten und die verkürzten Laufzeiten erhöhen die Geldnähe vieler Finanzaktiva.

III. Geldpolitische Steuerung vor neuen Anforderungen

(1) Die Strukturverschiebungen auf den Finanzmärkten und in der Geschäftsstruktur der Kreditinstitute stellen auch die nationale Geldpolitik vor neue Aufgaben.

Die Finanzinnovationen führen zu grundsätzlichen Veränderungen in der Transmission geldpolitischer Impulse auf monetäre Zielvariable. Auch das verwendete Geldmengenkonzept selbst ist in einer neuen Konstellation zu sehen¹⁷.

(2) Das Geldmengenkonzept ist tangiert, da sowohl das Informationskriterium, das Kontrollkriterium und schließlich auch das Effizienzkriterium beeinflusst werden¹⁸. Das Informationskriterium kann beeinträchtigt werden, da angesichts der beschriebenen Entwicklungen die definitorische Abgrenzung der verschiedenen Geldmengen-Aggregate schwieriger wird, dies nicht zuletzt, weil eine umfassende entwicklungsconstante Meßbarkeit der einzelnen Teilgeldmengen kaum noch möglich ist. Wenn sehr liquide Finanzaktiva sowohl für Transaktions- als auch für Wertaufbewahrungs- bzw. Investitionszwecke dienen können, so informiert deren Menge nicht

¹⁷ Vgl. K. H. Ketterer u. N. Kloten: Finanzielle Innovationen, Geldmengenregeln und Struktur des monetären Sektors, in: H. Milde u. H. G. Monissen (Hrsg.), *Rationale Wirtschaftspolitik in komplexen Gesellschaften. Festschrift für G. Gäfgen*, Berlin - Köln - Mainz 1985, S. 254 ff., S. 262; M. Streit: Die Relevanz monetärer Innovationen für die Geldpolitik, in: *Kredit und Kapital*, Jg. 1984, H. 3, S. 560 ff., S. 570 f.

¹⁸ Vgl. H. H. Francke: Finanzinnovationen in den USA. Geldpolitische Konsequenzen und Übertragungsrelevanz für die Bundesrepublik Deutschland, in: D. Cansier u. D. Kath (Hrsg.), *Öffentliche Finanzen, Kredit und Kapital. Festschrift für W. Ehrlicher*, Berlin 1985, S. 497 ff., S. 503 ff.

nur über den vorhandenen Zahlungsmittelbestand. Die Zuordnung zu bestimmten Geldmengenaggregaten, die nach ihrem Liquiditätsstatus voneinander abgegrenzt sind, wird diffus. Aber auch das Kontrollkriterium wird verletzt. Zum einen können bei geldpolitischen Maßnahmen Umschichtungen zwischen verschiedenen Anlageformen auftreten, deren grundsätzliches Ablaufmuster noch unbekannt ist. Zum anderen ist die Kontrollfähigkeit insofern eingeschränkt, als – vor allem durch die Erosion der Reservegrundlagen des Geldangebotsprozesses – die traditionellen Wirkungsabläufe des geldpolitischen Instrumentariums unsicher werden. Damit wird auch das Effizienzkriterium der Geldpolitik in Frage gestellt, das von einer stabilen funktionalen Verknüpfung zwischen der Geldnachfrage und den Endzielvariablen der Geldpolitik, vor allem der Entwicklung des Preisniveaus, ausgeht. Nur wenn die Geldnachfrage mit hinreichender Präzision prognostiziert werden kann, ist auch die Zentralbank fähig, das ihr notwendig erscheinende Geldangebot so steuern, daß die Geldmengenentwicklung den angekündigten Zielpfad einhält.

(3) Hier kann die Geldpolitik vor einige Probleme gestellt werden, denn die Finanzinnovationen werden nicht nur einen maßgeblichen Einfluß auf den steuerungspolitisch relevanten Geldmengenbegriff haben, sondern sie werden – wie bereits angedeutet – mit hoher Wahrscheinlichkeit den Geldangebotsprozeß, die Geldnachfrage und die Übertragung monetärer Impulse auf den realen Sektor modifizieren. Solange für Transaktionszwecke bestimmtes Geld – sei es wegen Gesetz oder Konvention – keinen Marktzins erbringt, kann es eine besondere Rolle im Transmissionsprozeß monetärer Impulse spielen: Veränderungen des Geldangebots führen bei gegebener zinselastischer Geldnachfrage solange zu relativ starken Veränderungen der Marktzinssätze bzw. Renditen anderer Anlageformen, bis sich ein neues Gleichgewicht zwischen Geldangebot und Geldnachfrage eingestellt hat. Die Veränderungen der Zinsstruktur wirken dabei auf die realen Zielgrößen der Geldpolitik, auf die Nachfrage nach Gütern und damit auf die Beschäftigung und das Preisniveau. Durch die Kontrolle der Angebotsmenge des zinslosen bzw. zinsfixierten Geldes steuert die Geldpolitik unter solchen Umständen die Marktzinssätze aller anderen finanziellen und realen Aktiva. Wenn aber auch Geld einen Marktzins erbringt – und dies ist eine der Konsequenzen der Finanzinnovationen, wie vor allem das Beispiel der USA zeigt –, dann wird diese besondere Rolle des Geldes im Wirkungsablauf monetärer Impulse nachhaltig geändert. Es ist zu erwarten, daß künftig zunehmend Zinsdifferenziale zwischen den Haben- und den Soll-Zinsen der Banken von wachsender Bedeutung sein werden, denn sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite der Bankbilanzen wird der Anteil von

Vermögensformen mit marktbestimmten Ertragsraten zunehmen. Das allgemeine Niveau der Zinsen kann sich dann bei konstant bleibenden Renditedifferentials in erheblichem Ausmaß ändern, ohne daß sich wesentliche Änderungen im Kreditvergabeverhalten ergeben. Stabilitätspolitisch notwendige Zinsniveau-Änderungen müssen dann *ceteris paribus* größer sein, da die Banken z.B. bei steigenden Kreditzinsen und schnell reagierenden Refinanzierungskosten keinen Anreiz zu verstärkter Kreditvergabe erhalten, weil die Zinsspanne unverändert bleibt. Die damit zunehmende Elastizität des Geld- und Kreditschöpfungsprozesses wird von den Notenbanken eine noch präzisere Handhabung ihres Instrumentariums verlangen, um unerwünschte Folgen im realen Sektor zu vermeiden¹⁹.

(4) Die damit angedeutete Problematik ist allerdings nicht so neu, wie es auf den ersten Blick erscheinen könnte, auch nicht für die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank. So hatten die Kreditinstitute in der Bundesrepublik schon bisher die Möglichkeit, im Wege der Emission von kürzerfristigen Inhaberschuldverschreibungen Gelder hereinzunehmen, die nicht der Mindestreservepflicht unterworfen waren, obgleich diese wirtschaftlich zum Teil in einem engen Substitutionsverhältnis zu entsprechenden mindestreservepflichtigen Termineinlagen standen. Tatsächlich haben die Banken in der Bundesrepublik von dieser Möglichkeit in Ausnahmesituationen, wie in den Jahren angespannter Liquiditätslage an den Geldmärkten (1973/74 und 1980/81), in größerem Umfang Gebrauch gemacht. Die Bundesbank hat die Rückwirkungen, die davon zeitweilig auf die monetären Aggregate ausgingen, bei der Ausrichtung ihrer Geldmengenpolitik soweit wie möglich in Rechnung gestellt²⁰.

(5) Daraus erhellt sich, daß die Mindestreserve-Regelungen für das Innovationspotential im Kreditgewerbe eine zentrale Rolle spielen. Die Mindestreserve-Pflicht ist an bestimmte Passivprodukte gebunden. Schaffen die Banken Produkte, die nicht mindestreservepflichtig sind, ist die geldpolitische Effizienz der Mindestreserve-Politik in Gefahr. Bisher sind Einlagenzertifikate, die auf DM lauten (fungible Geldmarktpapiere), nicht zugelassen, zum einen wegen des „Reservewährungs-Arguments“ der Bundesbank²¹, zum anderen, weil diese als Inhaberschuldverschreibungen der

¹⁹ Vgl. B. Herz: Geldpolitik bei finanziellen Innovationen, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jg. 1985, H. 13, S. 607 ff., S. 608.

²⁰ Vgl. K. O. Pöhl: Finanzinnovationen – Handicap für die Geldpolitik?, in: Börsen-Zeitung vom 12. 10. 1985; G. Dierolf u. J. Lechner: Das Depositenzertifikat – Innovatives Finanzierungsinstrument I, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, H. 10, Jg. 1985, S. 760 ff.

²¹ Das Reservewährungs-Argument besagt: Wenn deutsche Banken Geldmarktzertifikate emittierten, so würden diese auch von ausländischen Anlegern, darunter auch

Banken nicht der Mindestreservepflicht unterworfen würden, während andererseits Termingelder als direkte Substitute der Mindestreserve unterliegen. Zum einen könnte die Bundesbank die Tolerierung von DM-Einlagen-Zertifikaten davon abhängig machen, daß diese Geldmarktpapiere neben anderen Inhaberschuldverschreibungen in das Mindestreserve-System – möglicherweise auch ohne Novellierung des Bundesbankgesetzes (§ 16) durch eine Neuinterpretation des Begriffs „Aufgenommene kurz- und mittelfristige Gelder“ – integriert werden²², wobei hier dahingestellt bleiben soll, ob eine solche Auslegung rechtlich tragfähig wäre. Zum anderen könnte die Bundesbank sich aber auch durch die Einfügung einer Wirtschaftlichkeitsklausel“ in den § 16 BBG den Weg offenlassen wollen, bei Bedarf weitere Verbindlichkeiten in die Mindestreserve einbeziehen zu können. Wie auch immer: Die Änderung der Mindestreservebestimmungen wäre eine erste Konsequenz der Geldpolitik auf die Tendenz, bestimmte Passivpositionen über eine „Verbriefung“ mobilisierbar zu machen und zunehmend zu kürzerlaufenden Inhaberschuldverschreibungen überzugehen. Weiterhin würde eine derartige Ausweitung der Bemessungsgrundlage für die Mindestreservepflicht der Bundesbank ermöglichen, die durchschnittliche Mindestreservebelastung so weit abzusenken, daß auch der Forderung nach der Einrichtung von Offshore-Zentren in der Bundesrepublik ^{22a} weitgehend der Boden entzogen würde.

IV. Reaktionen der Bankenaufsicht

(1) Die neuen Finanzierungsinstrumente stellen aber nicht nur die Geldpolitik, sondern auch die Bankenaufsicht vor neue Aufgaben, insbesondere wenn die Banken – wie es z. B. bei Euro-Notes-Finanzierungen die Regel ist – die direkte Geld- und Kapitalbeschaffung beim Anleger, dem Beispiel der Emission von „commercial papers“ durch US-amerikanische Banken

Notenbanken, gekauft. Damit könnte die Rolle der D-Mark als Reservewährung wachsen, mit der Gefahr von binnenwirtschaftlich unerwünschten Schwankungen der Bankenliquidität und der Zinsen bei Umschichtungen, Auflösungen, Käufen usw.

²² o. V.: Geldpolitik – die Deutsche Bundesbank erwägt eine umfassende Neuordnung des Mindestreserveinstruments. DM-Einlagen-Zertifikate könnten bald im Angebot deutscher Banken stehen, in: Handelsblatt vom 1. 7. 1985; o. V.: Schon bald Zulassung von DM-CD's. Einführung voraussichtlich zu Beginn des 2. Quartals 1986 – Pöhl deutet Mindestreserveschritte an, in: Börsen-Zeitung vom 14. 11. 1985.

^{22a} Vgl. zu dieser Diskussion C. Brützel: Offshore-Banking deutscher Banken unter besonderer Berücksichtigung des Euro-Marktes und der Möglichkeiten einer Repatriierung, Frankfurt/M. 1985; vgl. auch die Beiträge von C. Köhler, W. Röller u. J. Starbatty über „Die neue Geldpolitik“ in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jg. 1985, H. 22.

folgend, mit (niedrig verzinslichen) Rückfall-Linien („back-up-lines“) begleiten (damit verpflichten sich die Banken, mit einem Kredit an den Emittenten der „Notes“ einzuspringen bzw. die kurzfristigen Titel selbst zu übernehmen, wenn diese am Markt nicht unterzubringen sind) oder bei fehlender Primärbonität des Emittenten diesem ihr „Rating“ leiht²³. Mit anderen Worten: Es geht um die Vollständigkeit der Risikoabbildung (der Berücksichtigung der Bonitäts- und Preisrisiken) aus den Dienstleistungsgeschäften der Banken, aus den nicht bilanziell erfaßten Garantien und Gewährleistungen²⁴. Auf die Risikoakkumulation durch sogenannte „Off-Balance-Sheet“-Geschäfte hat jüngst *Peter Cooke* von der Bank of England aufmerksam gemacht²⁵. Er weist darauf hin, daß die Attraktivität dieser nicht-bilanzwirksamen Geschäfte offensichtlich zunimmt, wenn die an den traditionellen Kriterien orientierte Bankenaufsicht verschärft wird, wie z. B. durch die Quotenkonsolidierung der Bankbilanzen und die Anwendung der Eigenkapitalnormen – in der Bundesrepublik des Grundsatzes I zu § 10 KWG – auf die konsolidierten Aktiva des Bankkonzerns.

(2) In diesem Zusammenhang ist daran zu erinnern, daß der Grundsatz I zu § 10 KWG von dem Versuch geprägt wird, die Bankaktiva in Risikoklassen einzuteilen. Die Philosophie der Grundsätze ist es dabei, aus dem Kreis der Bankaktiva alle jene zu erfassen, bei denen ein Vermögensverlustrisiko nicht ausgeschlossen werden kann. Aufsichtsrechtlich stellt sich deshalb die Frage nach der angemessenen Grundsatzbelastung durch solche wertpapierunterlegten Kredite. Dies ist dann der Fall, wenn „back-up-Linien“ eingeräumt werden. Denn damit entsteht einmal das Risiko der Anschlußfinanzierung, zum anderen ein Zinsänderungsrisiko. Es ist zwar typisch für die neuen Produkte, daß die Banken aufgrund ihrer Vermittlerrolle versuchen, diese Risiken auf den Kreditnehmer zu übertragen. „Aber Risiken verschwinden nicht, wenn man sie auf andere überträgt; sie kommen dann nur als Bonitätsrisiko wieder auf die Banken zurück²⁶.“ Bei fortschreitender

²³ Vgl. *Deutsche Bundesbank*, Geschäftsbericht 1984, S. 80; *A. Bianco*: Playing with Fire, in: *Business Week*, Sept. 16, 1985, S. 54 ff.; *K. C. Engelen*: Die Welle finanzieller Innovationen birgt für die Finanzmärkte große Gefahren, *New Yorker Fed-Chief Corrigan* fordert mehr Disziplin, in: *Handelsblatt* vom 20. 5. 1985; o. V.: Britische Notenbank warnt vor neuartigen Risiken, in: *Börsen-Zeitung* vom 19. 9. 1985.

²⁴ Vgl. *H. J. Krümmel*: Einige Probleme der Konstruktion bankaufsichtlicher Risikobegrenzungsregeln, in: *K. H. Forster* (Hrsg.), *Bankenaufsicht, Bankbilanz und Bankprüfung*. Festschrift für *W. Scholz*, Düsseldorf 1985, S. 93 ff., S. 111 ff.

²⁵ o. V.: Aufsicht prüft bilanzunwirksame Bankgeschäfte, *Börsen-Zeitung* vom 29. 11. 1984; *N. Adam*: The Decline of the Central Banker, in: *Euromoney*, Oct. 1985, S. 7 ff.

²⁶ Vgl. *C. Köhler*: Vertrauen in die deutsche Volkswirtschaft wird an den Wertpapierbörsen sichtbar, in: *Handelsblatt* vom 20. 8. 1985.

Integration vormals segmentierter Märkte können sich an einer Stelle eingetretene Risiken schneller über die Märkte ausbreiten. Zwar wird während der Laufzeit der Notes durch Einschaltung von z.B. institutionellen Anlegern das kurzfristige Risiko auf das gesamte Finanzsystem verteilt, das langfristige Risiko verbleibt jedoch bei denjenigen Banken, die mit „back-up“-Linien zur Verfügung stehen.

Die deutsche Bankenaufsicht will allerdings offenbar den Eindruck vermeiden, sie sei a priori innovationsfeindlich eingestellt. So führte der Präsident des Bundesaufsichtsamtes, *Wolfgang Kuntze*, vor dem Deutschen Bankentag 1985 ausdrücklich aus: „Bankaufsichtlich ist alles erlaubt, was nicht verboten ist²⁷.“ Dennoch appellierte der Präsident des Aufsichtsamtes an die Kreditinstitute, „nicht den Ehrgeiz zu entwickeln, allen kurzlebigen Modetrends folgen zu wollen“. Sowohl dem Bundesaufsichtsamt als auch der Bundesbank fehlt offensichtlich zur Zeit der Überblick über den Umfang dieser Geschäfte und die Involvierung deutscher Kreditinstitute. Es wird für die Aufsicht also zunächst darum gehen, sich eine entsprechende Markttransparenz zu verschaffen²⁸. Erst danach wird man sich der Frage zuwenden, ob die aufsichtsrechtlichen Grundsätze ergänzt werden müssen.

Dabei dürften eingegangene „Standby“-Verpflichtungen als nicht in Anspruch genommene Kreditzusagen zu qualifizieren sein, die als solche zur Zeit zu 50 % im Grundsatz I angerechnet werden. Ob und inwieweit herein-genommene Euronotes als den Grundsatz I belastende Komponenten anzusehen sind, ist letztlich von deren Marktgängigkeit her zu beurteilen. Sofern es sich um börsenfähige Papiere handelt, käme eine Qualifizierung als Wert-papiere in Betracht, die im Grundsatz I nicht zu berücksichtigen sind. Die Frage der Grundsatz II-Belastung einer Anlage in Euronotes hängt von deren Laufzeit ab. Da die Laufzeit einer Euronote-Tranche in der Regel sechs Monate nicht übersteigt, handelt es sich um Grundsatz II-neutrale Papiere.

(3) Sicherlich wollte die deutsche Bankenaufsicht zunächst den Eindruck eines isolierten, unabgestimmten Vorgehens vermeiden²⁹. Mittlerweile sind

²⁷ *W. Kuntze*: Bankenaufsicht mit internationalem Weitblick. Vortrag auf dem 24. Deutschen Bankentag am 26. 3. 1985, S. 14 des Manuskriptes.

²⁸ In diesen Tagen hat das Bundesaufsichtsamt den deutschen Kreditinstituten einen Erhebungsbogen „Euro-Notes-Fazilitäten“ zugesandt, in dem für den jeweiligen Bankkonzern u. a. der Gesamtbetrag der vereinbarten Euro-Notes-Fazilitäten, an dem das Kreditinstitut mit Übernahmeverpflichtung beteiligt ist, der Gesamtbetrag der vom Kreditnehmer tatsächlich in Anspruch genommenen Euro-Notes-Fazilitäten sowie die vom Kreditinstitut erworbenen oder im Rahmen eines Kreditkonsortiums übernommenen Transferable-Loan-Fazilitäten erfragt werden.

aber auch die Aufsichtsbehörden anderer Staaten aktiv geworden. So sind z. B. für den Platz Tokio – zumindest inoffiziell – „Richtlinien“ bekannt geworden, wonach ab April 1986 derartigen Fazilitäten eine Gewichtung für die Berechnung der Kapitalunterlegung von etwa einem Drittel ihres Gesamtbetrages beigemessen werden soll. Noch rigoroser ist die Bank of England vorgegangen, als sie im April dieses Jahres beschloß, „bis auf weiteres“ solche Zusagen gegenüber Nichtbanken ungeachtet ihrer Inanspruchnahme mit deren halbem nominellen Wert für die Kalkulation der „risk asset ratio“ zu berücksichtigen. Die Gewichtung der NIFs von 0,5 steht einer Gewichtung von 0,2 für herausgelegte Interbankkredite gegenüber – eine, wie die britische Notenbank in ihrer Ankündigung am 3. April 1984 es selbst nannte, „Anomalität“. Die Tatsache, daß die seinerzeit angekündigte eingehendere Prüfung von nicht-bilanzwirksamen Geschäften auch in England noch andauert³⁰, unterstreicht die Komplexität dieser Produkte und deren schwierigere Kategorisierung, nicht zuletzt mit Blick auf mögliche Risiken.

Offensichtlich bemühen sich die Aufsichtsbehörden der großen westlichen Industriestaaten um eine einheitliche aufsichtsrechtliche Behandlung von „Off-Balance-Sheet-Risks“. So schrieb der britische Zentralbankgouverneur in seinem Brief an den britischen Bankenverband Mitte September³¹, daß man sich beim jüngsten BIZ-Treffen darauf verständigt habe, „das Wissen und Verständnis der weiteren Implikationen dieser Entwicklung“ zu verbessern. Eine nüchterne Bestandsaufnahme wird aber nicht zuletzt deshalb erschwert, da der Wandel offensichtlich die einzige Konstante in diesem Markt ist.

(4) Für die Bankenaufsicht wirft deshalb nicht allein die Innovation als solche, sondern gerade auch deren Tempo Probleme auf. Die Risiken werden nicht nur transferiert (und entziehen sich damit möglicherweise dem Wirkungskreis der Aufsicht), auch die Erfassungsbasis wandelt sich zusehends. Das gilt speziell im angelsächsischen Raum, wo Konglomerate entstehen, die Bankaktivitäten entfalten, oder wo Nichtbanken durch Akquisition in das Bankgeschäft vorstoßen. Wenn Grenzen nicht mehr klar erkennbar verlaufen, sich die Objekte der Bankenaufsicht verändern, entstehen Überschneidungen, und die Aufsicht verliert an Wirkungskraft. In diesem

²⁹ Gelegentlich wurde der deutschen Bankenaufsicht bereits Untätigkeit in dieser Frage vorgeworfen. Vgl. z. B. o. V.: Kein Handlungsbedarf für die Bankenaufsicht? Abwartende Haltung der deutschen Behörden, in: Neue Zürcher Zeitung vom 19./20. 5. 1985, S. 15.

³⁰ o. V.: Britische Notenbank warnt vor neuartigen Risiken, a. a. O.; E. Storck: Neue Instrumente am Euromarkt: Die Bankenaufsichtsorgane müssen künftig den Auswüchsen einen Riegel vorschieben, in: Handelsblatt vom 7. 11. 1985.

³¹ Vgl. P. Kulmburg: NIFs – Ein Boom stiftet Unsicherheit, a. a. O.

Umfeld extrem kurzer Produktzyklen und systematischer Wandlungen ist Kontrolle zur Reaktion verurteilt. Ihr Problem erhöht sich dadurch, daß Kontrollmechanismen praktikabel sein und die weitere Entwicklung des Marktes antizipieren sollen. Das ist z.B. mit Blick auf die Note Issuance Facilities eine diffizile Aufgabe, weil die Zeitabstände der Entwicklungsstufen sich zunehmend verkürzen und der sich vollziehende Innovationsprozeß eher revolutionäre denn evolutionäre Elemente aufweist.

V. Anpassungsbedarf in der Bundesrepublik

(1) Die wichtigsten Triebfedern dieser Entwicklung, nämlich

- eine internationale Welle der „Deregulierung“ der internationalen Finanzmärkte³²,
- technischer Fortschritt in der Informationsverarbeitung und -übertragung,
- dadurch sinkende Informations- und Transaktionskosten,

sind auch für die Kapitalmarktpolitik in der Bundesrepublik ein neues Datum. Der deutsche Kapitalmarkt kann sich gegen diese Entwicklung nicht abschotten, will er seine internationale Leistungsfähigkeit erhalten und die Bedeutung der D-Mark als internationale Anlage- und Verschuldungswährung auch bei sich wandelnden Angebots-/Nachfrage-Verhältnissen an den internationalen Märkten bewahren bzw. erhöhen.

Soll dieses Ziel erreicht werden, müssen allerdings auch wichtige Elemente im Datenkranz der deutschen Finanzmärkte den wandelnden Bedingungen angepaßt werden.

(2) Die Bundesbank hatte in ihrer Erklärung vom 12. April 1985 ausdrücklich darauf hingewiesen – und dies hat Bundesbankpräsident *Pöhl* anlässlich des 300jährigen Berliner Börsen-Jubiläums nochmals bekräftigt –, daß der Markt für DM-Emissionen im Inland fundiert bleiben soll³³. Diese Verankerung soll primär durch die Einführung der Emissionen an einer deutschen Börse erfolgen. Da jedoch zum Nachteil des deutschen Börsengeschäfts nicht unerhebliche Diskrepanzen zwischen den deutschen Börsen-

³² Vgl. *D. Marsh, J. Carr u. W. Dullforce*: Financial Deregulation: Europe takes up the challenge, in: *Financial Times*, May 24, 1985, S. 18; *J. H. Giddy*: Domestic Regulation versus International Competition in Banking, in Beihefte zu *Kredit und Kapital*, Heft 8, S. 195 ff.

³³ Vgl. *K. O. Pöhl*: Neuorientierung an den Börsen und am Kapitalmarkt, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.), *Auszüge aus Presseartikeln*, 7. 5. 1985, S. 1 ff.

usancen und den am Euromarkt geltenden Usancen (AIBD-Rules) bestehen (vor allem bei den Erfüllungsfristen und der Methode der Zinsberechnung), ging es zunächst darum, zur Herstellung der Wettbewerbsfähigkeit schnellstmöglich entsprechende börsentechnische Lösungen zu finden³⁴.

So wurde beispielsweise ein neuer Absatz 3 des § 20 der Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse verabschiedet, der besagt, daß bei Floating-Rate-Notes dem Verkäufer die Stückzinsen bis einschließlich 1 Tag vor Valuta zustehen, wobei die effektive Anzahl von Tagen in der jeweiligen Zinsperiode gerechnet werden, das Jahr jedoch mit 360 Tagen. Dennoch muß noch eine Differenz in der Art der Zinsberechnung ausgeräumt werden: So ist z.B. im Inland alles auf 360 Zinstage ausgerichtet, während Floater an den Euromärkten mit 365 Zinstagen gerechnet werden.

Modifiziert und ergänzt wurde auch die seit 21. März 1973 geltende Regelung, derzufolge die zweite Dezimalstelle bei der Notierung festverzinslicher Wertpapiere auf 0 oder 5 zu lauten hat. Für Zero-Bonds und Floating-Rate-Notes kann jetzt die zweite Dezimalstelle auf jede Ziffer lauten.

Bezüglich der Stückelung der Teilschuldverschreibungen werden unter Berücksichtigung der im internationalen Handel üblichen höheren Abschlußgrößen als kleinste Stückelung nicht mehr als DM 10 000,- (für DM-Floater und Zero-Bonds) sowie als größte Stückelung max. DM 100 000,- bei Zero-Bonds und DM 250 000,- bei Floatern für die Einführung in den amtlichen Handel als Voraussetzung angesehen.

Trotz dieser – relativ zügig erfolgten – Anpassungen bleiben nicht unerhebliche Unterschiede zwischen deutschen Börsenusancen und den am Euromarkt geltenden. Soll der deutsche Kapitalmarkt konkurrenzfähig bleiben, müssen weitere Usancen angepaßt werden. So sind die Erfüllungsfristen für Lieferung und Zahlung an den deutschen Wertpapierbörsen wesentlich kürzer (2 Tage) als am Euromarkt (7 Tage bzw. 5 Börsentage). Dabei ist es mit einer bloßen Angleichung der Erfüllungsfristen an unterschiedliche Standards nicht getan: Zuvor sind Fragen der Verbuchung noch nicht erfüllter Kauf- und Verkaufsgeschäfte (sog. schwebende Geschäfte) ebenso zu klären wie z.B. das Problem der Kontrahentenbonität, das bei längeren Erfüllungsfristen ein neues Gewicht gewinnt. Schließlich bedeuten längere Erfüllungsfristen erhebliche Investitionen und Umstellungen auch im technischen Bereich.

Eine weitere Voraussetzung zur Erreichung des Ziels „Erhaltung der Konkurrenzfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes“ ist, daß sich sowohl

³⁴ Vgl. *R. E. Breuer*: Die Börse und der neue Wettbewerb, in: *Börsen-Zeitung*, Sonderausgabe anlässlich 400 Jahre Frankfurter Wertpapierbörse, August 1985.

der Emissionsmarkt als auch der Sekundärmarkt, also der Handel mit Bonds und Notes, in der Bundesrepublik fest etabliert. Konsortialführer bzw. Arrangeure sollten damit in der Bundesrepublik über die notwendige organisatorische und personelle Kapazität verfügen, um alle mit der Konsortialführung verbundenen Aufgaben, wie die Verhandlungen mit dem Emittenten, die Einladung zum Underwriting, der Verkehr mit den Konsorten, die Quotenzuteilung, die Buchführung der Anleihe, die Überwachung der Zahlungsvorgänge, von der Bundesrepublik aus durchzuführen. Vermieden werden soll somit die gelegentlich anzutreffende Praxis, zur Begebung und zum Underwriting kurzfristig Teams in die Bundesrepublik einzufliegen, während die Pflege des Sekundärmarktes unterbleibt. Entsprechende Erfahrungen haben die Bundesbank auf der Sitzung des Zentralen Kapitalmarktausschusses am 7. August veranlaßt, ihre Erklärung vom 12. April bezüglich der gewünschten Verankerung des Sekundärmarktes im Inland zu konkretisieren und die Voraussetzungen festzulegen, unter denen DM-Auslandsemissionen in den Emissionsländern eingeplant werden können: Wichtigste Voraussetzung ist, die Anleihe an einer deutschen Börse einzuführen, wobei im Grundsatz von der amtlichen Notierung ausgegangen wird. Die Einführung in den geregelten Freiverkehr genügt nach der Auffassung der Bundesbank nur dann, wenn die Wertpapiere während der gesamten Laufzeit nicht an einer ausländischen Börse eingeführt und gehandelt werden. Sofern eine Börseneinführung erfolge, seien die Wertpapiere in das deutsche Effekten giro-System einzubeziehen. Ausgenommen davon sind Privatplazierungen, für die ein Sekundärhandel nicht zugesagt ist. In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, daß die Deutsche Bundesbank nach der Öffnung des deutschen Kapitalmarktes sich im Dialog mit den deutschen Kreditinstituten darum bemüht hatte, eine Abgrenzung zwischen öffentlichen Anleihen einerseits und Privatplazierungen andererseits zu finden, die sowohl der Abgrenzung der Marktsegmente dient als auch der Flexibilität angesichts unterschiedlicher Wettbewerbspositionen der Institute Rechnung trägt. In der Sitzung des Zentralen Kapitalmarktausschusses am 31. 10. 1985 wurde zwischen der Bundesbank und den Kreditinstituten Übereinkunft dahingehend erzielt, daß als Privatplazierungen nur solche festverzinslichen Emissionen angesehen werden, die von einem vorher festgelegten Anlegerkreis dauerhaft übernommen werden sollen. Sofern für diese Anleihen eine Einführung in den geregelten Freiverkehr an einer deutschen Börse nicht vorgesehen ist, wird der jeweilige Konsortialführer für eine Kursstellung im Inland Sorge tragen und dies transparent machen. Eine Börseneinführung an einer ausländischen Börse soll für Privatplazierungen nicht vorgesehen werden.

(3) Eine für den gesamten Sekundärmarkt entscheidende Frage ist die Existenz der Börsenumsatzsteuer, die insbesondere den Handel bei geldmarktnahen Anleiheformen (Floating-Rate-Notes) behindert. Vom Aufkommen her eher eine Bagatellsteuer, verschlechtert die Börsenumsatzsteuer die Rendite für Nichtbankenanleger und damit die Konkurrenzfähigkeit inländischer Bankadressen beim Verkauf an Ausländer. Sätze zwischen 0,001 und 0,0025 v.H. des Transaktionswertes verursachen höhere Transaktionskosten und verschlechtern bei kurzfristigen Titeln die Rendite merklich. Die Gefahr ist unverkennbar, daß der Handel insbesondere mit geldmarktnahen Anleiheformen nach London oder Luxemburg abwandert. So sind z.B. auch am Finanzplatz Schweiz, der durch ähnliche steuerliche Belastungen („eidgenössischer Stempel“) gekennzeichnet ist, seitens der Banken massiv Wünsche an den Gesetzgeber herangetragen worden, um durch Aufhebung der staatlichen Abgaben die Konkurrenzfähigkeit des Schweizer Finanzplatzes wieder herzustellen.

Während Bundesbankpräsident *Pöhl* und Bundeswirtschaftsminister *Bangemann* sich aus diesen Gründen mehrfach nachdrücklich für eine Beseitigung der Börsenumsatzsteuer ausgesprochen haben – ersterer bezeichnete diese kürzlich sogar als eine Förderprämie für andere Plätze³⁵ – scheint das Bundesfinanzministerium aus Haushaltsgründen zumindest für die laufende Legislaturperiode an dieser Steuer festhalten zu wollen³⁶.

(4) Nicht zuletzt unter dem Gesichtspunkt der Funktionsfähigkeit und der dafür notwendigen Transparenz des deutschen Primär- und Sekundärmarktes sind sowohl aus Sicht des Emittenten als auch des Anlegers die Bilanzierungs- bzw. die Ausweisprobleme zu klären, welche die neuen Finanzierungsinstrumente stellen. Die Diskussion konzentriert sich dabei auf die Behandlung von Zero-Bonds, wobei sich zwei Extrempositionen gegenüberstehen:

Die eine, die, soweit ersichtlich, mehrheitlich von Wirtschaftsprüfern³⁷ vertreten wird, ist, Zero-Bond-Anleihen brutto – also mit der Summe, die

³⁵ Vgl. *K. O. Pöhl*: Neuorientierung an den Börsen und am Kapitalmarkt, a.a.O.

³⁶ *Bundesfinanzministerium*: Kapitalverkehrssteuern bleiben, in: *Börsen-Zeitung* vom 11. 9. 1985. Dabei mag u. a. eine Rolle gespielt haben, daß das Aufkommen der Börsenumsatzsteuern in den ersten Monaten des Jahres 1985 um 56 % auf rd. 340 Mill. DM gestiegen ist.

³⁷ Vgl. *H. Meyer*: Zinsen und Bankbilanzierung – Gedanken zum Einfluß der Verzinslichkeit auf die Bewertung der Aktiva und Passiva in der Bankbilanz, in: *K. H. Forster* (Hrsg.), *Bankenaufsicht, Bankbilanz und Bankprüfung*, a.a.O., S. 37ff., S. 149f.; *P. Ulmer* u. *C. Ihrig*: Ein neuer Anleihetyp: Zero-Bonds. Zivil- und bilanzrechtliche Probleme, in: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, Jg. 1985, H. 19, S. 1169ff., S. 1174.

zurückgezahlt werden muß –, unter den Verbindlichkeiten auszuweisen und für die noch nicht aufgelaufenen Zinsen einen Rechnungsabgrenzungsposten auf der Aktivseite zu bilden.

Bankenvertreter plädieren dagegen für einen Nettoausweis, bei dem unter den Verbindlichkeiten lediglich der Ausgabebetrag plus der bis zum jeweiligen Bilanzstichtag aufgelaufenen Zinsen ausgewiesen wird.

Die Vertreter beider Positionen haben durchaus ernst zu nehmende, sachliche Gründe für die eigene und gegen die andere Auffassung. Ein Kompromiß zwischen dem Vorsichtsprinzip und der Maxime des „true and fair view“: In der Vorspalte der Passivseite wird der Bruttobetrag ausgewiesen, von diesem aber der Teil der Zinsen abgezogen, der bis zum Bilanzstichtag noch nicht aufgelaufen ist. In der Hauptspalte erscheint dann nur der Nettobetrag.

Der Vorteil einer solchen Lösung wäre, daß die aufgelaufene Verpflichtung am Bilanzstichtag klar erkennbar ist, die Bilanz aber weder aufgebläht wird noch für einen gut verdienenden Emittenten die Möglichkeit besteht, die Differenz zwischen Aus- und Rückzahlungsbetrag als Disagio abzuschreiben und so hohe stille Reserven zu legen. Anleger könnten – soweit bilanzierungspflichtig – Zero-Bonds auf die gleiche Art unter den Aktiva ausweisen. Eine solche Regelung dürfte auch den steuerlichen Aspekten Rechnung tragen.

Weit weniger eindeutig lassen sich heute die Fragen der ordnungsmäßigen Bilanzierung bei den anderen neuen Finanzprodukten beantworten. So stellt sich z.B. wegen der Besonderheiten des englischen Rechts bei den „transferable loan facilities“ das Problem, ob diese unter der Position „Anleihen und Schuldverschreibungen“ als „Finanzierungsposition“ ausgewiesen werden sollten.

Als Anleger von Doppelwährungsanleihen ergeben sich für das Kreditinstitut ebenfalls einige bemerkenswerte Bilanzierungsprobleme. Einer Klärung bedarf z.B. die Frage, wie der Rückzahlungsbetrag in ausländischer Währung (insbesondere \$) der in heimischer Währung aktivierten Anlage zu behandeln ist. Bei Bewertung mit dem Tageskurs zum Emissionszeitpunkt liegt er typischerweise deutlich über dem anfänglichen Einzahlungsbetrag in DM. Strittig ist in diesem Zusammenhang, ob dieser Differenzbetrag in DM hinzutritt, oder ob mit dem höheren Rückzahlungsbetrag in ausländischer Währung bereits einer Abwertung der ausländischen Währung bis zum Ende der Laufzeit Rechnung getragen wird. Die beiden Varianten bringen gegebenenfalls auch unterschiedliche Abschreibungserfordernisse nach

dem Imparitätsprinzip bei einem Kursverlust der ausländischen Währung während der Laufzeit der Anleihe.

Im Bereich der schwebenden Geschäfte – wie etwa RUF/NIF –, die nach geltenden GoB nicht bilanziert werden, stellt sich die Frage nach einer sinnvollen Form des Ausweises der mit den zum Teil völlig neuartigen Geschäften dieses Bereichs verbundenen Eventualverbindlichkeiten. Geklärt werden muß beispielsweise die bilanzielle Behandlung der Zusage des Underwriter-Kreditinstituts zur Übernahme der emittierten Papiere im Falle ihrer Nichtplazierbarkeit am Geldmarkt. Ebenso werden die verschiedenen Ausprägungen drohender Verluste und deren Ausweis im Rahmen des Imparitätsprinzips analysiert werden müssen. Damit stellt sich auch die Frage nach einer objektivierten Bewertung der entsprechenden Risiken – insbesondere des langfristigen Bonitäts- und Plazierungsrisikos – und der dafür möglicherweise zu bildenden Rückstellungen.

(5) Es sei dahingestellt, ob es auch in der Bundesrepublik in einigen Jahren z.B. einen ausgeprägten Kredithandel geben wird, wie er sich zur Zeit in den USA entfaltet³⁸. Fest steht auf jeden Fall, daß eine derartige Entwicklung in der Bundesrepublik – anders als in den USA – keine grundlegenden Anpassungen in der finanziellen Infrastruktur erfordern würde. Die deutsche Universalbanken-Ordnung ist – und das hat sich ja auch bereits bei den oben skizzierten zinsvariablen Anleihen und Genußscheinen gezeigt – per se innovationsfreundlich, weil die Struktur des Bankensystems von den mit den Innovationen einhergehenden Grenzverschiebungen auf den Finanzmärkten kaum berührt wird. Organisatorische Anpassungen sind allenfalls innerhalb der einzelnen Kreditinstitute notwendig, da die zum Teil noch an den traditionellen Bankprodukten orientierte „Geschäftsaufteilung“ den spartenübergreifenden Innovationen nicht mehr gerecht wird.

(6) Sicher aber ist, daß diese neuen Produkte sowohl die Geldpolitik als auch die Bankenaufsicht vor neue Aufgaben stellen³⁹. Diese Reaktionen werden letztlich auch darüber entscheiden, in welchem Umfang und mit welchen rentabilitätsmäßigen Wirkungen diese Fazilitäten angeboten werden. Man wird dann wahrscheinlich feststellen, daß dem Prozeß der Ablösung des klassischen Kreditgeschäfts durch diese Instrumente dort Grenzen gesetzt sind, wo – wie bei manchen Formen der „Euro-Notes“ – die Ent-

³⁸ Vgl. H. Kaufmann: Financial Institutions and the Fragile, Volatile Financial Markets, in: A. W. Sametz (ed), The Emerging Financial Industry, Lexington 1984, S. 105 ff.

³⁹ Vgl. K. Andreas: A Central Bank View of Financial Innovation on the Capital Markets, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 90 vom 30. 9. 1983.

wicklung einseitig zugunsten der Anleger und der Schuldner geht, man sich aber gleichzeitig die Mitwirkung der Banken zu Mindestkonditionen erhalten will. Die Entwicklung wird entweder in eine dem Risiko entsprechende Vergütung für die von den Banken übernommene Rolle münden, oder die Bereitschaft der Banken, an solchen Konstruktionen mitzuwirken, an Grenzen stoßen, zumal auch die geldpolitischen Instanzen und die Aufsichtsbehörden nicht untätig bleiben werden.

Zusammenfassung

Internationale Finanzmärkte unter Innovations- und Liberalisierungsdruck

Die internationalen und nationalen Finanzmärkte sind seit Beginn der achtziger Jahre durch eine Welle von Finanzinnovationen gekennzeichnet. Diese verringert die bisher vorhandenen Trennungslinien zwischen den in- und ausländischen Euromärkten, zwischen Kredit- und Kapitalmärkten sowie zwischen den Märkten verschiedener Währungen.

Die Gründe für diese Entwicklung sind einmal die Reglementierung und Segmentierung einzelner Märkte. Diese bewirkten einen Innovationsdruck, der neue Produkte kreierte. Mit der zunehmenden Liberalisierung der Finanzmärkte in den USA, GB und Japan wurde es möglich, diese Produkte komplementär zu verknüpfen. Zum anderen haben verschärfte Bankaufsichtsbestimmungen und die verringerten Ertragsmöglichkeiten des Eurokreditgeschäfts die „Off-Balance-Sheet“-Aktivitäten verstärkt. Diese Entwicklung ist gekennzeichnet von einer Marktspaltung, verbunden mit einem Rollenwechsel der Banken: Für gute Adressen übernehmen die Banken anstatt einer Transformationsfunktion zunehmend eine Maklerfunktion. Diese Entwicklung legt die Hypothese nahe, daß künftig sehr gute Adressen ihre Finanzierung zunehmend auch an den Banken vorbei darstellen werden.

Zunächst aber bleibt festzustellen, daß der Ablösung des klassischen Kreditgeschäfts durch die neuen Produkte dort Grenzen gesetzt sind, wo – wie bei manchen Formen der „Euro-Notes“ – die Entwicklung einseitig zugunsten der Anleger geht, man sich aber gleichzeitig die Mitwirkung der Banken zu Mindestkonditionen erhalten will. Die Entwicklung wird entweder in eine dem Risiko entsprechende Vergütung für die von den Banken übernommene Rolle münden, oder die Bereitschaft der Banken, an solchen Konstruktionen mitzuwirken, wird an Grenzen stoßen, zumal auch die geldpolitischen Instanzen und die Aufsichtsbehörden nicht untätig bleiben werden. Erstere werden sich zu Reaktionen aufgefordert sehen, da diese neuen Produkte nicht nur die Aussagefähigkeit des Geldmengenbegriffs tangieren, sondern auch den Transformationsprozeß geldpolitischer Maßnahmen beeinträchtigen. Die Bankenaufsicht wird aufgrund der neuen Risiken tätig werden, insbesondere wegen der als Eventualverbindlichkeiten anzusehenden Rückfall-Linien (back-up-facilities), mit denen die „Underwriters“ den Kreditnehmern zur Verfügung stehen, weil diese bislang z.B. in der Bundesrepublik noch nicht den risikobegrenzenden Normen der Grundsätze unterworfen sind.

Summary

International Financial Markets under Innovation and Liberalization Pressure

Since the early eighties both national and international financial markets have been characterized by a wave of financial innovations, diminishing the hitherto existing separation between domestic and foreign Euromarkets, between credit and capital markets as well as between markets of different currencies.

The reasons for this development are on the one hand the regulation and segmentation of certain markets, which led to an innovation pressure the result of which was the creation of new products. The growing deregulation of the financial markets in the United States, Great Britain and Japan made it possible to combine such products in a complementary way. On the other hand, tighter banking supervisory regulations and decreasing earnings in the Euroloan business intensified the off-balance-sheet activities. This development is characterized by a market split paralleled by a changing role for the banks: As far as first-class borrowers are concerned, banks are increasingly assuming a broker function instead of a transformative function. This trend suggests that in future first-class borrowers will no longer arrange their financing exclusively through banks, but will also make growing use of other facilities.

At the outset it must be noted, however, that there are limits on the replacement of traditional credit business by the new products. These limits are highlighted when the continued participation of the banks is sought – at concessional rates – despite the usage of instruments which tend to overly benefit the investor. Cases in point here are some forms of Euronotes. This will either lead to compensation being paid to the banks according to the risk involved, or to constraints being placed on the freedom of banks to take part in such arrangements. Such a development appears all the more likely considering the fact that the monetary and supervisory authorities are bound to intervene at some stage. The former will feel themselves called upon to react, as the new products not only affect the informatory value of the money supply, but also impair the transformative process of the monetary policy measures. The banking supervisory authority will become active on account of the new risks, in particular with a view to the back-up facilities, which are to be considered as contingent liabilities and which are held by the underwriters for usage by the borrowers, as up to now these facilities have not yet been subject to the risk limiting rules of the German banking law principles.

Résumé

Marchés financiers internationaux sous la pression de l'innovation et de la libéralisation

Depuis le début des années 80 les marchés des capitaux internationaux et nationaux ont été marqués par une vague d'innovations financières effaçant les lignes qui séparent les euromarchés intérieurs et étrangers, les marchés financiers et les marchés des des capitaux, ainsi que les marchés de différentes monnaies.

Les raisons en sont la réglementation et la segmentation de marchés individuels. Elles ont exercé une pression d'innovation qui créait de nouveaux produits. La libéralisation des marchés des capitaux croissant aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne et au Japon, il est devenu possible de lier ces produits de manière complémentaire. En outre, les dispositions de contrôle bancaire plus sévères et les possibilités de rendement diminuées des opérations d'eurocrédit ont renforcé les activités de «Off-Balance-Sheet». Ce développement est caractérisé par une scission du marché lié à un changement de rôle des banques: au lieu d'une fonction de transformation les banques assument de plus en plus une fonction d'intermédiaire pour les bons clients, ce qui laisse entrevoir qu'à l'avenir de très bons clients préféreront effectuer leurs financements sans le concours des banques.

Pour le moment, il reste à constater cependant que la relève des transactions de crédit classiques par les nouveaux produits se heurte à des limites où – comme dans le cas de plusieurs formes de «euronotes» – l'évolution est clairement en faveur des investisseurs, mais où l'on veut aussi conserver le concours des banques à des conditions minima. Ou l'évolution débouchera dans une rémunération du rôle des banques correspondant au risque couru, ou la disposition des banques à coopérer dans de telles situations se heurtera à des limites, d'autant plus qu'aussi les instances financières et les autorités de contrôle ne resteront pas inactives. Les premières se verront invitées à des réactions, parce que ces nouveaux produits ne touchent pas seulement la force d'expression de la notion de la masse monétaire, mais portent aussi préjudice au processus de transformation de mesures en matière de politique monétaire. L'autorité de contrôle bancaire interviendra en vertu des nouveaux risques, surtout à cause des «back-up facilities» à considérer comme des obligations éventuelles, que les «underwriters» mettent à la disposition des emprunteurs, parce que celles-ci – en République fédérale d'Allemagne, p.e. – ne sont, jusqu'à présent, pas encore soumises aux normes des «Grundsätze» limitant les risques.