

## Perspektiven des Wertpapiergeschäftes\*

Von Hans-Jacob Krümmel, Bonn

Vor dem Hintergrund einschneidender Wandlungen an den nationalen und internationalen Finanzierungsmärkten bietet das Wertpapiergeschäft der deutschen Kreditinstitute einige interessante Perspektiven. Zu den Wandlungen an den Finanzierungsmärkten zählen vor allem: Bildung und Wachstum neuer internationaler Märkte, Wandlungen der Stromstärke und der Richtung der Finanzierungsströme an und zwischen den alten und neuen Teilmärkten, Innovation und Anpassung bei den Finanzierungs- und Anlageinstrumenten, erratische Ausschläge von Zinsniveau, Zinsstruktur und Laufzeitstruktur an den Kapitalmärkten. Es gibt unter diesen Wandlungen solche, die ihre Tendenz schon wieder umgekehrt und solche, die Dauer haben.

Eine Erscheinung von Dauer ist die Bildung internationaler Märkte. Sie hat dem Wertpapiergeschäft nach Volumen und Instrumentenkasten ein verändertes Gesicht gegeben.

Aber auch temporäre Erscheinungen hinterlassen dauerhafte Spuren. Fundamentale Erscheinungen an den deutschen Wertpapiermärkten waren in den 70er Jahren Zinsanstieg und Laufzeitverkürzung. Sie hatten ihre Ursachen in steigenden Inflationsraten, anhaltenden Inflationserwartungen, forciertem Gegenhalten der Notenbank mit allen verfügbaren Instrumenten. Inzwischen werden wieder sechsprozentige Anleihen emittiert, die Laufzeiten sind wieder etwas länger geworden. Sind also Hochzinsphase und Kursverfall eine temporäre Erscheinung? Gewiß, aber eine, die die Landschaft auf Dauer geändert hat. Es hat als Reaktion auf diese „temporäre Erscheinung“ Anpassungsprozesse gegeben, die verhindern, daß der Zustand der Finanzierungsmärkte, wie er in den 50er Jahren und 60er Jahren bestanden hat, auch nur annähernd wieder eintreten könnte.

---

\* Vortrag, gehalten auf der 50. Sitzung des Wertpapierarbeitsausschusses der Girozentralen am 27. 10. 1977 in Berlin.

Es seien im folgenden einige auf der wechsellvollen Phase der Geld-, Kredit- und Kapitalmärkte gründende Perspektiven des Wertpapiergeschäfts behandelt, und dies unter bankpolitischen Aspekten.

### **I. Auf dem Wege zu einem lückenfreien System der Finanzierungsinstrumente**

Kann man mit den Erfahrungen aus der Strukturverschiebung an den Kapitalmärkten in den letzten Jahren neue Versionen der alten Rüge stützen, die Banken vernachlässigten durch Traditionsbindung und Phantasiearmut den Kapitalmarkt, in der Kapitalmarktpflege hätten sie versagt, der Kredit stehe ihnen näher?

Dem aufmerksamen Beobachter der Entwicklung an den Finanzierungsmärkten erscheint diese alte bankpolitische Rüge nicht haltbar. Gleichwohl eignet sie sich als Ausgangspunkt für „Perspektivische Überlegungen“.

#### *1. „Die große Innovationswelle“*

Im ganzen gesehen ist eine der beeindruckendsten Erscheinungen an den Finanzierungsmärkten die Herbeiführung einer nahezu perfekten Geschlossenheit der Angebotsformen. Die Kreditinstitute des In- und Auslandes haben daran einen überragenden Anteil. Dieses Zusammenwachsen der Märkte hat auf verschiedenen Ebenen stattgefunden:

- Kapitalmärkte i. e. S., Kreditmärkte und Geldmärkte gehen mehr, als das früher der Fall war, ineinander über. Das ist nicht allein eine Folge des Zusammenrückens der Laufzeiten (bei Wegfall der echten Langläufer und der extrem langfristigen Kredite) in der Hochzins- und Restriktionsphase. Das gilt auch instrumentell: Die Palette ist vielgestaltiger und damit lückenloser geworden.
- Jedes Finanzierungsinstrument hat eine Reihe von Eigenschaften (Ausstattungsmerkmalen), die seine Vorteilhaftigkeit für bestimmte Investoren- und für bestimmte Anlegergruppen ausmachen. Solche Eigenschaften wurden im letzten Jahrzehnt freier, weniger konventionell gehandhabt. Früher wenig gebräuchliche Ausstattungsmerkmale wurden gewagt. Gleichwohl gibt es in einem bestimmten Sinne eine Standardisierung der Konditionen: Es existieren für jedes Finanzierungsinstrument Marktgruppen (Emittenten, Kreditgeber, Vermittler), deren Konditionen sich bei diesem Instrument angleichen. Man denke z. B. an die Homogenität der Konditionen im Schuldschein-

darlehensgeschäft. Man kann sagen, der Wettbewerb habe die Tendenz, auf zwei Stufen zu wirken: (1) auf der Stufe der Einzelinstrumente stark in Richtung auf die Einheitlichkeit der Konditionen der Mitglieder der Gruppe; (2) auf der Stufe der Konkurrenz unter den Instrumenten als Druck auf die Bandbreite der durchschnittlichen Finanzierungskosten (vom Standpunkt der Nehmer), auf die Renditenbandbreite (vom Standpunkt der Geber).

- Nationale und internationale Kapitalmärkte sind aneinander gerückt. Das geht hin bis zu einer Korrelation der Renditeentwicklung, die man so eng früher nicht beobachten konnte.

Was früher als ein System von Teilmärkten erschien, die gegeneinander wechselseitig abgeschottet waren, abgeschottet durch den speziellen Anwendungsbereich der Instrumente (Zäsur zwischen kurz und lang, zwischen Geld- und Kapitalmarkt), ist heute in ein an Übergängen reiches Marktsystem transformiert. Es gibt — cum grano salis — ein „Kontinuum der Finanzierungsinstrumente“. Die Konkurrenz unter den Finanzierungsinstrumenten, ihre partielle Substituierbarkeit, ist noch nie so deutlich vor Augen getreten wie durch die jüngst vergangene Entwicklung an den Finanzierungsmärkten. Das Bankwesen hat dabei eine exorbitante Produktphantasie entwickelt. Ausgangspunkte von Innovationen und Renaissanceen waren vor allem

- die Anpassung an erwartete oder eingetretene Instabilität von Marktkondition
- die Anpassung an Marktnischen wegen neuer Finanzierungsbedürfnisse
- die Anpassung an Marktschwächen, die durch institutionelle Hemmnisse entstanden sind.

## 2. Instabilität von Marktkonditionen

Die instrumentelle Phantasie als Reaktion auf Hochzinsphase und Restriktionspolitik beschränkte sich nicht allein auf die Laufzeitverkürzung (deren der Hochzinsphase voraufgehender Antrieb schon in der These von der Überdeckung des Hypothekenpfandbriefs lag). Es ist dieses ja nur eine der gangbaren Formen der Manipulation des Zins- oder Kursänderungsrisikos. Andere Formen wurden ebenso auf verschiedenen Teilmärkten eingesetzt. Man denke an die Abschnittsfinanzierung, an die Einführung von Papieren ohne Kursrisiko für private Anleger (wie den Bundesschatzbrief, die Sparbriefe). Man denke an roll-over-Kredite

und floating-rate-bonds am Euromarkt. Man denke an Anleihen mit Gläubigerkündigungsrecht (z. B. Brasilien 1976/77). Man denke schließlich an Anleihen mit Rückkaufsrecht gegen Aufgeld (z. B. Japan).

Was den inländischen Laufzeitverkürzungstrend angeht<sup>1</sup>, so muß man davon ausgehen, daß er längerfristig fortwirkt: Diesen Schock werden wenigstens die, die auf der falschen Seite lagen, nicht leicht wieder vergessen. Der Schock hat vor allem das Gesicht für eine Erscheinung geschärft: für die Risiken der Marktprognose. Wenn sich gegenwärtig eine Rückkehr zu längeren Laufzeiten anbahnt, so wird sie nicht allzuweit, sicher nicht auf den alten klassischen Langläufer gehen. Dazu bedürfte es der realen Erfahrung einer längeren Stabilitätsperiode ohne erratische Veränderungen des Kapitalmarkt-Zinses. Darüber hat man aber keine hinreichend wahrscheinliche Voraussicht. Man kann das auch in eine Frage kleiden: Welche Informationen haben wir heute über die Wirtschaftslage der Jahrtausendwende, die man ja mit dem Langläufer erreichen würde?

### 3. Neue Finanzierungsbedürfnisse

Die Geschichte der Finanzierungsmärkte der letzten 10 Jahre kennt neuartige und sie kennt Finanzierungsprojekte neuer Dimension. Stichworte: Recycling der Petrodollars, Großkraftwerkbau, Änderung der Grundlinie und des Volumens der Staatsfinanzierung in Deutschland.

Es handelt sich bei allen drei Beispielen um Phänomene, die an die Struktur gehen, nicht um kurzatmige Episoden. Wir stehen vor dauerhaften Perspektiven des Wertpapier- und Finanzgeschäfts. In allen drei Bereichen hat die Kreditwirtschaft mit der Internationalisierung der Märkte und mit einer eindrucksvollen Instrumentenbereicherung reagiert. Man denke an die schon in anderem Zusammenhang genannten roll-overs und floating-rate-bonds, man denke an multi-currency-options, an synthetische Anleihewährungen im Eurokredit, an die großen privaten placements im internationalen Schuldscheingeschäft.

---

<sup>1</sup> Kürzlich hat Hans Herbert Weber einen anderen Grund für den schwachen Rückschlag des Laufzeitpendels angegeben. Danach sind die Banken — als Konsortialmitglieder und Anleger ohnehin in einer starken Position — seit dem Übergang zum floating von sprunghaft höherer Liquiditätsvorliebe. Sie halten an relativ kurzen Laufzeiten fest, um beim Anspringen der Konjunktur unabhängig von einer dann zu erwartenden Restriktionspolitik der Bundesbank, die ihre Liquidität nach Null führt, Staatstitel in gewerbliche Engagements umschichten zu können. (Vgl. Bonn ist kein Herr der Laufzeiten, in: Deutsche Sparkassenzeitung, 12. 7. 1977, S. 3).

Zu dem dritten Stichwort (Änderung der Grundlinie und des Volumens der Staatsfinanzierung) sei eine „perspektivische Bemerkung“ angefügt. Seit dem Stabilitätsgesetz von 1967 rechnen wir eine neue Phase der Staatsfinanzierung. Zu dem Ziel solider und billiger Finanzierung von traditionell verursachten Haushaltsdefiziten ist das Ziel der Finanzierung konjunkturwirksamer Ausgaben getreten. Das öffentliche Finanzierungsvolumen stieg sprunghaft: Die öffentliche Verschuldung hat sich in 15 Jahren verzehnfacht. Schließlich hat sich auch die Finanztechnik der öffentlichen Hände verändert. Insbesondere der Bund hat das debt management mit Phantasie reichum (und mit großzügigen Konditionen) zu einem außerordentlichen Erfolg geführt. Unter den Instrument-Innovationen am inländischen Markt steht der Bundesschatzbrief obenan. Das Umlaufvolumen der Bundesschatzbriefe allein beträgt 4/5 des Umlaufvolumens des Bundes insgesamt. Eine andere Innovation sind die ebenfalls kurzfristigen Finanzierungsschätze, seit 1975 in kleiner Stückelung auch für private Anleger verfügbar.

#### 4. Institutionelle Hemmnisse

Institutionelle Hemmnisse, die an Eigenschaften von Finanzierungsinstrumenten anknüpfen, stehen hier als incentives für Innovationen und Renaissance an den Finanzierungsmärkten zur Rede.

Der locus classicus einer Innovation (hier als Wiederbelebung in neuer Form) zur Umgehung institutioneller Hemmnisse, die an Eigenschaften von Finanzierungsinstrumenten anknüpfen, ist das Schuldscheindarlehen. Das Hemmnis war die Vorschrift, daß Inhaberschuldverschreibungen nach § 155 AktGes zu bewerten seien. Bei Kursverlusten ist auf den niedrigeren Zeitwert auch bei Beständen abzuschreiben, die zum Deckungsstock gehören. Das Umgehungsinstrument war das Schuldscheindarlehen, in der Ausstattung hoch flexibel, kostengünstig und eben ohne Abschreibungszwang. Daher seine zeitweilig enorme und auch heute noch große Bedeutung<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Das Schuldscheindarlehnsgeschäft hat nach wie vor ein großes Volumen, es kennt aber Schwerpunktverschiebungen. Anders als im ersten Aufschwung, verlagert sich jetzt das Gewicht auf die Abschnitte öffentlicher Stellen. Gewerbliche Adressen werden rar. Sind sie schuldscheinfähig, so liegen sie auf der anderen Seite. Anzumerken ist, daß große Abschnitte gerade öffentlicher Stellen an ausländischen Plätzen gehandelt werden. Der Bund war am Euromarkt. Großkommunen sind mit Milliarden-Beträgen am Züricher Platz aufgetreten.

Vom Schuldscheindarlehnmarkt sagt man zuweilen, er sei ein „grauer“ Kapitalmarkt, weil Schuldscheinen die Fungibilität im Sinne von Abtretbarkeit fehle. Nun wird tatsächlich die Abtretung häufig vertraglich ausgeschlossen. Gleichwohl kann man schon heute von Schuldscheinen großer öffentlicher Adressen sagen, sie seien fungibel: Es hat sich gezeigt, daß sie bei Fehlen oder Aufhebung des Abtretungsverbots gut weiterzugeben sind. Man könnte indessen daran denken, die Fungibilität von Schuldscheinen auch anderer Adressen zu fördern, indem man Standards der Schuldscheinfähigkeit setzt (ein wenig in die Richtung, wenn auch nicht mit dem Ziel der Herstellung der Fungibilität, gehen die Richtlinien der Versicherungswirtschaft). Uniforme Stückelung wäre zur Herstellung der Abtretbarkeit nicht erforderlich. Auch die Kombination mit der Rücknahmezusage der Vermittlerbank läßt sich denken. Ausnahme in einer Politik der Herstellung der Fungibilität wird jedenfalls der Schuldschein deutscher öffentlicher Stellen an Auslandsmärkten bleiben. Hier ist das Abtretungsverbot unvermeidlich, wenn anders nicht der IMF mit Recht argumentieren soll, es sei weltwirtschaftlich nicht tragbar, daß die Regierung eines Hartwährungslandes mit hohen Devisenreserven sich auch noch im Ausland verschulde.

Es mag genügen, einige andere institutionelle Hemmnisse aufzuzählen. Stets ließe sich zeigen, daß sie Reaktionen in Richtung auf einen Ausgleich durch Produktvariation oder durch Substitution erzeugt haben:

- Emissionsgenehmigung nach §§ 795, 808 a BGB<sup>3</sup>.
- Kuponsteuer auf Zinszahlungen an Gebietsfremde<sup>4</sup>.
- Außenwirtschaftliche Beschränkungen für den Absatz von inländischen Wertpapieren.
- Als marktwidriges Hemmnis der Zukunft kann man die Verwirklichung des Gedankens der konjunktur- und börsenunabhängigen Belegschaftsaktien ansehen. Auf dem Felde der Sonderformen von gesellschaftsrechtlichen Anteilen ist überhaupt Vorsicht vor transaktionshemmenden Varianten am Platze. So ist der Volks- und Belegschaftsaktionär nicht das ideale Vehikel für die Förderung des Aktiensparens, weil er nicht mit der ganzen Wahrheit des Aktienwesens

<sup>3</sup> Hier kommen verschiedene Interessen des Bundes ins Spiel: Billiger Staatskredit, Kapitalmarktpflege durch Zinsverstätigung, mit Einschränkung Kapitalmarktpflege durch Bonitätskontrolle, Minimierung von Steuersparmöglichkeiten (Steuerfreiheit des Disagios).

<sup>4</sup> Doppelbesteuerungsabkommen fehlen z. B. gerade mit solchen Ländern, aus denen Petrodollars an den Markt kommen.

konfrontiert wurde. In diesem Sinne ist allein schon die Bezeichnung „Volksaktionär“ ein Hemmnis. Ein „Volksaktionär“ ist eben kein normaler Aktionär. Das Wort erweckt schiefe Assoziationen zu unangemessenen Erwartungshaltungen, zu eben doch nicht wertpapierreifem Status.

- Um auch ein ausländisches Beispiel zu nennen. Art. 651 schweizerisches Obligationsrecht verbietet die Emission von Anleihen ohne fixierten Gesamtbetrag. Open-end-Anleihen und Tenders kann es also dort nicht geben. Aus der Abwesenheit solcher Formen im schweizerischen inländischen Emissionswesen, den Emittenten und Emissionshäusern den Vorwurf der Phantasiearmut zu machen, wäre absurd. Überdies müßte zuvor geprüft werden, ob die Emittenten und die Konsortialbanken den Art. 651 OR nicht durch Substitution an ausländischen Kapitalmärkten umgehen.

Die Grenzen der Innovation liegen in den erwartbaren Marktpotentialen für neue Instrumente und in den Kosten der Markteinführung. Sie liegen weniger in übertriebenem Beharrungsvermögen — wie traditionell gerügt wird. Für Exoten wird es immer nur schmale Märkte geben.

### 5. *Zwei nicht geschlossene Lücken*

Anders liegen die Dinge mit den Grenzen für die Renaissance zweier wohlvertrauter Instrumente der Kapitalmarktfinanzierung der Industrie: Industrieschuldverschreibung und Aktie.

Die Industrieschuldverschreibungen erweisen sich seit langem als ein für die Industrie zu teures Finanzierungsinstrument. Substitute, leistungsfähige Substitute sind da: das Schuldscheindarlehen auf der einen, die mit Bankschuldverschreibungen refinanzierten langfristigen Bankkredite auf der anderen Seite — ein Geschäft gerade der Girozentralen, in das jetzt aber auch die Großbanken sich einschalten. Eine Renaissance der Industrieschuldverschreibung zeichnet sich nicht ab. Auch nicht vor dem Hintergrund der Beobachtung, daß die Industrie bei Rückgang des Eigenkapitalanteils bestrebt ist, wenigstens im Fremdkapitalbereich zu längeren Fristen zu kommen.

Man kann bei diesem offenkundigen Konsolidierungsbedarf ansetzen, wenn man zu der Malaise der Aktienfinanzierung übergehen will. Es ist für den Betriebswirt zuweilen ein befremdendes Erlebnis, wenn er sich mit Praktikern über Eigenkapitalfragen unterhält. Bei sinkenden Eigen-

kapitalanteilen (1975: rd. 32 % für alle Aktiengesellschaften, rd. 23 % für die Großunternehmen, rd. 20 % für die Personalgemeinschaften und Einzelunternehmen) wird zwar ein dringender Aufstockungsbedarf gesehen. Interessanterweise hört man aber weniger, es drücke der Mangel an haftenden Mitteln als vielmehr, es drücke der Mangel an langfristigen Finanzierungsmitteln. Man hält den Anlagendeckungsgrad für stark verbesserungsbedürftig. Da überhaupt niemand bisher eine zweifelsfreie und praktikable Methode zur Bestimmung des minimalen Eigenkapitalanteils (des maximalen Verschuldungsgrades) anbieten kann, gewöhnt man sich offenbar bei den Unternehmen an immer geringere Werte. Ausreichender Argwohn wird auch nicht durch die Beobachtung der relativen Verschlechterung der Haftungskapitalverhältnisse geweckt. Offensichtlich spielen ja die Kreditgeber mit. Die Überlegung, sinkende Eigenkapitalanteile sollten mit sinkenden Gesamtrisiken einhergehen, beunruhigt auch nicht sehr. Vielleicht deshalb, weil die Methoden der Quantifizierung der Risiken in praxi zu wünschen übrig lassen.

Hingegen wirkt ein Sinken der Anlagendeckung (wie die Konsolidierungsbemühungen zeigen) bedarfsweckend. Hier erweist sich die Kraft traditioneller Fristenkongruenzregeln als Normen der Finanzierungspraxis. Es zeigt sich zweierlei: Es wird der Bedarf *tatsächlich* durch langfristige Finanzierungsmittel ohne Haftungsfunktion (Konsolidierung im Fremdkapital-Bereich) gedeckt. Es wird aber *nur postuliert*, den Bedarf an langfristiger Anlagendeckung auch im Wege der Kapitalerhöhung zu decken. Diese ist nach wie vor nicht vorteilhaft. Auf der Anlegerseite ist zwar durch die Körperschaftsteuerreform eine Renditeanhebung zwischen 25 % und 30 % eingetreten. Auch ist eine gewisse Erleichterung durch das Umwandlungsteuergesetz zu erwarten (Umwandlungen von Familiengesellschaften in Aktiengesellschaften). Das aber reicht nicht hin, solange die schwache Risikoneigung der Anleger bestehen bleibt, solange die Gewinnsituation (Konjunkturerwartungen, Verteilungskampf, Importdruck) der Gesellschaften sich nicht erheblich bessert, solange Gewinne dem breiten Publikum verdächtig gemacht werden, bei steigenden Publizitätsansprüchen, bei Furcht vor wirtschaftlichen Folgen der Mitbestimmung. Für die Aktie gibt es kein Substitut. Hier ist eine Lücke im geschlossenen System der Finanzierungsinstrumente. Allerdings kann man den Banken daraus keinen Vorwurf machen. Wo sind die Chancen, Kapitalerhöhungen zu betreiben oder neue Unternehmen der Börse zuzuführen, die die Banken angeblich nicht wahrnehmen — und dies wider ihre eigenen Erfolgsinteressen?



## II. Änderung der Risikolage des Bankwesens aus dem Wandel an den Kapitalmärkten

Kann man mit Berechtigung davon sprechen, die Risikosituation des Bankgewerbes habe sich im Zuge der strukturellen Veränderungen der Finanzierungsmärkte gravierend verschlechtert? Welche Risikotatbestände sind dabei angesprochen? Gibt es einen Bedarf an zusätzlichen einlegerschützenden aufsichtsbehördlichen Maßnahmen, um diese veränderte Risikosituation abzufangen?

Aus der großen Zahl von Vorgängen an den Kapitalmärkten und an anderen angrenzenden Finanzierungsmärkten im letzten Jahrzehnt, die auf ihren Einfluß auf die Risikosituation bei Emittenten, Vermittlern (also vor allem Banken) und Anlegern untersucht werden könnten, seien nur einige interessante herausgegriffen, nämlich

- die Aktivitäten der Banken an den Euromärkten
- die zinsinduzierte Laufzeitverkürzung bei den inländischen festverzinslichen Wertpapieren
- Veränderungen in der Prüfung der Deckungsstockfähigkeit und
- der Gedanke der Einbeziehung der börsengängigen festverzinslichen Wertpapiere in die Aktiva nach Grundsatz II und III BAK.

### 1. Risiken an den Auslandsmärkten

Das stürmische Wachstum der Aktivitäten deutscher Kreditinstitute an ausländischen Finanzierungsmärkten, insbesondere an den Euromärkten — seien sie von der Zentrale, von Auslandsfilialen oder von Auslandstöchtern getragen — hat die Risikosituation im deutschen Bankwesen ohne Zweifel nach Quantität und Qualität verändert. Wenn die Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) berichtet, daß 1976 die Bruttoauslandsforderungen der Banken um 24 % gewachsen sind, so ist das ein gutes Indiz für das Tempo der Marktentwicklung. Daß es ohne diese Aktivitäten nicht gelungen wäre, die Zahlungsbilanzdefizite einer ganzen Reihe von Ländern zu finanzieren, daß es ein Verdienst der Eurobanken ist, Großprojekte neuer Dimension und neuer Art finanzierbar gemacht zu haben, steht fest. Solche Verdienste lassen sich aber nicht einfach gegen den sich ausbreitenden Eindruck aufrechnen, das Euroengagement der Banken habe die Risikosituation unüberschaubar und wenigstens für die inländische Bankenaufsicht unhandlich gemacht.

Der Mangel an Überschaubarkeit basiert vor allem darauf, daß Risiken neuer Qualität entstanden sind:

- Die Beurteilung der Bonität ausländischer gewerblicher Emittenten, ausländischer Staaten und der von ausländischen Staaten verbürgten Engagements verlangt eine andere Technik und ein erweitertes Urteilsvermögen des Bankmanagement. Hier verbindet sich neues Managementrisiko mit andersartiger Qualität des Bonitätsrisikos. Was insbesondere das Bonitätsrisiko ausländischer öffentlicher Emittenten angeht, so kann man es nicht in jedem Falle bei dem Hinweis auf die formale Konkursunfähigkeit bewenden lassen.
- Transferrisiken haben Banken stets im Zuge ihres grenzüberschreitenden Geschäfts übernommen. Bei dem starken Wachstum der Engagements an ausländischen Kapitalmärkten hat aber die Quantität die Qualität verändert. Erst die heute zur Rede stehenden Finanzierungsvolumina machen drohende Prolongationen, Moratorien und Umschuldungen zu einem Risikofaktor von Gewicht.
- Da an Euromärkten Fluchtkapital und Kapital unerprobter Anleger, wie der Großanleger aus den OPEC-Ländern, angelegt ist, besteht ein Abzugsrisiko, das mit statistisch langfristig gesicherten Bodensatzvorstellungen im Inlandsgeschäft nicht vergleichbar ist. Zwar beobachtet man z. B., daß die Zinserträge weitgehend in den Markt zurückfließen. Aber das ist kein hinreichendes Indiz für die Absicht, sich langfristig zu binden. Der Rückfluß hat überwiegend steuerliche Gründe.
- Das Placierungsrisiko am Eurokapitalmarkt ist bei den dort vorkommenden sehr großen Abschnitten tendenziell höher als am Inlandskapitalmarkt.

Nun ist es mit dem Ausweis neuer und höherer Risiken, die auf unsere Banken und auf ihre Auslandstöchter zukommen, nicht getan. Man muß prüfen, was die Banken als Marktteilnehmer selbst an Risikopolitik betrieben haben. In einem zweiten Schritt können dann Überlegungen darüber folgen, ob gleichwohl noch ein Bedarf an aufsichtlichen Vorkehrungen verbleibt.

Zum Verbund Bonitätsrisiken/Managementrisiken seien zwei Überlegungen beigesteuert. Die subjektive Komponente (Sind die deutschen Eurobanken personell in der Lage, den höheren Anforderungen nachzukommen?) scheint keinen Grund zur Besorgnis zu geben. Wenn es heißt, die Bonitätsprüfung erfordere die Ressourcen großer erfahrener Häuser, so sind sie offenbar im Einsatz.

Die objektive Komponente (Erlangbarkeit der zu einer sorgfältigen Bonitätsprüfung erforderlichen Informationen) scheint eher gefährdet. Das trifft besonders für die Entwicklungsländer und für einige Staatshandelsländer zu. In manchen Entwicklungsländern können Insider über ihre eigene Wirtschaft nur so wenig wissen, daß man von Bonitätsprüfungen auf der Basis von economic fiction sprechen könnte. Und der Rat der BIZ, die Konsortien sollten die Anleiheverhandlungen als Druckmittel zur Informationsbereitstellung benutzen, ist so selbstverständlich wie angesichts des Fehlens statistischer Infrastruktur in einer Reihe solcher Länder aussichtsschwach.

Wegen der Transferrisiken schalten die internationalen Konsortien den Internationalen Währungsfonds und die Weltbank als Instanzen ein, die allein in der Lage sind, Druck in Richtung auf eine zahlungsbilanzgerechte Wirtschaftspolitik auszuüben. Daß man sich darauf allein nicht verlassen kann, daß es gleichwohl sorgfältiger Prüfung des Trends internationaler Zahlungsfähigkeit des Schuldnerlandes bedarf, versteht sich. Weil das Generalthema „Perspektiven des Wertpapiergeschäftes“ heißt, sei bemerkt, daß die Einschaltung der internationalen Institutionen eine Hintertür für Reglementierungen am freiesten Markt der Welt werden könnte. Eine höchst unerwünschte Form von Risikoprämie.

Das Risiko des Abzugs von Fluchtkapital kann man nicht beseitigen, solange man nicht neben den offenbaren auch die verdächtigen Fälle abweist. Ein solches Vorgehen verbietet sich als zu rigoros und ist aus Konkurrenzgründen nicht gangbar. Man darf den Fluchtkapitalaspekt auch nicht überbewerten. Der Anteil am Gesamtaufkommen ist groß, aber nicht durchweg instabil. Gerade bei den Projekten, bei denen der Abzug besonders gravierende Folgen hätte (Entwicklungsländer), stammen die Mittel überwiegend von den internationalen Instanzen oder sie sind durch den Filter einer großen Transformationsinstanz gegangen.

Was schließlich die höheren Placierungsrisiken angeht, so habe ich keine Indizien dafür, daß die Placierungskraft beteiligter deutscher Konsortialbanken überzogen worden ist.

Bankaufsichtlich scheint mir dieser Befund quantitativ tragbar, wenngleich nicht vergessen werden darf, daß die Margen im Eurogeschäft zeitweise eine Deckung der Risiken nicht erlauben. Hier stehen wir vor einer Eigenschaft, die sehr freien Märkten mit starker Konkurrenz ganz natürlich anhaftet, die aber vom Standpunkt des Anlegerschutzes zu Restriktionen verführen muß.

Aber es gibt noch einen anderen Ansatzpunkt einlegerschutzpolitischer Überlegungen: Wenn inländische Kreditinstitute oder ihre Filialen an ausländischen Kapitalmärkten (und anderen ausländischen Finanzierungsmärkten: Eurogeldmarkt, Eurokreditmarkt) zusätzliche Risiken eingehen, so sind diese — allerdings ohne Rücksicht auf eine möglicherweise andere Risikoqualität — durch die inländischen bankaufsichtlichen Vorschriften abgedeckt. Was in diesen Fällen bleibt, ist das Risiko, daß Aktiva bei den Auslandsfilialen kraft ausländischen Aufsichtsrechts blockiert sind, wenn sie bei Bedarf der Gesamtbank abgezogen werden sollen. Anders liegen die Dinge bei den Auslandstöchtern. Hier hängt alles von der Frage ab,

- ob das Standing der Auslandstöchter wesentlich darauf beruht, daß sie starke Mütter haben (das muß man zugeben)
- und ob — wenn schon nicht rechtlich, so doch tatsächlich — der Markt davon ausgehen kann, daß die Mütter für Verluste ihrer Auslandstöchter geradestehen müssen.

Die Haftungsbeziehung aus Beteiligung ist in Grundsatz I BAK voll berücksichtigt. Die Kredite an die Auslandstöchter werden aber nur zur Hälfte angerechnet. Frage ist, ob es dabei bleiben kann (Alternative: Vollanrechnung) und ob nicht sogar ein Bruch mit der bisherigen Konstruktion des Grundsatzes I, ein fiktiver Ansatz für den tatsächlichen Zwang zum Verlustausgleich erforderlich wäre. Ich plädiere dafür, den Grundsatz I in dieser Hinsicht so zu lassen, wie er ist. Zunächst sehe ich in einem Ansatz für den tatsächlichen, rechtlich nicht gestützten Zwang zum Verlustausgleich ein kaum befriedigend lösbares Problem. Eher ließe sich über die Vollanrechnung der Kredite reden. Der Gesichtspunkt, daß gerade bei den Luxemburger Töchtern die Eigenkapitaldeckungsrelationen aufgrund örtlichen Aufsichtsrechts schwächer sind als bei den inländischen Müttern, scheint mir aber nicht durchzuschlagen, solange nicht der Nachweis geführt wird, daß der Risikoinhalt des Geschäfts der Töchter die Inlandsnorm oder sogar noch rigorosere erfordert. Dieser Nachweis ist nicht erbracht. Er kann nicht ausschließlich mit Geschäftsvolumina geführt werden. Es bedürfte einer qualitativen Analyse der Aktiven der Töchter.

## *2. Zinsinduzierte Laufzeitverkürzung*

Mit dem Blick auf den Kursverfall festverzinslicher inländischer Wertpapiere in der Hochzinsphase hat man sich angewöhnt, eine neue Risiko-

vokabel zu benutzen. So existiert seither ein Abschreibungsrisiko. Das neue Wort (für eine auch früher bekannte Sache) hat seine Berechtigung: Es bezeichnet eine besondere Komponente des guten alten Kursänderungsrisikos. Dieses besteht ja darin, Verluste zu erleiden (also Vermögen zu verlieren), weil man bei steigendem Marktzins niedriger verzinslicher Titel nur zu gedrücktem Kurs verkaufen kann.

Wenn man vom Kursänderungsrisiko spricht, hat man eine Zinsänderungserwartung auf einen bestimmten zukünftigen Veräußerungszeitpunkt im Auge. Man erwartet eine Verlustrealisation. Der gleiche Marktbestand — Zinsanstieg und Kursverfall — wird beim Abschreibungsrisiko anders umgesetzt. Beim Abschreibungsrisiko handelt es sich nicht um das Risiko erwarteter unterwertiger Realisation, sondern um das Risiko, in einer Handelsbilanz auch Bestände, die man bis zum Bilanzstichtag gar nicht veräußern will, bei Kursverfall nach dem strengen Niederstwertprinzip abschreiben, die Verlustrealisation im Jahresabschluß vorwegnehmen zu müssen. Diesen erwarteten Abschreibungszwang kann man wiederum nur als wirtschaftliches Risiko bezeichnen, wenn sich aus ihm rechtliche oder tatsächliche vermögenswirksame Folgen ergeben: Entweder muß die Bilanzpublizität via Verlustnachweis zu einer Verschlechterung des Finanzierungsstandes des Bilanzierenden führen — oder es muß der verminderte Periodenerfolg notwendige Ausschüttungen verhindern — oder es muß schließlich zu einer unerwünschten zeitlichen Verschiebung (und damit bei einer progressiven Ertragsteuer zu einer Veränderung) der langfristigen Steuerlast kommen.

Im Anschluß an die Hochzinsphase mit Kursverlusten von bis zu 36 % (1974 bei 6 %-Pfandbriefen, die in den 50er und 60er Jahren placiert wurden) ist deshalb die Forderung erhoben worden, das Niederstwertprinzip neu zu überdenken. Es gilt ja streng für die Bewertung von Inhaberschuldverschreibungen bei Versicherungen und generell bei bilanzierungspflichtigen Anlegern, wenn sie Wertpapiere im Umlaufvermögen führen. „Das Niederstwertprinzip überdenken“ kann nur bedeuten, Formen der Umgehung zu prüfen:

- Man kann — wie das Versicherungen im großen Umfang getan haben — die Inhaberpapiere bei Emittenten vinkulieren lassen. (1. Form)
- Man kann Bestände an Festverzinslichen in das Anlagevermögen überführen. (2. Form)

— Man kann — wie das Versicherungen ebenfalls in großem Umfang getan haben — aus den Festverzinslichen in die Schuldscheine gehen. Die Schuldscheinhausse ist ja überhaupt im wesentlichen ein Reflex des Abschreibungsrisikos gewesen. (3. Form)

Die erste Form der Umgehung ist nicht immer gangbar. Aber sie ist *de lege lata* bilanzrechtlich nicht zu beanstanden. Natürlich ändert die Vinkulierung von Inhaberpapieren nichts an Motiv und Dauer der Anlage. Beides hat sich vom Standpunkt des Gläubigerschutzes nicht geändert. Und deshalb sollte es *de lege ferenda* nicht auf die Qualität „Inhaberpapier oder nicht“, sondern allein auf die Qualität „Umlaufvermögen oder nicht“ ankommen.

Die zweite Umgehungsmöglichkeit könnte man auch Umgehung durch Umwidmung nennen. Es ist vorgetragen worden<sup>5</sup>, da die Wertpapierbestände der Kreditinstitute bei im Zeitlauf sehr stark schwankenden Zuwachsraten doch im allgemeinen netto nicht abnehmen, seien sie Daueranlage. Es sei deshalb nicht sachgerecht, sie im Umlaufvermögen zu führen. Nun ist zwar das der Definition des § 152 (1) AktGes zugrunde liegenden Kriterium für die Unterscheidung von Anlage- und Umlaufvermögen die Dauer der Anlage (vereinfachender — und aus dem mit dem Niederstwertprinzip verfolgten Bewertungsgedanken streng genommen nicht zu vereinbarender — Ansatz von Forderungen mit 4 Jahren und mehr vereinbarter Laufzeit), aber diese bestimmt sich nach dem Prinzip der Einzelbewertung, und daher selbstverständlich nicht als durchschnittliche Aufenthaltsdauer des gesamten Portefeuilles.

Die dritte Form der Umgehung sei trotz ihrer marktpolitischen Bedeutung beiseitegesetzt. Eine Beurteilung folgt hier grundsätzlich den gleichen Gedanken, die eben schon verwendet wurden.

Aus der zinsinduzierten Laufzeitverkürzung soll sich ein Risiko besonderer Art ergeben, über das man in letzter Zeit häufiger gelesen hat: Es wird befürchtet, daß das Ausmaß der Umschichtung von Langläufern in Kurzläufer — da in einem relativ kurzen Zeitraum sprunghaft angefallen — Ende der 70er Jahre oder Anfang der 80er Jahre zu einem Angebotsüberhang mit zinssteigernder Wirkung führen könne. Das könne sogar der Anfang einer neuen Welle gleicher Art werden. In ähnliche Richtung geht die Argumentation bei dem Ersatzanlageproblem: Man konstatiert in den Bilanzen von Kreditinstituten und von Unternehmen

---

<sup>5</sup> *Irmeler, H.*, Kapitalmarktpolitische Grundsatzfragen, in: *Der langfristige Kredit*, 27. Jg. (1976), Heft 11, S. 340.

massierte Zugänge an Wertpapierbeständen. Es steht nun außer Zweifel, daß diese Zugänge zu einem beträchtlichen Teil Ersatzanlagen sind, aufgebaut wegen der mangelhaften Kreditnachfrage aufgrund geringer Investitionsneigung der Industrie. Käme es bei anspringender Konjunktur zu Verkäufen, so könnten diese nur zu gedrückten Kursen ausgeführt werden. Die Ersatzanlage sei also gar nicht liquide. Den Banken drohe ein erhebliches Kursänderungsrisiko. Überdies gebe es Angebotsdruck mit der Folge der Zinssteigerung.

Nach meiner Ansicht spricht erheblich mehr gegen als für solche Perspektiven:

- Es handelt sich um zwei Phänomene, die nach Entstehungszeitpunkt, Restlaufzeitenstruktur und demnach nach dem Zeitpunkt mutmaßlichen Auftretens am Markt unterschiedlich sind. Die Wellen brauchen sich nicht zu kumulieren.
- Im Falle der Ersatzanlagen wird ein Anspringen der Konjunktur mit Sofortzündung der Investitionsneigung und der Kreditnachfrage unterstellt. Das Ersatzanlagenproblem ist ja eigentlich nur eine Verfremdung der Kursänderungsrisiken bei konjunkturell bedingtem Anstieg des Kapitalmarktzinses. Mittelfristige Prognosen lassen in dessen diese Voraussetzung nicht wahrscheinlich erscheinen.
- Es fehlt an schlüssigen Indizien dafür, daß die „Wellenberge“ schmal und hoch sind. Für flache Angebotswellen ist der Markt allemal gut. Unterstellt man aber, die Wellen seien schmal und hoch, dann fehlt in der Angebotsdruckthese jede Aussage über die mutmaßliche Nachfragesituation, auf die sie treffen. Ich meine sogar, man sollte die Kurzläufer in den Portefeuilles nicht immer nur als drohendes Refundierungsrisiko sehen. Sie können sich ebensogut als willkommenes Potential an Umschichtungsmöglichkeiten erweisen.

### *3. Veränderung in der Prüfung der Deckungsstockfähigkeit*

Die Neufassung des Versicherungs-Aufsichts-Gesetzes (VAG) hat materielle und verfahrenstechnische Änderungen bei der Prüfung der Deckungsstockfähigkeit gebracht. Es sei hier nur eine Erscheinung herausgehoben, die als eine interessante Perspektive im Anlegerbereich angesehen werden kann.

Nach der Novelle liegt die Beurteilung der Bonität des Schuldners als Maßstab für das Anlegerrisiko des Deckungsstocks bei der Versiche-

rungsgesellschaft selbst. Sie wird im Rahmen der Kriterien, die das VAG setzt, von dem Rechtsunterworfenen selbst betrieben. Man sollte nun eigentlich erwarten, daß die Versicherungen ihren Beurteilungsspielraum eher großzügig nutzen, Deckungsstockfähigkeit also leichter erkennen würden als zuvor die Behörde. Das Gegenteil ist der Fall. Auch daher kommt es, daß ihnen im Schuldscheingeschäft die deckungsstockfähigen Adressen rar werden. Sie dezimieren diese ausgerechnet in einer Situation, in der der industrielle Finanzbedarf ohnehin stagniert. Und sie tun das in dieser Marktsituation ohne Rücksicht auf die Rückwirkungen auf das Schuldscheinvolumen, das ihnen die Banken als Vermittler anbieten können. Auch von dort kann das Heil ja nur in dem Umfang kommen, den die neuen Maßstäbe der Versicherungen zulassen. Da die Versicherungen wohl auch noch auf mittlere Frist Schwierigkeiten bei der Diversifikation von Adressen haben werden, kann man vermuten, daß der neue Besen der Bonitätsprüfung sich ein wenig abnützt.

#### *4. Börsengängige festverzinsliche Wertpapiere in Grundsatz II und III*

Die bei steigendem Marktzins auftretenden Kursverluste haben zu dem Gedanken geführt, die festverzinslichen börsengängigen Wertpapiere nicht mehr als liquide Anlage anzusehen und sie deshalb ganz oder teilweise in die Aktiva nach den Grundsätzen II und III des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen einzubeziehen.

Eine Einbeziehung in die Aktiva der Liquiditätsgrundsätze hätte die Wirkung, daß ganze Klassen von Kreditinstituten „die in den Grundsätzen festgelegten Obergrenzen nicht nur geringfügig oder wiederholt“ überschreiten, so daß die Vermutung begründet wäre, daß ihre Liquidität zu wünschen übrig läßt.

Gegen die Einbeziehung der börsengängigen festverzinslichen Wertpapiere in die Liquiditätsgrundsätze sprechen folgende Gründe:

a) Bei jeder aufsichtsrechtlichen Liquiditätsregel muß man ein Niveau der Liquiditätsbelastung unterstellen, daß die rechtsunterworfenen Kreditinstitute aushalten können sollen. Wesentlich ist, ob man die Grundsätze II und III als Regeln für den Fall anzusehen hat, in dem in einer Restriktionsphase alle Banken ihre Portefeuilles auskehren oder ob sie Regeln sind, die auf durchschnittlich zu erwartende Kursverluste abstellen, mit denen bei einzelwirtschaftlich begründeter Veräußerung zu einem unbekanntem zukünftigen Zeitpunkt zu rechnen ist. Nach meiner



Ansicht muß das letztere gelten mit der Folge, daß die dann zu erwartenden Abschläge vernachlässigt werden können und der Ansatz in Grundsatz II und III sich verbietet<sup>6</sup>. Wenn man — wie nach herrschender Meinung — die Einstellung unter die Grundsatz-III-Aktiva an dem Kriterium der Verwertbarkeit mißt, muß man konsequent annehmen, die gegenübergesetzten Passiva seien nach dem Kriterium des *vorfristigen* Abrufs ausgewählt. Tatsächlich sieht der Katalog der Grundsatz-III-Passiva aber sehr nach durchschnittlich erwartetem Abruf aus. Trifft aber dies zu, dann muß bei den Aktivpositionen nach planmäßigen Restlaufzeiten und nicht nach der Verwertbarkeit unter Druck vorgegangen werden.

Wenn es Kreditinstitute gegeben hat, die in der Restriktionsphase bei Grundsatz III gute Kennziffern nachweisen konnten und gleichwohl fast illiquide waren, so sollte man daraus nicht den Schluß ziehen, daß — hätte man nur die Wertpapiere zuvor einbezogen — die Zahlungsfähigkeit erhalten worden wäre. Vielmehr scheint mir der Schluß nahe, die Regel treffe gar nicht den geschilderten Sachverhalt, sie richte sich nicht auf Kursänderungsrisiken in Hochzins- und Restriktionsphasen.

b) Betrachtet man die Liquiditätsgrundsätze als Ausfluß der Bodensatzregel, dann kommt es darauf an, Gruppen von Aktiva und Passiva auf ihre Fristenkongruenz im Sinne der Entsprechung in der durchschnittlich erwarteten Restlaufzeit zu prüfen und daraus ein „Liquiditätsurteil“ abzuleiten. Bei diesem Ansatz wären die börsengängigen festverzinslichen Wertpapiere liquide Anlagen, wenn die Bank eine vernünftige Diversifikation der Restlaufzeiten betreibt. Da die Grundsätze — in diesem Sinne interpretiert — aber die Diversifikation der Restlaufzeiten überhaupt nicht berücksichtigen, vielmehr nur einfache Pauschalansätze kennen, kann man auch auf diesem Wege nicht zum Ansatz der börsengängigen Festverzinslichen in den Liquiditätsgrundsätzen kommen.

---

<sup>6</sup> Für Grundsatz I ergeben sich Überlegungen gleicher Art. Soll das Verhältnis der Risikoaktiven zu den haftenden eigenen Mitteln bestimmt sein durch die Verhältnisse bei einem run auf alle Bankschalter oder durch die Verhältnisse, die herrschen, wenn nur das in Rede stehende Kreditinstitut in Schwierigkeiten gerät? Die beiden Belastungsfälle unterscheiden sich qualitativ. Vgl. Stützel, W., Bankpolitik — heute und morgen, 2. Aufl., Frankfurt 1964 und Krümmel, H.-J., Liquiditätssicherung im Bankwesen, in: Kredit und Kapital, 1. Jg. (1968), S. 247 ff. und 2. Jg. (1969), S. 60 ff.

### III. Wettbewerb im Konsortialgeschäft?

Gibt es Wettbewerbsschwächen im Emissionsgeschäft? Ist es richtig, daß — wie vorgeworfen wird — die Konsortien den Emittenten gegenüber in einer dauerhaft überlegenen, heillos starken Verhandlungsposition sind? Stimmt es, daß — wie vorgeworfen wird — die Konsortien zementiert sind, ohne daß es dafür andere als wettbewerblich untragbare Gründe geben würde?

Die Kapitalmarktentwicklung der letzten 10 Jahre ist durch eine erhebliche Steigerung des Emissionsvolumens an inländischen Wertpapieren, vor allem an festverzinslichen Papieren gekennzeichnet. Sie ist gekennzeichnet durch eine wachsende und inzwischen bedeutende Beteiligung inländischer Kreditinstitute mit ihren Auslandsfilialen und Auslandsstöckern am internationalen Emissionsgeschäft. M. a. W. der Umfang der Emissionsgeschäfte inländischer Kreditinstitute hat sich vervielfacht. Der Erfolg dieses Geschäftszweiges ist beachtlich und hat dazu beigetragen, daß die im Zuge des harten Bankenwettbewerbs auftretenden Spannungen in der Ertragslage ausgeglichen werden konnten. Angesichts dieser Entwicklung scheint die Frage nach wettbewerblichen Schwächen an den Emissionsmärkten ein größeres Gewicht als je zuvor zu gewinnen. Überspitzt gefragt: Haben sich die Konsortialbanken auf Kosten der Emittenten und zugleich auf Kosten von Mitbewerbern, denen sie den Markteintritt verwehren, wettbewerbswidrig bereichert?

Man muß, ehe man in eine nähere Prüfung solcher Vorwürfe eintritt, drei Marktbereiche auseinanderhalten:

- den Bereich der inländischen gewerblichen Emissionen, m. a. W. den Bereich der Industriekonsortien,
- den Bereich der Emissionen inländischer öffentlicher Schuldner, m. a. W. den Bereich des Bundesanleihenkonsortiums und anderer Konsortien für öffentliche Anleihen,
- die internationalen Kapitalmärkte, mit den sich dort bildenden internationalen Konsortien.

Die Wettbewerbsschelte gegen das Konsortialgeschäft richtet sich nicht gegen die internationalen Konsortien. Sie richtet sich auch nicht so sehr gegen den Bereich der Emissionen der öffentlichen Hand, wiewohl sich auch hier wenigstens die Frage nach den zementierten Konsortien stellen läßt. Sie richtet sich gegen die Industriekonsortien. Sie ist nämlich ein Teilaspekt der Kritik am Universalbanksystem. Man argumentiert mit

Wettbewerbsargumenten gegen eine der Komponenten der behaupteten Macht der Banken über die Wirtschaft. Der Vorwurf, die Konsortien seien verfestigt, zielt eigentlich darauf, es seien wenige Banken und immer die gleichen, die durch Beschränkung des Marktzuganges andere von diesem Feld der Betätigung der Macht über die Wirtschaft fernhalten. Der Vorwurf, der Emittent sei gegenüber den verfestigten Konsortien stets in der schwächeren Verhandlungsposition, da er keine andere Wahl habe, zielt eigentlich darauf, die Abhängigkeit der Wirtschaft von den Banken zu erweisen. Es ist deshalb konsequent, die Vorwürfe in dem Bereich zu prüfen, auf den sie sich richten: im Bereich der Industriekonsortien.

### *1. Monopolstellung der Konsortien*

Die behauptete schwache Verhandlungsmacht der Emittenten gegenüber den Konsortien beruht auf einer Reihe von irrigen Annahmen:

a) Das Konsortium ist nicht — wie angenommen wird — die unabhängige Marktseite. Gerät das Konsortium in die Lage, das Gewicht seiner Erfahrung und seines Kenntnis der aktuellen Marktsituation zu benutzen, um den Emittenten für bestimmte Emissionsbedingungen (Zeitpunkt, Volumen, Laufzeit, Ausstattung) zu gewinnen, so wird es dazu durch seine Einschätzung des Verhaltens der Anleger der wirklichen Marktgegenseite veranlaßt.

b) Das Emissionsgeschäft steht gerade im deutschen Universalbank-system im Sortimentszusammenhang. Es gibt keinen plausiblen Grund, der die Emittenten als Kunden, die bei ihrer Hausbank den wesentlichen Teil ihrer Bankleistungsnachfrage befriedigen, davon abhalten sollte, diese ihre Hausbank, die Bank ihres Vertrauens, auf Dauer mit der Konsortialführung zu beauftragen, wenn sie die objektiven Voraussetzungen für ein erfolgreiches Emissionsgeschäft auch nur im gleichen Maß hat wie andere Häuser. Ein isoliertes Konsortialgeschäft ist eine irrige Unterstellung. Verhandlungsmachtpotentiale erwachsen den Kunden wie den Konsortialbanken aus allen Sparten der Geschäftsverbindung. Wessen Verhandlungsmacht überwiegt, entscheidet sich nicht ausschließlich im Emissionsgeschäft. Außerdem sind Verhandlungsmachtpotentiale nicht stabil. Wenn am Markt gute Adressen rar werden, schwinden Überlegenheitspositionen der Banken wie Schnee an der Sonne.

c) Es ist auch irrig, davon auszugehen, industrielle Emittenten seien stets auf den Weg der Emission über das Konsortium angewiesen, wenn

sie sich langfristig finanzieren wollen. Unternehmen können sich — wenigstens wenn es sich um die großen Publikumsgesellschaften handelt (und gerade auf die angebliche Macht über die Großen ist die Universalbankschelte besonders gemünzt) — über internationale Konsortien finanzieren. Die Entwicklung der langfristigen Industriefinanzierung der letzten Jahre hat gezeigt, daß die Unternehmen die Konsortien schlicht links liegen lassen können. Sie können weder von ihrer Hausbank noch von dem angeblichen Machtkonstrukt „Dauerkonsortium“ gezwungen werden, Industrieobligationen zu emittieren. Es wäre häufig gerade vom Standpunkt der Hausbank gut, wenn man Unternehmen zur Verstärkung der Haftungsbasis durch Aktienbegebung zwingen könnte. Es stehen den Unternehmen Substitute der langfristigen Finanzierung zur Verfügung: im direkten Schuldscheindarlehen von Versicherungen, im langfristigen Bankkredit (man denke an den Kredit an VW in Höhe von mehreren 100 Mill. DM in einer Verlustsituation), im durch (sonstige) Bankschuldverschreibungen finanzierten langfristigen Kredit der Girozentralen. Es gibt Aktienemissionen, die nicht über Konsortien placiert werden (Bayer, GHH, zuletzt BASF im Frühjahr 1977). Im ganzen: Ein Angebotsmonopol auf der Grundlage dauerhaft zugunsten von Konsortien verteilter Verhandlungsmacht kann nicht angenommen werden.

## *2. Zementierung der Konsortien*

Die Prüfung dieses Vorwurfs läuft darauf hinaus, festzustellen, welche Gründe die Existenz der Dauerkonsortien und die Dauerhaftigkeit ihrer Zusammensetzung stützen. Es sind im wesentlichen die folgenden:

a) Man muß Konsortialquote und Führungs- oder Mitführungsfunktion der Hausbank als Teil des Leistungsbündels sehen, das der Bankkunde nachfragt. Die Vorteile dieser Gesamtverbindung sind für beide Teile wirtschaftlich bedeutend. Sie reichen vom Angebot einer Gesamtfinanzierungskonzeption, über die Bedienung mit allen Dienstleistungsarten aus einer Bank bis hin zur Rationalisierung der Bonitätsbeurteilung aus dauerhafter und umfassender Geschäftsverbindung. Auch Kreditinstitute, die beklagen, wie schwer es ihnen falle, in Konsortien guter Adressen einzudringen, sollten bedenken, daß sie in anderem Zusammenhang selbst Hausbank sind. Es sind übrigens hier die Vorteile nicht einseitig zugunsten der Gruppe der Großbanken verteilt. Man kann wohl davon ausgehen, daß so wie die Großbanken etwa 2/3 der Konsortialführungen im industriellen Bereich, öffentlich-rechtliche Institute 2/3 der

Konsortialführung bei den (dem Volumen nach viel höheren) Emissionen der öffentlichen Hand haben.

b) Emittenten sind an einer dauerhaften Placierung interessiert. Man wird also stets gut daran tun, mit der Konsortialführung und mit hohen Quoten Emissionshäuser großer Placierungskraft zu betrauen. Wenn es allerdings einseitig um die Placierungskraft ginge, könnte man bei zahlreichen Emissionen sogar ohne Konsortium, also mit nur einem Emissionshaus auskommen. Es gibt unter diesem Gesichtspunkt also stets mehrere potentielle Konsortialführer. Aber warum sollte man unter sonst annähernd gleichen Bedingungen nicht einen Konsortialführer wählen, mit dem man ohnehin vertraut ist? Und warum sollte man die Konsorten auswechseln oder ihre Quoten umverteilen, wenn diese stets klaglos placiert wurden?

c) Emittenten sind an der Pflege ihres Sekundärmarktes interessiert. Das ist ein schwieriges Geschäft und engt den Kreis der Wahlmöglichkeit auf Häuser ein, die dazu imstande sind.

d) Emittenten sind an niedrigen Emissionskosten interessiert. Man macht die Beobachtung, daß die Preise für Emissionsleistungen weder von Konsortium zu Konsortium noch im Zeitablauf stark schwanken. Dazu muß man bedenken: Der Informationsaustausch über die Emissionspreise unterschiedlicher Konsortien funktioniert hinreichend. Preisvergleiche sind stets möglich. Anlaß für Verhandlungen mit Aussicht auf erhebliche Veränderung der Emissionsvergütungen besteht aber selbst für hervorragende Adressen kaum. Gründe dafür sind,

- daß die Emissionsvergütungen den geringeren Teil der gesamten Emissionskosten ausmachen, daß also der Verhandlungsdruck seitens der Emittenten nicht zu stark ist,
- daß die Emissionshäuser darauf hinweisen können, daß die Preise je Leistungseinheit trotz gestiegener Personalaufwendungen im personalintensiven Emissionsgeschäft sich nur sehr schwach nach oben bewegt haben (was im ganzen gesehen gleichwohl nicht dazu geführt hat, daß die Erlöse stagnieren, da die Preisbezugsbasis, das Emissionsvolumen, gewachsen ist).
- daß man von den Erlösen aus dem Konsortialgeschäft nicht ohne weiteres auf einen hohen Gewinnbeitrag dieser Sparte schließen darf. Ein solcher ergibt sich dann, wenn man den Erlösen nur die überwiegend fixen Personalkosten gegenüberstellt, die sich dem

Emissionsbereich unmittelbar zurechnen lassen. Da zwischen dem Emissionsgeschäft und den übrigen Geschäften mit den Kunden Leistungsverbund besteht, kann man die Kosten- und Erlösbeziehungen zwischen den Sparten nicht vernachlässigen. Das einseitige Urteil über die Lukrativität des Konsortialgeschäftes ist also nicht hinreichend gesichert.

e) Die Existenz der Dauerkonsortien und die Dauerhaftigkeit ihrer Zusammensetzung, insbesondere was die Konsortialführung und die Mitführung angeht, beruht schließlich — und das ist ein gravierendes Argument — auf dem schlichten Umstand, daß die Emittenten ihr Emissionsstanding und darüber hinaus das Ansehen ihres Unternehmens gegenüber jedem gegenwärtigen und zukünftigen Geschäftsfreund oder Financier zu pflegen suchen, indem sie möglichst die feinsten Adressen unter ihrem Prospekt haben. Die Ansichten in Emittentenkreisen darüber, wer zu den feinsten Adressen gehört, sind nicht sehr wandelbar. Und man kann sie kaum dadurch zu seinen Gunsten ändern, daß man jene hervorragenden Leistungen im Emissionsgeschäft offeriert, die die etablierte feine Adresse ohnehin seit eh und je anbietet.

Es ist im übrigen keineswegs so, daß die Industriekonsortien vollständig geschlossene Gesellschaften sind und daß sich die Quoten nicht ändern. Klagen über zu geringe Quoten werden nur bei gutgehenden Emissionen laut. Sowohl die Girozentralen als auch große Kreditbanken (wie beispielsweise die Bank für Gemeinwirtschaft) haben auf diesem Felde angesichts der Ausgangslage bemerkenswerte Erfolge, vor allem zu Lasten der Großbanken, erzielt. Man geht sicher nicht fehl, wenn man die Fortsetzung dieser Entwicklung als eine langfristige Perspektive dieses Wertpapiergeschäfts sieht.

### 3. Eurokonsortien

Eine andere bankpolitische Perspektive des Emissionsgeschäfts ist die Fortentwicklung der Beteiligung deutscher Kreditinstitute an internationalen Emissionen. Der Eurokapitalmarkt hat eine neue Dimension in das Emissionsgeschäft gebracht. Dies gilt für alle Funktionen der Emissionshäuser: Die Beratung des Emittenten stellt neue Anforderungen; die Beurteilung seiner Emissionsfähigkeit verlangt neue Instrumente; die Ausstattung der Anleihen hat sich anderen Anforderungen der Emittenten wie der Anleger anzupassen; zu der Abschätzung des Placierungsrisikos kommt die des Transferrisikos; einen Sekundärmarkt

zu garantieren, stellt neue, höhere Anforderungen als im altvertrauten inländischen Geschäft. Das alles führt dazu,

- daß die Zahl der potenten internationalen Emissionshäuser begrenzt ist, obwohl es am Euromarkt market makers mit Prestigedrang, aber ohne Eigenkapital und ohne die Absicht durchzuhalten in mehr als ausreichender Zahl gibt,
- daß sich auch an diesem sehr freien, sehr wenig reglementierten Markt eine Hierarchie der Adressen gebildet hat<sup>7</sup>,
- daß Anleger die Qualität der Konsortien wohl zu unterscheiden gelernt haben.

Das alles führt dazu, daß es auch hier Verfestigungserscheinungen gibt und geben wird.

#### 4. *Prospekt-Perfektionismus*

Dieser Komplex sei mit einer eher emissionstechnischen Perspektive abgeschlossen. Ich sehe eine bedeutende Leistung der Emissionshäuser darin, daß sie Grundsätze für den Prospektinhalt entwickelt haben, die zugleich in hinreichendem Maße Anlegerinformationen und formale und materielle Begrenzung der Prospekthaftung gewährleisten. Wir leben mit diesem Prospektinhalt auskömmlich. Außerdem wissen wir, daß hinter dem Prospekt der gute Ruf des Konsortialführers und die Sorge des Emittenten um sein Emissionsstanding steht. Es wird zu den negativen Perspektiven des Emissionsgeschäftes gehören, wenn davon auszugehen ist, daß die EG-Richtlinie über Börsenzulassungsprospekte in der Fassung des 2. Entwurfs des Rates verbindlich wird. Was hier an Perfektionismus geleistet wird, läßt sich nicht durch das wohlverstandene Interesse der Anleger rechtfertigen. Es kann nur aus dem Nachholbedarf publizitätsungewohnter EG-Länder und aus dem Geltungsdrang internationaler Verwaltungsbeamter erklärt werden. Prospekte von hundert Seiten Umfang, um vorsichtig zu schätzen, erfordern einen Aufwand, der die Emissionskosten fühlbar belastet. Sie enthalten viel mehr, als der schutzwürdige und schutzbedürftige Anleger verarbeiten kann. Sie werden, angefüllt mit den Informationen, die der Richtlinienentwurf vorschreibt, deswegen besonders sorgfältig von nicht schutzbedürftigen und schutzwürdigen Konkurrenten und von Personen mit unternehmensschädlichen Interessen studiert werden.

<sup>7</sup> Wenn der Deutschen Bank die Führung bei der sog. Gemeinschaftsanleihe (EG) übertragen wurde, so beruhte das auf dem „hierarchiebildenden“ Angebot auf Übernahme des gesamten Volumens in Höhe von 1,3 Mrd. \$.

#### IV. Perspektiven der Wertpapiertechnik

Gibt es wichtige Änderungen der Wertpapiertechnik, die als längerfristige Strukturänderungen an Märkten wirken oder in Zukunft zu wirken drohen?

Zwei wertpapiertechnische Fragen scheinen auf Dauer von erheblicher Marktbedeutung und damit auch von bankpolitischem Interesse zu sein:

- die Auswirkungen des EDV-Einsatzes im Wertpapierverkehr und im Depotgeschäft und
- die Problematik des stückelosen Effektensystems.

In bankpolitischer Sicht interessieren bei beiden Fragenkomplexen die aus der Gefährdung des Bankgeheimnisses folgenden Markt-Wirkungen. In beiden Bereichen stehen zu erwartenden Rationalisierungsvorteilen Nachteile gegenüber. Es ist bisher nicht zweifelsfrei gesichert, daß im Zuge wertpapiertechnischer Rationalisierung Vermögensbestände und Vermögensdispositionen der Kundschaft Dritten bekannt werden.

Denkt man die EDV-Rationalisierungsmöglichkeit zu Ende, so sieht man, daß eine dezentrale EDV-Abrechnung und EDV-Verbuchung mit Datenträgeraustausch oder schließlich eine zentrale EDV-Verarbeitung aller Wertpapiertransaktionen und aller Depotvorgänge technisch möglich ist.

Hier treten Datenschutzprobleme neuer Dimension auf. Eine Lücke in der Kontrolle, mehr noch eine dem ersten Anschein nach harmlose Zugriffsmöglichkeit, wiegt hier schwer. Es ist nicht von der Hand zu weisen, daß ein solches System ein bedenklicher Schritt auf dem Wege zu einer die Freiheit der Vermögensdispositionen der Bürger schlechthin bedrohenden „Erfassung“ des Vermögensverkehrs wäre, wenn der Datenschutz nicht zuvor zu einem zuverlässigen Bollwerk des Bankgeheimnisses ausgebaut wird.

Ein dauerhafter Schaden, ein Einbruch im Verhalten privater Anleger — sogar ohne tatsächliche Drittzugriffe — ist möglich, wenn dem EDV-rationalisierten Effektensystem andere Anlageformen gegenüberstehen, bei denen der Datenzugriff konstruktiv ausgeschaltet ist. In einem solchen Falle wird es Umschichtungen in diese Medien geben. Da man dies nicht wird hinnehmen können, entsteht mit der EDV-Rationalisierung ein Sog, auch die Substitute in das Datensystem einzu beziehen. Es ist dies eine Einbahnstraße.



Die greifbarste unmittelbar und heute schon vor Augen stehende Variante des unerwünschten Datenzugriffs ist der Zugriff der Finanzverwaltung, die „totale Kontrollmitteilung“. Schon allein die aus der ernsthaften öffentlichen Diskussion solcher Fragen zu erwartende Furcht des Publikums vor dem Bruch des Bank- und Depotgeheimnisses kann negative Wirkungen auf das Wertpapiergeschäft haben. Daß langfristig die Reorganisation der Finanzverwaltung in die Richtung auf das möglichst lückenlose Kontrollnetz geht, ist evident und kann nicht ernsthaft bestritten werden. Im Effekt wird übrigens damit der dem Prinzip der Selbstveranlagung zugrundeliegende Gedanke, im Zweifel sei der Bürger steuererhlich, ausgehöhlt. Sollte es denn wirklich nicht hinreichen, daß der Steuerpflichtige nie ausschließen kann, er werde zufällig dem Finanzamt auffallen und eine Betriebsprüfung riskieren? Geht es nicht ohne den verwalteten Menschen?

Man muß auch sehen, daß die totale EDV-Verarbeitung schon für sich genommen, ohne andere Rationalisierungsmotive, das Verschwinden effektiver Stücke als logische Folge nach sich ziehen, wenigstens aber eine starke Tendenz dahin auslösen würde. Damit bin ich bei der Problematik des stückelosen Effektenverkehrs. Auch dieser wird vor allem mit Rationalisierungsargumenten propagiert. In der Tat ist hier Rationalisierung nötig. Die Flut der Emissionen hat dazu geführt,

- daß die Wertpapierdruckereien an den Rand ihrer Leistungsfähigkeit geraten sind (Wertpapierdruck ist außerdem teuer und belastet zunehmend die gesamten Emissionskosten),
- daß das Schalterpersonal die von der Kundschaft angelieferten Stücke nicht mehr kennen kann, umständliche Identifizierung nötig, aber aus Zeit- und Kostengründen nicht stets mehr möglich ist.

Öffentliche Emittenten sparen sich schon heute die Kosten des Wertpapierdrucks und der Verwaltung und Verwahrung der effektiven Stücke. In diesem Bereich ist das Wertrecht zur Norm erhoben, stückelose Emission und stückeloser Wertpapierverkehr verwirklicht. Wer Wertrechte erwirbt, unterwirft sich dem Depotzwang. Man muß sehen, daß auch auf diesem Wege Schritte zur Kontrolle des Vermögensverkehrs der Bürger möglich und wahrscheinlich werden. Die Rationalisierungswirkungen bei den Emittenten und den Wertpapierbanken gegenüberstehenden Nachteile treten naturgemäß vorwiegend im Verkehr mit privaten Anlegern auf. Diese sind es, deren Interessen durch die Auf-

weichung des Bank- und Depotgeheimnisses betroffen werden<sup>8</sup>. Bei den privaten Anlegern sind wenigstens über mittlere Fristen aus dem Übergang zum stückelosen Effektsystem Anpassungsvorgänge, Umschichtung von der Anlage in inländischen Wertrechten u. ä. zu ausländischen effektiven Stücken über ausländische Schalter zu erwarten. Über den Umfang solcher Transaktionen kann man nichts Verlässliches aussagen wollen. Umschichtungen zu anderen inländischen Anlagen, besonders zum Spargeschäft, sind wahrscheinlich. Zwar besteht bei diesen im Vergleich zum stückelosen Wertpapiersystem kein prinzipieller Unterschied im Datenzugriff. Zwar sind Einlagen unter diesem Gesichtswinkel kein echtes Substitut. Umschichtungen folgen aber allein schon aus der Verstimmung über die veränderte Lage. Auf jeden Fall ist das Verschwinden der Anlage in effektiven Stücken ein Verlust an Farbe auf der Angebotspalette für den privaten Anleger.

Die Banken sollten ihrerseits in der Frage „Wertrechte versus Lieferung effektiver Stücke“ jeden Anschein vermeiden, als seien für sie „Geschäfte mit steuerlichen Hintergedanken“ ein notwendiges absatzpolitisches Instrument im Wertpapiergeschäft. Sie sollten vielmehr klar machen,

- daß sie solche Geschäfte nicht fördern, sondern erleiden,
- daß Banken nicht das geeignete Instrument zur Erziehung des Steuerbürgers sind,
- daß sie es sich nicht leisten können, in die vom Kunden nachgefragten echten oder unechten Tafelgeschäfte beabsichtigte Steuerhinterziehung hinein zu interpretieren. Sie gefährden damit in den meisten Fällen die gesamte Geschäftsverbindung, die Wirkungen gingen also weit über das in Rede stehende einzelne Geschäft hinaus.

Auf jeden Fall aber gehört in die öffentliche Argumentation der Banken nicht der Aufruf zum Barrikadenkampf für das Tafelgeschäft. Daß die Lieferung effektiver Stücke und das Tafelgeschäft auch über das stärkste Motiv, die Informationsverweigerung gegenüber dem Fiskus, hinaus eine gewisse Bedeutung im Verkehr mit der privaten Kund-

---

<sup>8</sup> Übrigens kann bei den großen institutionellen Anlegern (Versicherungen, Fonds) die bisher ihre Stücke z. T. selbst verwahren und verwalten, aus dem stückelosen Verkehr und seinen Rationalisierungseffekten nicht ohne weiteres auf einen geldwerten Nettovorteil geschlossen werden: Den entfallenden Verwahrungs- und Verwaltungskosten stehen die Depotgebühren gegenüber, deren Ersparnis bisher der Witz der Verfahrensweise war.

schaft hat, wird nicht verkannt. Der Pfandbrief im Nachtkastl ist ein regional verbreiteter liebenswerter Anlegeratavismus, das Wertpapier als Geschenkobjekt eine respektable besitzbürgerliche Attitüde, das dem Ehegatten und den lieben Erben vorenthaltene Wertpapiervermögen eine verständliche Schwäche erbrechtlicher Institute. Daß aber so etwas und einiges Wenige darüber hinaus auf Dauer und für sich genommen das Tafelgeschäft zu einem unverzichtbaren Bestandteil der Angebotspalette machen würde, kann man nicht einsehen. Es sind also lediglich prinzipielle Interessen des Vertrauensschutzes — Basis des Bankgeschäftes überhaupt —, die gegen den Perfektionismus des vollständigen stückelosen Verkehrs einnehmen sollten.

## Zusammenfassung

### Perspektiven des Wertpapiergeschäftes

Der Aufsatz betrachtet unter bankpolitischen Gesichtspunkten Perspektiven des Wertpapiergeschäftes, die sich aus den Marktentwicklungen der 70er Jahre ergeben haben.

Im vergangenen Jahrzehnt hat sich ein annähernd lückenfreies System von Finanzierungsinstrumenten an den inländischen und ausländischen Kapitalmärkten gebildet: ein Beweis gegen die dem Banksystem vorgeworfene Traditionsbindung und Phantasiearmut. Zu den Ursachen dieser Entwicklung gehört vor allem die Instabilität der Marktkonditionen (Zins- und Laufzeitstruktur), die zu einer Verengung der Bandbreite der Laufzeiten in Richtung auf kürzere Laufzeiten geführt hat. Das „Kontinuum der Finanzierungsinstrumente“ beruht aber auch auf neuen Finanzierungsbedürfnissen, z. B. Recycling des Petrodollars, Großkraftwerkbau und im Bereich der Staatsfinanzierung Wandel von der traditionellen Haushaltsdefizitfinanzierung zur Finanzierung konjunkturwirksamer Ausgaben. Schließlich haben auch institutionelle Hemmnisse zur Ausbildung flexibler und leistungsfähiger Instrumente, wie insbesondere des Schuldscheindarlehnens geführt. Die Komplettierung des Kapitalmarktsortiments hat zwei Lücken ausgespart: die Industriegeldverschreibung und die Aktie. Es wird nachzuweisen versucht, daß die Schwäche dieser beiden Instrumente außerhalb der Einwirkungsmöglichkeiten des Banksystems liegt.

Ein zweiter Problemkreis ist die aus der Marktentwicklung der 70er Jahre folgende Änderung der Risikolage des Bankwesens, insbesondere durch Hinzutreten der Risiken an den Auslandskapitalmärkten. Es wird die Meinung vertreten, daß trotz tatsächlich beobachtbarer Veränderungen der Risikostruktur ein Bedarf an besonderen aufsichtsrechtlichen Regelungen der inländischen Aufsichtsbehörde kaum besteht.

Im besonderen wird untersucht, ob die Hochzinsphase zu einer Einbeziehung festverzinslicher börsengängiger Wertpapiere in die Aktivkomponenten des Grundsatzes III des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen angezeigt ist.

Der dritte Abschnitt befaßt sich mit Wettbewerbsfragen des Konsortialgeschäfts, wie der behaupteten Monopolstellung von Konsortien und der Zementierung der Konsortialquoten.

Im vierten Abschnitt werden als wertpapiertechnische Zukunftsperspektiven der EDV-Einsatz im Wertpapiergeschäft und der stückelose Wertpapierverkehr diskutiert. Die Probleme liegen hier nicht auf technischem Gebiet oder in der Beschränkung der Marktpalette, sondern in dem prinzipiellen Interesse des Vertrauensschutzes als der Basis des Bankgeschäftes.

## Summary

### Perspectives of the Securities Business

In this essay, perspectives of the securities business deriving from market developments in the seventies are considered in the light of banking policy.

In the past decade, an almost loophole-free system of financing instruments has been built up on the domestic and foreign capital markets: a refutation of the charges of traditionalism and lack of imagination levelled against the banking system. The cause of this development lies, above all, in the instability of the terms and conditions on the market (interest rate and maturity structure), which has led to narrowing down of the maturity bandwidth in the direction of shorter maturities. The "continuum of financing instruments" is also attributable, however, to new financing needs such as recycling of petrodollars, large power station construction and, in the domain of government finance, a change from traditional budget deficit financing to the financing of cyclically effective expenditures. Lastly, institutional impediments have also resulted in the creation of flexible and efficient instruments, particularly loans against notes. The completion of the capital market assortment has left two gaps: the industrial debenture and the share. An attempt is made to demonstrate that the weakness of these two instruments is beyond the sphere of influence of the banking system.

A second group of problems is the changed risk situation of the banking system resulting from market developments in the seventies, particularly due to the addition of the risks on capital markets abroad. The author advances the view that despite actually observable changes in the risk structure there is scarcely any need for special regulations issued by domestic supervisory authorities.

In particular, the question is examined of whether the high-interest phase indicates the advisability of including listed fixed-interest securities in the credit-business components of Principle III of the Federal Supervisory Office for the Banking Business.

The third section deals with competition questions of underwriting syndicates business such as the alleged monopoly position of underwriting consortiums and the permanent establishment of underwriting ratios.

In the fourth section, the use of EDP in the securities business and paperless securities transfers are discussed as future technical perspectives. The problems here lie not in the technical sphere or in the limitation of the market spectrum, but in the fundamental interest in protecting trust as the basis of banking business.

## Résumé

### Perspectives du commerce des titres

L'étude examine sous des aspects de politique bancaire les perspectives du commerce des valeurs mobilières qui se dégagent des développements du marché des années soixante-dix.

Pendant la dernière décennie s'est constitué un système pratiquement sans lacune d'instruments de financement sur les marchés des capitaux intérieurs et extérieurs: c'est là une réponse aux reproches de traditionalisme et d'absence d'imagination adressés au système bancaire. L'on trouve parmi les causes de cette évolution principalement l'instabilité des conditions du marché (structure des taux et des termes), qui a conduit à un rétrécissement de l'éventail des échéances en direction de durées plus brèves. La "continuité des instruments de financement" repose toutefois également sur de nouveaux besoins de financement, par exemple le recyclage des pétrodollars, la production d'énergies nouvelles et, en ce qui concerne l'Etat, le passage du financement traditionnel des déficits budgétaires au financement de dépenses influençant la conjoncture. Enfin, des entraves institutionnelles ont également provoqué la création d'instruments plus souples et plus efficaces, comme par exemple le prêt sur titre de créance ou placement privé. Si l'assortiment du marché financier s'en est complété, deux lacunes sont néanmoins demeurées: l'obligation industrielle et l'action. Mais l'auteur tente de démontrer que ces deux instruments sont hors de portée de l'action du système bancaire.

Un autre sujet de préoccupation résultant de l'évolution du marché des années soixante-dix est la mutation des risques pour le système bancaire, en particulier en raison de l'intervention des risques des marchés financiers étrangers. L'on estime que malgré des changements observables de la structure des risques, l'on ne ressent guère le besoin de réglementations particulières de surveillance des autorités nationales de tutelle. L'auteur cherche notamment à savoir si la phase de taux d'intérêt élevés rend opportune l'introduction de titres à revenu fixe cotés en bourse dans les composantes de l'actif du principe III de l'Office Fédéral de Contrôle du Secteur Bancaire.

Un troisième chapitre s'intéresse à des questions de concurrence dans les opérations consortiales, tels le prétendu monopole des consortiums et le gel des quotas consortiaux.

Le quatrième chapitre traite, dans les perspectives techniques, de l'avenir de l'utilisation de l'informatique dans le commerce des titres et du négoce des valeurs mobilières sans couponnement. Les problèmes ne sont pas d'ordre technique et ne résultent pas d'une limitation de l'offre du marché, mais ils proviennent de l'intérêt de principe de la protection de la confiance, base des opérations bancaires.