

Berichte

Verwendung der Rechnungseinheit in der EWG

Der sogenannte Segré-Bericht¹ von Ende 1966 kam zu der schmerzlichen Feststellung, daß die Entwicklung in Richtung auf einen Europäischen Kapitalmarkt wesentlich geringere Fortschritte aufweist, als dies in vielen anderen Gebieten der Vergemeinschaftung der Fall sei. Dieses betrübliche Ergebnis besitzt generell auch heute noch Gültigkeit, wie Baron *Ansiaux* konstatiert². Vor allem die jüngsten währungspolitischen Ereignisse, die die internationalen Kapitalmärkte beunruhigt haben und dazu führten, daß gerade beschlossene Maßnahmen zu einer Europäisierung der Kapitalmärkte der Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaft im wahrsten Sinne des Wortes „auf Eis gelegt“ wurden, erzwingen eine eingehende Auseinandersetzung mit dem Integrationsproblem der Kapitalmärkte. Der aufmerksame Beobachter stößt dabei auf ein recht interessantes Gebilde, das schon vom Namen her doch auf einen Fortschritt in der Integration deutet: Die Europäische Rechnungseinheit³, die als Anleihewährung im Laufe der Jahre eine zunehmende Verwendung gefunden hat und heute schon zu einem Standardtyp an den Europäischen Kapitalmärkten gehört.

Von diesem und verwandten Phänomenen soll im folgenden die Rede sein, wobei zunächst die Rahmenbedingungen, innerhalb derer sich die Rechnungseinheit von einer nur statistischen Größe zu einer Kapitalmarkt-Währung entwickelt hat, untersucht werden sollen.

¹ Kommission der Europäischen Gemeinschaft (Hrsg.), *Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarktes*, Brüssel 1966.

² Vgl. H. *Ansiaux*, *The Common Market and the European Capital Market*, in: *The Unit of Account in the European Capital Market*, Hrsg.: Kredietbank N. V., Brüssel, Kredietbank S. A., Luxemburg, 1970, S. 5.

³ Die wesentlichen Anleihewährungen mit Rechnungseinheiten-Charakter sind:
— Europäische Rechnungseinheit (RE) (engl.: Unit of Account, EUA oder UA)
— Europäische Währungseinheit (ƒ) (engl.: European Currency Unit, ECU oder European Monetary Unit, EMU). Von diesen soll im folgenden im wesentlichen ausgegangen werden.

I. Grundsatzüberlegungen zur Wahl der Anleihewährung

Die Wahl der Anleihewährung ist für Emittenten und Anleger gleichermaßen ein Instrument zur Vermeidung bzw. Minderung diverser Risiken.

1. Standpunkt der Emittenten

Im Zusammenhang mit internationalen Anleihen (Auslandsanleihen)⁴ sind vielerlei Motivationen für die Auflegung gerade einer solchen Anleihe denkbar⁵: niedrigere Kapitalkosten im Ausland; Ausweichen auf ausländische Märkte wegen einer bestehenden Überschußnachfrage am Inlands-Kapitalmarkt; Erschließung ausländischer Kapitalmärkte für die Deckung späteren Kapitalbedarfs (dies wird vor allem dann relevant, wenn entweder der inländische Kapitalmarkt zu klein ist oder es sich um multinationale Unternehmen handelt); Förderung des Kapitalexports durch staatliche Stellen oder Notenbanken aufgrund zahlungsbilanzpolitischer Gegebenheiten; inländische devisenrechtliche Vorschriften, die z. B. die Finanzierungstransaktionen multinationaler Unternehmen behindern.

Für den Emittenten sind grundsätzlich folgende Möglichkeiten hinsichtlich der Wahl der Anleihewährung gegeben:

- Währung des Landes, in dem die Anleihe emittiert werden soll,
- Währung des eigenen Landes (z. B. Euro-Dollar-Emissionen US-amerikanischer Firmen),
- Drittwährung,
- Rechnungseinheiten (RE, £, etc.).

Die Wahl der Anleihewährung ist dabei zum einen von dem gewünschten Markt her bestimmt, zum anderen aber auch von den Zinskosten determiniert. Diese wiederum werden zum Teil von Währungsrisiken beeinflusst, die recht merklich zur Senkung oder Erhöhung der Effektivbelastung der Finanzierung beitragen können.

⁴ Wir schließen uns hier in der Begriffsbildung *Wielens* an, der als Auslandsanleihen langfristige Schuld aufnehmen „eines inländischen (ausländischen) Kapitalnachfragers ... auf einem ausländischen (inländischen) Kapitalmarkt“ definiert; H. *Wielens*, Die Emission von Auslandsanleihen, Wiesbaden 1968, S. 1.

⁵ Vgl. H. *Wielens*, a.a.O., S. 22 ff.

2. Standpunkt der Anleger

Die Kapitalanleger orientieren sich an vielerlei Zielen, die z. T. kaum klassifizierbar sind, da sie ganz individuelle Vermögenssituationen berücksichtigen. Grundsätzlich kann man aber davon ausgehen, daß die drei „klassischen“ Zielsetzungen Rentabilität, Liquidität und Sicherheit auch hier zutreffen⁶. Unter dem Aspekt der Sicherheit ist in Bezug auf das Untersuchungsobjekt der währungsrisikopolitische Aspekt von entscheidender Bedeutung. Andere Gesichtspunkte wie Bonität des Emittenten und Transferrisiko sind für die Wahl der Anleihewährung nicht so wesentlich. Beim Währungsrisiko wiederum spielt das Paritätsänderungsrisiko die wichtigste Rolle. Paritätsänderungen können sich vorteilhaft oder nachteilig auf die Rentabilität der Anlage auswirken und Zusatzgewinne oder Rentabilitätsnachteile mit sich bringen. Gerade der Anleger an internationalen Märkten wird diesem Gesichtspunkt erhöhte Aufmerksamkeit schenken.

Im Hinblick auf die Liquidität wird auch der Sekundärmarkt stärker in die Betrachtung einbezogen. Nur, wenn seine laufende Funktionsfähigkeit — diese hängt mit entscheidend von der Qualität des Emisionskonsortiums ab — gewährleistet ist, kann der Anleger wirklich von einer schnell zu liquidisierenden Anlage ausgehen.

Da die Wahl der Anleihewährung im wesentlichen währungsrisikopolitischen Motivationen unterliegt, soll hierauf ein Hauptgewicht in den weiteren Betrachtungen gelegt werden. Um die Effekte der Rechnungseinheiten auf die Zielerreichung der Unternehmen und der Anleger zu untersuchen, sollen die Konstruktionen der Rechnungseinheiten zunächst kurz in ihrer Grundstruktur dargestellt werden.

II. Arten von Rechnungseinheiten auf den Europäischen Kapitalmärkten

Von den Hauptfunktionen des Geldes — Wertmesser, Wertaufbewahrungsmittel und gesetzliches Zahlungsmittel — erfüllt die Rechnungseinheit nur jene des Wertmessers. Folglich wurde bei der Definition aller Arten von Rechnungseinheiten das Schwergewicht auf ein Höchstmaß an Wertstabilität im Zeitablauf gelegt. Im folgenden sollen nur die augenblicklich dominierenden Rechnungseinheiten behandelt werden.

⁶ Wielens nennt zusätzlich das Ziel der Diversifikation (Anlagenstreuung), das hier jedoch als Instrument der Risikopolitik angesehen werden soll; vgl. H. Wielens, a.a.O., S. 127.

Als Vorläufer der Rechnungseinheiten-Anleihen, die generell durch einen Bezug zu mehreren nationalen Währungen gekennzeichnet sind, gelten die Anleihen mit multipler Währungsklausel⁷. Diese Anleihen lauten auf eine nationale Währung. In den Anleihebedingungen wird den Gläubigern das Recht eingeräumt, Zinsen und Rückzahlungen entweder in der Anleihewährung oder in einer anderen, in den Anleihebedingungen fixierten Währung zu verlangen. Mit diesen Anleihen wurde der erste Schritt zu einer Internationalisierung auch der Anleihewährungen getan⁸.

1. Europäische Rechnungseinheiten (RE)

Die Europäische Rechnungseinheit erleichterte ursprünglich als Verrechnungseinheit den Zahlungsausgleich unter den Zentralbanken der 17 Mitgliedstaaten der ehemaligen Europäischen Zahlungsunion. Diese Funktion als neutrale Verrechnungseinheit und statistische Erfassungsgröße besteht neben der Funktion als Anleihewährung auch heute noch. Andere Eigenschaften (Wertaufbewahrung, Zahlungsmittel) erfüllt sie nicht⁹.

Die Rechnungseinheit hat, wie jede nationale Währung, einen Goldwert (eine RE = 0,88867088 g Feingold) und damit eine feste Parität gegenüber jeder Währung. Augenblicklich entspricht der Goldwert der RE dem Goldwert des US-\$.

Laut Definition ist der Wert der RE an die Goldparität sog. „Referenzwährungen“, d. h. der 17 Währungen der ehemaligen EZU-Mitgliedländer, gebunden¹⁰. Wird bei einer Währung die Goldbindung aufgehoben (z. B. im Falle des Floating), so verliert diese bis zur Rückkehr

⁷ Vgl. dazu H. Wielens, a.a.O., S. 101 und die dort angegebenen Literaturquellen.

⁸ Ein anderer Ansatz, die Parallelanleihe (Auflegung einer Anleihe in mehreren, auf die jeweilige Landeswährung lautenden Tranchen) hat keine Erfolge gezeigt. Vgl. dazu H. J. Abs, Die Banken in der europäischen Zusammenarbeit, in: Verhandlungen des X. Deutschen Bankiertages in München, Frankfurt 1964 sowie C. Segré, Foreign Bond Issues in European Markets, in: The European Unit of Account, Hrsg.: Kredietbank N. V. Brussels, Brüssel 1967, S. 76 ff.

⁹ Vgl. F. Collin, La formation d'un marché européen des capitaux, in: The European Unit of Account, a.a.O., S. 15.

¹⁰ Die einzelnen Referenzwährungen sind aufgeführt bei F. Collin, The Formation of a European Capital Market and Other Lectures, Brüssel o. J., S. 56.

zu einer festen Parität ihre Eigenschaft als Referenzwährung. Bei einer Entgoldung aller Referenzwährungen (dies entspricht praktisch einer generellen Entgoldung des Weltwährungssystems) würde der Wert der Rechnungseinheit fortan einem festen Betrag der stabilsten Referenzwährung gleichen, berechnet nach dem Stand am Arbeitstag vor dem ersten Tag, an dem alle 17 Referenzwährungen ohne Goldwert sind. Der Wert der Rechnungseinheit ändert sich während einer zweijährigen Anpassungsperiode, wenn simultan folgende Bedingungen eintreten:

1. Die Goldparität aller Referenzwährungen ändert sich;
2. die Paritäten von mindestens $\frac{2}{3}$ der Referenzwährungen werden in derselben Richtung geändert.

Bei gleichzeitiger Erfüllung dieser Voraussetzungen¹¹ ist der Auf- und Abwertungssatz der Rechnungseinheiten mit dem geringsten Auf- oder Abwertungssatz einer der 12 Referenzwährungen, die in derselben Weise verändert wurde, identisch. Innerhalb der Zweijahresperiode tritt eine gewisse Labilität ein, da die Rechnungseinheit sich für diesen Zeitraum an der „kritischen“ Währung¹² orientiert. Nach Ablauf der zwei Jahre müssen wiederum beide Änderungsvoraussetzungen für eine neuerliche Wertkorrektur erfüllt sein. Angesichts der seltenen Zahl des Eintritts der Bedingungen kann man von einem eingebauten Stabilitätsmechanismus der Rechnungseinheit¹³ sprechen.

Hinsichtlich der Zahlungswährung besteht für den Anleger ein Wahlrecht. Da die Rechnungseinheit kein Zahlungsmittel ist, muß er sowohl für die Bezahlung (Liberierung) als auch für den Erhalt von Zins- und Tilgungszahlungen irgendeine Währung bestimmen. Bei vollständiger Ausnutzung dieses Optionsrechts wird sich der Anleger wie folgt verhalten:

Zur Bezahlung der Titel wählt er die jeweils schwächste Währung, da er auf diese Weise den geringsten Betrag seiner Währung aufwenden muß. Für Zahlungen, die er aus der Emission vereinnahmt, wird er die

¹¹ Der gleichzeitige Eintritt der Bedingungen ist ein theoretischer Sonderfall, der praktisch nur bei grundsätzlichen Neuordnungen (z. B. Realignment) der Paritäten eintreten kann.

¹² Damit ist die Währung gemeint, an der sich die Rate der Auf- oder Abwertung der Rechnungseinheit orientiert. Vgl. o. Verf., *The Unit of Account and the Proposals for Reform of the International Monetary System*, in: *Weekly Bulletin*, Hrsg. Kreditbank N. V. Brussels, 26. September 1969, S. 354.

¹³ Vgl. ebenda, S. 354.

jeweils stärkste Währung wählen, da er auf diese Weise in den Genuß des höchsten erzielbaren Gegenwertes in seiner Währung gelangt. Angesichts dieser weiten Spanne von Wahlmöglichkeiten und der damit zwangsläufig für die Emittenten verbundenen Nachteile¹⁴ wurde in der Anfangsphase der Einführung der Rechnungseinheit häufig gerade mit der Optionsklausel experimentiert¹⁵. Die heute gebräuchliche Form ist die, daß der Emittent bei Auflegung die „subscription currency“ festlegt. Dabei wird der Schweizer Franken ebenso wie bei Zinsen und Tilgungen aufgrund besonderer Bedenken der Schweizerischen Währungsbehörden — dies gilt auch für Drittwährungsanleihen, die auf Schweizer Franken denominiert sind —, nicht einbezogen¹⁶. Zins- und Tilgungszahlungen belassen dem Gläubiger ein Wahlrecht für die Bezeichnung der Referenzwährung, jedoch wird die Zahlung nur in einer „currency of payment“, die in den Anleihebedingungen festgelegt wird, vorgenommen. Dies ist in der Regel bei den heute gebräuchlichen Formeln die eigene Währung des Anlegers. Die übliche Klausel lautet: „In local currency on reference currency basis selected by bondholder“.¹⁷

Die Zahlungsklauseln sollen an einem Beispiel verdeutlicht werden¹⁸:

(1) Kauf einer Teilschuldverschreibung von RE 1 000,—.

Wird vom Emittenten der Hollandgulden als Währung gewählt, so bestimmt sich der Emissionserlös nach der Parität RE/hfl:

$$\begin{aligned} 1 \text{ RE} &= 3,620 \text{ hfl (Parität)} \\ 1\,000 \text{ RE} &= 3\,620 \text{ hfl.} \end{aligned}$$

Die Hollandgulden beschafft sich ein deutscher Kapitalanleger am Devisenmarkt mit Hilfe der D-Mark.

(2) Rückzahlung einer Teilschuldverschreibung von RE 1 000,—.

¹⁴ Der Emittent wird grundsätzlich die schwächste Währung vereinnahmen und die stärkste Währung auszahlen müssen.

¹⁵ Vgl. dazu im einzelnen H. Wielens, a.a.O., S. 116 ff.

¹⁶ Vgl. H. Wielens, a.a.O., S. 104 ff. sowie J. C. Ingram, Unit — of — Account Bonds: Their Meaning and Function, in: The European Unit of Account, a.a.O., S. 56 f.

¹⁷ Eine Aufstellung der wichtigsten Merkmale der ab 1961 emittierten RE-Anleihen findet sich in: The Unit of Account in the European Capital Market, a.a.O., Anhang.

¹⁸ Die Zahlen entstammen einer Ausarbeitung der Westdeutschen Landesbank Girozentrale, Düsseldorf/Münster.

Die Umrechnung der Rechnungseinheit in eine Referenzwährung erfolgt auf der Grundlage des Goldwertes, z. B. $1 \text{ RE} = 4,37282 \text{ sfr.}$ oder $1 \text{ RE} = 3,6600 \text{ DM.}$ Auf der Basis der Goldparität entspricht $1 \text{ sfr.} = 0,83698 \text{ DM.}$ Der Devisenkurs an einem Stichtag betrage $1 \text{ sfr.} = 0,84430 \text{ DM.}$ An diesem Tage würde ein Gläubiger, der in DM auf der Basis des Schweizer Franken als (von ihm bestimmter) Referenzwährung bezahlt wird, $4,37282 \text{ sfr.}$ je RE erhalten, was zum Devisenkurs umgerechnet einen Betrag von DM 3,69197 ($4,37282 \times 0,84430$) je RE ergeben würde. Der Gesamtauszahlungsbetrag beläuft sich in diesem Fall auf DM 3 691,97. Hätte der Gläubiger die Zahlung direkt in DM verlangt, wäre ihm DM 3,66 je RE ausgezahlt worden, d. h. insgesamt würde der Erlös nur DM 3 660,— betragen. Die Differenz von DM 31,97 hat der Anleger aufgrund seiner richtigen Wahlentscheidung zusätzlich „verdient“.

Diese für viele Anleger nicht ganz einfachen Überlegungen haben dazu geführt, daß der ursprünglich annoncierte große Erfolg der Rechnungseinheiten-Aleihe nicht eintrat. Bei Anlegern entstand der Eindruck einer zu großen Kompliziertheit der Anleihebedingungen. Darüber hinaus besteht ein Grundproblem darin, daß die Anleihewährung als abstrakte Einheit keinen unmittelbaren Bezug zur Kaufkraft assoziiert. Erschwerend auf diese Situation wirkte die anfängliche Experimentierphase, in der RE nicht gleich RE für den Anleger war, da zum einen unterschiedliche Bindungen an die Referenzwährungen gewählt wurden, zum anderen die Wahlrechte hinsichtlich der Zahlungswährung unterschiedlich ausgestattet waren¹⁹.

2. Europäische Währungseinheiten (E)

Im Gegensatz zur Rechnungseinheit ist die Europäische Währungseinheit eine echt europäische Währungseinheit, die vor dem Hintergrund des *Werner-Plans*, der eine stufenweise Errichtung einer Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion vorsieht, an deren Ende eine einheitliche Gemeinschaftswährung steht, zu sehen.

¹⁹ Die einzelnen Typen von RE-Anleihen lassen sich durch folgende 3 Papiere klassifizieren:

- (1) $5\frac{3}{4}\%$ SACOR von 1961
- (2) $5\frac{3}{4}\%$ SACOR von 1962
- (3) 6% Imatran Voima von 1963.

Craven sieht in der Europäischen Währungseinheit nicht eine völlig neue Anleihewährung, sondern „simply a formula under which an investor has the right to call for payment when due in any of the six currencies of the European Economic Community on the basis of IMF parities ruling at the date of issue“²⁰. Die Europäische Währungseinheit besitzt einen während der Anleihelaufzeit unveränderlich festgelegten Wert. Die Zeichnung der Anleihe kann in jeder der sechs Währungen der Mitgliedstaaten unter Beachtung der in den jeweiligen Ländern gültigen Devisenvorschriften erfolgen. Zahlungen von Zinsen und Kapital können bei Fälligkeit wahlweise in einer der sechs Währungen gefordert werden. Die Umrechnung erfolgt zu der Kursrelation, die am Ausgabetag der Anleihe bestand. Die Wünsche hinsichtlich der Wahl der Zahlungswährung müssen aber mindestens 15 Tage vor jedem Zahltermin einer Zahlstelle mitgeteilt werden, anderenfalls wird von der Hauptzahlstelle eine — für den Anleihegläubiger günstige — Währung verbindlich festgelegt.

3. Abgrenzung der Europäischen Währungseinheit von der Europäischen Rechnungseinheit

Die Abgrenzung der beiden hier betrachteten Rechnungseinheiten kann anhand des nachfolgenden Schemas²¹ erfolgen.

III. Analyse der Vor- und Nachteile der Anleihen auf Rechnungseinheiten

1. Aus der Sicht der Anleger

Es wurde schon darauf hingewiesen, daß auch für Anleger das klassische Zieldreieck Rentabilität, Liquidität und Sicherheit Gültigkeit besitzt. Unter dem Gesichtspunkt der Rentabilität und der Sicherheit nehmen die Zinserträge (= Zinskosten für den Anleiheschuldner) und Währungsrisiken einen wichtigen Platz ein. Beide Faktoren sind unmittelbar interdependent.

²⁰ J. *Craven*, Use of the Multi-currency Option in International Finance, in: *Euromoney*, July 1971, S. 21.

²¹ Das verwendete Schema entstammt einer (noch unveröffentlichten) Ausarbeitung von U. *Meier* über Rechnungseinheiten.

Abgrenzungsmerkmal	ƒ	RE
<i>Wert</i>	Feste Parität gegenüber den sechs Währungen der EWG-Mitgliedstaaten	Als bestimmte Goldmenge definiert; somit feste Parität der RE gegenüber nationalen Währungen, die einen Goldwert haben
<i>Wertänderungen</i>	Wert während der Anleihelaufzeit unveränderlich	Wert an die Goldparität von 17 „Referenzwährungen“ gebunden. Wertänderung, wenn a) Goldparität <i>aller</i> Referenzwährungen geändert wird und <i>zugleich</i> b) Goldwerte von mind. $\frac{2}{3}$ der Referenzwährungen in der <i>gleichen Richtung</i> variiert werden
<i>Zahlungsabwicklung</i>		
a) Zahlungswährung	jede der sechs Währungen der EWG-Staaten	jede frei konvertierbare Währung; in der Regel US-\$ oder Währungen der europäischen Länder, in denen die als Zahlstelle fungierenden Banken gelegen sind
b) zu zahlender Betrag	errechnet auf Basis der festen Kursrelationen	Umrechnung in die Zahlungswährung aufgrund der Summe, die in einer gewählten Referenzwährung (feste Parität zur RE) zahlbar wäre (Zahlungswährung kann mit Referenzwährung identisch sein)
c) Währungsoptionsrecht		Zahlungsempfänger darf Referenzwährung wählen:
(1) bei der Emission	Anleihegläubiger	Anleiheschuldner
(2) bei Zins-, Aufgeld- und Kapitalzahlungen	Anleihegläubiger (Fristeinhaltung, sonst Optionsrecht der Hauptzahlstelle)	Anleihegläubiger (Fristeinhaltung, sonst Optionsrecht der Hauptzahlstelle)

Aus der Konstruktion der Europäischen Rechnungseinheit wurde deutlich, daß dann, wenn die Währung des Investors keine Änderung erfährt, für diesen auch kein Währungsrisiko besteht. Ein Abwertungs-

schutz besteht so lange, wie sich die Europäische Rechnungseinheit nicht selbst ändert, da immer wegen des Wahlrechtes des Anlegers die Möglichkeit besteht, Zahlungen in der vorteilhaftesten, d. h. nicht abgewerteten Währung zu erlangen. So wurde ein Anleger weder von der Abwertung des Englischen Pfundes noch des Französischen Franken betroffen, da er sofort in andere Referenzwährungen ausweichen konnte.

Wird die eigene Währung des Investors abgewertet, so ist der Anleger vollständig dagegen geschützt und macht praktisch einen Abwertungs„gewinn“ in Höhe des Abwertungssatzes, da er in dieser Höhe durch Wahl einer anderen als der eigenen Referenzwährung einen entsprechenden Mehrerlös in der heimischen Währung erzielt.

Diesen Vorteil des Abwertungsschutzes erkaufte sich der Investor allerdings gegen die Unmöglichkeit, Vorteile aus einzelnen Aufwertungen zu ziehen²². In dem Falle, daß seine eigene Währung aufgewertet wird, erzielt er sogar einen Verlust in Höhe des Aufwertungssatzes, da sich das Verhältnis der eigenen Währung zur Rechnungseinheit unmittelbar ändert, während der Wert der Rechnungseinheit gegenüber dem Gold keine Änderung erfährt.

Geht man davon aus, daß der Fall der Abwertungen überwiegt — dies dürfte realistisch sein —, so kann die Rechnungseinheit für den Anleger als echter Abwertungsschutz gelten. In neuerer Zeit hat sich allerdings insofern als ungünstig erwiesen, als die Vorteile von zwei Aufwertungen (Österreichischer Schilling, Schweizer Franken, D-Mark, Hollandgulden) nicht genutzt werden konnten bzw. für die Anleger dieser Länder Verluste eingetreten sind. Es ist daher richtig, die Rechnungseinheit als eine „valeur-refuge“²³, d. h. Fluchtwährung (vor Abwertungen), zu bezeichnen. Es darf aber nicht verkannt werden, daß ein Schutz vor Aufwertungsverlusten nicht gegeben ist bzw. Chancen auf Aufwertungsgewinne ex definitione nicht genutzt werden können.

Ein Nachteil, der einige Anleger abschrecken mag, liegt in der wesentlich größeren Kompliziertheit der Anleihebedingungen, die insbesondere bei kleinen Anlegern dazu führen kann, sich von dieser speziellen Art der Kapitalanlage fernzuhalten. Dies gilt mindestens solange, wie es keine Europawährung gibt, die eine Rückrechnung in nationale Valuten entbehrlich macht.

²² Vgl. auch J.-P. Wellens, *The Unit of Account and Floating Exchange Rates*, in: *Euromoney*, August 1971, S. 42.

²³ Vgl. J.-P. Wellens, ebenda, S. 42.

Zusammengefaßt läßt sich die Europäische Rechnungseinheit wie folgt werten²⁴:

- (1) Eine Anleihe in RE ist ebensogut wie eine Anlage in eigener Währung (Unterstellung: Heimatwährung ist auch eine Referenzwährung)
 - solange die Parität der Währung des Heimatlandes unverändert ist;
 - im Falle einer Abwertung der RE, da die RE nicht einen größeren Abwertungssatz als die heimische Währung aufweisen kann;
 - im Falle einer gleich hohen Aufwertung von RE und eigener Währung.
- (2) Eine Anlage in RE ist besser als eine Anlage in eigener Währung
 - wenn die Heimatwährung stärker devaluiert als die RE;
 - wenn die Heimatwährung ab-, die RE aber aufwertet;
 - wenn die Heimatwährung abwertet, die RE aber unverändert bleibt.
- (3) Eine Anlage in RE ist unvorteilhafter als eine Anlage in eigener Währung
 - wenn die RE ab-, die eigene Währung aber aufgewertet wird;
 - wenn die RE und die Heimatwährung aufgewertet werden, der Aufwertungssatz der Heimatwährung jedoch höher ist;
 - im Falle einer Aufwertung der Heimatwährung bei unverändertem Wert der RE.

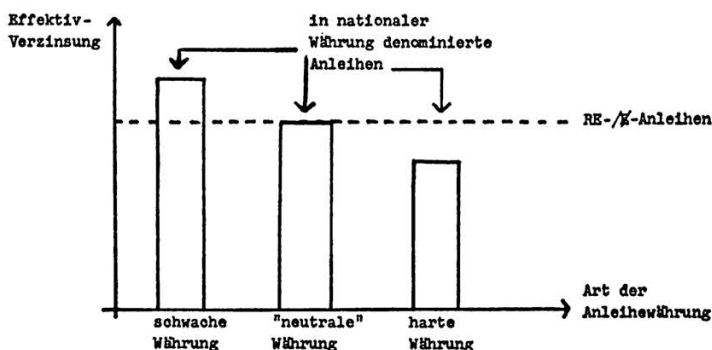
Die Verhältnisse liegen bei der Europäischen Währungseinheit etwas anders. Hinsichtlich der Abwertungsfolgen ergibt sich dieses Bild: Gegen die Abwertung einer EWG-Währung ist der Anleger voll gesichert, da ja eine Paritätsgarantie vorliegt. Es treten nur dann Abwertungsverluste ein, wenn alle Währungen gleichzeitig abgewertet werden, was relativ unwahrscheinlich ist. Im Falle einer Aufwertung tritt für den Zeichner einer auf Europäische Währungseinheiten lautenden Anleihe dann kein Aufwertungsverlust ein, wenn seine Heimatwährung eine der EWG-Währungen ist. Ein Anleger eines Nicht-EWG-Landes kommt dann in den Genuß eines Aufwertungsgewinnes, wenn eine der EWG-

²⁴ Vgl. o. Verf., *The Advantages of Investment in Unit of Account Issues*, in: *The Unit of Account in the European Capital Market*, a.a.O., S. 39 f.

Währungen gegenüber seiner Heimatwährung aufgewertet wird. Denn der Umrechnungskurs ändert sich für die gesamte Laufzeit der Anleihe nicht. Ein Verlust tritt nur dann ein, wenn im gleichen Zuge seine Heimatwährung stärker aufgewertet wird als die EWG-Währung. Wird die eigene Währung des Anlegers aufgewertet und ist sie gleichzeitig EWG-Währung, so besteht ein vollkommener Schutz gegen Aufwertungsverluste, da die Parität nicht „mitzieht“. Hier liegen also einige Unterschiede zwischen der RE und der £ vor.

2. Aus der Sicht der Anleiheschuldner

Ein wichtiger Vorteil für den Anleihenehmer ergibt sich daraus, daß er gleichzeitig mehrere nationale europäische Kapitalmärkte in Anspruch nehmen kann — gleichgültig, ob die Anleihe auf RE oder £ denominated ist — und damit u. U. größere Summen durch neue Emissionen aufzunehmen in der Lage ist, als dies an nationalen Kapitalmärkten möglich wäre²⁵. Darüber hinaus ergibt sich die Möglichkeit, daß die Konditionen für die Anleiheemission in RE und £ auf jeden Fall günstiger ist als z. B. in US-\$, da die Investoren bereit sind, den Vorteil der Währungssicherung zu honorieren. Die Konditionen werden immer in der Nähe der starken Währungen liegen, ohne diese im Normalfall ganz zu erreichen, da letztere als Währungen mit einem gewissen Spekulations-„Appeal“ den Anleger zu noch größeren Verzinsungsverzichten bewegen dürften. Die Kosten der Kapitalaufnahme werden also zwischen denen der Aufnahme in harter und in schwacher Währung liegen (vgl. Abb.).



²⁵ Vgl. auch J. C. Ingram, Unit-of-Account Bonds: Their Meaning and Function, a.a.O., S. 47 sowie J. o. M. van der Mensbrugghe, Bond Issue in European Unit of Account, in: The European Unit of Account, a.a.O., S. 115.

Ebenso bestehen weder für den Markt in RE noch in £ marktbeschränkende Institutionen. Schließlich liegt ein Vorteil darin, daß der Markt für RE- und £-Anleihen unabhängiger von nationalen Wirtschaftspolitiken ist. Auch läuft der Schuldner kein Risiko im Hinblick auf Aufwertung einer einzelnen Währung, sofern die Aufnahme in £ erfolgte (Paritätsgarantie).

Diesen Vorteilen stehen allerdings auch Nachteile gegenüber. Die bestehenden Währungsoptionen führen dazu, daß in der Regel in harter Währung sowohl Bedienungs- als auch Tilgungszahlungen zu leisten sind. Ebenso ergibt sich beim Floating die Möglichkeit einer zusätzlichen Belastung, da sich Devisenkurse auch außerhalb der Bandbreitenbegrenzung bilden können (Ausnahme: Der Anleiheschuldner bezieht in derselben Währung sein Einkommen). Die Last aus der Abwertung der Währung des eigenen Landes trägt der Anleiheschuldner in jedem Falle.

Insgesamt gesehen, ergeben sich bisher viele Vorteile sowohl für Investoren als auch für Anleiheschuldner, aber auch eine Reihe von Nachteilen. Wenn aber — und dies gilt insbesondere für die Europäische Währungseinheit — die Rechnungseinheiten eine stärkere Integration der europäischen Kapitalmärkte fordern, so werden auf lange Sicht auch Harmonisierungen der Wirtschaftspolitiken der einzelnen Mitgliedsländer erzwungen und Auf- und Abwertungen innerhalb des eigenen europäischen Wirtschaftsraumes zunehmend unnötig. Angesichts dieser Entwicklungsmöglichkeiten müssen die Anleihen auf Rechnungseinheiten als ein wichtiger Schritt in Richtung auf die Schaffung eines Europäischen Kapitalmarktes gesehen werden, obwohl auf diesem Wege noch viele — wirtschaftliche und politische — Hemmnisse zu überwinden sein werden.

IV. Markt für Anleihen in Rechnungseinheiten

Nach der Analyse der Vor- und Nachteile der RE- und £-Anleihen soll nun kurz geklärt werden, in welchem Ausmaß sich ein Primär-Markt für diese Anleihen gebildet hat und wie er seitens der Emittenten in Anspruch genommen wurde. Darüber hinaus soll untersucht werden, inwieweit ein secondary market besteht, da dieser eine wichtige Voraussetzung ist, um private und institutionelle Anleger anzuziehen.

1. Primär-Markt

Das Volumen der Inanspruchnahme der Rechnungseinheiten — sowohl RE als auch £ — muß trotz eines tendenziellen Anstiegs als relativ

bescheiden gelten. Erst in letzter Zeit zeichnet sich — bedingt durch die besondere Währungsunsicherheit — ein weiterer nennenswerter Anstieg der Inanspruchnahme dieses Marktes ab. Dies kommt schon dadurch deutlich zum Ausdruck, daß neben die RE seit Ende 1970 die Europäische Währungseinheit als weitere „europäische Währung“ getreten ist.

Ausgedrückt in US-Dollar ergibt sich folgendes Bild²⁶:

Emissionswährung	1969	1970	Jan. bis Sept. 1971	Jan. bis Sept. 1970
US-Dollar	2 223	2 428	2 033	1 717
DM	1.285	692,3	712,5	401,3
Schweizer Franken	223	176,3	359	120,3
Belgische Franken	—	15	49	—
Französische Franken	—	—	18	—
Holländische Gulden	—	17	31	—
Japanische Yen	—	17	—	—
Lire	24	—	24	—
Pfund Sterling	116	—	120	—
Österreichische Schillinge ..	4	—	—	—
RE	60	54	166,5	24
£	—	50	85	—
Gesamt	3 935	3 449,6	3 598	2 262,6

In Europa emittierte Auslandsanleihen.

Die Normalgröße einer einzelnen Anleiheemission liegt bei 10 bis 15 Mio. RE, 20 Mio. RE werden derzeit als Maximalbetrag angesehen²⁷. Für Europäische Währungseinheiten liegen noch keine richtungsweisenden Indikationen vor, da die Zahl der Emissionen noch gering ist und diese neue Anleihewährung erst 1970 am Markt eingeführt wurde.

2. Sekundär-Markt

Der Sekundär-Markt für Anteile, die auf Europäische Rechnungseinheiten denominiert sind, hat sich nach anfänglichen Schwierigkeiten

²⁶ Quellen: C. Humbert, Die Veränderungen am Eurokapitalmarkt, in: ZfgK 20/1970, S. 971; Rundschreiben der Sparkassenvereinigung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft aus den Jahren 1970 und 1971.

²⁷ Vgl. o. Verf., Trading in Unit of Account Bonds, in: The Unit of Account in the European Capital Market, a.a.O., S. 44, S. 48.

durch besonderen Einsatz von vor allem belgischen und luxemburgischen Banken zu einem durchaus funktionsfähigen Instrument herausgebildet. Die auf RE lautenden Anleihen werden in Brüssel, Luxemburg und Zürich notiert, so daß eine ausreichende Zahl von Handelsplätzen geschaffen werden konnte. Einige Probleme bereitete bisher die Abrechnung angesichts der Vielzahl der Referenzwährungen und der jederzeit bestehenden Möglichkeit, daß sich die Relation einer einzelnen Währung zur RE ändern kann.

Von dieser Seite her ist der secondary market für in Europäischen Währungseinheiten denominierte Anleihen einer leichteren Abwicklung angesichts der für die gesamte Laufzeit festen Wechselkurse unterworfen. Er hat sich ebenfalls verhältnismäßig schnell herausgebildet. Haupthandels- und Notierungsplatz ist wie bei den Europäischen Rechnungseinheiten Luxemburg.

V. Schlußbetrachtung

Inwieweit die RE und die £ sich als Anleihewährung weiter durchsetzen werden, hängt von vielen Faktoren ab. Zum einen spielt die augenblickliche währungspolitische Unsicherheit eine wichtige Rolle, diese relativ gut währungsrisikogesicherten Anleihewährungen verstärkt in den Vordergrund treten lassen. Dennoch läßt die bisherige Emissionstätigkeit erkennen, daß Emissionen in nationalen Währungen immer noch einen wesentlich größeren Anteil auf sich vereinigen und RE und £ aus der Rolle eines Randdaseins bisher nicht recht herausgetreten sind. Es muß jedoch erkannt werden, daß sich mit diesen Konstruktionen eine große Chance bietet, den äußerst komplizierten Integrationsvorgang an den europäischen Kapitalmärkten, der bisher nur äußerst zögernd und in Kleinst-Schritten vorankommt, zu beschleunigen. Sowohl die RE als auch — infolge ihrer noch stärkeren EWG-Ausrichtung — besonders die £ stellen ein vorbildliches Instrument zur Integration dar. Ohne ein klares politisches Votum für diesen Zusammenschluß zu einem gemeinsamen Europäischen Kapitalmarkt und verstärkte Bestrebungen, auch andere Gebiete — z. B. die steuerlichen Vorschriften für den Kapitalverkehr, Rechtsangleichung für den Kapitalverkehr, Börsenzulassungs- und Publizitätsvorschriften etc. — in ein gesamtheitliches Integrationskonzept einzufügen, muß aber die Bedeutung der RE und der £ limitiert bleiben²⁸.

²⁸ Vgl. auch J. C. Ingram, *Unit-of-Account Bonds: Their Meaning and Function*, a.a.O., S. 59.

Immerhin hat die europäische Zusammenarbeit der Banken²⁹ einen Weg aufgezeigt, den zu verfolgen auf jeden Fall lohnend erscheint.

Lutz R. Raettig, Düsseldorf

Zusammenfassung

Verwendung der Rechnungseinheit in der EWG

Im Zusammenhang mit der Schaffung eines Europäischen Kapitalmarktes spielt die Rechnungseinheit, die ohnehin als statistische Größe Bedeutung besitzt, auf den Anleihemärkten eine zunehmend wichtige Rolle. Insbesondere die Europäische Rechnungseinheit (RE) und die Europäische Währungseinheit (Ɛ) haben sich durchgesetzt.

Die RE ist in ihrem Wert an die Goldparität der sog. Referenzwährungen dies sind die 17 Währungen der Mitgliedsländer der ehemaligen Europäischen Zahlungs-Union (EZU), gebunden. Eine Wertänderung kann nur dann erfolgen, wenn gleichzeitig folgende Bedingungen eintreten: Änderungen der Goldparität aller Referenzwährungen und Bewegung der Paritäten von mindestens zwei Dritteln der Referenzwährungen in derselben Richtung. Sind die Voraussetzungen erfüllt, so wird der geringste Auf- oder Abwertungssatz einer Referenzwährung als Maß der Wertänderung der RE herangezogen. Hinsichtlich der Zahlungswährung besteht für den Anleger ein Wahlrecht, wobei i. d. R. einige „currencies of payment“ in den Anleihebedingungen festgelegt werden. Der Emittent ist berechtigt, die „subscription currency“ zu bestimmen. Die Ɛ ist als echte europäische Währungseinheit vor dem Hintergrund des Stufenplans zur Errichtung einer Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion zu setzen, an deren Ende eine einheitliche Gemeinschaftswährung steht. Grundlage sind die Währungen der EWG-Mitgliedsländer. Gegenüber diesen besitzt sie für die gesamte Laufzeit der Anleihen eine fixierte Parität. Als Zahlungswährung kann jede der Basiswährungen gewählt werden. Aus der Sicht der Anleger bietet sich die RE vor allem dann an, wenn die Heimatwährung abwertet bei fehlenden Veränderungen der anderen Referenzwährungen. Der Zeichner einer Ɛ-Anleihe ist vor allem bei einer Abwertung einer EWG-Währung wegen der Paritätsgarantie voll gesichert. Im Gegensatz zur RE besteht darüber hinaus ein Schutz gegen Verluste aus Aufwertungen der Zeichnerwährung.

Für Anleiheschuldner ergeben sich die Vorteile bei beiden Rechnungseinheiten insbesondere aus den Marktbedingungen: Geringere Kosten, fehlende Marktrestriktionen. Nachteile bieten sich dagegen aus den den Anleihegläubigern zustehenden Währungsoptionsrechten.

Insgesamt können die Anleihetypen als wichtiger Schritt in Richtung auf eine Integration der europäischen Kapitalmärkte gelten. Der Beweis dafür ist

²⁹ Vgl. auch C. Segré, *Foreign Bond Issues in European Markets*, a.a.O., S. 91.

durch die Schaffung gut funktionierender Primär- und Sekundärmärkte bereits erbracht.

Summary

The Use of the Unit of Account in the EEC

In connection with the creation of an European capital market, the unit of account, which in any case is of importance as a statistical magnitude, is assuming an increasingly important role on the loan markets. In particular, the European unit of account (RE) and the European currency unit (Ɛ) have gained acceptance.

The value of the RE is tied to the gold parity of the so-called reference currencies, that is, the 17 currencies of the member countries of the former European Payments Union (EPU). A change in that value can be effected only if the following conditions are simultaneously satisfied: changes in the gold parity of all reference currencies and movement of the parities of at least two thirds of the reference currencies in the same direction. If these preconditions are fulfilled, the lowest revaluation or devaluation rate of a reference currency is taken as measure of the change in value of the RE. With regard to the currency of payment the investor has a choice, several currencies of payment being laid down as a rule in the terms of the loan. The issuer is entitled to prescribe the subscription currency.

The Ɛ, as a genuine European currency unit, must be seen against the background of the multiphase plan for the establishment of a European Economic and Currency Union, which will culminate in a uniform community currency. Its basis comprises the currencies of the EEC member countries. Relative to these currencies it has a fixed parity for the entire term of the loans. Any of the base currencies can be chosen as the currency of payment.

From the investor's viewpoint, use of the RE is advisable above all if the home currency is devalued while there are no changes in the other reference currencies. The subscriber to an Ɛ loan is fully safeguarded, especially in the event of devaluation of an EEC currency, by the parity guarantee.

In contrast to the RE, there is furthermore protection against losses due to upvaluations of the subscription currency.

In the case of both units of account, the advantages for borrowers lie particularly in the market conditions: lower costs, lack of market restrictions. On the other hand, there are disadvantages inherent in the currency option to which bond subscribers are entitled.

On the whole, these types of bonded loans can be regarded as an important step towards integration of the European capital markets. Proof of this has already been supplied by the creation of well-functioning primary and secondary markets.

Résumé

L'utilisation de l'unité de compte dans la CEE

Dans le contexte de la création d'un marché européen des capitaux, l'unité de compte, qui constitue déjà un instrument de mesure statistique appréciable, joue un rôle croissant sur les marchés d'emprunts. Se sont en particulier taillé une place de choix, l'unité de compte européenne (UC) et l'unité monétaire européenne (ƒ).

La valeur de l'UC est liée à la parité-or de ce que l'on a appelé les monnaies de référence, c. à. d. les 17 monnaies des Etats membres de l'ancienne Union Européenne des Paiements (UEP). Une modification de cette valeur résulte des conditions simultanées suivantes: changement de la parité-or de toutes les monnaies de référence et mouvement des parités d'au moins 2/3 de ces monnaies dans la même direction. Lorsque ces conditions sont remplies, le taux le moins élevé de réévaluation ou de dévaluation constaté dans les monnaies de référence constitue la mesure de la variation de valeur de l'UC. En ce qui concerne la monnaie de paiement, l'investisseur dispose d'un droit de choix, c. à. d. que généralement quelques monnaies de paiement sont désignées dans les conditions des emprunts. L'émetteur est autorisé à définir la monnaie de souscription.

Le ƒ doit être placé à titre de véritable unité monétaire européenne au début du plan par étapes visant à instituer une union économique et monétaire dont l'aboutissement serait une monnaie unique communautaire. Le ƒ se fonde sur les monnaies des Etats membres de la CEE. A l'égard de celles-ci, sa parité est fixée pour la durée totale des emprunts. Chaque monnaie de base peut être choisie comme monnaie de paiement.

Pour l'investisseur, l'UC est surtout avantageuse lorsque sa monnaie nationale dévalue, toutes les autres monnaies de référence demeurant inchangées. Le souscripteur d'obligations en ƒ est grâce à la garantie de parité totalement assuré contre la dévaluation d'une monnaie de la CEE. Et en outre, contrairement à l'UC, le ƒ offre une protection contre les pertes dues aux réévaluations de la monnaie de souscription.

Les débiteurs d'emprunts trouvent pour les deux unités de compte un avantage en particulier dans les conditions du marché: coûts plus réduits, restrictions inexistantes. En revanche, l'inconvénient consiste à devoir offrir aux créanciers le droit d'option monétaire.

En fait, ces types d'emprunts peuvent être qualifiés de progrès sérieux sur la voie de l'intégration des marchés européens de capitaux. La preuve en est déjà apportée par la création de marchés primaires et secondaires dont le fonctionnement est excellent.