

## Literatur

### Der Euro-Kapitalmarkt\*

Einzig erbringt hier erneut den Beweis dafür, daß er den Ruf als guter Kenner der Vorgänge im Bereich kurzfristiger und langfristiger internationaler Kapitalien sowie währungspolitischer Zusammenhänge mit Recht innehat. Wird schon sein Werk über das Euro-Dollar-System (*The Euro-Dollar System: Practice and Theory of International Interest Rates*) heute oft als Standardwerk über die internationalen Finanzierungsströme mit kurzfristigen Mitteln angesehen, so dürfte dem vorliegenden Werk eine ähnliche Bedeutung auf dem Gebiet des langfristigen Kapitals zukommen. Und dies mit um so berechtigterer Aussicht, als die vorliegende zweite Auflage gegenüber der im Jahre 1965 erschienenen Erstausgabe nicht nur wesentliche Überarbeitungen und Ergänzungen aufweist; es wurden vielmehr einige Kapitel vollkommen neu eingefügt zur Berücksichtigung von Entwicklungen, die sich erst in den letzten Jahren deutlicher abzuzeichnen begannen und damit die Konturen von Trends annahmen, die für die weitere Entwicklung des Systems internationaler Finanzierungsbeziehungen noch von einiger, und zwar mit Sicherheit zunehmender Bedeutung sein dürften.

Der Titel der ersten Auflage lautete noch „Foreign Dollar Loans in Europe“. Somit wird bereits durch die Veränderung in der Titelbezeichnung deutlich, wohin die Entwicklung im wesentlichen steuert, welcher Verlagerung des Schwerpunktes der Autor mit dieser Umformulierung Rechnung tragen wollte: Wie aus der im Anhang angeführten Tabelle über die Zunahme der Euroanleiheemissionen, nach Währungen geordnet (S. 214), zu ersehen ist, wuchs der Anteil des US-\$ als Emissionswährung bis zum Jahre 1968 auf das Vierfache des Standes von 1964. Dazu kommt die weittragende Feststellung, daß es sich keineswegs mehr ausschließlich um einen Markt für auf Dollar lautende Anleihen handelt.

Läßt sich dieser gewaltige Anstieg des Dollaranteils am internationalen Emissionsvolumen zu einem großen Teil zurückführen auf eine entsprechende defizitäre Entwicklung der US-amerikanischen Zahlungsbilanzverhältnisse, so verdient dagegen die zunehmende Verwendung

---

\* Zum Buch von Paul Einzig: *The Euro-Bond-Market*. 2. Auflage. London 1969. Macmillan and Co. Ltd. 219 S.

der Deutschen Mark um so mehr Beachtung. Wachsende Bedeutung hat ebenfalls die Konstruktion der „Europäischen Rechnungseinheit“ gewonnen.

Zwei weitere neue Kapitel wurden der Umkehr in der Position der Vereinigten Staaten von der eines Kapitalgebers in die Rolle eines Kapitalnachfragers auf den internationalen Finanzmärkten sowie der wachsenden Beliebtheit der „convertible bonds“ gewidmet. Das Kapitel über die sog. „Investment-Währungen“ mußte angesichts weitreichender Änderungen in den Devisenkontrollbestimmungen einiger Länder zum größten Teil umgeschrieben werden.

Dies sind nach Einzig die hauptsächlichen Antriebskräfte für eine Entwicklung, deren Voraussetzungen, deren institutionelle Aspekte und Implikationen und deren voraussichtliche weitere Tendenzen im folgenden vom Autor mit großer Material- und Detailfülle aufgezeigt werden, wobei eine umfangreiche und erschöpfende Literatursammlung das solide Fundament darstellt.

Insgesamt sieht Einzig den Eurobondmarkt in seinen jeweiligen Erscheinungsformen unter dem Aspekt des Ausgleichs internationaler Kapitalbewegungen und der besseren Allokation der anlagebereiten langfristigen Mittel, in der Verbindung zwischen den kurz- und den langfristigen Bereichen der internationalen Finanzmechanismen und damit als ein Moment der Förderung der Internationalisierung der Finanzen.

Angesichts der Kompliziertheit der darzustellenden Verhältnisse auf dem Euroanleihemarkt ist der vom Autor eingangs mit Nachdruck vorgebrachte Hinweis sehr nützlich, den Eurokapitalmarkt auf der einen Seite und den Eurodollarmarkt auf der anderen möglichst scharf auseinanderzuhalten. Einzig ist sich allerdings selbst bewußt, daß eine eindeutige Trennung zwischen internationalem Geldmarkt und internationalem Kapitalmarkt wohl nicht möglich ist. Das übliche Unterscheidungsmerkmal zwischen Geld- und Kapitalmarkt, die Fristigkeit der gehandelten Mittel, lehnt Einzig hier durchaus berechtigt als wenig brauchbar ab; denn entscheidend ist die tatsächliche Verwendung der Mittel, und die hat in aller Regel ein dem bei ihrer Aufnahme vereinbarten Laufzeit entgegengesetztes Vorzeichen. Einzig stellt daher zur Unterscheidung ab auf die Art und Weise der Mittelaufbringung: aus Bankkredit oder durch Ausgabe langfristiger Wertpapiere. Demnach sind Eurodollars — nicht mehr kurz- und mittelfristige Guthaben, wie es noch in der ersten Auflage hieß — Guthaben in US-\$ außerhalb der USA, lautend auf Inhaber mit Wohnsitz ebenfalls außerhalb der USA; der Handel in diesen Geldern vollzieht sich ebenfalls außerhalb der USA. Unter dem Euroanleihemarkt dagegen versteht Einzig ein System von in Europa emittierten Anleihen, wobei den größten Anteil

solche Papiere mit einer Laufzeit zwischen 11 und 15 Jahren (S. 214) ausmachen. Es zählen hierzu auch solche Auslandsanleihen mit Laufzeiten von fünf Jahren und weniger, wenn sie nur das Kriterium der Auslandswährung und des europäischen Emissionslandes erfüllen. Als weiteres Unterscheidungsmerkmal führt der Autor die technische Abwicklung des Handels an. Das Geschäft in Eurodollars vollzieht sich vollkommen unter Ausschluß der Öffentlichkeit, lediglich im Interbankentelefonverkehr; Euroanleihen unterliegen dagegen den landesüblichen Publizitätsvorschriften, werden an den Wertpapierbörsen notiert und können von jedermann erworben und veräußert werden.

Als wesentliches Merkmal für den Euroanleihemarkt nennt Einzig noch den überwiegend internationalen Charakter. Das Aufkommen des Eurobondmarktes habe ganz entscheidenden Anteil an dem Prozeß der Internationalisierung der Finanzmärkte, ihrer Mittel und ihrer Teilnehmer. Die Formel, die die europäischen Kapitalmärkte mit der Emission von Auslandsanleihen in US-Dollar oder in anderen Währungen gewählt haben, hat endlich doch dazu beigetragen, die Emissionstätigkeit von Auslandsanleihen auch außerhalb der USA wiederzubeleben.

Dies ist der Hintergrund, vor dem Einzig die internationalen Verflechtungen der einzelnen nationalen Finanzmärkte darstellt.

Die Gliederung zu seinen Ausführungen bringt leider lediglich eine offensichtlich etwas willkürlich gewählte Folge einzelner für sich abgeschlossener Kapitel über Detailspekte, die sich jedoch zu einigen wenigen Hauptgliederungspunkten hätten zusammenfassen lassen.

Im wesentlichen handelt es sich hierbei um die folgenden Themenkreise:

1. Kapitalmärkte — ihre Voraussetzungen; historischer Abriß über die Märkte für Auslandsanleihen.
2. London als Umschlagplatz für internationales Kapital.
3. Der Euro-Anleihemarkt — Emissionsmarkt, Sekundärmarkt, Preisbildung, Verwendung von Wandelanleihen.
4. Das internationale Zinsniveau und seine Auswirkungen auf Euro-Dollars, Dollar-Kurs und die nationalen Zinsgefüge.
5. Emissionswährungen — insbesondere die Deutsche Mark und die Europäische Rechnungseinheit.
6. Investment-Währungen.
7. Internationale Auswirkungen und Zukunftsaspekte des Euro-Anleihemarktes.

In den ersten Kapiteln werden die Voraussetzungen für einen funktionsfähigen Kapitalmarkt ganz allgemein und für einen solchen, der speziell die Emission von Auslandsanleihen ermöglichen soll, sowie die Entwicklung der Kapitalmärkte für Auslandsanleihen in der Zeit-



spanne vor dem Ersten bis nach dem Zweiten Weltkrieg beschrieben. Die vor dem Ersten Weltkrieg bereits hochentwickelte Technik und Emissionstätigkeit in solchen Anleihen hatten ihre Basis in den wirtschaftlichen, institutionellen und auch psychologischen Voraussetzungen, wie sie durch die zweimaligen Kriegsereignisse zerstört wurden und heute noch nicht annähernd wieder erreicht sind. Der Blick auf die Verhältnisse in der gegenwärtigen Epoche zeigt im ganzen eine Verschlechterung der Voraussetzungen für die Emission von Auslandsanleihen. Kapitalexport- und Devisenbestimmungen, zu geringes Sparaufkommen im Verhältnis zu dem Bedarf an langfristigem Kapital, hohes Zinsniveau in den meisten Ländern, allgemeine Abneigung gegen das Engagement in solchen Titeln und die stark ausgeprägte Liquiditätspräferenz erschwerten die Ausgabe von Auslandsanleihen zunächst erheblich. Straight bonds, das sind die normalen Anleihen, hatten daher einen hohen Zins. Hier nun schaffte eine Neuerung Abhilfe, die im Laufe der Jahre einen erheblichen Marktanteil erringen konnte: die Wandelanleihe und die Optionsanleihe.

Die Bedeutung Londons als Initiator und Katalysator für die Wiederbelebung der internationalen Kapitalmärkte nach dem Zweiten Weltkrieg verdient zu Recht gebührende Hervorhebung angesichts der nachlassenden Fähigkeit der einzelnen nationalen Kapitalmärkte zur Aufnahme von Auslandsanleihen (hauptsächlich zu intensiver Kapitalexport führte zu Währungs- und Zahlungsbilanzschwierigkeiten, besonders in den USA und Großbritannien). Denn London gelang es, die Führung als internationaler Kapitalmarktplatz zu übernehmen, trotz der nahezu jeglichem Kapitalexport abgeneigten wirtschaftlichen Verhältnisse Großbritanniens. Es übernahm die Funktion einer Kapitaldrehscheibe („entrepôt“), so daß Auslandsanleihen in Großbritannien plazierte werden konnten, und zwar ohne Beteiligung britischen Kapitals, lediglich bei gebietsfremden Anlegern; jeglicher Nettokapitalexport wurde auf diese Weise vermieden. Die Übernahme dieser gänzlich neuen Funktion stellte nach Ansicht Einzigs den bemerkenswertesten Fortschritt in der Integration der europäischen Kapitalmärkte dar. Der Schilderung dieser Vorgänge schließt sich eine theoretische Betrachtung über die wesentlichsten Merkmale eines Kapitalmarktes an, der heimisches Kapital zur Anlage bringt, und eines solchen, der lediglich als Drehscheibe, also als Vermittler für Kapital aus ausländischen Quellen dient.

In den Kapiteln 6, 7, 15 und 16 gibt Einzig eine Darstellung der institutionellen Details des Euroanleihemarktes, mit Schwergewicht auf dem Emissionsmarkt, dem Sekundärmarkt und der Preisbildung und des zunehmend verwendeten Instruments der Wandel- und Optionsanleihe.

In Gestalt des Buchs von Einzig liegt eine der ersten systematischen und umfassenden Beschreibungen dieses wichtigsten internationalen Kapitalmarktes vor. Der Autor geht hierbei besonders ausführlich auf die Fragen nach der Herkunft der in diesem Markt gehandelten Mittel ein, untersucht die Aufnahmefähigkeit des Marktes und diskutiert interessante Erweiterungsmöglichkeiten, geht auf die technischen Hemmnisse ein, die einer größeren Übersichtlichkeit des Marktgeschehens und damit einer Vergrößerung seiner Leistungsfähigkeit entgegenstehen, und zeigt Ansatzpunkte für seines Erachtens erforderliche Reformmaßnahmen auf. Einzig weist hierbei auf eine bemerkenswerte Entwicklungstendenz bei den beteiligten Finanzhäusern hin: Diese gehen mehr und mehr dazu über, sich nicht mit einzelnen Teilfunktionen bei der Emission und dem anschließenden Handel von Euroanleihen zu begnügen, sondern immer mehr den gesamten Dienstleistungsfächer für diesen Sektor bei sich zu vereinigen; die strikte Arbeitsteilung, wie sie anfänglich zwischen den in diesem Rahmen nur mit einzelnen Funktionen ausgestatteten Häusern bestand, wurde inzwischen nahezu vollständig abgebaut. Das universelle Dienstleistungsangebot überwiegt auch hier.

In Kapitel 15 gibt Einzig eine Darstellung der internationalen Wandelanleihe, für die ein steigendes Aufkommen auf den Euromarkt festzustellen ist. Besonders bedeutungsvoll erscheint dem Autor die Entwicklung des Instruments der Optionsanleihe mit abtrennbarem „warrant“. Die Frage nach der institutionellen Entwicklung des Euroanleihemarktes erweitert Einzig dahin, daß seiner Auffassung nach dieser Markt weitere Möglichkeiten nicht nur für Anleiheemissionen schaffen wird, sondern auch für die Plazierung und den Handel von ausländischen Aktien; der Entwicklungstrend lasse die Entstehung eines aktiven Euromarktes in Aktien erkennen, wobei Einzig besondere Momente zur Förderung dieser Entwicklung sieht in möglichen allgemeinen Währungsabwertungsbewegungen sowie in einer potentiellen Einführung freier Wechselkurse auf breiter Basis. Zudem sei sogar mit zunehmender Präferenz der Kapitalanleger in Richtung auf „straight equities“ zu rechnen, was eine funktionelle Erweiterung des Euromarktes bedeuten würde.

Die von dem Autor hier vorgelegten Überlegungen und theoretischen Untersuchungen der Zinsverhältnisse auf dem Euroanleihemarkt, ihrer Abhängigkeit von dem und zugleich ihrer Ausstrahlung auf den Eurodollarmarkt einerseits und die einzelstaatlichen Zinsgefüge andererseits verdienen Beachtung und Anerkennung, stellen sie doch wichtige Zusammenhänge zwischen diesen Komponenten her und lassen damit die Zins- und zugleich die Kursentwicklung auf dem Eurobondmarkt in Abhängigkeit von den verschiedenen möglichen Einflußfaktoren



transparent werden. Auf lange Sicht erscheint es Einzig durchaus wahrscheinlich, daß sich bei zunehmender Umsatzausweitung auf dem Euroanleihemarkt auch eine Beeinflussung des langfristigen Zinses ergeben werde, in Analogie zu den Auswirkungen des Eurodollarmarktes auf das internationale Niveau kurzfristiger Zinsen.

Das Kapitel 12 wurde, wie bereits erwähnt, in die zweite Auflage neu aufgenommen in Würdigung der wachsenden Bedeutung der Bundesrepublik als internationaler Kapitalgeber und Markt für Auslandsanleihen. So wird die Rolle der deutschen Kreditwirtschaft bei ihrer steigenden Beteiligung an internationalen Emissionskonsortien hervorgehoben.

Die Untersuchungen über die Leistungsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes besonders im Hinblick auf die Unterbringung von Auslandsanleihen und die Gründe für die nach Einzigs Auffassung nicht ausreichende Plazierungskraft führen zu dem Vorschlag einer Umstrukturierung des deutschen Kapitalmarktes, dem allerdings nur sehr bedingt zugestimmt werden kann. Einzig geht dabei aus von einem angeblich übermächtigen Anteil des Hypothekendarlehenpfandbriefsektors an dem gesamten Umlauf festverzinslicher Wertpapiere in der Bundesrepublik in Höhe von — nach seinen Ermittlungen — 50 %. Darin glaubt er einen negativen Einfluß der Emissionen in diesen Papieren auf die Leistungsfähigkeit der Bundesrepublik als „international lender“ erblicken zu können. So macht er den wenig durchdachten Vorschlag, das deutsche System der Hypothekenfinanzierung zu ändern, etwa im Sinne der britischen Verhältnisse, wo die Bautätigkeit überwiegend über kurzfristige Einlagen bei den „building societies“ finanziert wird. Dieser Vorschlag geht jedoch einmal von einer unrealistischen Vorstellung über die Größenordnungen der Anteile der einzelnen Emittentengruppen am deutschen Rentenmarkt aus; außerdem würde er an dem Aufbau des deutschen Bankensystems scheitern, das gegenüber dem Spezialbankensystem in Großbritannien u. a. eine gänzlich andere Struktur der Einlagensammlung aufweist.

In dem neuen Mittel der Europäischen Rechnungseinheit als Emissionswährung sieht Einzig eine begrüßenswerte Möglichkeit, die internationale Kapitalumverteilung durchzuführen ohne schädigende Rückwirkungen auf einzelne Währungen auf Grund von Bevorzugungen anderer Währungen mit negativen währungspolitischen Konsequenzen für die eventuell weniger gefragten Währungen. Dieses System setzt nach Einzig u. a. eine Verstärkung der Basis von auf diese Rechnungseinheit lautenden Währungsguthaben voraus. Ansätze für mittelfristige Kapitalmöglichkeiten ähnlich denen bei den Eurowährungen gibt es auch bereits bei der Rechnungseinheit. Als Folge der Fortsetzung dieser Entwicklung sieht Einzig eine verbreiterte Basis für die Verwen-

dung der Rechnungseinheit als internationale Emissionswährung. Er läßt allerdings offen, ob er in diesem Surrogat lediglich eine Ergänzung der bisher überwiegend verwendeten Emissionswährungen sieht oder ob er gar einen weitgehenden Ersatz dieser einzelnen nationalen Währungen durch die Rechnungseinheit befürwortet.

Auf ein Nebengebiet der internationalen Währungsbeziehungen geht Einzig ein mit der Behandlung der Frage der sog. „Investment-Währungen“, die ihre Entstehungsursache zwar in prohibitiven Devisenbestimmungen hatten, mit deren Existenz bei dem bedauerlicherweise in nahezu sämtlichen wichtigen Industrie- und Handelsnationen festzustellenden Währungsnationalismus allerdings noch einige Zeit zu rechnen sein dürfte.

Das Kapitel über die Zunahme US-amerikanischer Kapitalnachfrage auf dem Euroanleihemarkt beleuchtet interessante Querverbindungen zwischen der amerikanischen Situation der Zahlungsbilanz und der Gold- und Devisenreserven, der Zinsausgleichsteuer (IET) und dem Entwicklungstempo der europäischen Kapitalmärkte. Danach sei die Einführung der IET eine Maßnahme zwar primär zur Umlenkung langfristiger Kapitalwünsche vom New Yorker Kapitalmarkt nach Europa gewesen, aber mit der zwangsläufigen und von amerikanischer Seite bewußt einkalkulierten Konsequenz, daß die Leistungsfähigkeit der europäischen Kapitalmärkte mit der sich daraus ergebenden stärkeren Beanspruchung zunehmen würde. Der IET wird damit eine Art Verbrämung als Maßnahme verliehen, die die eigentliche Urheberin der Ausdehnung der europäischen Kapitalmärkte gewesen sei; hier sei das eigentliche Antriebsmoment für die Kapitalmarktintegration in Europa zu sehen. Zudem sei es nach der weitgehenden faktischen Schließung des amerikanischen Kapitalmarktes keineswegs zu der erwarteten Umkehrung des bis dahin vornehmlich in Ost-West-Richtung verlaufenden Kapitalstromes gekommen; zwar würden gerade amerikanische Unternehmen in besonderem Umfange als Nachfrager nach langfristigem Kapital auf dem Euroanleihemarkt auftreten, diese Mittel kämen jedoch unmittelbar Europa zugute durch ihre fast ausschließliche Verwendung für direkte Auslandsinvestitionen in Europa. Diesen Thesen kann im großen und ganzen zugestimmt werden, jedoch mit der Einschränkung, daß die von dem Vertrag von Rom und damit von der europäischen Einigungsbewegung selbst ausgehenden Kräfte in dieser Betrachtung kaum Berücksichtigung gefunden haben.

In den abschließenden, auf die Zukunft des Euroanleihemarktes gerichteten Kapiteln sieht der Autor den positiven Einfluß dieses Marktes in seinem Beitrag zur Förderung der internationalen währungspolitischen Konsolidierung, indem spekulativen kurzfristigen Guthaben die Möglichkeit zur Anlage in langfristigen Titeln geboten

wird. Einen der hauptsächlichsten Mängel des modernen Finanzsystems sieht Einzig, nicht zu Unrecht, in dem weitgehenden Fehlen funktionsfähiger Verbindungen zwischen dem kurzfristigen und dem langfristigen Bereich. In dem weitgehenden Ausgleich dieser Schwäche liegt nach Auffassung des Autors das eigentliche große Verdienst des Euroanleihemarktes. Zu dessen ausgleichender Funktion im langfristigen Bereich glaubt er allerdings eine Parallele auf dem Gebiet der kurzfristigen Mittel zu erkennen. Dieser Vergleich wurde in bezug auf die Eurodollarseite durch die jüngsten währungspolitischen Situationen bestätigt.

Insgesamt gesehen hat Einzig mit dem vorliegenden Werk einen wichtigen Beitrag zur Erforschung einer Entwicklung geleistet, der für die zukünftige Gestaltung der internationalen Wirtschaftsbeziehungen ausschlaggebende Bedeutung beizumessen ist. Die Entwicklung der seit dem Erscheinen der zweiten Auflage vergangenen drei Jahre hat den Auffassungen Einzigs mancherlei Bestätigung verliehen und die Treffsicherheit seines Urteils in der Analyse sich abzeichnender Tendenzen mannigfach unter Beweis gestellt.

Hans E. Büschgen, Köln