

Helmut Kaiser / Anja Heilenkötter  
Markus Herrmann / Werner Krämer

Der Euro-Kapitalmarkt

Helmut Kaiser / Anja Heilenkötter  
Markus Herrmann / Werner Krämer

# Der Euro-Kapitalmarkt

Marktstrukturen – Instrumente – Investoren –  
Emittenten



Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Der **Euro-Kapitalmarkt** : Marktstrukturen - Instrumente -  
Investoren - Emittenten / Helmut Kaiser ... - Wiesbaden : Gabler,  
1999

ISBN-13: 978-3-322-82615-2

Alle Rechte vorbehalten

© Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, Wiesbaden 1999

Lektorat: Sandra Käfer

Softcover reprint of the hardcover 1st edition 1999

Der Gabler Verlag ist ein Unternehmen der Bertelsmann Fachinformation GmbH.



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

<http://www.gabler.de>

Höchste inhaltliche und technische Qualität unserer Produkte ist unser Ziel. Bei der Produktion und Verbreitung unserer Bücher wollen wir die Umwelt schonen: Dieses Buch ist auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier gedruckt. Die Einschweißfolie besteht aus Polyäthylen und damit aus organischen Grundstoffen, die weder bei der Herstellung noch bei der Verbrennung Schadstoffe freisetzen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Satz: Graphische Werkstätten Lehne GmbH, Grevenbroich

ISBN-13: 978-3-322-82615-2 e-ISBN-13: 978-3-322-82614-5  
DOI: 10.1007/978-3-322-82614-5

# Vorwort

Mit der Einführung des Euros zum 1. Januar 1999 in den elf europäischen Ländern der Wirtschafts- und Währungsunion ist der zweitgrößte Kapitalmarkt der Welt entstanden. Das vorliegende Buch will über die strukturellen Auswirkungen der Einführung des Euros auf die europäischen Rentenmärkte informieren. Dabei geht es detailliert auf die einzelnen Marktsegmente, die verschiedenen Instrumente und die Auswirkungen auf Anleger und Emittenten ein. Die Autoren versuchen dabei, die praktischen Auswirkungen auf die Rentenmärkte und ihrer Akteure in den Vordergrund zu stellen. Wir glauben, damit eine Lücke im Angebot schon existierender Literatur zu schließen.

Obwohl die Autoren gemeinsam für das gesamte Produkt verantwortlich zeichnen, sind Schwerpunkte gesetzt worden. Frau Diplom-Volkswirtin Anja Heilenkötter beschäftigte sich vor allem mit Eurobonds und Unternehmensanleihen. Diplom-Volkswirt Dr. Markus Herrmann konzentrierte sich auf Bankanleihen und Asset-Backed Securities. Diplom-Wirtschaftsmathematiker Werner Krämer analysierte den Geldmarkt und die Auswirkungen des Euro auf den Markt für Derivative. Diplom-Volkswirt Dr. Helmut Kaiser untersuchte die Konsequenzen für die Staatsanleihen und die prinzipiellen Auswirkungen auf Investoren und Emittenten in Euroland.

Das Buch richtet sich in erster Linie an professionelle Akteure im Euroland-Rentenmarkt. Hierzu zählen vor allem institutionelle Investoren (Fondsgesellschaften, Banken, Versicherungsunternehmen), Emittenten (staatliche Institutionen, internationale Organisationen, Geschäftsbanken, Hypothekenbanken, Industrieunternehmen) und Intermediäre (Salesforce in Banken, Broker etc.). Natürlich wenden wir uns auch an Interessierte im Fixed Income Research und in der Wissenschaftsbranche. Schließlich hoffen wir, Privatanlegern mit wirtschaftswissenschaftlichem Hintergrund und ihren Anlageberatern hilfreiche Informationen für eine profitable Investition auf den Euroland-Rentenmärkten zu geben.

Das Buch entstand von Oktober 1998 bis März 1999. In diesem Zeitraum waren die Autoren im Fixed Income Research der Deutsche Bank AG beschäftigt. Die Autoren konnten für ihre Analyse dabei die umfangreichen Researchkapazitäten der Investmentbank-Gruppe der Deutsche Bank AG verwenden. Hierfür danken wir dem Geschäftsbereich Globale Unternehmen und Institutionen der Deutsche Bank AG.

Frankfurt, im Juli 1999

HELMUT KAISER  
ANJA HEILENKÖTTER  
MARKUS HERRMANN  
WERNER KRÄMER

# Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung	1
1.1 Makroökonomischer Rahmen des Euro (EUR)	1
1.2 Größe des Euroland-Rentenmarktes	5
1.3 Der EUR als Währung	8
1.4 Wachstumspotenzial und Struktur des Marktes	11
2. Die EZB und der Geldmarkt	17
2.1 Struktur, Aufbau und Organe der EZB	17
2.2 Ziele und Aufgaben der EZB	20
2.3 Geldpolitische Strategien und Instrumente der EZB	21
2.3.1 Offenmarktgeschäfte	23
2.3.2 Ständige Fazilitäten	24
2.3.3 Mindestreserven	24
2.3.4 Leitzinsen und Geldpolitik	25
2.3.5 Besicherung der EZB-Fazilitäten	25
2.4 Offene Fragen der EZB-Politik	28
2.4.1 Unsicherheit über die Wirkung der EZB-Politik	28
2.4.2 Koordinierung der Geldpolitik mit der Wechselkurs- und Fiskalpolitik	30
2.4.3 Vergleich der EZB mit Bundesbank und Fed	32
2.5 Gold- und Devisenreserven der EZB	33
2.6 Geldmarkt in Euroland	34
2.6.1 Zahlungsverkehrssysteme	35
2.6.2 Referenzzinssätze	36
2.6.3 Geldmarktprodukte	45
3. EUR-Staatsanleihen und ihre Renditeabstände („Sovereign Spreads“)	53
3.1 Determinanten der „Sovereign Spreads“	53
3.1.1 Bonität (Rating)	53
3.1.2 Liquidität	63
3.1.3 Effizienz	64
3.1.4 Wettbewerb um den Benchmarkstatus	65
3.1.5 Besteuerung	70
3.2 Staatliche Emittenten in Euroland	72
3.2.1 Deutschland	72
3.2.2 Frankreich	74
3.2.3 Italien	76
3.2.4 Spanien	77
3.3 „Sub-sovereign“ Emittenten in Euroland	78
3.3.1 Deutschland	79
3.3.2 „Sub-sovereign debt“ in Europa	80

4.	Bankanleihen	83
4.1	Größe und Struktur des europäischen Marktes für besicherte Bankanleihen	84
4.1.1	Hypothekenbanken: Pfandbrief-Emittenten in Europa	85
4.1.2	Ein europäischer Pfandbrief-Standard?	87
4.2	Der neue französische Pfandbrief („Obligation Foncière“)	89
4.2.1	Entwicklung der gesetzlichen Grundlage für die Obligation Foncière	89
4.2.2	Gläubigerschutz der Inhaber der Obligation Foncière	91
4.2.3	Potenzielle Sicherheiten für die Obligation Foncière	91
4.2.4	Ausblick für die französischen Obligations Foncières	93
4.3	Die deutschen Pfandbriefemittenten	93
4.3.1	Fusionen und Umstrukturierungen als Folge der EWU	93
4.3.2	Deutsche Hypothekenbanken als Kreditgeber des öffentlichen Sektors	94
4.3.3	Das Kreditgeschäft der Hypothekenbanken	95
4.3.4	Deutsche Hypothekenbanken übernehmen grenzüberschreitende Risiken	96
4.3.5	Ausblick: Die Stellung der Hypothekenbanken in der EWU	97
4.4	Der Markt für Pfandbrief-Jumbos	98
4.4.1	Ratings für Jumbo-Pfandbriefe	98
4.4.2	Jumbos: Fusionen verändern die Emissionslandschaft	100
4.4.3	Klassische Pfandbriefe versus Jumbos	101
4.4.4	Jumbo-Future	103
4.5	Stellung der Pfandbriefe im EUR-Kapitalmarkt	103
4.5.1	Pfandbriefe als „Kategorie 1“-Sicherheiten bei der EZB	103
4.5.2	„Jumbos“ – liquide genug für Euroland?	104
4.5.3	Pfandbriefe im europäischen Zusammenhang	104
4.6	Schlussfolgerung	106
5.	Der EUR-Eurobondmarkt	109
5.1	Abgrenzung	109
5.2	Größe und Struktur des Eurobondmarktes	110
5.2.1	Die Emissionswährungen	110
5.2.2	Struktur der ausstehenden Volumina	113
5.2.3	Entwicklung bis heute	114
5.3	Emittenten und Investoren	115
5.3.1	Arten von Emittenten	115
5.3.2	Ratingstruktur	116
5.3.3	Auswirkungen der EWU auf die Emittentenstrukturen	118
5.3.4	Liquidität und Investorenpräferenzen	121
5.3.5	Auswirkungen des EUR auf die Liquidität und das Investorenverhalten	123
5.4	Syndizierung	124
5.5	Rechtliche Besonderheiten des Eurobondmarktes	126
5.5.1	Rechtliche Rahmenbedingungen	126
5.5.2	Pläne zur Harmonisierung der Zinsbesteuerung in der EWU	126
5.5.3	Auswirkungen auf den Eurobondmarkt	128

6.	Unternehmensanleihen	129
6.1	Unternehmensanleihen US-amerikanischer Emittenten	129
6.2	Der europäische Markt für Unternehmensanleihen	131
6.3	Kreditfinanzierung in Europa	134
6.4	Syndizierte Kredite	135
6.5	Emittenten	136
6.6	Investoren	137
6.7	Hochzinsanleihen – „High Yield Bonds“	138
6.8	Ausblick	145
7.	Asset-Backed Securities	147
7.1	Grundstruktur einer Verbriefung von Forderungen	149
7.2	Rating-Agentur-Analyse von ABS-Transaktionen	150
7.3	Pfandbriefe im Vergleich mit Mortgage-Backed Securities	150
7.3.1	Vor- und Nachteile für Investoren und Darlehensgeber	150
7.3.2	HAUS 1998-1	153
7.4	Die Verbriefung von Unternehmenskrediten (CLOs)	156
7.4.1	CLOs im Vergleich mit anderen ABS	157
7.4.2	Der rechtliche Hintergrund für deutsche CLOs und andere ABS	158
7.4.3	CORE 1998-1	159
7.5	Verbriefung weiterer europäischer Forderungsklassen	160
8.	Auswirkungen des EUR auf die Investoren	163
8.1	Diversifikation	164
8.2	Bonitätsrisiken als neue Assetklasse	168
8.3	Erweiterung des Anlagespektrums	170
8.4	Veränderte Benchmarks	170
8.5	Zunehmende Institutionalisierung privater Ersparnisse	172
8.6	Demographische Einflüsse	173
8.7	Von der „Bundesliga“ zur „Europaliga“: Anlagerichtlinien	174
8.8	Investoren in Euroland	177
8.8.1	Bedeutung institutioneller Investoren in und außerhalb von Euroland	177
8.8.2	Versicherungsunternehmen in Euroland	179
8.8.3	Investmentfonds	181
8.8.4	Pensionsfonds	184
9.	Auswirkungen auf die Emittenten	185
9.1	Allgemeine Entwicklung	185
9.2	Staatliche Emittenten in Euroland	187
9.2.1	Verfügbarkeit von Produkten	187
9.2.2	Emissionsverfahren	189
9.2.3	Emissionskalender	193
9.2.4	Emissionstrends und -perspektiven	193

9.3	Emittenten im Nicht-Staatsanleihebereich	196
9.3.1	Allgemeine Überlegungen	196
9.3.2	Deutsche Hypothekenbanken als Strategiebeispiel	197
9.3.3	Europäische Investitionsbank als Strategiebeispiel	198
9.4	Umstellung auf EUR	201
9.4.1	Neuemissionen in EUR	201
9.4.2	Umstellung von Altanleihen („Redenomination“)	201
9.4.3	Umstellung der Marktkonventionen („Reconvention“)	203
9.4.4	Anpassung der kleinsten handelbaren Einheit („Renominalisation“)	206
9.4.5	Umstellungsverfahren und -ergebnisse	206
10.	Der Markt für Derivative	209
10.1	Begriffsbestimmung	209
10.2	Überblick über die jüngsten Entwicklungen	209
10.2.1	Ursachen boomender OTC-Märkte	210
10.2.2	Wachstumsmarkt Zinsswaps	211
10.2.3	Wachsende Nachfrage nach Aktienprodukten	212
10.2.4	Wachstum der europäischen Terminbörsen	212
10.2.5	Globale Zusammenarbeit von (Termin-)Börsen	214
10.2.6	EWU treibt Innovationen	215
10.3	Globaler Wettbewerb in der Finanzindustrie	216
10.3.1	Entstehung eines einheitlichen Geldmarkts	217
10.3.2	Engeres Zusammenwachsen der Rentenmärkte	217
10.3.3	Schwache Integration der Aktienmärkte	217
10.4	Börsengehandelte Derivative	218
10.4.1	Geldmarktfutures	218
10.4.2	Bondfutures	221
10.4.3	LIFFE, EUREX oder MATIF?	224
10.4.4	Drei Wege zur Kreierung von Benchmarkfutures	224
10.4.5	Wachsender Repomarkt und Wertpapierleihe	226
10.4.6	Annäherung an die Situation in den USA	226
10.5	OTC-Produkte	228
10.5.1	Marktdynamik	228
10.5.2	Bedeutung des Swapmarktes	229
10.5.3	Asset Swaps und Swaptions	230
10.5.4	Kreditderivative	231
10.5.5	Innovationen öffentlicher Emittenten	233
	Literaturverzeichnis	234



# Autorenverzeichnis

- Dr. Helmut Kaiser** Direktor im Private Banking der Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main. Zuständig für die Anlagestrategie für Privatkunden im Bereich Renten und Währungen.
- Anja Heilenkötter** Rentenanalystin im Private Banking der Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main.
- Dr. Markus Herrmann** Fixed Income Research der Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main.
- Werner Krämer** Direktor bei Lazard Asset Management, Frankfurt am Main; im Bereich Research und Consulting.