

Einheit für die Evaluierung der Operationen

EVALUIERUNGSBERICHT

AUSWIRKUNGEN DER MITTELBSCHAFFUNGSTÄTIGKEIT DER EIB AUF DIE INTEGRATION NEUER KAPITALMÄRKTE

Evaluierungsbericht

**AUSWIRKUNGEN DER MITTELBESCHAFFUNG
DER EIB AUF DIE INTEGRATION NEUER
KAPITALMÄRKTE**

**Verantwortlich für die EIB
Jean-Jacques Schul**

**Berater
Günther Bröker, Arbeitsgruppenleiter
Jørn Kjaer
Alfonso del Rivero**

November 1999

HINWEIS

Die EIB hat mit den an ihren Evaluierungsberichten Beteiligten Vertraulichkeit vereinbart. Weder die EIB noch die mit diesen Studien beauftragten Berater werden Dritten gegenüber Informationen weitergeben, wenn die Weitergabe zu einer Verletzung dieser Verpflichtung führen könnte. Die EIB und die Berater werden keinerlei Verpflichtung eingehen, in Zukunft Informationen offenzulegen oder die Zustimmung der entsprechenden Quellen zu einer Offenlegung einzuholen.

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
ABKÜRZUNGEN	
ZUSAMMENFASSUNG	
1. EINLEITUNG UND METHODIK	1
1.1 Einleitung	1
1.2 Leitlinien - Methodik	2
1.3 Arbeitshypothesen	3
2. ÜBERSICHT ÜBER DIE EMISSIONSTÄTIGKEIT DER MEB UND DIE MÄRKTE FÜR ANLEIHEN GEBIETSFREMDER EMITTENTEN IN SPANIEN, PORTUGAL UND GRIECHENLAND	6
2.1 Allgemeines	6
2.2 Umfang der Mittelaufnahme der EIB und der übrigen MEB auf den Märkten für ESP-, PTE- und GRD-Anleihen gebietsfremder Emittenten	6
2.3 Übersicht über die Märkte für ESP-, PTE- und GRD-Anleihen gebietsfremder Emittenten	7
3. ÜBERSICHT ÜBER DIE ENTWICKLUNG DER ANLEIHEMÄRKTE IN SPANIEN, PORTUGAL UND GRIECHENLAND	10
3.1 Allgemeines	10
3.2 Übereinstimmende Merkmale der Marktentwicklung	10
3.3 Unterschiede in der Marktentwicklung	11
4. DIE BEDEUTUNG DER EMISSIONSTÄTIGKEIT DER EIB FÜR DIE ENTWICKLUNG DER ANLEIHEMÄRKTE IN SPANIEN, PORTUGAL UND GRIECHENLAND	13
4.1 Allgemeines	13
4.2 Beitrag der EIB zur Entwicklung der inländischen Anleihemärkte	14
4.3 Hemmnisse für die Entwicklung effizienter inländischer Sekundärmärkte	17
5. SCHLUSSFOLGERUNGEN	18
5.1 Potentieller Beitrag zur Entwicklung der Anleihemärkte	18
5.2 Voraussetzungen für positive Auswirkungen auf die Entwicklung der Anleihemärkte	19
6. EMPFEHLUNGEN FÜR DIE ZUKÜNFTIGE EMISSIONSTÄTIGKEIT DER EIB AUF NEUEN MÄRKTEN	19
GLOSSAR	22
ANLAGEN:	
ANLAGE 1: Beurteilung der entwicklungspolitischen Auswirkungen der Emissionstätigkeit der multilateralen Entwicklungsbanken (MEB)	
ANLAGE 2: Prüfkriterien für diagnostische Studien zu Anleihemärkten	
ANLAGE 3: Statistiken und Quellen	

ABKÜRZUNGEN

AIAF	:	Spanische Wertpapierhändlervereinigung
AfDB	:	Afrikanische Entwicklungsbank
AsDB	:	Asiatische Entwicklungsbank
ASE	:	Börse Athen
ATHIBOR	:	Athens Interbank Offered Rate (Angebotssatz im Interbankenhandel am Platz Athen)
CDF	:	Comprehensive Development Framework (Allgemeines Entwicklungs-Rahmenprogramm)
CMVM	:	Portugiesischer Wertpapiermarktausschuß
DIP	:	„Debt Issuance“-Programm
DRS	:	Deferred Rate Setting (aufgeschobene Zinsfestsetzung)
EBWE	:	Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung
EWG	:	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
ECG / AGE	:	Evaluation Cooperation Group / Arbeitsgruppe Evaluierung
EIB	:	Europäische Investitionsbank
EWS	:	Europäisches Währungssystem
EWU / WWU	:	Europäische Wirtschafts- und Währungsunion
ESP	:	Spanische Peseta
EU	:	Europäische Union
EUROFIMA	:	Europäische Gesellschaft für die Finanzierung von Eisenbahnmaterial
EV	:	Einheit für die Evaluierung der Operationen
FRN	:	Floating Rate Note (variable verzinsliche Anleihe)
BIP	:	Bruttoinlandsprodukt
GRD	:	Griechische Drachme
IFC	:	Internationale Finanz-Corporation
IFR	:	International Financial Reseach
ISMA	:	International Securities Market Association (Internationale Vereinigung für Wertpapierhandel)
LIBOR	:	London Interbank Offered Rate (Angebotssatz im Interbankenhandel am Platz London)
LSE	:	Lisbon Stock Exchange (Börse Lissabon)
MEB	:	Multilaterale Entwicklungsbank
MIBOR	:	Madrid Interbank Offered Rate (Angebotssatz im Interbankenhandel am Platz Madrid)
OECD	:	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OTC	:	Over-the-Counter Market (Freiverkehr)
PTE	:	Portugiesischer Escudo

Anmerkung: Umrechnungs-/Wechselkurse 1999 : 1 Euro = 166 ESP = 200 PTE = 329 GRD

ZUSAMMENFASSUNG

Der vorliegende Bericht enthält die Ergebnisse einer Ex-post-Evaluierung der Auswirkungen der Mittelaufnahmetätigkeit der EIB auf die Entwicklung der Anleihemärkte Spaniens, Portugals und Griechenlands. Die Studie untersucht, ob die Emissionstätigkeit der EIB und anderer multilateraler Entwicklungsbanken (MEB) zur erfolgreichen Entwicklung dieser Märkte beiträgt, und welche Schlußfolgerungen daraus für die Erarbeitung künftiger Strategien der MEB für eine effizientere Unterstützung der Behörden der jeweiligen Länder bei der Integration ihrer Anleihemärkte in die internationalen Finanzmärkte gezogen werden können. Die Analyse wurde von der autonomen Einheit für die Evaluierung der Operationen (EV) der EIB in enger Zusammenarbeit mit der Direktion für Finanzen und der Direktion Wirtschaftsstudien und Information mit Unterstützung externer Fachleute für Kapitalmarktentwicklung und Bankenwesen durchgeführt. Deren Ergebnisse aus drei Länderberichten¹ fanden ebenso wie die Stellungnahmen von EIB-Mitarbeitern in vollem Umfang Eingang in den vorliegenden zusammenfassenden Bericht.

Die MEB zielen mit ihrer Emissionstätigkeit in erster Linie darauf ab, sich Mittel zu möglichst niedrigen Kosten zu beschaffen, um sie an ihre Kunden weiterzuleiten. Längerfristig sind sie jedoch nicht nur mit Blick auf die Erweiterung ihrer Mittelaufnahmemöglichkeiten auf effiziente Kapitalmärkte angewiesen, sondern auch, um ihre grundsätzlichen entwicklungspolitischen Ziele zu erreichen und das Risiko von Finanzmarktkrisen zu verringern. In ihrer Funktion als Entwicklungsbanken und weltweit größte nichtstaatliche Emittenten könnte von ihnen erwartet werden, daß sie ihre Emissionstätigkeit auch einsetzen, um neuen Kapitalmärkten zu mehr Effizienz zu verhelfen und die Umwandlung inländischer Ersparnisse in Investitionen mit langer Ausreifungszeit des Kapitals zu unterstützen.

Theoretisch stehen den MEB dazu mehrere Möglichkeiten offen. Sie können ihren Sonderstatus dazu verwenden, um die erste Auslandsanleihe auf einem neuen Markt zu begeben und damit „das Eis zu brechen“. Indem sie regelmäßig einen neuen Anleihemarkt in Anspruch nehmen, kann ihr AAA-Rating zur Entwicklung der Nachfrage- und Angebotsseite des jeweiligen Kapitalmarktes, zur Verlängerung der Laufzeiten zum „langen Ende“ des Marktes hin sowie zur Einbringung von internationalem Finanzfachwissen und von Innovationen in den inländischen Bankensektor beitragen. Außerdem können sie damit den Wettbewerb auf bisher von Staatsanleihen dominierten Märkten fördern und zur Regulierung und Ausweitung der Sekundärmärkte beitragen. Durch ihre Emissionstätigkeit können die MEB auch zur Schaffung tragfähiger regulatorischer und fiskalischer Rahmenbedingungen beitragen. Dabei müssen sie dafür sorgen, daß Wechselkursschwankungen begrenzt und eine Verdrängung inländischer Emittenten vermieden werden und die inländischen Ersparnisse geschützt werden. Wenn sie auf dem Inlandsmarkt sowohl Darlehen vergeben als auch Anleihen begeben, können sie dazu beitragen, das Wechselkursrisiko für einheimische Projektträger, die nicht über Deviseneinnahmen verfügen, zu verringern.

Die Erfahrungen der EIB mit Emissionen in Spanien, Portugal und Griechenland lassen darauf schließen, daß die MEB unter bestimmten Voraussetzungen tatsächlich zur Entwicklung neuer Anleihemärkte beitragen. Die EIB war der erste gebietsfremde Emittent auf den Kapitalmärkten Griechenlands und Portugals und hat dem Marathon- und dem Caravela-Markt Starthilfe gegeben. In Spanien wurde diese Pionierrolle in Bezug auf den Matador-Markt von anderen internationalen Emittenten übernommen, z. B. der Europäischen Gesellschaft für die Finanzierung von Eisenbahnmaterial (EUROFIMA), der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG), der Weltbank und der Internationalen Finanz-Corporation (IFC). Diese ersten von gebietsfremden Emittenten begebenen Anleihen mit Wegbereiterfunktion hatten eine wichtige Signalwirkung für die internationale Finanzgemeinschaft, da sie das Ansehen des jeweiligen Marktes erhöhten und die Landeswährung attraktiver machten.

¹ Erhältlich bei der Einheit für die Evaluierung der Operationen (siehe Bedingungen in den Offenlegungsgrundsätzen der EIB).

MEB spielten auf allen drei Kapitalmärkten eine zentrale Rolle als Emittenten von Titeln höchster Qualität. Die EIB stattete die Anleihen vor allem in Spanien, und in geringerem Maß auch in Portugal, entsprechend den Bedürfnissen der institutionellen Anleger aus. Diese Anleihen boten Sonderkonditionen hinsichtlich Zinssätzen, Rendite und Fälligkeiten, um zusätzliche Mittel von institutionellen Anlegern anzuziehen. In Griechenland bot die geringe Zahl echter Inlandsemissionen der EIB kaum Spielraum für sogenannte „maßgeschneiderte“ Anleihen. Die Studie bestätigt, daß innovative Emissionen der EIB und der übrigen MEB dazu beitragen, die inländischen Anleihemärkte zu erweitern und zu vertiefen, den Wettbewerb zu fördern und mehr Mittel von in- und ausländischen institutionellen Anlegern anzuziehen.

MEB können durch die Erweiterung der Renditekurve und die Erleichterung des Zugangs zu langfristigem Fremdkapital eine wichtige Rolle bei der Förderung langfristiger inländischer Investitionen spielen. Die EIB begann in allen drei Ländern die Renditekurve zu erweitern, indem sie jeweils die erste mittelfristige Festsatzanleihe mit einer Laufzeit ausstattete, die über derjenigen der staatlichen Schuldenverwaltung lag. Nachdem die EIB 1994 in Griechenland den Markt für Anleihen gebietsfremder Emittenten mit einer 5-Jahres-Festsatzanleihe eröffnet hatte, übernahm später die Regierung die Aufgabe, die Renditekurve zu erweitern.

Die Attraktivität des Anleihemarktes außerhalb des Marktes für Staatstitel kann dadurch gesteigert werden, daß die MEB liquide Referenzanleihen mit besonders attraktiven Laufzeiten begeben. Die EIB legte in Spanien und in geringerem Umfang in Portugal solche Referenzanleihen auf, wobei sie teilweise die Technik der Hinzufügung weiterer Tranchen (re-opening technique) verwendete.

Das Privatanlegergeschäft auf dem Anleihemarkt des jeweiligen Landes kann durch breit angelegte Werbeaktionen für an Privatpersonen gerichtete Anleihen, die mit Hilfe des Sparkassensektors abgesetzt werden, erweitert werden. Die EIB bot Anleihen für Privatanleger nur in Spanien an, da dies das einzige Land war, in dem sich der Sparkassensektor bei Emissionen Gebietsfremder engagierte. Die EIB wurde als einzige MEB auf diesem speziellen Gebiet tätig.

In allen drei Ländern hat die EIB zur Erweiterung des Angebots von auf dem Inlandsmarkt aufgenommenen Mitteln für die Wirtschaft des Landes beigetragen, indem sie sowohl Darlehen in Landeswährung vergab als auch Anleihen in Landeswährung begab. Allerdings variierte das Verhältnis zwischen der Mittelaufnahme und den Finanzierungen in inländischer bzw. fremder Währung von Land zu Land.

Die Effizienz am Emissionsmarkt kann gesteigert werden, wenn die EIB und andere MEB mit staatlichen Emissionen in den gleichen Laufzeitenbereichen konkurrieren. Voraussetzung dafür ist jedoch, daß die MEB ziemlich häufig und aufeinander abgestimmt an den Markt herantreten. Diese Voraussetzung war praktisch nur in Spanien erfüllt. Es gibt keine Hinweise darauf, daß die Emissionstätigkeit der MEB staatliche Emissionen behindert hätte. Im Gegenteil wurde durch die zunehmende Wettbewerbsfähigkeit und Integration dieser Märkte die staatliche Schuldenverwaltung erleichtert, sofern die Zeitpunkte der Neuemissionen richtig abgestimmt wurden.

Effizienzgewinne in Form von Zeit- und Kosteneinsparungen können auch durch die Verwendung von Emissionsrahmenverträgen und „Debt Issuance“-Programmen - DIP - erzielt werden. Die EIB bediente sich solcher Programme in Spanien und Griechenland. In Griechenland hatte dies wegen der geringen Zahl von GRD-Anleihen am Inlandsmarkt, die ab 1997 zudem von London aus begeben wurden, weniger Vorteile.

Sowohl in Spanien als auch in Portugal halfen die EIB und andere MEB beim „Import“ von internationalem Finanz-Know-how auf den Gebieten des Emissionsgeschäfts, der Wertpapierverwaltung (einschließlich Verwahrung, Clearing und Abwicklung) sowie der Swap- und Hedging-Techniken für die inländischen Investmentbanken. Der Lernprozeß auf diesen Gebieten kann in einem Land beschleunigt werden, wenn die EIB bzw. andere MEB anfangs ein Rotationsverfahren für die Konsortialführer, Mitführer und Bookrunner einsetzen. Dies kann später durch ein wettbewerbsorientiertes Ausschreibungsverfahren abgelöst werden, das die Kosteneffizienz fördert. In Griechenland bot die EIB Schulungsmöglichkeiten für einheimische Investmentbanker an, allerdings in geringerem Umfang.

Die EIB und andere MEB haben in keinem der drei Länder zur Entwicklung des Sekundärmarkts für von gebietsfremden Emittenten begebene Anleihen beigetragen. Ein Grund dafür ist die Tatsache, daß

die europäischen Anleger ihre Wertpapiere üblicherweise bis zur Fälligkeit halten. Ein weiterer Grund liegt in der unzureichenden technischen Infrastruktur dieser Länder in den Bereichen Handel, Clearing und Abwicklung. Diese fehlte entweder ganz (bis vor kurzem in Griechenland) oder war nicht wettbewerbsfähig (in Portugal) oder wurde zu spät eingeführt (in Spanien). In diesem Zusammenhang ist anzumerken, daß beim Sekundärhandel seit der Schaffung des Euro-Raums im Januar 1999 auf jeden Fall die Tendenz besteht, die Tätigkeit auf die Märkte mit der wettbewerbsfähigsten technischen Infrastruktur zu verlagern.

Die Erfahrungen aus der Emissionstätigkeit der EIB in Spanien, Portugal und Griechenland zeigen, daß eine Reihe von Voraussetzungen erfüllt sein muß, wenn die EIB und andere MEB zur Entwicklung eines Anleihemarktes in einem Land beitragen sollen. Die Initiative muß hauptsächlich von den Behörden der Länder selbst ausgehen. Die makroökonomischen Bedingungen müssen für die Entwicklung eines Marktes für Anleihen mit längeren Laufzeiten günstig sein. Die Zinsen und die Inflationsraten müssen einen allgemeinen Abwärtstrend aufweisen und dürfen nicht zu starken Schwankungen unterliegen. Einigermaßen stabile Wechselkurse sind von Vorteil. Außerdem sollte es eine enge Zusammenarbeit zwischen den wichtigsten Beteiligten - den staatlichen Behörden, den Investmentbanken, der EIB und anderen MEB in ihrer Eigenschaft als Emittenten sowie den Anlegern, insbesondere den institutionellen Anlegern (Lebensversicherungsgesellschaften, Pensionsfonds und Investmentfonds) - geben. Die Staatsverschuldung sollte das Finanzsystem nicht so weit einengen, daß dem Anleihemarkt angesichts der Last des Finanzierungsbedarfs der öffentlichen Hand die Luft ausgeht. Die Zinssätze sollten die tatsächlichen Marktbedingungen widerspiegeln können.

Die Besteuerung von Zinseinkünften aus Anleihen sowohl inländischer als auch gebietsfremder Emittenten sollte die Entwicklung des Anleihemarktes unterstützen. Das heißt, daß zumindest ausländische Inhaber von Anleihen gebietsfremder Emittenten nicht einer Quellensteuer unterliegen sollten, deren Höhe stark von der auf anderen konkurrierenden Märkten abweicht.

Die wichtigste Erkenntnis dieser Evaluierungsstudie ist, daß es für die EIB und andere MEB vorteilhaft wäre, die Integration neuer Anleihemärkte in die internationalen Kapitalmärkte formell in ihre Mittelbeschaffungsstrategien einzubeziehen. Die Autoren der Studie sind der Meinung, daß dadurch eine Reihe von Verfahren ermittelt werden könnten, denen vorher nicht die gebührende Aufmerksamkeit gewidmet wurde. Weiterhin könnten damit Bedenken der Behörden in den betreffenden Ländern ausgeräumt werden, die in den MEB eher Konkurrenten auf dem inländischen Anleihemarkt als Förderer einer positiven Entwicklung sehen. Wenn die neuen Anleihemärkte wettbewerbsfähiger werden, können die anfangs höheren Mittelbeschaffungskosten der MEB durch die nachfolgende Vereinfachung der administrativen Verfahren kompensiert werden. Zusammenfassend empfehlen die Autoren des vorliegenden Berichts, daß die MEB „die andere Seite ihrer Bilanz“ voll in ihre Anstrengungen zur Verbesserung ihrer entwicklungspolitischen Effizienz in Ländern mit neuen Kapitalmärkten einbeziehen sollten.

1. EINLEITUNG UND METHODIK

1.1 Einleitung

1.1.1 In diesem Bericht wird der Einfluß der Emissionstätigkeit der Europäischen Investitionsbank (EIB) auf die Entwicklung der Kapitalmärkte Spaniens, Portugals und Griechenlands untersucht. Die Studie soll nützliche Erkenntnisse für die Formulierung entwicklungspolitischer Strategien für die Emissionstätigkeit multilateraler Entwicklungsbanken (MEB)² auf neuen Märkten erbringen. Die Evaluierung wurde von der autonomen Einheit für die Evaluierung der Operationen der EIB in Zusammenarbeit mit einer Gruppe von vier externen Beratern³ durchgeführt. Sie wird von der Arbeitsgruppe Evaluierung (ECG) unterstützt, die 1995 zwecks Förderung der Zusammenarbeit zwischen den unabhängigen Evaluierungseinheiten der MEB gebildet wurde.

1.1.2 Man sollte erwarten, daß die MEB gut funktionierende Kapitalmärkte als einen wichtigen Teilbereich ihrer entwicklungspolitischen Arbeit ansehen. Die Weltbank und der Internationale Währungsfond wurden mit einer zweifachen Aufgabenstellung gegründet: vom Krieg zerstörte Volkswirtschaften wiederaufzubauen - diese Aufgabe wurde später in „Verringerung der Einkommensdisparitäten“ geändert - und internationale Finanzkrisen, wie sie die Volkswirtschaften vor dem Zweiten Weltkrieg erschüttert hatten, zu verhindern⁴. Diesem zweiten Aufgabenbereich wird inzwischen größere Aufmerksamkeit gewidmet, wobei der Gefahr des unehrlichen oder fahrlässigen Verhaltens auf den internationalen Kapitalmärkten zunehmend Rechnung getragen werden muß. Dies veranlaßt die internationalen Finanzierungsinstitutionen, in Bezug auf Hilfsaktionen für von Krisen betroffene neue Kapitalmärkte vorsichtiger zu sein. Auch wenn die regionalen MEB mit Sonderaufgaben betraut wurden, ist ihre Tätigkeit im allgemeinen doch eindeutig eng mit der der Bretton-Woods-Institutionen verbunden.

1.1.3 Von den MEB wird erwartet, daß sie einen Beitrag zur Verringerung der Ungleichheiten in der Einkommensverteilung leisten, indem sie ausländisches Kapital mit angemessener Besicherung zur Förderung rentabler Investitionen in weniger fortgeschrittenen Ländern oder Regionen zur Verfügung stellen. Zu diesem Zweck nehmen sie Mittel zu möglichst geringen Kosten auf, von denen ihre Kunden als Darlehensnehmer profitieren können. Bis vor kurzem wurde hierin das einzige Ziel der Emissionstätigkeit der MEB gesehen, und es hat auch weiterhin hohe Priorität.

1.1.4 Erst in jüngster Zeit wurden sich die MEB ihrer potentiellen Rolle bei der Verbesserung der Effizienz inländischer Finanzsysteme und Kapitalmärkte sowie ihrer wichtigen Funktion bei der Erleichterung des Zugangs der Unternehmen und der Regierung eines Landes zu langfristigem Kapital bewußt. Die OECD wies 1992 in einem Bericht auf Anleiheemissionen der Weltbank und der Asiatischen Entwicklungsbank auf asiatischen Inlandsmärkten als Alternative zu Staatsanleihen für die Entwicklung der Kapitalmärkte hin.

1.1.5 Anlässlich der Tagung des Joint Development Committee (Gemeinsamer Entwicklungsausschuß) im Januar 1998 vereinbarten die Führungsgremien der MEB, „Reformen und Strukturveränderungen des Finanzsektors“ als wichtiges Ziel einer engeren Zusammenarbeit zu definieren. Im Januar 1999 wurde mit dem von Weltbankpräsident Wolfensohn vorgeschlagenen Comprehensive Development Framework (CDF - Allgemeines Entwicklungs-Rahmenprogramm) ein weiterer Schritt

² In diesem Bericht bezieht sich der Begriff MEB auf die folgenden Institutionen: Weltbank, Internationale Finanz-Corporation (IFC), Interamerikanische Entwicklungsbank (Inter-American Development Bank - IADB); Asiatische Entwicklungsbank (Asian Development Bank - AsDB), Afrikanische Entwicklungsbank (African Development Bank - AfDB); Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBWE) und die EIB. Alle MEB außer der EIB sind Mitglieder des Development Committee (Gemeinsamer Entwicklungsausschuß), der von den Gouverneuren der MEB mit dem Ziel eingerichtet wurde, die Effizienz ihrer Entwicklungspolitik zu verbessern.

³ Günther Bröker, ehemaliger Leiter der Abteilung Finanzangelegenheiten der OECD, Jørn Kjaer, ehemaliger Vize-Gouverneur der Dänischen Nationalbank, Alfonso del Rivero, ehemaliger Präsident der BNP España. Ole Rummel, Ökonom, war für das Zusammentragen der Basisdaten verantwortlich.

⁴ Harry Dexter White, der Ökonom am US-Schatzamt, der die Gründung des Internationalen Währungsfonds und der Weltbank vorschlug, war sich dieser zweifachen Aufgabenstellung bewußt: "the two things, monetary reconstruction and the reconstruction of trade, were quite inseparable" („die beiden Aspekte Wiederaufbau des Geldwesens und Wiederaufbau des Handels waren untrennbar miteinander verbunden“) (C. CAUFIELD, "Masters of Illusion" - 1997, Henry Holt & Co, S. 40).

unternommen. Im Rahmen des CDF sollten die MEB einen globaleren Ansatz bei der Beseitigung von Engpässen, die den Fortschritt auf den neuen Märkten behindern, verfolgen. Institutionelle Reformen des Finanzsystems sind ein zentraler Aspekt des CDF, das die „Entwicklung und Stärkung der Kapitalmärkte“ ausdrücklich erwähnt.

1.1.6 Dieses Bewußtsein wurde infolge der jüngsten Finanzkrisen in Asien und anderen Regionen geschärft. Im Dezember 1998 organisierten die OECD und die Weltbank ein Seminar über die Märkte für Festsatzanleihen in Entwicklungsländern. Während der Veranstaltung stimmten die Teilnehmer darin überein, daß „die Präsenz ausländischer Anleger den Wettbewerb, die Liquidität und die Transparenz auf den Inlandsmärkten erhöht“ und daß „die unzureichende Entwicklung der Inlandsmärkte für Fremdkapital, insbesondere für mittel- bis langfristige Festsatzinstrumente als wichtiger Grund für die Asienkrise ermittelt wurde“.

1.1.7 Besondere Beachtung finden die Auswirkungen der Emissionstätigkeit auf die Kapitalmärkte in der AsDB. In der Veröffentlichung ihrer tätigkeitspolitischen Ziele ist festgehalten, „daß die AsDB ihre Aufgabe (die Entwicklung der Region zu fördern) nicht nur durch ihre Tätigkeit als Darlehensgeber, sondern auch durch ihre Mittelbeschaffungstätigkeit erfüllen könnte, d.h. indem sie die Entwicklung der Kapitalmärkte in der Region unterstützt“. In der letzten Jahresversammlung erwähnte der neu ernannte Präsident die Stärkung des Finanzsektors als eine der fünf wichtigsten Herausforderungen für Asien. Für ihn waren die ineffizienten Kapitalmärkte nicht in der Lage, die sehr hohen inländischen Ersparnisse in Investitionen mit langer Ausreifungszeit des Kapitals zu lenken, was zwangsläufig zur Inanspruchnahme ausländischer Finanzierungsquellen führte.

1.1.8 Es ist vielleicht auf die Sonderposition der EIB als Finanzarm der Europäischen Union und damit ihre Bedeutung für die Integration der Kapitalmärkte der EU zurückzuführen, daß sich die Bank seit Ende der achtziger Jahre der Entwicklung dieser Märkte mit Hilfe ihrer Emissionstätigkeit zugewendet hat. Im Jahre 1995 kam Patrick Honohan⁵ zu dem Ergebnis, daß die Finanzierungstätigkeit der EIB nur begrenzt zur Erreichung ihres vorrangigen Ziels der Regionalentwicklung beiträgt. Er schlug andererseits vor, daß die Emissionstätigkeit der EIB daraufhin analysiert werden sollte, ob sie diesem Ziel gerecht wird. Die Rolle der EIB für die Entwicklung der Märkte für ECU und Euro ist ein gutes Beispiel. 1998 erklärte die EIB, daß die Entwicklung der Kapitalmärkte in den mitteleuropäischen Ländern ein wichtiges Ziel ihrer Entwicklungsstrategie für diese Region sei. Obwohl die vorliegende Studie nicht die Frage von P. Honohan beantwortet, legt sie doch nahe, daß es sinnvoll ist, seiner Anregung zu folgen.

1.1.9 Erstaunlicherweise sind die Auswirkungen der Emissionstätigkeit auf neue Kapitalmärkte bisher weder von externen noch von bankinternen Experten bewertet worden, obwohl doch die MEB zu den größten nichtstaatlichen Emittenten auf den internationalen Kapitalmärkten und erst recht auf den noch labilen neuen Märkten gehören. Diese Studie betritt daher unbekanntes Terrain. Die Autoren geben zu, daß die Schlußfolgerungen relativ allgemein bleiben und keine konkreten Vorschläge enthalten. Weiterführende Analysen sollten insbesondere zu den Auswirkungen der Emissionstätigkeit auf die Effizienz inländischer Finanznetze und zu Struktur und Niveau der Ersparnis durchgeführt werden. Die vorliegende Evaluierung ist daher nur ein erster Versuch, um die MEB bei der Integration ihrer Emissionstätigkeit in ihre zentralen Ziele der Verringerung der Einkommensdisparitäten und der Verhinderung von Finanzkrisen zu unterstützen. Ausländisches Kapital wird nicht effizient verwendet werden, wenn die inländischen Finanzierungsmittel nicht effizient eingesetzt sind. Die Studie sollte auch interessante Ergebnisse zur Methodik im Hinblick auf künftige ähnliche Untersuchungen liefern können.

1.2 Leitlinien - Methodik

1.2.1 Die im Januar 1999 eingeleitete Untersuchung soll ermitteln, ob die Begebung von Anleihen durch MEB im allgemeinen oder durch die EIB im besonderen einen Beitrag zur Entwicklung inländischer Kapitalmärkte geleistet hat bzw. in Zukunft leisten könnte. Das Ziel der Studie bestand letztlich darin zu untersuchen, wie „die MEB am besten zur Stärkung inländischer Finanznetze, zur Erweiterung und Vertiefung der inländischen Kapitalmärkte und zu einer Verbesserung ihrer Arbeitsweise und ihrer Effizienz beitragen könnten, damit inländisches und ausländisches Kapital wirksamer und effizienter für die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung eingesetzt werden kann“ (Anlage 1).

⁵ "The Public Policy Role of the European Investment Bank within the EU", Journal of Common Market Studies, Vol. 33, Nr. 3, September 1995 ; S. 315- 329.

1.2.2 Die Studie hat:

- erstens die Erfahrungen der EIB im Emissionsgeschäft auf der Grundlage von Feldstudien in drei EU-Ländern - Spanien Portugal und Griechenland in der Reihenfolge ihrer Durchführung - analysiert und evaluiert;
- zweitens aus dieser Analyse Schlußfolgerungen für die Ausarbeitung konsistenterer und umfassenderer Strategien für die Entwicklung neuer Kapitalmärkte abgeleitet.

Ursprünglich sollte in der Studie die Gültigkeit der Erkenntnisse aus dieser ersten Phase in der Tschechischen Republik, in Ungarn und in Polen überprüft werden. Dieser zweite Teil der Untersuchung wurde jedoch auf Wunsch der EIB-Führung auf einen späteren Zeitpunkt nach dem Jahr 2000 verschoben, um zunächst eine Beurteilung der ersten Phase vorzunehmen. Da die evaluierten Länder nicht zufällig, sondern nach den zu erwartenden Erkenntnissen ausgewählt worden waren, können die Auswahl und daher auch die Schlußfolgerungen des Berichts nicht als repräsentativ für die gesamte Mittelbeschaffung der EIB auf neuen Märkten angesehen werden.

1.2.3 Ein wesentlicher Teil der Vorbereitungsarbeiten bestand in der Entwicklung geeigneter Methoden. Die Berater waren der Meinung, daß sie vor Beginn ihrer Feldstudien klare Konzepte für die theoretisch möglichen Auswirkungen der Emissionstätigkeit einschließlich der technischen Hilfe von MEB auf die Kapitalmarktentwicklung erarbeiten sollten. Diese Überlegungen auf der Grundlage einer allgemeineren Entwicklungstheorie der Anleihemärkte sollten folgende Fragen beantworten: welches sind die wichtigsten Bestimmungsfaktoren für die Entwicklung eines inländischen Anleihemarktes und welche dieser Faktoren können durch die Emissionstätigkeit von MEB beeinflußt werden⁶?

1.3 Arbeitshypothesen

1.3.1 Als Arbeitshypothese wird angenommen, daß die Emissionstätigkeit von MEB grundsätzlich auf mehrere Arten zur Entwicklung inländischer Anleihe- und Kapitalmärkte beitragen kann:

- (a) Die erste MEB-Emission auf einem neuen Anleihemarkt kann eine positive „bahnbrechende“ Wirkung auf die Anleger innerhalb und außerhalb des Landes haben, indem sie allgemein das Vertrauen in die Stabilität und Sicherheit des heimischen Finanzsystems stärkt. Andere ausländische Emittenten können sich anschließen, und die Regierung, die Investmentbanken und Wertpapierhäuser fühlen sich möglicherweise ermutigt, weitere Schritte zur Entwicklung eines effizienten Inlandsmarktes für Anleihen gebietsfremder Emittenten einzuleiten. Dadurch würden sie zur Integration des inländischen Kapitalmarktes in das internationale Umfeld beitragen.
- (b) MEB, die regelmäßig an einen neuen Anleihemarkt herantreten, können dazu beitragen,
 - die Kapitalnachfrage auf diesem Markt zu erhöhen (d.h. die Angebotspalette der AAA-Anleihen zu verbreitern). Wenn MEB mit umfangreichen Darlehensprogrammen in inländischer Währung in dem jeweiligen Land tätig werden, fungieren sie als inländische Finanzmittler, indem sie inländische finanzielle Ersparnisse über den Anleihemarkt inländischen Verwendungszwecken zuführen, beispielsweise durch die Darlehensgewährung an Unternehmen, die keinen direkten Zugang zum Anleihemarkt des Landes haben. Dadurch wird die entwicklungspolitische Funktion des inländischen Anleihemarktes gestärkt und ein wichtiger Beitrag zur Finanzierung von Investitionen geleistet, die keine Deviseneinnahmen erbringen;
 - das Kapitalangebot auf dem Anleihemarkt zu erweitern, indem zusätzliche Mittel mit Hilfe einer innovativen Ausstattung der Titel und besonderen Marketing- und Absatzmaßnahmen

⁶ Die Ergebnisse dieser Vorbereitungsarbeiten zur Methodik sind in einem internen Arbeitspapier enthalten, das angefordert werden kann.

für diesen Markt gewonnen werden. Insbesondere die Begebung von Anleihen mit längeren Laufzeiten sollte zur Entwicklung des „langen Endes“ des Marktes beitragen. Wenn MEB mit umfangreichen inländischen Darlehensprogrammen ihre auf inländische Währung lautenden Anleihen außerhalb des Landes plazieren, stellen sie auch ausländisches Kapital für Entwicklungszwecke zur Verfügung und begrenzen zugleich das Wechselkursrisiko des Landes;

- mit Hilfe von Swap-Operationen die inländischen Derivate- und Swap-Märkte zu entwickeln. Für einige neue Kapitalmärkte, die zu hohe Kapitalzuflüsse haben, können von MEB aufgelegte Anleihen und Swaps aus der Landeswährung auch den Vorteil haben, den Liquiditätseffekt solcher Zuflüsse zu neutralisieren.
- (c) Durch ihre umfangreichen Erfahrungen in vielen Ländern können MEB auf dem inländischen Markt Finanzfachkenntnisse, insbesondere auf dem Gebiet der Ausstattung der Finanzinstrumente sowie der Vertriebs- und Vermarktungstechniken, einführen. Damit können sie zur Schulung und Fortbildung bei den heimischen Investmentbanken und Wertpapierhäusern in Ländern mit neuen Anleihemärkten beitragen. MEB, die regelmäßig auf Inlandswährung lautende Anleihen in internationale Währungen swappen, können inländische Schuldenverwalter in Swap-Techniken ausbilden.
- (d) MEB können den Wettbewerb auf dem Emissionsmarkt und im Bereich anderer Wertpapierbezogener Tätigkeiten anregen und damit die Strategien der Behörden zur Verbesserung der Effizienz ihrer Finanzmärkte unterstützen.
- (e) MEB können außerdem die Organisation, die Regulierung und das Funktionieren von Sekundärmärkten beeinflussen. Da sie selbst an gut funktionierenden Sekundärmärkten, insbesondere für ihre eigenen Referenzanleihen, interessiert sind, lohnt sich für sie der Aufwand, die inländischen Wertpapierhäuser und Behörden bei der Beseitigung diesbezüglicher Mängel zu unterstützen.
- (f) Schließlich können sie aufgrund ihrer Kontakte zu den Behörden und zur inländischen Finanzgemeinschaft dazu beitragen, regulatorische Rahmenbedingungen (Zulassungsregeln, Anforderungen an die Börsennotierung, Bestimmungen für institutionelle Anleger usw.) sowie Steuergesetze und Verwaltungsverfahren zu entwickeln, die allgemein das Funktionieren der inländischen Kapitalmärkte fördern.

1.3.2 Versuche der MEB, mit ihrer Emissionstätigkeit die Entwicklung nationaler Kapitalmärkte zu unterstützen, rufen möglicherweise den Widerstand der Behörden des Landes hervor, insbesondere, wenn sie erstmals an den jeweiligen Markt herantreten. Die Bedenken der Behörden können sein:

- (a) Wechselkursinstabilität. Wenn umfangreiche Beträge neuer Anleiheemissionen gebietsfremder Emittenten, einschließlich auf Inlandswährung lautender Eurobonds, von ausländischen Anlegern erworben und gehalten werden, besteht die Gefahr spekulativer Angriffe auf die Landeswährung, bei denen der Anleihemarkt als Vehikel für spekulative Mittelzu- und abflüsse genutzt wird. Ein damit verbundener störender Einfluß auf die monetäre Stabilität, der durch solche vagabundierenden Gelder ausgeübt wird, kann ebenfalls Gegenstand von Befürchtungen sein.
- (b) Verdrängung und Schutz inländischer Ersparnisse. Wenn erstklassige ausländische Emittenten wie die MEB freien Zugang zum inländischen Anleihemarkt erhalten, könnten sie über Gebühr die inländischen Finanzmittel beanspruchen. Infolgedessen könnten der Staat und/oder die inländischen Unternehmen mit einem relativen Mangel an langfristigen Mitteln konfrontiert werden. Diese Befürchtung erscheint in Bezug auf MEB mit umfangreicher Finanzierungstätigkeit weniger berechtigt, da inländische Ersparnisse im Land bleiben und der Wirtschaft in Form von längerfristigen Darlehen zur Verfügung gestellt werden. Dennoch könnten die Behörden des Landes dann befürchten, daß die inländischen Banken durch eine MEB, die wie ein inländischer Finanzmittler agiert, verdrängt werden.

1.3.3 Von Anfang an war klar, daß die Untersuchung unter den Schwierigkeiten leiden würde, die jedes Mal auftreten, wenn versucht wird, spezifische betriebswirtschaftliche Tätigkeiten und gesamtwirtschaftliche Auswirkungen miteinander zu verbinden. Eine monokausale Beziehung zwischen den speziellen Emissionstätigkeiten von MEB und der Entwicklung eines Kapitalmarktes oder der wirtschaftlichen Entwicklung eines Landes kann nur schwer nachgewiesen werden. Das heißt aber nicht, daß sie nicht existiert. Einem besseren Funktionieren von Wertpapiermärkten liegt ein komplexer Vorgang zugrunde, an dem vier Gruppen von Akteuren beteiligt sind: staatliche Stellen (als Aufsichtsinstanzen), die Finanzgemeinschaft (Investmentbanken, Wertpapierhäuser, die Börse usw.), Emittenten (d.h. die Emittenten von Anleihen einschließlich der staatlichen Schuldenverwaltung) sowie Anleger, insbesondere institutionelle Anleger. Ausländische von inländischen Einwirkungen zu trennen und den Einfluß der von EU-Mitgliedstaaten verfolgten, auf den Beitritt zur Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) gerichteten Konvergenzpolitik auf Kapitalmärkte zu isolieren, ist eine schwierige, wenn nicht unmögliche Aufgabe. Daher wird die Studie nur überprüfen, ob die Merkmale der Emissionstätigkeit der EIB den positiven oder negativen Arbeitshypothesen in den Abschnitten 1.3.1 und 1.3.2. entsprechen können.

1.3.4 Nach einer Auswertung von Unterlagen und statistischen Daten sowie Gesprächen mit EIB-Mitarbeitern wurden die Hypothesen in einen Fragenkatalog umgesetzt, der zuerst in Spanien getestet wurde und dann als Vorbereitung der Feldstudien in Portugal und Griechenland verbessert wurde. Ein erheblicher Teil der Feldstudien bestand darin, die Arbeitshypothesen den empirischen Ergebnissen gegenüberzustellen. So sollte festgestellt werden, unter welchen Voraussetzungen die MEB eine konstruktive Rolle bei der Entwicklung lokaler Anleihemärkte spielen können. In Madrid, Lissabon und Athen fanden Treffen mit jetzigen und früheren Beamten von Notenbanken, Finanzministerien, Wertpapiermarktausschüssen, Vertretern von Börsen, von als Konsortialführer tätigen Investmentbanken und Vertretern von Clearing- und Abwicklungssystemen sowie Rechtsanwälten, die auf Neuemissionsdokumentation spezialisiert sind, statt. Das Material für die Untersuchung stammt von der EIB, von wichtigen öffentlichen und privaten Einrichtungen in den betreffenden Ländern, Veröffentlichungen der OECD und der EU sowie von spezialisierten Databanken wie z.B. International Financial Research (IFR), London.

1.3.5 Die Berater wurden immer wieder darauf hingewiesen, daß die Entwicklung inländischer Kapitalmärkte bisher nicht das vorrangige Ziel von MEB war. Ihre Schulden-Manager versuchen in erster Linie, die Mittelbeschaffungskosten dieser Institutionen möglichst gering zu halten. Einige Mitarbeiter der EIB und - nach den eingegangenen Stellungnahmen zu urteilen - auch in anderen MEB sehen in dieser Aufgabe das einzige Ziel der Treasury-Abteilungen. Höchstens langfristig ist zu erwarten, daß die Anleiheoperationen der MEB sich auch auf die Entwicklung der neuen Kapitalmärkte richten.

1.3.6 Kosten: Die Studie erforderte 300 Manntage; davon entfielen 170 Manntage auf externe Berater und 130 Manntage auf Mitarbeiter der Evaluierungseinheit (35% Führungs- und Fachkräfte und 65% sonstige Mitarbeiter).

2. ÜBERSICHT ÜBER DIE EMISSIONSTÄTIGKEIT DER MEB UND DIE MÄRKTE FÜR ANLEIHEN GEBIETSFREMDER EMITTENTEN IN SPANIEN, PORTUGAL UND GRIECHENLAND

2.1 Allgemeines

Die Möglichkeiten der MEB, mit ihren Emissionen eine Rolle bei der Entwicklung inländischer Anleihemärkte zu spielen, hängt von Zahl, Umfang und Konditionen der Anleihen ab, die sie auf diesen Märkten begeben können und wollen. Dabei ist zu berücksichtigen, daß das vorrangige Ziel der MEB darin besteht, ihren Mittelbedarf insgesamt zu möglichst geringen Kosten zu decken. Auswirkungen auf die Entwicklung sind auch von der Arbeitsweise und der Regulierung der Märkte, auf denen die MEB Anleihen begeben, und vom Ausmaß, in dem Emissionen Gebietsfremder in den inländischen Anleihemarkt integriert sind, abhängig. In dieser Hinsicht unterscheiden sich die untersuchten Länder stark voneinander. In Spanien wurde der Markt für Anleihen gebietsfremder Emittenten als Bestandteil des inländischen Anleihemarktes angesehen. In Portugal war der

Emissionsmarkt in Lissabon angesiedelt, der Sekundärmarkt und die damit verbundenen Clearing- und Abwicklungsoperationen dagegen waren auf die Börse Luxemburg konzentriert oder wurden über den internationalen Freiverkehr (OTC-Markt) geleitet. In Griechenland glichen die Marktstrukturen denen in Portugal. Allerdings wurde der Emissionsmarkt für GRD-Anleihen seit 1997 ebenfalls vom Ausland aus gesteuert. Der Spielraum, den MEB haben, um mit ihren Anleiheoperationen zur Entwicklung inländischer Anleihenmärkte beizutragen, ist wahrscheinlich größer, wenn der inländische Anleihenmarkt mit dem Markt für Anleihen gebietsfremder Emittenten zusammengeschlossen ist.

2.2 Umfang der Mittelaufnahme der EIB und der übrigen MEB auf den Märkten für ESP-, PTE- und GRD-Anleihen gebietsfremder Emittenten

2.2.1 Die MEB sind die größte Emittentengruppe auf den Märkten für ESP-, PTE- und GRD-Anleihen. Auf sie entfallen 49%, 27% bzw. 47% der gesamten Emissionen Gebietsfremder in diesen Währungen. Andere Emittenten sind private Banken, Unternehmen und öffentliche Einrichtungen. Die Prozentangaben sind Durchschnittswerte. Sie waren jeweils in der Anfangsphase höher und gingen zurück, als der Markt schrittweise für staatliche Emittenten und solchen mit staatlichen Garantien und schließlich grundsätzlich für alle Emittenten geöffnet wurde (Tabelle 2.1). Die Tatsache, daß in Spanien der Marktanteil der MEB mit 45% auch später noch (1994-98) ziemlich hoch blieb, scheint zu bestätigen, daß die Behörden gewisse informelle Marktzugangskontrollen für andere Emittenten anwenden. In Portugal spiegelt sich in dem deutlichen Rückgang des Marktanteils der MEB zwischen der ersten Phase (1988-93) und der zweiten Phase (1994-98) eindeutig die Öffnung des Marktes für alle Arten von Emittenten wider. In Griechenland verlief die Entwicklung ähnlich, abgesehen davon, daß der Markt für auf GRD lautende Neuemissionen 1997 nach London verlagert wurde, wo der Marktzugang praktisch frei ist. Allerdings haben die griechischen Behörden einen informellen Emissionskalender beibehalten.

Tabelle 2.1: Relatives Gewicht der Anleiheoperationen von MEB und EIB

	Spanien (ESP)		Portugal (PTE)		Griechenland (GRD)	
	1987-98	4112	1988-98	2320	1994-99*	2269
Anleihen gebietsfremder Emittenten insgesamt (in Mrd inländischer Währung)	1987-93	977	1988-93	212	1994-96	367
	1994-98	3135	1994-98	2108	1997-99	1902
	davon:					
MEB-Emissionen in % der Anleihen gebietsfremder Emittenten insgesamt	1987-98	48,6	1988-98	26,8	1994-99	46,6
	1987-93	59,4	1988-93	79,2	1994-96	94,6
	1994-98	45,2	1994-98	21,5	1997-99	37,4
EIB-Emissionen in % sämtlicher MEB-Emissionen	1987-98	68,7	1988-98	82,4	1994-99	27,4
	1987-93	60,7	1988-93	61,3	1994-96	24,5
	1994-98	71,9	1994-98	90,3	1997-99	28,8
EIB-Emissionen in % der Anleihen gebietsfremder Emittenten insgesamt	1987-98	33,4	1988-98	22,1	1994-99	12,8
	1987-93	36,0	1988-93	48,6	1994-96	23,2
	1994-98	32,5	1994-98	19,4	1997-99	10,8

*) bis Mai 1999

2.2.2 Die meisten MEB waren in den drei untersuchten Ländern aktiv (Tabelle 2.2). Die EIB war sowohl in Spanien als auch in Portugal der größte Einzelemittent, während die Weltbank und die IFC auf dem Markt für GRD-Anleihen gebietsfremder Emittenten betragsmäßig deutlich umfangreichere Emissionen als die EIB begab. Die eher geringe Präsenz der EIB auf dem GRD-Markt erklärt sich aus der Politik der EIB, von „opportunistischen“ Emissionen abzusehen. Es fällt auf, daß sich auf dem GRD-Markt die Mittelaufnahme und die Ausleihungen der EIB in etwa die Waage halten. In Spanien und Portugal dagegen übersteigt das Darlehensvolumen in ESP bzw. PTE das jeweilige Anleihevolumen (Tabelle 4.1 in Abschnitt 4). Der Saldo wird durch Währungsswaps und andere Mittel gedeckt. Dieser große Unterschied zwischen der Finanzierungstätigkeit und der Emissionstätigkeit in inländischer Währung in Spanien und Portugal hat mehrere Gründe: Zugangsbeschränkungen aus Furcht vor Verdrängung, geringere Mittelbeschaffungsmöglichkeiten auf dem Inlandsmarkt sowie die Fähigkeit der EIB, ihre Ausleihungen kostengünstiger über Swaps zu finanzieren. Es kann argumentiert werden, daß die EIB einen stärkeren Einfluß auf die Entwicklung der inländischen

Anleihenmärkte hätte nehmen können, wenn sie in der Lage oder willens gewesen wäre, ihren Mittelbedarf in Landeswährung ausschließlich über Emissionen am Inlandsmarkt zu decken.

**Tabelle 2.2: Mittelaufnahme der MEB in Spanien, Portugal und Griechenland
(Beträge in Millionen Euro)**

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	87-98
EIB		266	661	745	1069	539	1212	1126	1742	2314	1879	435	11988
IFC	58	73	153	132	124	75	67	35	539	324	989		2569
Weltbank	70	182	230	201	317	98	265	52		334	186	186	2121
IADB					223	75				62	49		410
EBWE								60		206	332		597
AsDB			77										77

2.3 Übersicht über die Märkte für ESP-, PTE- und GRD-Anleihen gebietsfremder Emittenten

2.3.1 Die Entstehung von Märkten für Anleihen gebietsfremder Emittenten in den drei betrachteten Ländern war eine Folge ihrer EU-Mitgliedschaft. Die Errichtung des Einheitlichen Europäischen Binnenmarktes für Finanzprodukte und -dienstleistungen verlangte, daß Finanztransaktionen vom 1. Januar 1993 an vollständig liberalisiert waren. Spanien öffnete als erstes Land (im August 1987) seinen inländischen Anleihemarkt für gebietsfremde Emittenten, Portugal folgte im November 1988. Der griechische Markt für GRD-Anleihen gebietsfremder Emittenten wurde erst im Februar 1994 eröffnet, da dem Land in Anbetracht seiner gesamtwirtschaftlichen Lage und seiner Kapitalmarktentwicklungsprobleme ein Aufschub für die Einführung der Liberalisierungspflicht gewährt wurde.

2.3.2 Die drei Länder wählten jeweils unterschiedliche Ansätze für die Organisation und Regulierung der Märkte für Anleihen gebietsfremder Emittenten. Spanien führte das strikteste und konsequenteste Regulierungssystem für dieses neue Segment des Inlandsmarkts ein und ließ die Entstehung eines Euro-ESP-Anleihemarktes oder anderer Märkte für auf ESP lautende Titel ausländischer Emittenten nicht zu. Der Markt für diese „herkömmlichen“ ESP-Anleihen gebietsfremder Emittenten, der Matador-Markt⁷, wurde durch Ministerialerlaß vom 3. Februar 1987 errichtet. Ursprünglich durften nur Internationale Organisationen (nicht nur MEB), in denen Spanien Mitglied war, auf ESP lautende Anleihen begeben. Voraussetzung war, daß erstens die Genehmigung der Behörden vorlag und zweitens das Management des Emissionsmarktes bei im Lande ansässigen Instituten (einschließlich Instituten in ausländischem Besitz mit Sitz in Spanien) lag. Die spanischen Behörden waren offensichtlich bestrebt, die internationale Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Investmentbanken zu stärken, indem sie ihnen Zugang zu entsprechendem Know-how verschafften. Später wurde der Marktzugang schrittweise erleichtert, aber selbst nach der formal vollständigen Liberalisierung wurden Emittenten aus dem Unternehmenssektor ohne staatliche Bürgschaft abgelehnt.

2.3.3 In Portugal verlief die Regulierung des neuen Marktes für PTE-Anleihen gebietsfremder Emittenten, d.h. des Caravela-Markts⁷, weniger förmlich und systematisch. Es gab keinen expliziten rechtlichen Rahmen, und gebietsfremde Emittenten wurden sogar noch nach der Einführung der neuen umfassenden Bestimmungen für den Wertpapiermarkt 1991 durch Verwaltungsentscheid zugelassen. Bis Mitte 1994 blieb der Zugang zum Markt für Anleihen gebietsfremder Emittenten auf Internationale Organisationen, in denen Portugal Mitglied war, und staatliche Emittenten beschränkt. Danach war der Caravela-Markt unter der Voraussetzung frei zugänglich, daß Neuemissionen beim Wertpapiermarktausschuß (CMVM) angemeldet wurden und ein Emissionsprospekt veröffentlicht wurde. Die supranationalen und staatlichen Emittenten waren von bestimmten Publizitätspflichten befreit. Die Behörden bestanden nicht auf einer Notierung an der Börse Lissabon und tolerierten die Notierung an der Luxemburger Börse sowie Clearing und Abwicklung über EuroClear (Brüssel) oder CEDEL (Luxemburg).

⁷ Definition siehe Glossar.

2.3.4 Auch in Griechenland akzeptierten die Behörden für den GRD-Markt für Neuemissionen gebietsfremder Emittenten („Marathon-Markt“) einen Ad-hoc-Ansatz. Wie in Spanien und Portugal war der Zugang am Anfang nur für Internationale Organisationen, in denen Griechenland Mitglied war, offen. Aber die Bedingungen hinsichtlich Betrag, Timing, Laufzeit, Zinssatz, Emissionskurs usw. wurden streng kontrolliert. Dies galt sogar für die EIB, nachdem sie einen Emissionsrahmenvertrag ausgehandelt hatte, der größere Flexibilität beim Marktzugang und der Wahl der Instrumente gewährleisten sollte. Obwohl der Markt für GRD-Anleihen gebietsfremder Emittenten ursprünglich als ein neues Segment des inländischen Anleihemarktes konzipiert war, tolerierten die Behörden die Entstehung eines umfangreichen Marktes für Euro-GRD-Anleihen oder könnten dies sogar beabsichtigt haben, der von London aus gesteuert wurde, nachdem der Marathon-Markt unter der Einführung einer Quellensteuer für gebietsansässige und gebietsfremde nichtöffentliche Inhaber von GRD-Anleihen im Januar 1997 schwer gelitten hatte. Die Bank von Griechenland führte einen Emissionskalender, der auf informellen Meldevorschriften beruhte. Dieses Warteschlangenverfahren sollte vor allem zeitliche Überschneidungen mit staatlichen Anleiheemissionen vermeiden

2.3.5 Setzt man Größe und Wachstum der Märkte für ESP-, PTE- und GRD-Anleihen gebietsfremder Emittenten in Relation zu den gesamten inländischen Brutto-Anleiheemissionen, so ergeben sich große Unterschiede zwischen den betrachteten Märkten (Tabelle 2.3). In der ersten Phase der teilweisen Liberalisierung hatten die Anleihen gebietsfremder Emittenten auf allen drei Märkten einen Anteil von ungefähr 5% am inländischen Anleihemarkt. Dann bildeten sich beträchtliche Unterschiede in der relativen Größe dieser Märkte heraus. Die weitaus stärkste Ausweitung gab es in Portugal, wo der Anteil der Anleihen gebietsfremder Emittenten an den gesamten Emissionen von 4,8 auf 16,2% stieg. Dies war im wesentlichen auf die vollständige Liberalisierung des Zugangs zum Markt für PTE-Anleihen gebietsfremder Emittenten im Jahr 1994 zurückzuführen. Mit einem Anstieg von 4,9 auf 8,1% der Emissionen insgesamt fiel die Ausweitung des relativen Umfangs des GRD-Markts für Emissionen Gebietsfremder weniger dramatisch aus. Der Grund lag vor allem in der Entstehung des Marktes für Euro-GRD-Anleihen im Jahr 1997. Die vergleichsweise moderate Zunahme des Anteils des Matador-Marktes könnte tatsächlich auf Zugangskontrollen zurückgehen, welche die Behörden aus Furcht vor „Verdrängungseffekten“ angesichts des noch steigenden öffentlichen Finanzierungsbedarfs in Spanien ausgeübt haben. In Portugal dagegen nahm der Anteil der Staatsanleihen an den Emissionen insgesamt rapide ab. Da der griechische Inlandsmarkt von Staatsanleihen dominiert wurde, war der drastische Anstieg der GRD-Anleihen gebietsfremder Emittenten in den Jahren 1998 und 1999 nur möglich, weil dieses spezielle Marktsegment vollständig internationalisiert wurde und sich nach London verlagerte.

Tabelle 2.3: Relative Größe der Märkte für ESP-, PTE- und GRD-Anleihen gebietsfremder Emittenten

	Spanien		Portugal		Griechenland	
	Jahre	Wert	Jahre	Wert	Jahre	Wert
Gesamtbetrag der Anleihen gebietsfremder Emittenten (in Landeswährung, in Mrd)	1987-98	4112	1988-98	2320	1994-98	1676
	1987-93	977	1988-93	212	1994-96	367
	1994-98	3135	1994-98	2108	1997-98	1309
in % der Brutto-Anleiheemissionen insgesamt	1987-98	5,9	1988-98	12,3	1994-98	7,1
	1987-93	5,4	1988-93	4,8	1994-96	4,9
	1994-98	6,1	1994-98	16,2	1997-98	8,1
in % des nominalen BIP	1987-98	0,6	1988-98	1,7	1994-98	1,1
	1987-93	0,4	1988-93	0,6	1994-96	0,7
	1994-98	0,7	1994-98	2,4	1997-98	1,3

2.3.6 Die Sekundärmärkte für ESP-, PTE- und GRD-Anleihen gebietsfremder Emittenten waren in allen drei Ländern problembehaftet. Lediglich in Spanien wurde in jüngster Zeit eine zufriedenstellende Lösung gefunden, und in Griechenland könnte dies bald gelingen. Die Probleme waren vor allem auf das Fehlen einer wettbewerbsfähigen technischen Infrastruktur für die Abwicklung der Sekundärmarkttransaktionen bei Eröffnung der Märkte für Emissionen Gebietsfremder zurückzuführen. Die Behörden konzentrierten ihre Bemühungen auf die Modernisierung ihrer Märkte für Staatsanleihen, während die Börsen, die in erster Linie für die anderen Segmente des

Anleihemarktes zuständig sind, mit der Modernisierung des Aktienmarktes beschäftigt waren. Daher überrascht es nicht, daß die portugiesischen und die griechischen Behörden gegen die Verlagerung der Sekundärmarkttransaktionen ins Ausland keine Einwände hatten. Nur Spanien gelang es, auch den Sekundärmarkt für ESP-Anleihen gebietsfremder Emittenten im Land zu halten. Die Spanische Wertpapierhändlervereinigung (AIAF) handelte rasch und nahm 1995 ein neues automatisiertes Notierungs- und Handelssystem (AIAF-Markt) für alle Schuldtitel außerhalb des Marktes für Staatsanleihen in Betrieb. Die griechischen Behörden gehen davon aus, daß ihr kürzlich eingeführtes elektronisches Erfassungssystem, mit dem Clearing- und Abwicklungsoperationen für alle Staatstitel vorgenommen werden, leicht an die Bedürfnisse anderer auf GRD lautender Titel angepaßt werden könnte.

3. ÜBERSICHT ÜBER DIE ENTWICKLUNG DER ANLEIHEMÄRKTE IN SPANIEN, PORTUGAL UND GRIECHENLAND

3.1 Allgemeines

3.1.1 Wieweit die MEB durch ihre Emissionstätigkeit Einfluß auf einen inländischen Anleihemarkt ausüben können, hängt von den Gegebenheiten auf den internationalen Finanzmärkten und dem ursprünglichen Entwicklungsstand des jeweiligen Marktes ab. Ein neutraler Einfluß ist zu erwarten, wenn der inländische Anleihemarkt bereits recht gut funktioniert und der Markt für Festsatzanleihen auch am „langen Ende“ aktiv ist. Dies ist auf relativ gut entwickelten Märkten der Fall. Der Spielraum für einen positiven Einfluß auf die Entwicklung dürfte gering sein, wenn der Markt technisch und institutionell noch nicht „reif“ für die Annahme externer Unterstützung durch MEB-Emissionen ist. Gelegentliche Privatplatzierungen schaden normalerweise nicht. Aber wenn MEB-Emissionen nicht durch die Marktmechanismen an die Emissions- oder Sekundärmärkte angepaßt werden können, dürften sie eventuell einen Verdrängungseffekt gegenüber inländischen, insbesondere staatlichen, Emittenten ausüben. Diesen Fall hat es in einem der untersuchten Länder gegeben, wo eine Reihe von zu umfangreichen MEB-Anleihen mit Unterstützung der Regierung begeben wurden, um das Niveau der Referenzzinssätze zu senken. Die MEB müssen daher sorgfältig die Kapazitäten eines neuen Marktes analysieren, bevor sie ihre erste Anleihe begeben.

3.2 Übereinstimmende Merkmale der Marktentwicklung

3.2.1 Als die MEB ihre Emissionstätigkeit in den drei betrachteten Ländern aufnahmen, befanden sich die Anleihemärkte alle in einem Frühstadium der Entwicklung. Die Zinssätze wurden gerade erst freigegeben; mittel- und langfristige Festsatzpapiere, die normalerweise den Großteil eines reifen Anleihemarktes ausmachen, existierten praktisch nicht. In Griechenland gab es vor 1997 sogar überhaupt keine Festsatz-Staatsanleihen. Bei der Einführung der Märkte für Emissionen Gebietsfremder 1987 in Spanien und 1988 in Portugal betragen die längsten Laufzeiten für festverzinsliche Staatstitel 2 bzw. 3 Jahre. Ein weiteres gemeinsames Merkmal war der geringe Handelsumfang auf den Sekundärmärkten. In Griechenland entfiel weniger als 1% der Marktkapitalisierung auf den Umsatz mit Anleihen, was im internationalen Vergleich und insbesondere für moderne Märkte für Staatsanleihen, die als Basis für entsprechende Futures- und Optionsmärkte dienen, extrem wenig ist.

3.2.2 Für die drei untersuchten Länder spielte auch das gemeinsame gesamtwirtschaftliche Umfeld eine entscheidende Rolle bei der Internationalisierung. Erstens waren fast während des gesamten betrachteten Zeitraums weltweit die Zinssätze rückläufig, was insbesondere die Finanzierung von Defiziten erleichterte und vor allem den neuen Kapitalmärkten zugute kam. Zweitens hatten sich die drei Länder verpflichtet, früher oder später zunächst dem Einheitlichen Europäischen Binnenmarktes für Finanzprodukte und -dienstleistungen und später der WWU beizutreten. Sie übernahmen alle die EU-Konvergenz- und Integrationspolitik, wenn auch mit unterschiedlichem Erfolg. Bei Eröffnung der Märkte für Emissionen Gebietsfremder 1987, 1988 bzw. 1994 befanden sich die Zinssätze und die Inflationsraten generell im Abwärtstrend (Tabelle 3.3), so daß der inländische Anleihemarkt ein zunehmendes Volumen an in- und ausländischen Anlagemitteln anzog und damit diese Tendenz verstärkte. Der allgemeine Abwärtstrend bei den Anleiherenditen hat dazu geführt, daß sogar der Markt für GRD-Anleihen, einschließlich der griechischen Staatsanleihen, von den privaten und institutionellen internationalen Anlegern wahrgenommen wird. Der Beitrag der MEB zur

Internationalisierung der drei neuen Kapitalmärkte ist in dem günstigen Kontext der Vorbereitung auf den Euro zu sehen.

3.2.3 Im Rahmen der EU-Politik der Finanzintegration räumten alle drei Länder der Modernisierung ihrer Märkte für Staatsanleihen hohe Priorität ein. Sie führten Auktionstechniken für den Absatz dieser Wertpapiere ein, stellten Experten ein (Primärhändler), um die Märkte für Staatsanleihen sowohl auf der Ebene des Emissionsmarktes als auch auf der Ebene des Sekundärmarktes zu unterstützen, und modernisierten die technische Infrastruktur. Die staatlichen Schuldenverwaltungen in allen drei Ländern bemühten sich relativ erfolgreich, die Renditekurve für festverzinsliche Staatsanleihen, die üblicherweise der Begebung mittelfristiger Festsatzanleihen durch die EIB und andere MEB folgt, auszudehnen. Festzuhalten ist auch, daß in der Zeit, in der die MEB Emissionen auf den Inlandsmärkten tätigten, die Anleihemärkte in allen drei Ländern - in Relation zum nominalen BIP - auf Emissions- und Sekundärmarktebene beträchtlich expandierten (Tabelle 3.1). Ein weiteres gemeinsames Merkmal besteht in allen drei Ländern in der seit 1990 stark erhöhten Bedeutung der institutionellen Anleger, insbesondere der Investmentfonds.

Tabelle 3.1: Indikatoren für die Entwicklung der Anleihemärkte

Indikatoren	Spanien		Portugal		Griechenland	
Erste Begebung durch gebietsfremde Emittentenr	1987 (August) EUROFIMA		1988 (November) EIB		1994 (Februar) EIB	
I. RELATIVE GRÖSSE DES ANLEIHEMARKTES						
In % des nominalen BIP: Brutto-Emissionen	1988-90	6,2	1989-91	12,6	1994-96	15,3
	1996-98	12,4	1996-98	16,0	1997-98	16,5
Netto-Emissionen	1988-90	1,3	1989-91	6,8	1994-96	7,4
	1996-98	5,4	1996-98	7,2	1997-98	12,0
Kapitalisierung des Anleihemarktes	1988	22,6	1988	8,0	1988	19,5
	1997	55,4	1998	44,3	1998	63,9
Kapitalisierung des Anleihemarktes in % der Bilanzsumme des Bankensektors	1988	16,5	1988	6,5	1989	37,6
	1997	32,0	1997	17,2	1996	88,2
II. MERKMALE DER SCHULDITITEL						
Festverzinsliche Staatsanleihen: längste Laufzeit im Markt	1988	3 J.	1988	2 J.	1994	none
	1998	30 J.	1998	15 J.	1998	15 J.
Anteil der variabel verzinslichen Schuldtitel an den marktfähigen öffentlichen Schuldtiteln insgesamt	1994		1994		1994	91,3
	1998		1998		1998	77,6
Brutto-Emissionen als Vielfaches der Netto-Emissionen	1988-90	4,8	1989-91	1,9	1994-96	2,1
	1996-98	2,3	1996-98	2,2	1997-98	1,4
Anteil der Schuldtitel öffentlicher Stellen an den marktfähigen öffentlichen Schuldtiteln insgesamt	1988	20,0			1995	37,6
	1998	25,1			1998	19,0
Anteil der Staatsanleihen an den Anleiheemissionen insgesamt (brutto)	1988-90	53,9	1989-91	77,9	1994-96	97,2
	1996-98	76,0	1996-98	50,5	1997-98	99,6
III. INDIKATOREN FÜR SEKUNDÄRMÄRKTE						
Wertpapierumsatz in % der Marktkapitalisierung (Börsen- angaben)	1988-90	n.v.	1988-90	n.v.	1988-90	0,8
	1997-98	70,4	1997-98	22,6	1996-98	0,3

IV. INSTITUTIONALISIERUNGSGRAD						
In % des nominalen BIP:						
Alle Arten institutioneller Anleger (Finanzanlagen),	1990	16,0	1990	9,0	1990	6,5
davon:	1997	56,1	1996	34,4	1996	28,5
Investmentfonds	1990	3,2	1990	4,3	1990	n.a.
	1997	33,7	1997	21,2	1996	13,1

3.3 Unterschiede in der Marktentwicklung

3.3.1 Es gab auch beträchtliche Unterschiede bei der Entwicklung der Anleihemärkte. Der auffälligste war der Zeitpunkt der Reform der inländischen Anleihemärkte im Vergleich zum Zeitpunkt der Öffnung des Marktes für Emissionen Gebietsfremder. In Spanien fiel die Reform des Marktes für Staatsanleihen mit der Eröffnung des Matador-Marktes zusammen. In Portugal und Griechenland vergingen drei Jahre zwischen den ersten Anleihen gebietsfremder Emittenten auf dem Inlandsmarkt und den Reformen des Inlandsmarktes. Daher war in Spanien die Entwicklung des Marktes für Anleihen gebietsfremder Emittenten besser mit der Reform des inländischen Anleihemarktes abgestimmt als in den beiden anderen Ländern. Allerdings ist es möglich, daß die portugiesischen Reformen von der Entwicklung auf dem Caravela-Markt, auf dem auch die EIB als Emittent auftrat, angeregt wurden.

3.3.2 Auch die Aufmerksamkeit, die die Behörden und die Investmentbanken der Entwicklung des inländischen Marktes für Unternehmensanleihen oder des Marktes für nichtstaatliche Titel widmeten, war unterschiedlich. In Spanien und Portugal wurde die Modernisierung des Marktes für Staatsanleihen vorrangig betrieben. Dadurch wurde der Markt für Unternehmensanleihen - insbesondere, was die technische Infrastruktur des Sekundärmarktes angeht - sowohl von den Behörden als auch von der Börse etwas vernachlässigt. Schließlich schuf die Spanische Wertpapierhändlervereinigung außerhalb der Börse ein neues voll elektronisches Bildschirm-Handelssystem für alle nichtöffentlichen Anleihen einschließlich Matador-Anleihen. Dieser AIAF-Markt wurde erst im Januar 1999 offiziell von den spanischen Behörden anerkannt. In Portugal vergrößerte sich der Spielraum für die Entwicklung des Marktes für Unternehmensanleihen, als es der Regierung gelang, ihren Marktanteil am Emissionsmarkt drastisch von 78% (1989-91) auf 50% (1996-98) zurückzuführen - ganz im Gegensatz zur Entwicklung in Spanien (Tabelle 3.2). In Griechenland ließ der extrem hohe öffentliche Finanzierungsbedarf kaum Spielraum für eine Förderung des Marktes für Unternehmensanleihen.

Tabelle 3.2: Indikatoren für die Entwicklung der Anleihemarkt-Infrastruktur

	Spanien (ESP)	Portugal (PTE)	Griechenland (GRD)
Nachrichtlich: Erste Anleihe eines gebietsfremden Emittenten Indikatoren	1987 (August) EUROFIMA	1988 (November) EIB	1994 (Februar) EIB
I. KAPITALMARKTREFORMEN			
Neue rechtliche Vorschriften für Kapitalmärkte	Wertpapiermarktgesetz 1988	Wertpapiermarkt- bestimmungen 1991	Börsengesetz 1988
Wertpapiermarktausschuß	1988	1991	1991
Börsenreform	1988	1991	
Reform des Marktes für Staatstitel	1987/88	1991	1997
Abschaffung effektiver Stücke im Wertpapierhandel (Einführung eines elektronischen Verbuchungssystems): Staatsanleihen	1987	1991	1998

Sonstige Wertpapiere	1992	Aktien: 1988	Aktien: 1996
II. TECHNISCHE INFRASTRUKTUR			
Einführung eines elektronischen Systems für Verwahrung, Clearing und Abwicklung für:		1991 Einrichtung einer zentralen Wertpapierverwahrung	1991 Einrichtung einer zentralen Wertpapierverwahrung
Staatsanleihen	1987	1991	
Sonstige Schuldverschreibungen	1992	1991	1992 (Aktien)
Einführung eines elektronischen Notierungs- und Handelssystems für:			
Staatsanleihen	1988	1991	1998
Sonstige Wertpapiere	1988/91	1991	
III. INSTITUTIONELLE INNOVATIONEN AUF MÄRKTEN FÜR STAATSANLEIHEN			
Einführung von Auktionstechniken	1987	1988	1995-1997
Einstellung von Experten für Staatsanleihen (Primärhändler)	1988	1991	1997
Einführung eines Marktes für Futures und Optionen auf Staatsanleihen	1989	1996 (Börse Porto)	keine (geplant für 1999/2000)

Tabelle 3.3: Inflationsraten und Zinssätze

Inflationsraten	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Spanien	5,2	4,9	6,8	6,7	5,9	5,9	4,6	4,7	4,7	3,6	2,0	1,8
Portugal	9,4	9,7	12,6	13,4	10,2	9,4	6,7	5,4	4,2	3,1	2,3	2,8
Griechenland	16,4	13,5	13,7	20,4	19,5	15,9	14,4	10,9	8,9	8,2	5,5	4,8
Kurzfristige Zinssätze												
Spanien	15,8	11,7	15,0	15,2	13,2	13,3	11,7	8,0	9,4	7,5	5,4	4,2
Portugal	13,9	13,0	14,9	16,9	17,7	16,1	12,5	11,1	9,8	7,4	5,7	4,3
Griechenland	19,0	19,2	19,0	23,0	23,3	21,7	21,3	19,3	15,5	12,8	10,4	11,5
Langfristige Zinssätze												
Spanien	12,8	11,7	13,8	14,6	12,8	11,7	10,2	10,0	11,3	8,7	6,4	4,8
Portugal	„	„	„	„	„	„	„	10,4	11,5	8,6	6,4	4,9
Griechenland	„	„	„	„	„	„	„	„	„	„	9,1	7,8
Nachrichtlich: Deutschland	6,4	6,6	7,1	8,7	8,5	7,9	6,5	6,9	6,9	6,2	5,7	4,6

Quelle: OECD, Economic Outlook, Juni 1999; langfristige Zinssätze für Griechenland = Emissionsrendite 10jähriger Staatsanleihen: Bank von Griechenland

4. DIE BEDEUTUNG DER EMISSIONSTÄTIGKEIT DER EIB FÜR DIE ENTWICKLUNG DER ANLEIHEMÄRKTE IN SPANIEN, PORTUGAL UND GRIECHENLAND

4.1 Allgemeines

4.1.1 Im Gegensatz zu anderen MEB hatte die EIB insofern eine Sonderstellung auf den Finanzmärkten der betrachteten Länder, als sie inländischen Projektträgern mit langfristigen Vorhaben in bedeutendem Umfang Finanzierungsmittel in Landeswährung zur Verfügung stellte. Die EIB agierte wie ein inländischer Finanzmittler, der in- oder ausländische Finanzmittel inländischen Zwecken zuführt. Darin ist bereits ein wichtiger Beitrag zur Entwicklung des inländischen Anleihemarktes und Finanzsystems zu sehen. Abgesehen von den Auswirkungen auf die Finanzmärkte trugen die Bemühungen der EIB, Darlehen in Landeswährung zu wettbewerbsfähigen Konditionen zu vergeben, auch dazu bei, das Wechselkursrisiko für die inländischen Investoren, die nicht über Deviseneinnahmen verfügen, zu verringern. Wie schon erwähnt, ist der Umfang der Finanzierungstätigkeit in den drei betrachteten Ländern unterschiedlich. In Spanien und Portugal übertrifft das Darlehensvolumen in Landeswährung die Mittelaufnahme bei weitem, so daß umfangreiche Mittel über Swap-Operationen diesen Märkte zugeführt werden mußten. Demgegenüber hielten sich die Emissionen und die Finanzierungsoperationen in GRD etwa die Waage.⁸

Tabelle 4.1: Finanzierungen und Emissionen der EIB in Landeswährung (Mrd EUR)

	Spanien 1987-1998	Portugal 1987-98	Griechenland 1994-98
EIB-Darlehen(Auszahlungen) in Landeswährung:	13.3	5.0	0.6
davon gedeckt durch:			
Emissionen in Landeswährung	9.1	2.7	0.7
Swaps und andere Quellen	4.2	2.3	-0.1

⁸ Die Darlehensvergabe und die Mittelaufnahme fallen zeitlich nicht immer zusammen, und einige GRD-Mittel scheinen aus Griechenland abgeflossen zu sein.

	<u>1987-98</u>	<u>1987-98</u>	<u>1987-98</u>
Nachrichtlich: EIB-Darlehen (Auszahlungen) in fremden Währungen	13.9	5.8	3.8

4.1.2 Der Einfluß der Mittelbeschaffung der EIB auf die Entwicklung der Anleihemärkte in Spanien, Portugal und Griechenland hängt offenbar von der Zahl und dem Volumen der einzelnen Operationen - sowohl absolut als auch relativ - sowie von der Anzahl der Jahre, während der die EIB als Emittent auf diesen Märkten tätig war, ab. In mehr als 11 Jahren (1988-1998) gab es in Spanien etwa 120, und in Portugal etwa 34 EIB-Emissionen. In Griechenland dagegen erstreckte sich die Emissionstätigkeit der EIB nur über 5 Jahre (1994-1999) und umfaßte 12 Anleiheemissionen (bis März 1999). Von diesen 12 Emissionen hatten nur vier einen Einfluß auf den Inlandsmarkt, da die anderen acht Emissionen in London begeben wurden und Euro-GRD-Anleihen waren. Vorläufig kann daraus gefolgert werden, daß die EIB mit ihrer Emissionstätigkeit einen eher begrenzten potentiellen Einfluß auf die Entwicklung des griechischen Anleihemarktes hatte als auf die Märkte der beiden anderen Länder.

Tabelle 4.2: EIB-Emissionen auf den Märkten für ESP-, PTE- und GRD-Anleihen gebietsfremder Emittenten

Markt und Währung der Emission	Zeitraum der EIB-Emissionstätigkeit	Gesamtbetrag der Emissionen (Anzahl der Anleihen)
SPANIEN: Mrd ESP	1988-98	1372 (120)
PORTUGAL: Mrd PTE	1988-98	513 (34)
GRIECHENLAND: Mrd GRD	1994-1999 (März)	290 (12)

4.2 Beitrag der EIB zur Entwicklung der inländischen Anleihemärkte

4.2.1 Eröffnung des Marktes für Anleihen gebietsfremder Emittenten

In Portugal und Griechenland begab die EIB als erster gebietsfremder Emittent eine Anleihe in diesem neu geschaffenen Segment des inländischen Anleihemarktes. Damit unterstützte sie die Behörden maßgeblich beim Start des neuen Marktsegments. In Spanien war die EUROFIMA der erste Emittent. Mit diesen ersten Emissionen wurde der Markt für Anleihen gebietsfremder Emittenten insofern geschaffen, als eine Reihe anderer gebietsfremder Emittenten folgte. Sie gaben Starthilfe, und die Rechtsanwälte mußten die Neuemissions-Dokumentation an die entsprechenden rechtlichen Vorschriften des jeweiligen Landes anpassen, wie etwa hinsichtlich der Zulassungs- und Börsennotierungsanforderungen, der Devisenkontrollen, der Steuergesetze, der Bestimmungen für institutionelle Anleger, der Verwahrungsvorschriften, des Clearing und der Abwicklung usw. Der zeitliche Vorlauf, der für die Vorbereitung der ersten Emission erforderlich war, betrug zwischen mehreren Monaten und über einem Jahr. Das Recht des Landes mußte in verschiedener Hinsicht an internationale Standards angepaßt werden, damit nachfolgende Emissionen leichter durchgeführt werden konnten. Die EIB fungierte in zwei der drei untersuchten neuen Märkte auf diese Weise als Wegbereiter.

4.2.2 Erhöhung des internationalen Ansehens und der Attraktivität des Marktes

Durch die Eröffnung des Marktes für Anleihen gebietsfremder Emittenten in Portugal und Griechenland sowie durch das häufige Auftreten auf dem spanischen Markt zu einem frühen Zeitpunkt leitete die EIB einen wichtigen Prozeß der Image- und Vertrauensbildung ein und unterstützte ihn. Dadurch wurden diese Länder und ihre Währungen von den internationalen Anlegern wahrgenommen. Nach den ersten Emissionen der EIB wurden rasch andere erstklassige Emittenten, häufig MEB, auf dem Markt aktiv. Die Medien berichteten seinerzeit über die günstigen Auswirkungen der EIB-Anleihen auf diese Märkte. Dies wurde als Signal an die internationale Finanzgemeinschaft empfunden, daß diese Märkte ihr erstes Reifestadium erreicht hatten, daß ihre Währungen ihren bisher exotischen Charakter allmählich verloren und daß die Anleger innerhalb und außerhalb des betreffenden Landes Vertrauen in die Fähigkeit der Behörden zur Steuerung der Wirtschaft und des Finanzsystems haben konnten. Diese ersten Emissionen signalisierten für die drei untersuchten Länder auch, daß sie auf gutem Weg waren, die Ziele der EU-Integration zu erreichen.

4.2.3 Verbreiterung des inländischen Anleihemarktes durch ein höheres Angebot an Titeln mit AAA-Rating

Die EIB wie auch andere MEB und supranationale Einrichtungen wie die EUROFIMA und der Wiedereingliederungsfonds des Europarates waren die ersten Emittenten von Titeln mit AAA-Ratings auf den inländischen Märkten, denen dann andere AAA-Emittenten folgten. Dadurch ist für inländische institutionelle Anleger, die relativ engen Anlagevorschriften unterliegen, eindeutig der Spielraum für die Diversifizierung ihrer Portfolios in nichtstaatliche Wertpapiere vergrößert worden.

4.2.4 Verbreiterung des inländischen Anleihemarktes durch eine Erweiterung der Renditekurve

In den untersuchten Ländern setzte die EIB eine Erweiterung der Renditekurve in Gang. Dadurch flossen zusätzliche Anlagemittel aus dem In- und Ausland in das lange Ende des Marktes (Tabelle 4.3). Die Entwicklung des langfristigen Bereichs ist an sich schon lohnend. Am Anfang ist die Renditestruktur auf neuen Märkten oft invers, und die kurzen Laufzeiten dominieren, was die Entwicklung des „langen Endes“ des Marktes behindert. Anleihen mit langen Laufzeiten erhöhen das Angebot an langfristigem Kapital in der Wirtschaft, erleichtern die Verwaltung der Staatsschuld und sorgen allgemein dafür, daß das Finanzsystem weniger krisenanfällig wird. Die EIB trug in Spanien und Portugal wesentlich dazu bei, dieses Ziel zu erreichen. In Griechenland konnte die Renditekurve der EIB nach einem zunächst ermutigenden Start nicht mehr erweitert werden. In allen drei Ländern ging die Regierung dazu über, Anleihen mit längeren Laufzeiten zu begeben.

Tabelle 4.3: Längste Laufzeiten von auf ESP, PTE und GRD lautenden Festsatzanleihen (Jahre)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
SPANIEN												
EIB	10	10	10	10	10	10	10	15	25	10	10	EURO
Staat	3	10	10	10	10	15	15	15	15	15	30	EURO
PORTUGAL												
EIB	9 (1)	8 (1)	5	5	7	7	7	8	20	10	30	EURO
Staat	2	2	FRN	5	5	10	10	10	10	10	15	EURO
GRIECHENLAND												
EIB							5	FRN	FRN	FRN	6	3
Staat							FRN	FRN	FRN	10	15	15

(1) Anpassung der Zinssätze alle 2 oder 3 Jahre möglich.

Anmerkung: Die Tabelle zeigt für jedes Jahr die längsten Laufzeiten von Festsatzanleihen, die durch öffentliche Stellen oder die EIB begeben wurden; FRN = Titel mit variabler Verzinsung ohne Angabe der Laufzeiten.

4.2.5 Verbreiterung des inländischen Anleihemarktes mit Hilfe innovativer Zins- und Ertragsmerkmale der EIB-Schuldtitel

Neben ihrem Beitrag zur Verbreiterung der bestehenden Märkte für Festsatzanleihen mit mittleren und langen Laufzeiten hat die EIB auch Pionierarbeit bei der Ausstattung von Schuldtiteln geleistet, indem sie besondere Zins- und sonstige Ertragsmerkmale bot. In allen drei Ländern war die EIB auf dem Markt für Anleihen Gebietsfremder der erste Emittent von variabel verzinslichen Anleihen mit Bindung an den inländischen Interbanken-Angebotsatz (MIBOR, LISBOR, ATHIBOR), und erhöhte dadurch das Ansehen des inländischen Interbankenmarktes. In Griechenland begab die EIB die erste "echte" variabel verzinsliche Anleihe. Zuvor waren die von der Regierung begebenen variabel verzinslichen Anleihen an den Zinssatz für Schatzwechsel gebunden, der bis Ende 1997 durch die Regierung festgesetzt wurde.

Tabelle 4.4: EIB-Emissionen mit besonderen Zins- und Ertragsmerkmalen

	Spanien (ESP)	Portugal (PTE)	Griechenland (GRD)
Zeitraum der Emissionstätigkeit	1987-1998	1987-98	1994-99
Erster gebietsfremder Emittent von variabel verzinslichen Anleihen	1994 (Bindung an den LIBOR) 1997 (Bindung an den MIBOR)	1994 (Bindung an den LISBOR)	1995 (Bindung an den ATHIBOR)
Erster gebietsfremder Emittent von "vorzeitig kündbaren Stufenzinsanleihen"	1995 (mit Doppelkupon, Kündigungsrecht bei Änderung des Kupons)		
Erste Anleihe mit Aktienindex-Bindung	1996 (Bindung an den Aktienindex der Madrider Börse: IBEX 35)		

In Spanien waren die Schuldtitel der EIB mit besonderen Zins- und Ertragsmerkmalen überwiegend auf die speziellen Bedürfnisse der inländischen institutionellen Anleger zugeschnitten.

4.2.6 Verbreiterung des Anleihemarktsegments für Privatanleger durch spezielle Emissionen für Privatkunden

In Spanien begab die EIB im Oktober 1996 und im Oktober 1997 in enger Zusammenarbeit mit den spanischen Sparkassen und Banken zwei relativ umfangreiche 10-Jahres-Anleihen im Betrag von jeweils 40 Mrd ESP (etwa 240 Mio EUR), die sich speziell an kleine Sparer richteten. Beide Operationen, die von einem beträchtlichen Werbeaufwand begleitet wurden, wurden sehr positiv aufgenommen und stellten einen beachtlichen Erfolg für einen supranationalen Emittenten dar.

4.2.7 Verbreiterung des inländischen Anleihemarktes durch liquide Referenzanleihen

In Spanien und Portugal unternahm die EIB große Anstrengungen, um den Markt für Anleihen Gebietsfremder attraktiver zu machen. Zu diesem Zweck begab sie eine Reihe betragsmäßig umfangreicher Referenzanleihen unter Anwendung von Wiedereröffnungstechniken (im Laufe der Zeit Hinzufügung weiterer Tranchen mit gleichen Zins- und Laufzeitmerkmalen). In Spanien gab es 8 solcher zusätzlichen Tranchen. In einem Fall kam es zur Begebung einer 2001 fällig werdenden Anleihe im Betrag von 70 Mrd ESP (etwa 420 Mio EUR), was für eine einzelne Emission sehr hoch ist.

4.2.8 Vorbereitung auf die Einführung des Euro

In Spanien und Portugal begab die EIB Euro-fungible Anleihen bzw. Eurowandelanleihen, die nach Einführung des Euro mit entsprechenden in mehreren anderen Ländern begebenen Emissionen zu größeren auf Euro lautenden Anleihen zusammengelegt werden sollten. Auf diese Weise half die EIB den gebietsansässigen Marktteilnehmern, sich mit den Problemen im Zusammenhang mit der Euro-Einführung vertraut zu machen.

4.2.9 Erhöhung der Effizienz und der Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Investmentbanken durch den Transfer von internationalen Finanzfachkenntnissen

4.2.9.1 Durch ihre Emissionstätigkeit in einem Land trägt die EIB zur Fortbildung der ansässigen Investmentbanker auf Gebieten wie der Konsortialführung und der Plazierung von Anleihen gebietsfremder Emittenten, der Vorbereitung der Dokumentation und Erledigung von Verwaltungsarbeiten im Zusammenhang mit internationalen Anleiheemissionen bei. Zur Intensivierung des Lernprozesses

vergab die EIB am Anfang die Konsortialführung und Bookrunner-Mandate nach dem Rotationsprinzip an die inländischen Investmentbanken und kombinierte lokale mit internationalen Banken. In Spanien waren etwa 15 Banken Konsortialführer und Mitführer bei EIB-Emissionen, in Portugal 11. In Griechenland vergab die EIB die Mandate ebenfalls im Rotationsverfahren an in- und ausländische Konsortialführer, sie sah aber nur begrenzte Möglichkeiten, die Konsortialführung ansässigen Banken zu übertragen. Es sollte aber erwähnt werden, daß die Londoner Büros von 3 griechischen Banken am Management von Euro-GRD-Emissionen der EIB beteiligt waren.

4.2.9.2 Nach Ablauf des anfänglichen Lern- und Rotationsprozesses führte die EIB in Spanien und Portugal ein wettbewerbsorientiertes Ausschreibungsverfahren für die Konsortialführung und die Bookrunner-Mandate ein und half damit, die Effizienz und Wettbewerbsfähigkeit der Investmentbanken zu erhöhen.

4.2.9.3 Die EIB trug, wie auch andere gebietsfremde Emittenten, spürbar zur Entwicklung der Märkte für Swaps (Zinsswaps, Währungsswaps usw.) und andere Hedging-Instrumente bei. In Spanien und Portugal, wo die EIB in großem Umfang Darlehen in Landeswährung vergibt, benötigte die Bank Swaps zum Tausch von Fremdwährungen in Landeswährung, dies umso mehr, als ihr Mittelbedarf die Gesamtbeträge der durch Anleihen in Landeswährung aufgenommenen Mittel überstieg. Andere MEB verwenden normalerweise Swaps zum systematischen Tausch der in Inlandswährungen begebenen Emissionen in internationale Währungen und helfen somit inländischen Banken, sich mit Swap-Operationen vertraut zu machen. Die EIB war ein natürlicher Kontrahent für diese MEB und andere gebietsfremde Emittenten. Die EIB war auch ein wichtiger Teilnehmer am Markt für Zinsswaps aus festverzinslichen in variabel verzinsliche Anleihemittel, die sie für variabel verzinslicher inländischer Finanzierungen benötigte. Schließlich wurden besondere Absicherungstechniken benötigt, um das Zinsrisiko aus der Zeitdifferenz zwischen dem Eingang der Emissionserlöse und dem Termin für die Auszahlung auf Darlehen abzudecken.

4.2.9.4 Die Stellung von Madrid und Lissabon als internationale Finanzzentren hat von dem Transfer an Finanzfachwissen, der für die Entwicklung neuer Produkte erforderlich war, erheblich profitiert. Ein solcher Lernprozeß fand in Athen in geringerem Ausmaß statt, weil sich der Markt für GRD-Anleihen zu früh – schon 1997 – nach London verlagerte (Abschnitt 2).

4.2.10 Rationalisierung von Zulassungsverfahren

In den betrachteten Ländern erzielte die EIB eine wesentliche Vereinfachung der Zulassungsverfahren durch die Einführung von „Debt Issuance“-Programmen (DIPs). Die Verträge enthalten die Basisdokumentation für eine Neuemission und geben einen Globalbetrag vor, unter dem im Prinzip jederzeit eine beliebige Zahl kleinerer Emissionen in verschiedener Form (wie im Vertrag festgelegt) begeben werden kann. Jede Emission unter einem DIP erfordert nur noch die Vorbereitung eines Nachtrags über die Kursfestsetzung. Das Verfahren erhöht die Zeit- und Kosteneffizienz. In Griechenland war diese Vereinfachung wegen des Warteschlangensystems nur von begrenztem Nutzen. Dies war zugegebenermaßen notwendig, um Kollisionen mit den häufigen Emissionen von Staatsanleihen zu vermeiden (erst seit kurzem wird der Terminplan für die Begebung von Staatsanleihen im voraus bekanntgegeben). Das Warteschlangenverfahren rechtfertigen die griechischen Behörden mit der Abstimmung mit den Euro-GRD-Anleihen, die von London oder einem anderen Finanzplatz aus begeben werden. Die Behörden äußerten ihre Zweifel daran, daß die Abschaffung des Warteschlangenverfahrens an sich die internationale Attraktivität des inländischen GRD-Marktes erheblich gesteigert hätte.

4.3 Hemmnisse für die Entwicklung effizienter inländischer Sekundärmärkte

4.3.1 Die EIB und andere MEB waren nicht in der Lage, wesentlich zur Entwicklung effizienter inländischer Sekundärmärkte beizutragen. Dies gilt insbesondere für Portugal und Griechenland, in gewissem Maß aber auch für Spanien, wo sich die EIB um die Einführung umfangreicher und liquider Referenzanleihen bemühte. Dieser Mißerfolg ist hauptsächlich darauf zurückzuführen, daß zu Beginn der Emissionstätigkeit der EIB in den betreffenden Ländern nur eine unzureichende technische Infrastruktur für die Abwicklung von Sekundärmarktoperationen zur Verfügung stand. Daher verlagerte sich der Sekundärmarkt sofort auf den internationalen OTC-Markt (über Reuters- and Bloomberg-Bildschirme), und Clearing und Abwicklung erfolgten über die effizienten europäischen

Clearing-Stellen EuroClear und CEDEL. Aus diesem Grund wurden die PTE- und GRD-Anleihen zum überwiegenden Teil an der Luxemburger Börse und nicht in Lissabon oder Athen notiert.

4.3.2 In Spanien war die Lage komplizierter. Aus rechtlichen Gründen (offizielle Notierung) waren die ESP-Anleihen überwiegend an der Madrider Börse notiert, wurden aber über Reuters und Bloomberg gehandelt. Als die Spanische Wertpapierhändlervereinigung 1995 ihr neues elektronisches AIAF-Handelssystem für nichtstaatliche Anleihen einführte, fanden die meisten ESP-Anleihen von Gebietsfremden einen neuen Sekundärmarkt-"Hafen" in diesem speziellen Markt. Dieser wurde leider erst im Januar 1999 offiziell anerkannt, so daß die EIB und die Weltbank sich dem neuen System nicht anschlossen. Als Fazit ergibt sich daher, daß sich die Sekundärmärkte für die auf ESP, PTE und GRD lautenden Anleihen der EIB unter anderem wegen der Ineffizienz und der überhöhten Kosten der inländischen Marktsysteme (Portugal und Griechenland) weitgehend außerhalb der betreffenden Länder befinden (siehe Tabelle 4.5). Die liquidesten PTE- und GRD-Anleihen der EIB werden an der Luxemburger Börse und im Freiverkehr notiert. Die liquidesten ESP-Anleihen werden fast ausschließlich im internationalen Freiverkehr notiert und gehandelt, da die Notierung von ESP-Anleihen an der Luxemburger Börse von den spanischen Behörden verboten wurde⁹.

Tabelle 4.5: EIB-Anleihen auf Sekundärmärkten (Zahl der per Mitte 1999 ausstehenden ESP-, PTE- und GRD-Anleihen)

	ESP- Emissionen	PTE- Emissionen	GRD- Emissionen
Zahl der EIB-Anleihen	120	94	12
Davon noch in Umlauf (Mitte 1999)	92 ¹⁰	19	10
Davon :			
◇ an der Börse Luxemburg notiert (Internationaler Freiverkehrsmarkt)	0	19	8
◇ im ISMA Weekly International Securities Guide (wöchentlicher internationaler Wertpapierführer der Internationalen Vereinigung für Wertpapierhandel) notiert	17	6	6
Nachrichtlich: Gesamtzahl der notierten ESP-, PTE- und GRD-Anleihen:			
a) an der Börse Luxemburg	0	159	91
b) im ISMA Weekly International Securities Guide (internationaler Freiverkehrsmarkt)	105	10	98

Quelle: Börse Luxemburg, ISMA und EIB

4.3.3 Gebietsansässige Anleger ziehen im allgemeinen Staatsanleihen vor, weil ihr hohes Volumen hohe Liquidität sichert und weil die öffentlichen Stellen als erstklassige Emittenten (AAA) angesehen werden, die nicht zahlungsunfähig werden können. So wird die de facto höhere Sicherheit der Anleihen von MEB nicht gewürdigt, und nur sehr innovative Emissionen gelten als attraktiv. Dies trifft für fast alle in Abschnitt 4 beschriebenen Ergebnisse zu.

5. SCHLUSSFOLGERUNGEN

5.1 Potentieller Beitrag zur Entwicklung der Anleihemärkte

5.1.1 Die Erfahrung der EIB mit ihrer Emissionstätigkeit in Spanien, Portugal und Griechenland

⁹ Den Beratern war es nicht möglich, das Thema Sekundärmärkte für EIB-Anleihen näher zu analysieren. So ist nicht bekannt, ob und in welchem Maß die Banken in Spanien, Portugal und Griechenland jeweils mit Sekundärmarktoperationen im internationalen Freiverkehr für ESP-, PTE- und GRD-Anleihen der EIB engagiert sind.

¹⁰ Mehr als die Hälfte davon sind sogenannte strukturierte Emissionen, die nicht auf einem Sekundärmarkt gehandelt werden.

zeigt, daß MEB unter bestimmten Voraussetzungen (siehe Abschnitt 5.2) einen Beitrag zur Entwicklung inländischer Anleihemärkte leisten können. Indem sie als erste gebietsfremde Emittenten an diese Märkte herantreten, können MEB mit AAA-Rating den neuen Marktsegmenten Starthilfe leisten, sofern ihre erste Emission einen angemessenen Umfang hat. Dies hat eine wichtige Signalwirkung für die internationale Finanzgemeinschaft und erhöht das internationale Ansehen des Finanzplatzes sowie die Attraktivität der Landeswährung für internationale Anleger. Damit diese Signalwirkung sich nicht verflüchtigt, müssen auf die Pionieremissionen schnell und regelmäßig Anleihen erstklassiger Emittenten folgen. Das allgemeine politische Klima muß auch unter wechselnden Regierungen günstig für die internationale Integration des inländischen Kapitalmarktes sein.

5.1.2 MEB können die Diversifizierung von Emissionsmärkten, die normalerweise von staatlichen Emissionen dominiert werden, unterstützen. Das Angebot an Wertpapieren mit AAA-Rating trägt dazu bei, mehr in- und ausländische institutionelle Anleger anzuziehen. Mittel können auch über eine bedarfsgerechte Ausstattung der Anleihen mit speziellen Konditionen hinsichtlich Zinsen, Rendite und Fälligkeiten mobilisiert werden. MEB können weiterhin mit Zustimmung der Behörden eine Erweiterung der Renditekurve initiieren. Dies ist besonders nützlich, wenn die staatliche Schuldenverwaltung mit der Einführung mittel- oder langfristiger Festsatzanleihen zögert. Die Attraktivität des Marktes für Anleihen nichtstaatlicher Emittenten kann dadurch noch erhöht werden, daß liquide Referenzanleihen begeben werden, deren Laufzeiten von der staatlichen Schuldenverwaltung nicht abgedeckt werden. Der an Privatanleger gerichtete Teilbereich des inländischen Anleihemarktes kann durch besondere Emissionen für Privatkunden gestärkt werden, für die in den Medien ausgiebig geworben wird und deren Absatz mit Unterstützung der Sparkassen und sonstigen Banken mit Zweigstellennetz erfolgt. Die Unterbringung dieser Anleihen dürfte einen besonderen Aufwand erfordern, um die relativen Vorteile, die Staatspapiere für die inländischen Sparer bieten, zu übertreffen. Schließlich können MEB durch ihre Finanzierungs- und Emissionstätigkeit in einem Land das Angebot an Mitteln erhöhen, die auf dem inländischen Anleihemarkt beschafft und im Land vergeben werden, und die der Wirtschaft zugute kommen.

5.1.3 Die MEB können die Effizienz des Emissionsmarktes auch erhöhen, indem sie mit der staatlichen Schuldenverwaltung innerhalb desselben Laufzeitenbereichs in Wettbewerb treten. Dies erfordert jedoch eine häufige Präsenz auf dem Markt. Effizienzgewinne hinsichtlich Zeit und Kosten können auch durch die Verwendung von Emissionsrahmenverträgen erzielt werden.

5.1.4 Die Effizienz, der Entwicklungsgrad und die Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Investmentbanken lassen sich deutlich steigern, wenn internationales Finanz-Know-how auf den Gebieten des internationalen Emissionsgeschäfts, der Wertpapierverwaltung (einschließlich Verwahrung, Clearing und Abwicklung), der Swaps und sonstiger Hedging-Operationen eingeführt wird. Der diesbezügliche Lernprozeß kann durch Rotationsverfahren für Konsortialführung und Bookrunner beschleunigt werden. Dieses System kann später durch ein wettbewerbsorientiertes Bietungsverfahren abgelöst werden, das zu einer noch höheren Kosteneffizienz beiträgt. Da die Mittelbeschaffungstätigkeit gebietsfremder Emittenten üblicherweise in großem Umfang verschiedene Swap- oder sonstige Hedging-Operationen umfaßt, stimuliert die Entwicklung eines Marktes für Anleihen gebietsfremder Emittenten auch den Inlandsmarkt für diese Art von Produkten und Dienstleistungen. Die EIB hat in dieser Hinsicht insofern eine besondere Rolle gespielt, als sie in ihrer Funktion als bedeutender Darlehensgeber in Landeswährung im Inland einen hohen Bedarf an inländischen Zinsswaps zur Umwandlung von festverzinslichen in variabel verzinsliche Instrumente sowie auch an Währungsswaps hatte, um die Lücke zwischen dem Gesamtvolumen der Darlehen in inländischer Währung und der Mittelbeschaffung in inländischer Währung zu schließen. Wie weit eine MEB in dieser Doppelrolle erfolgreich ist, hängt von der Effizienz der Projektträger, welche die von den MEB finanzierten Investitionen durchführen, ab. Verzögerungen bei der Durchführung der Vorhaben beschränken den Auszahlungsbedarf und damit den Mittelbeschaffungsbedarf im Inland.

5.1.5 Die Studie zeigt, daß unter der Voraussetzung einer angemessenen Wirtschaftspolitik und einer Liberalisierung der Märkte die MEB mit einer sorgfältigen Planung der Wirkungen ihrer Emissionstätigkeit einen Beitrag zur Entwicklung junger Märkte leisten können, ohne daß die gefürchteten negativen Effekte eintreten. Es sind im Gegenteil günstige Auswirkungen – sogar auf die staatliche Schuldenverwaltung – zu erwarten.

5.2 Voraussetzungen für positive Auswirkungen auf die Entwicklung der Anleihemärkte

Die Erfahrungen der EIB mit Emissionen in Spanien, Portugal und Griechenland zeigen, daß eine Reihe von Voraussetzungen erfüllt sein muß, damit die Bank oder sonstige MEB einen Beitrag zur Entwicklung eines inländischen Anleihemarktes leisten können. Es handelt sich um die folgenden Voraussetzungen (von denen viele für Fachleute selbstverständlich sein dürften):

- A. Die Initiative für die Entwicklung des inländischen Anleihemarktes muß hauptsächlich von den Landesbehörden selbst ausgehen. Es muß ein starker politischer Wille vorhanden sein, um die rechtlichen und institutionellen Rahmenbedingungen und die technische Infrastruktur des inländischen Anleihemarktes auf internationales Niveau zu bringen, was in den untersuchten Fällen weitgehend durch die EU-Politik vorgegeben wird. Es wäre sehr nützlich, wenn zum Zeitpunkt der Eröffnung des Marktes für Anleihen gebietsfremder Emittenten größere Reformen auf diesen Gebieten bereits durchgeführt oder zumindest eingeleitet worden wären. Die Emissionstätigkeit der MEB könnte dann Bestandteil des Reformprozesses sein.
- B. Die gesamtwirtschaftlichen Bedingungen müssen für die Entwicklung eines Marktes für langlaufende Anleihen günstig sein. Die Zinssätze und die Inflationsraten sollten nicht übermäßig hoch sein, sie sollten nicht zu starken Schwankungen unterliegen und vorzugsweise einen Abwärtstrend aufweisen. Die Wechselkurse sollten einigermaßen stabil sein.
- C. Die Staatsverschuldung und der Mittelbeschaffungsbedarf des Staates sollten das Finanzsystem nicht so weit dominieren, daß der Anleihemarkt unter der Last des Finanzierungsbedarfs der öffentlichen Hand nicht mehr atmen kann.
- D. Die Zinssätze sollten die tatsächlichen Marktbedingungen widerspiegeln können. Zwingende Anlagevorschriften und Kapitalverkehrskontrollen für den langfristigen Bereich sollten zum Zeitpunkt der Eröffnung eines Marktes für Emissionen Gebietsfremder nicht mehr bestehen.
- E. Eine erfolgreiche Entwicklung inländischer Anleihemärkte erfordert eine enge Zusammenarbeit zwischen den wichtigsten Beteiligten - den staatlichen Behörden, den Investmentbanken, den MEB sowie den Anlegern, insbesondere den institutionellen Anlegern (Lebensversicherungsgesellschaften, Pensionsfonds und Investmentfonds). Die EIB und die übrigen MEB müssen genügend Handlungsspielraum und Gelegenheit erhalten, um den Entwicklungsprozeß am Anleihemarkt zu fördern. Die Behörden und die inländischen Investmentbanken sollten Vorschläge dazu unterbreiten, wie diese Institutionen am besten in den Reform- und Entwicklungsprozeß einzubeziehen sind. Sie sollten den Initiativen und innovativen Ideen der MEB aufgeschlossen gegenüberstehen, da diese Institutionen vielfältige Erfahrungen mit internationalen Emissionen haben. Eine sorgfältige Terminierung ist für den Erfolg einer Anleiheemission unverzichtbar und sollte durch bürokratische Verfahren nicht übermäßig beeinflusst werden.
- F. Wie eines der Fallbeispiele zeigt, hat die Besteuerung der Zinseinkünfte aus Anleihen inländischer und gebietsfremder Emittenten Auswirkungen auf die Entwicklung des inländischen Anleihemarktes. Wenn der Markt für ausländische Anleger attraktiv sein soll, muß die Quellensteuer auf Zinseinkünfte aus diesen Anleihen für ausländische Inhaber von Anleihen, die von gebietsfremden Emittenten auf dem Inlandsmarkt begeben wurden, mit der Besteuerung auf den internationalen Märkten vergleichbar sein.

6. EMPFEHLUNGEN FÜR DIE ZUKÜNFTIGE EMISSIONSTÄTIGKEIT DER EIB AUF NEUEN MÄRKTEN

Die Bewertung der Untersuchungsergebnisse für die drei EU-Länder mit neuen Kapitalmärkten führt zu den folgenden 9 Empfehlungen. Die operationellen Abteilungen der EIB und anderer MEB, die im Rahmen der Untersuchung befragt wurden, bestätigen, daß viele dieser Empfehlungen auf den neuen Märkten auf Ad-hoc-Basis schon umgesetzt werden. Andere sollen in die zukünftige Emissionstätigkeit der EIB auf neuen Anleihemärkten, insbesondere in mitteleuropäischen Ländern, einfließen.

Die wichtigste Erkenntnis dieser Evaluierungsstudie ist, daß es für die EIB und andere MEB günstig wäre, die Eingliederung der neuen Anleihemärkte in die internationalen Kapitalmärkten formell in ihre Emissionsstrategien einzubeziehen. Die Autoren der Studie sind der Meinung, daß damit eine Reihe von Verfahren ermittelt werden könnte, denen vorher nicht die gebührende Aufmerksamkeit gewidmet wurde. Weiterhin könnten damit Bedenken der Behörden in den betreffenden Ländern ausgeräumt werden, die in den MEB eher Konkurrenten auf dem inländischen Anleihemarkt als Förderer einer positiven Entwicklung sehen. Wenn die neuen Anleihemärkte wettbewerbsfähiger werden, können die zunächst höheren Kosten der MEB für die Mittelbeschaffung durch die nachfolgende Vereinfachung der administrativen Verfahren kompensiert werden. Zusammenfassend empfehlen die Autoren des vorliegenden Berichts, daß die MEB "die andere Seite ihrer Bilanz" voll in ihre Maßnahmen zur Verbesserung ihrer entwicklungspolitischen Effizienz in Ländern mit neuen Kapitalmärkten einbeziehen sollten.

1. Die EIB sollte systematischer als bisher ihre Strategie zur Kapitalmarktentwicklung sowie die Art ihrer diesbezüglichen Maßnahmen offenlegen und dabei die Notwendigkeit einer kostengünstigen Mittelbeschaffung berücksichtigen.
2. Die EIB sollte prüfen, wie sie in Entwicklungsländern die Emissionen auf den inländischen Anleihemärkten am besten mit den Finanzierungen in Landeswährung koordinieren kann, damit sie wie ein inländischer Finanzmittler auftreten und inländische Anleihemittel in inländische Investitionsvorhaben lenken kann. Damit würde sie ihren Kunden helfen, das Wechselkursrisiko zu verringern.
3. Da der Anleihemarkt jedes Landes Eigenheiten hinsichtlich Regulierung, Struktur und Arbeitsweise aufweist, sollte die EIB jeden Markt (mit Hilfe einer "diagnostischen Studie") eingehend untersuchen und seine Schwächen und Stärken ermitteln, bevor sie mit eigenen Emissionen an den Markt herantritt. Dies ist zur Optimierung der Anleiheoperationen, mit denen der inländische Markt entwickelt wird, erforderlich. Solche diagnostischen Studien können, um Kosten zu sparen, gemeinsam mit anderen MEB durchgeführt werden. Eine vorläufige Liste von Performance-Indikatoren ist in Anlage 2 enthalten. Solch eine Studie würde auch Hindernisse feststellen, die zu beseitigen sind, bevor die erste Anleihe eines gebietsfremden Emittenten begeben und auf dem inländischen Anleihemarkt gehandelt werden kann.
4. Die EIB sollte anstreben, ihre eigenen potentiellen Beiträge zur Entwicklung des Anleihemarktes weitestgehend mit den Reform- und Entwicklungsplänen der Behörden und der Finanzgemeinschaft in dem betreffenden Land zu koordinieren und sie zu integrieren. Die Bank sollte versuchen, die Behörden davon zu überzeugen, daß ein umfassendes Gesamtkonzept unsystematischen Einzelmaßnahmen vorzuziehen ist.
5. Um die Unterstützung der jeweiligen Regierung bei den Bemühungen um die Schaffung liquider Referenzanleihen zu erhalten, sollte die EIB ihre Vorhaben zur Verbreiterung des Anleihemarktes durch die Entwicklung innovativer Schuldtitel und zur Erweiterung der Zinskurve mit der staatlichen Schuldenverwaltung erörtern. So sollte insbesondere die Emission mittel- und langfristiger Festsatzanleihen mit dem Emissionsprogramm der Regierung koordiniert werden.
6. In diesem Sinne sollte die EIB auch gemeinsam mit den inländischen Investmentbanken prüfen, inwieweit maßgeschneiderte Emissionen mit besonderen Zins- und Renditemerkmalen dem inländischen Anleihemarkt verstärkt Mittel institutioneller Anleger zuführen könnten. Sie sollte auch zusammen mit den inländischen Sparkassen oder anderen Geschäftsbanken mit großem Zweigstellennetz erkunden, ob mit Hilfe besonderer, an Privatanleger gerichteter Emissionen das Privatkundensegment des inländischen Anleihemarktes erweitert werden kann.
7. Wichtig wäre die Schaffung eines effizienten Sekundärmarkts für die eigenen Referenzanleihen der EIB innerhalb des jeweiligen Landes. Dafür sind eventuell längerfristige spezielle Vereinbarungen mit den inländischen Investmentbanken über feste oder zumindest indikative Notierungen der EIB-Referenzanleihen im inländischen bzw. im Inland genutzten computer-

unterstützten Bildschirmsystem erforderlich. Wo nötig, sollte die EIB die Behörden und die Finanzgemeinschaft beim Aufbau einer technischen Infrastruktur für Notierung, Handel, Clearing und Abwicklung unterstützen. Unter Umständen muß die EIB besondere Marketing-Anstrengungen unternehmen, um eine traditionelle Bevorzugung von Staatsanleihen zu kompensieren.

8. Von Zeit zu Zeit sollten die Fortschritte bei der Entwicklung des Anleihemarktes in Gesprächen zwischen der EIB und den Behörden des Landes sowie möglichst auch mit Vertretern der Finanzgemeinschaft überprüft werden. Dabei sollten die Entwicklungsfortschritte mit den Kosten der Mittelaufnahme, die die Entwicklungsbemühungen im längerfristigen Bereich erfordern, verglichen werden.
9. Es sollten entsprechende Budgetmittel für diese Aktivitäten auf neuen Märkten vorgesehen werden. Die Effizienz dieser Märkte ist eine wesentliche Voraussetzung für einen insgesamt erfolgreichen Einsatz ausländischer Finanzierungsmittel für die Entwicklung.

GLOSSAR

DIPs. „Debt Issuance“-Programme sind ebenso wie die bisher nicht erwähnten mittelfristigen Notes-Programme (MTNP) vertragliche Rahmenvereinbarungen zwischen einem Emittenten und einer Gruppe von Banken. Sie beziehen sich auf die übliche Dokumentation zu Neuemissionen, die normalerweise im Emissionsprospekt enthalten ist. Im Rahmen eines DIP ist ein Emittent berechtigt, unter Beachtung des im DIP festgelegten Gesamtbetrags und Zeitrahmens (ein oder mehrere Jahre) mehrere Emissionen mit gleichen oder unterschiedlichen Zins- und Laufzeitmerkmalen zu begeben. Der Einsatz solcher Programme führt zu Zeit- und Kosteneinsparungen, da für jede neue Emission nur noch die Vorbereitung eines Nachtrags betreffend die Kursfestsetzung erforderlich ist. MTNP wurden ursprünglich auf den Euromärkten eingesetzt. Auf Inlandsmarktebene hat sich der Begriff DIP durchgesetzt, da die Emission mittelfristiger Notes eine geringere Bedeutung hat.

Inländischer, lokaler, nationaler Anleihemarkt: Diese Begriffe werden in der vorliegenden Studie synonym verwendet.

Eurobond kontra Euro-Anleihe: Der Begriff **Eurobond** bezieht sich normalerweise auf Anleihen, die durch ein internationales Bankenkonsortium begeben werden und gleichzeitig in mehreren Ländern und auf verschiedenen Märkten angeboten werden. Eurobonds wurden oft nach luxemburgischem oder britischem Recht begeben und unterliegen im allgemeinen nicht den Vorschriften des Landes der Zeichnungswährung. Eine Reihe von Ländern erlaubt jedoch die Verwendung ihrer Währung als Anleihewährung für Eurobonds nicht. Solche Bedingungen können zwar nicht gesetzlich vorgeschrieben werden, aber die internationale Bankengemeinschaft hat eine derartige nationale Politik im allgemeinen respektiert. Spanien gehört zu diesen Ländern (siehe auch Matador-Anleihen). Mit der Einführung des Euro erscheint die Unterscheidung zwischen Eurobonds und herkömmlichen Auslandsanleihen, soweit das Euro-Währungsgebiet betroffen ist, nicht mehr relevant. Allerdings können Emittenten von auf Euro lautenden Anleihen, die in einem Land des Euro-Raums oder einem Land außerhalb des Euro-Raums ansässig sind, wahrscheinlich weiterhin das Land innerhalb oder außerhalb der Eurozone wählen, dessen Gesetze und Vorschriften einschließlich der Bestimmungen zu Clearing und Abwicklung gelten sollen.

Euroclear, Brüssel, und CEDEL, Luxemburg: Diese beiden Organisationen sind die einzigen europäischen oder sogar internationalen Depot-, Clearing- und Abwicklungssysteme; sie wurden zur Unterstützung des sich entwickelnden Eurobond-Marktes geschaffen. Heute arbeiten diese Systeme, obwohl sie im Wettbewerb miteinander stehen, eng zusammen. Das gilt auch für ihre Verbindung mit nationalen Clearing-Organisationen innerhalb und außerhalb des Euro-Raums. Die ersten auf Euro lautenden Anleihen der EIB wurden bei diesen beiden Organisationen deponiert.

Euro-fungible Anleihe oder Eurowandelanleihe: Diese Begriffe beziehen sich auf Anleihen, die die EIB 1997 und 1998 gleichzeitig in mehreren Ländern im Hinblick darauf begeben hat, sie nach Einführung des Euro zu größeren auf Euro lautenden Anleihen zusammenzulegen. Dazu mußten die ursprünglichen nationalen Tranchen selbstverständlich die gleichen Nominalzinssätze und Endfälligkeiten haben.

Hedging: MEB sind oft mit dem Problem konfrontiert, daß ihr Emissionszeitplan nicht mit ihrem Zeitplan für Auszahlungen auf Darlehen übereinstimmt. Das mit diesen Terminunterschieden verbundene Zinsrisiko wird im allgemeinen **abgesichert** ("gehedged"), d.h. durch bestimmte Techniken wie etwa DRS (Deferred rate setting - aufgeschobene Zinsfestsetzung) abgedeckt. Allgemeiner ausgedrückt, wird das Risiko durch die vorübergehende Anlage in Finanzaktiva abgedeckt, wobei Änderungen des Gegenwartswerts infolge von Zinsschwankungen Änderungen des jeweiligen Werts der Verbindlichkeit, die aus der Finanzierungsoperation resultiert, ausgleichen.

LIBOR, MIBOR, LISBOR UND ATHIBOR: **LIBOR** ist die Abkürzung für London Interbank Offered Rate (Angebotssatz im Interbankenhandel am Platz London). Da London der wichtigste Finanzplatz für Eurogeldmarktoperationen zwischen Banken ist, werden die Zinssätze der verschiedenen Währungssegmente dieses breiten Marktes, der zudem eine breite Palette kürzerer Laufzeiten anbietet, häufig als Referenzsätze für eine entsprechende Zinsbindung verwendet. **MIBOR** ist die Abkürzung für Madrid Interbank Offered Rate (Angebotssatz im Interbankenhandel am Platz Madrid) und bezieht sich

auf Interbanken-Einlagen in Pesetas. Dieser mit dem LIBOR vergleichbare Satz wird oft für die Bindung variabel verzinslicher Papiere in Spanien verwendet. **LISBOR** ist die Abkürzung für Lisbon Interbank Offered Rate (Angebotssatz im Interbankenhandel am Platz Lissabon) und gilt für Interbank-Einlagen in Escudos. Diese Sätze, die mit den entsprechenden LIBOR-Sätzen vergleichbar sind, werden oft für die Bindung variabel verzinslicher Papiere in Portugal verwendet. Der 3-Monats- und der 6-Monats-LISBOR sind die wichtigsten Sätze in diesem Zusammenhang. **ATHIBOR** (Anfang 1995 eingeführt) ist die Abkürzung für Athens Interbank Offered Rate (Angebotssatz im Interbankenhandel am Platz Athen) und gilt für Interbank-Einlagen in Drachmen. Diese Sätze, die mit den entsprechenden LIBOR-Sätzen vergleichbar sind, werden oft für die Bindung variabel verzinslicher Papiere in Griechenland verwendet.

Matador-Markt oder Matador-Anleihemarkt: Der Matador-Markt oder Matador-Anleihemarkt ist der spanische Markt für gebietsfremde Emittenten von ESP-Anleihen. Grundsätzlich können zwei Märkte existieren, auf denen Gebietsfremde auf Landeswährung lautende Anleihen begeben können: erstens der **Markt für herkömmliche Auslandsanleihen**, der rechtlich und institutionell Bestandteil des inländischen Anleihemarkts des betreffenden Landes ist; zweitens das Marktsegment des sogenannten **Eurobondmarktes**, der die Währung des betreffenden Landes als Zeichnungswährung verwendet. Um bestimmte Märkte für herkömmliche Auslandsanleihen begrifflich von den entsprechenden Eurobondmarktsegmenten zu unterscheiden, hat die internationale Bankengemeinschaft oft Spitznamen - wie **Yankee**-Anleihen für herkömmliche in den USA begebene Auslandsanleihen, **Bulldog**-Anleihen für herkömmliche im Vereinigten Königreich begebene Auslandsanleihen, **Samurai**-Anleihen für herkömmliche in Japan begebene Auslandsanleihen, usw. eingeführt.

Caravela- oder Navigator-Markt bzw. -Anleihemarkt: Wie oben, bezieht sich aber auf den portugiesischen Markt für gebietsfremde Emittenten von PTE-Anleihen.

Marathon-Market: Wie oben, bezieht sich aber auf den griechischen Markt für gebietsfremde Emittenten von GRD -Anleihen

Für die herkömmlichen Französische-Franc-, Deutsche-Mark- oder Schweizer-Franken-Anleihen gibt es keine Spitznamen.

Swaps: Die Erlöse der Anleihen gebietsfremder Emittenten werden meist in andere Fremdwährungen oder in die Landeswährung des Emittenten umgetauscht, es sei denn, der Emittent benötigt die aufgenommenen Mittel in dem Land, in dessen Währung die Anleiheoperation erfolgt. Im Prinzip kann der Emittent die Fremdwährungserlöse einfach gegen die Zielwährung veräußern. Um die Wechselkursrisiken abzudecken, die mit den Zahlungsverpflichtungen während der Laufzeit einer Anleihe verbunden sind (jährliche Zinszahlungen, Rückzahlung des Anleihebetrags bei Endfälligkeit), zieht es der Emittent jedoch meist vor, sich gegen diese Risiken durch einen **Währungsswap** abzusichern, d.h. durch einen Tausch der Zahlungsverpflichtung (zukünftiger Mittelfluß) in der einen Währung gegen eine entsprechende Zahlungsverpflichtung (zukünftiger Mittelfluß) in der anderen Währung.

Wenn ein Emittent, wie z.B. die EIB, in einem bestimmten Land Mittel aufnimmt und diese in demselben Land ausleiht, kann er eine Anleiheoperation mit einem entsprechenden **Zinsswap** kombinieren. Das wird üblicherweise gemacht, wenn die Darlehen mit variablem Zinssatz und die entsprechenden Anleihen mit langfristigen Laufzeiten und Festsätzen ausgestattet sind. Die Zins-swaps dienen dazu, die Festsatzzahlungsverpflichtung (zukünftiger Mittelfluß) gegen eine variable Zinszahlungsverpflichtung (zukünftiger Mittelfluß) zu tauschen, so daß auf beiden Seiten der Bilanz variable Zinssätze vorherrschen.

**BEURTEILUNG DER ENTWICKLUNGSPOLITISCHEN AUSWIRKUNGEN
DER EMISSIONSTÄTIGKEIT DER MULTILATERALEN
ENTWICKLUNGSBANKEN (MEB)**

LEITLINIEN

Die allgemeine Fragestellung dieser Evaluierungsstudie lautet: in welchem Maß und wie wird die Begebung von Anleihen durch MEB als Instrument für die Entwicklung inländischer Kapitalmärkte eingesetzt oder könnte sie eingesetzt werden? Die Studie soll den MEB helfen, ihre entwicklungs-
politische Effizienz – die bisher nur hinsichtlich der Finanzierungsseite untersucht worden ist – auch hinsichtlich ihrer Mittelbeschaffungstätigkeit zu beurteilen.

Im einzelnen versucht die Untersuchung die folgende Frage zu klären: Wie können MEB am besten zur Erweiterung und Vertiefung inländischer Kapitalmärkte sowie zur Verbesserung ihrer Funktionsweise und Effizienz beitragen, so daß in- und ausländisches Kapital wirkungsvoller und effizienter für die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung eingesetzt werden kann? Dieses Ziel entspricht den Prioritäten, die der Gemeinsame Entwicklungsausschuß der MEB zur Stärkung der inländischen Finanzsysteme gesetzt hat. Für die EIB „ist es eine vordringliche Aufgabe, Ländern mit noch jungen Finanzmärkten bei der Entwicklung ihrer Kapitalmärkte zu helfen, so daß sie sich selbst ihre Mittel zu akzeptablen Konditionen beschaffen können“. Die Asiatische Entwicklungsbank hat ebenfalls Politikziele veröffentlicht, die anerkennen, "daß die ADB ihre Aufgabe (Förderung der Regionalentwicklung) nicht nur über ihre Finanzierungstätigkeit, sondern auch über ihre Mittelbeschaffungsoperationen erfüllen könnte, d.h. indem sie die Entwicklung der Kapitalmärkte in der Region fördert"¹¹. Eine Liste der einzelnen Fragen, auf welche die Studie entsprechend dieser Leitlinien eine Antwort zu geben versucht, ist in Anhang 1 enthalten.

Auch wenn die Studie – zumindest indirekt – alle MEB betrifft, die auf den analysierten Märkten tätig sind, beziehen sich die Leitlinien hier nur auf die Erfahrungen der EIB. Für die Durchführung wird ein stufenweiser Ansatz gewählt. Die erste Phase umfaßt: (a) eine deskriptive und statistische Analyse der Kapitalmärkte, insbesondere der Anleihemärkte, in den zu untersuchenden Ländern; (b) Gespräche mit den EIB-Mitarbeitern, die mit der Mittelbeschaffung der Bank befaßt sind; (c) Vorschläge zu Kriterien und Indikatoren zur Beurteilung der Entwicklung und Leistungsfähigkeit verschiedener inländischer Kapitalmärkte.

11 Andrew W.B. Ferguson, The Asian Development Bank's "Dragon Bond"; in OECD, Emerging Bond Markets in the Dynamic Asian Economies, Paris 1993

In der zweiten Phase der Untersuchung wird die Arbeitsmethode zunächst in einer Feldstudie in Spanien getestet und dann auf Portugal und Griechenland angewendet. Dann wird vorgeschlagen, die Ergebnisse der Untersuchung der Emissionstätigkeit der EIB auf neu entstehenden Märkten, und zwar in der Tschechischen Republik, Ungarn und eventuell in Polen, zu überprüfen. Jede Länderanalyse wird in einem Länderbericht, der entsprechend der in Anlage 2 vorgegebenen Gliederung aufgebaut ist, veröffentlicht. Diese Länderberichte sind streng vertraulich und dienen lediglich dazu, empirisches Material für die interne Verwendung durch die betreffenden Länder und EIB-Mitarbeiter zusammenzutragen. Danach werden diese Länderberichte die Grundlage für die Erstellung eines zusammenfassenden Berichts über die Erfahrungen der EIB sowie für Empfehlungen, die veröffentlicht werden könnten, darstellen.

Nach Fertigstellung dieser Studie beabsichtigt die EIB, die Ergebnisse anderen interessierten MEB zur Verfügung zu stellen, die die Methodik auf ihre eigene Mittelbeschaffungstätigkeit auf jungen Märkten anwenden möchten. Diese Phase der Untersuchung würde unter Leitung der Arbeitsgruppe Evaluierung stattfinden, deren Aufgabe die Harmonisierung von Evaluierungsverfahren der MEB ist.

Die Evaluierungseinheit der EIB (EV) ist grundsätzlich verantwortlich für die Durchführung der EIB-Studie und wird grundlegende statistische Analysen vornehmen. Drei Berater wurden mit der Untersuchung von im Prinzip je zwei Ländern beauftragt: G. Bröker, Jørn Kjaer und A. del Rivero. G. Bröker wird die Arbeit koordinieren, die Ergebnisse und Schlußfolgerungen der Berater zusammentragen und den ersten Entwurf des zusammenfassenden Berichts verfassen. Sowohl die einzelnen Länderberichte als auch der zusammenfassende Bericht werden nach eingehenden Beratungen mit den Behörden der betreffenden Länder und den EIB-Dienststellen fertiggestellt werden. Ihre Meinungen werden in die verschiedenen Berichte einfließen.

Die ersten zwei Phasen der Untersuchung, die sich mit den Erfahrungen der EIB befassen, werden voraussichtlich 6 Monate beanspruchen und bis Juli 1999 abgeschlossen sein.

ZU KLÄRENDE FRAGEN

(I) Wirtschaftspolitische Aspekte

1. Welche Gründe haben die nationalen Behörden bewogen, den Zugang multilateraler Entwicklungsbanken (MEB) oder sonstiger gebietsfremder Emittenten zu ihrem inländischen Anleihemarkt restriktiv zu handhaben: (a) geldpolitische Bedenken; (b) wechselkurspolitische Überlegungen; (c) Aspekte der Leistungsbilanz und/oder der Auslandsverschuldung; (d) Überlegungen hinsichtlich des Schutzes der inländischen Ersparnisse, d.h. des Wunschs, inländische finanzielle Ersparnisse für inländische Emittenten, insbesondere den Staat, zu reservieren; (e) sonstige Erwägungen?
2. Welche Haltung nehmen die Behörden gegenüber den MEB oder anderen internationalen Emittenten ein, die die Landeswährung für Anleiheoperationen außerhalb des Landes verwenden, d.h. auf inländische Währung lautende Eurobonds begeben?
3. Wie werden EIB-Emissionen in diesem breiteren Kontext beurteilt: Ist es für die Behörden von Bedeutung, daß die EIB im Gegensatz zu den meisten anderen gebietsfremden Emittenten eine erhebliche Finanzierungstätigkeit in dem jeweiligen Land ausübt und damit de facto wie ein inländischer Finanzintermediär inländische Ersparnisse inländischen Investitionen zuführt?

(II) Image- und vertrauensbildender Effekt von MEB-Emissionen

4. Hatten die ersten Emissionen von MEB auf dem inländischen Anleihemarkt positive Effekte auf die Anleger und Emittenten inner- und außerhalb des Landes? Wurden durch eine dieser Emissionen das Ansehen des Finanzplatzes erhöht und das Vertrauen in die Bereitschaft und Fähigkeit der Behörden, Stabilität und Sicherheit auf dem Finanzmarkt in dem betreffenden Land zu gewährleisten, gestärkt?

(III) Verbreiterung des inländischen Kapitalmarktes

5. Besteht die Auffassung, daß Anleiheemissionen von MEB zur Verbeiterung und Vertiefung des inländischen Anleihemarktes beitragen, und somit das Angebot erstklassiger (AAA) Anleihen erhöht und diversifiziert wird? In wieweit begrüßen dies die institutionellen Anleger (Infestmentfonds, Pensionsfonds und Lebensversicherungsgesellschaften) des Landes?
6. Wurden durch die Emissionen von MEB andere Emittenten von hoher Qualität aus dem In- und Ausland für den inländischen Anleihemarkt gewonnen?

(IV) Förderung von Finanzinnovationen

7. Haben MEB als Wegbereiter für Finanzinnovationen gedient, indem sie den Markt mit neuen Finanzinstrumenten getestet oder innovative Merkmale für bereits vorhandene Finanzinstrumente eingeführt haben, um dem Anleihemarkt mehr inländische Ersparnisse zuzuführen? Gibt es Beispiele dafür, daß die EIB oder andere MEB den Markt für längere Laufzeiten oder Festsatzanleihen getestet haben, bevor die Regierung an diese Märkte herantreten ist?

(V) Mittelbeschaffung und Finanzierungstätigkeit der EIB

8. Inwieweit hat die EIB als Intermediär gedient und inländische finanzielle Ersparnisse einer produktiven Verwendung durch inländische Unternehmen zugeführt und damit indirekt diesen Firmen Zugang zum inländischen Anleihemarkt verschafft? Welche Haltung nehmen die inländischen Banken gegenüber der Finanzierungstätigkeit der EIB ein: verbinden sie mit solchen Operationen Möglichkeiten einer nützlichen Zusammenarbeit oder ist die EIB für sie eher ein potentiell unbequemer Wettbewerber?

(VI) Stärkung der inländischen Institutionen, die am Finanzplatz tätig sind

9. Haben MEB-Emissionen auf dem inländischen Anleihemarkt dazu beigetragen, Finanzfachkenntnisse in den Banken und Wertpapierhäusern des jeweiligen Landes zu verbessern und zu verbreiten und damit die Entwicklung der Finanzinfrastruktur des Landes und sein Finanzdienstleistungspotential zu fördern?
10. Gab es technische Unterstützung der EIB hinsichtlich der rechtlichen Bestimmungen, der Dokumentation, der Finanzvorschriften, der Verwaltungsverfahren oder in anderer Hinsicht mit dem Ziel, den Zugang zum inländischen Anleihemarkt für gebietsfremde Emittenten (einschließlich EIB) zu erleichtern? Haben MEB, insbesondere die EIB und die EBWE, an der Stärkung der Sicherheit und der Effizienz des inländischen Depot- und Clearing-Systems für Wertpapiere mitgewirkt?
11. Wie und wo findet der Sekundärhandel von MEB-Anleihen überwiegend statt? Werden die vorhandenen Strukturen und Verfahren von den Behörden und von den Teilnehmern am Inlandsmarkt als zufriedenstellend angesehen?

(VII) Internationalisierung des inländischen Finanzplatzes

12. Haben MEB-Emissionen oder Emissionen Gebietsfremder generell zu einer schrittweisen Internationalisierung des Kapitalmarkts, des Bankensektors und der Wertpapierhäuser des betreffenden Landes beigetragen und damit den angestrebten Beitritt zur EU erleichtert? Gibt es in dieser Hinsicht einen Unterschied zwischen auf Landeswährung lautenden Eurobonds und Anleihen gebietsfremder Emittenten, die auf dem inländischen Anleihemarkt angeboten werden?
13. Gibt es Informationen über die relative Bedeutung ausländischer Anleger, die EIB-Anleihen oder generell Anleihen gebietsfremder Emittenten kaufen?

(VIII) Performance der EIB

14. Konnte die EIB bisher einen positiven Beitrag zur Entwicklung des inländischen Kapitalmarktes leisten, und wenn ja, in welcher Hinsicht?
15. In welchen Bereichen des Kapitalmarktes könnte die EIB ihren Einfluß auf die Entwicklung und ihre Effizienz verstärken?

**AUSWIRKUNGEN DER EIB-EMISSIONEN AUF DIE ENTWICKLUNG DES KAPITALMARKTS IN
(Name des Landes)**

Inhaltsverzeichnis

- 1. EINLEITUNG (in allen Länderberichten gleichlautend)**
 - 1.1 Leitlinien
 - 1.2 Arbeitsmethode

- 2. EMISSIONEN VON MEB (auf Inlandsmärkten und Euromärkten)**
 - 2.1 MEB-Anleihen (Umfang, Laufzeiten, Renditen)
 - 2.2 Der Markt für Anleihen gebietsfremder Emittenten

- 3. ENTWICKLUNG DES INLÄNDISCHEN KAPITALMARKTS SEIT BEGINN DER NEUNZIGER JAHRE**
 - 3.1 Gesamtwirtschaftliche Aspekte (Staatsverschuldung, Konvergenz hinsichtlich der Teilnahme an der WWU, Verlauf der Steuergesetzgebung)
 - 3.2 Umfassende Modernisierung der Kapitalmärkte
 - 3.3 Entwicklungen am Anleihemarkt (in Bezug auf Emittenten, Anleger, Rendite und Laufzeit)

- 4. ROLLE DER EIB BEI DER ENTWICKLUNG DES INLÄNDISCHEN KAPITALMARKTS**
 - 4.1 Allgemeines (3 Perioden)
 - 4.2 Innovative Merkmale von EIB-Emissionen
 - 4.3 (Erstmission, Laufzeiten, Renditen, Dokumentation)
 - 4.4 Abstimmung zwischen Finanzierungen und Mittelaufnahme
 - 4.5 Vom Inlands- zum Eurobondmarkt
 - 4.6 EIB-Finanzierungen in Landeswährung
 - 4.7 DIP/MTN (mittelfristige Notes)
 - 4.8 Sekundärmarkt
 - 4.9 Aufbau von Institutionen
 - 4.10 Gesamtbeurteilung

TABELLEN IM TEXT

1. Emissionen von MEB (Zahl, Volumen, Laufzeiten)
2. Struktur der Kapitalnachfrage am Anleihemarkt
3. Brutto-Anleiheemissionen nach Kuponart
4. Kosten der Mittelbeschaffung für EIB und Regierungen im Vergleich zum wichtigsten Referenzkapitalmarkt (DEM?)

PRÜFKRITERIEN FÜR DIAGNOSTISCHE STUDIEN ZU ANLEIHEMÄRKTEN

Für „diagnostische Studien“ zu Anleihemärkten in aufstrebenden Volkswirtschaften kann die folgende Liste von Prüfkriterien als Richtlinie dienen. Studien, die Informationen zu allen oder den meisten der aufgeführten Punkte enthalten, sind für die EIB und andere MEB hilfreich, wenn sie Strategien für ihren Beitrag zur Entwicklung bestimmter Anleihemärkte entwerfen wollen. Die Informationen können auch für vergleichende Studien auf diesem Gebiet genutzt werden, wenn die entsprechenden Daten in Form von „Indikatoren für die Anleihemarktentwicklung“ (Tabellen 3.1 und 3.2 des vorliegenden Berichts) aufbereitet werden. Bei den Statistiken sollten vorzugsweise Zeitreihen verwendet werden.

1.	Rechtliche Infrastruktur
1.1	Allgemeines Wertpapierrecht (Jahr)
1.2	Regulierung des Marktes für Anleihen gebietsfremder Emittenten; offizielle Haltung gegenüber der Emission von auf Landeswährung lautenden Eurobonds; Zugangskontrollen; Warteschleifenverfahren.
1.3.	Voraussetzungen für Zulassung und Notierung: Spezielle Bezugnahme auf supranationale Institutionen einschließlich MEB? Ist eine Notierung im Inland erforderlich, ist eine Notierung im Ausland ebenfalls möglich?
1.4	Voraussetzungen für Depot, Clearing und Abwicklung: Wie sehen die Depotbestimmungen für Anleihen Gebietsfremder aus? Wie und wo müssen Clearing und Abwicklung der Transaktionen stattfinden? Abschaffung effektiver Wertpapierurkunden und Einzug von Wertpapieren, wird ein computerisiertes Erfassungssystem verwendet?
1.5	EU-Richtlinien für Banken und den Wertpapierbereich: Wurden die entsprechenden Richtlinien in nationales Recht umgesetzt? Wann?
1.6	Devisenkontrollen betreffend Anleihen gebietsfremder Emittenten und Verwendung der Anleiheerlöse, grenzüberschreitende Wertpapiertransaktionen, grenzüberschreitende Anleiheerträge
1.7	Besteuerung der Erträge Gebietsansässiger und Gebietsfremder aus Anleihen inländischer und gebietsfremder Emittenten (Regelung der Quellensteuer mit Chronologie der Änderungen)
2.	Technische Infrastruktur
2.1	Depot-, Clearing- und Abwicklungssystem: Erfüllt das System die Voraussetzungen eines modernen elektronischen Buchungssystems, das nach dem Prinzip der Lieferung gegen Zahlung arbeitet? Gibt es eine zentrale Sammelverwahrung für alle Wertpapiere oder werden Staatspapiere anders behandelt? Besteht eine direkte Verbindung zu einem automatisierten Bildschirm-gestützten Quotierungs- und Sekundärmarkthandelssystem? Gibt es Verbindungen zu ausländischen Clearing-Systemen wie EuroClear und CEDEL?
2.2	Automatisiertes Bildschirm-gestütztes Quotierungs- und Handelssystem: Spezielles inländisches System oder Verwendung von Reuters- und Bloomberg-Bildschirmen? Separates System für Staatsanleihen? Wie und wo werden ausländische Anleihen notiert und gehandelt? An der Börse oder über einen Bildschirm-gestützten inländischen OTC-Markt?
3.	Institutionelle Infrastruktur
3.1	Wertpapiermarktausschuß: Funktionen, Berichte, Statistiken
3.2	Investmentbanken und Wertpapierhäuser; Zahl der Firmen in ausländischem Besitz; erste Adressen? Informationen über gute Finanzmarktanalysten, wichtige Publikationen oder Internet-Seiten. Größe und internationale Erfahrung der inländischen Banken. Konzentrationsgrad.
3.3	Börse: Struktur der Marktkapitalisierung, Veröffentlichungen, Statistiken, Börsenteilnehmer (Zahl der ausländischen Teilnehmer?)
3.4	Freiverkehr (OTC-Handel) für Anleihen?
4.	Struktur und Wachstum des Emissionsmarktes (Kapitalnachfrageseite des Anleihemarktes)
4.1	Statistiken zu Neuemissionen (brutto und netto) nach Hauptemittentenkategorien, Marktanteilen der verschiedenen Emittentenkategorien (Zentralregierung, Gebietskörperschaften, Banken und sonstige Finanzinstitute, Unternehmen aus Nichtbankensektoren, ausländische Emittenten)
4.2	Relative Größe und Wachstum des Emissionsmarktes (in % des BIP)
5.	Struktur und Wachstum der Kapitalangebots- (der Anleger-)Seite des Anleihemarktes

5.1	Welche Statistiken gibt es zum Wertpapierbesitz nach wichtigsten Anlegerkategorien: Banken, Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds, Investmentfonds, private Haushalte, ausländische Anleger? Dieser Punkt gestaltet sich bei Analysen von Anleihemärkten in Ländern ohne "Finanzierungsrechnung der Wirtschaft" normalerweise am schwierigsten. Der Rückgriff auf unsystematisch vorliegende Einzelinformationen dürfte unvermeidbar sein.
5.2	Relative Bedeutung institutioneller Anleger (Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds, Investmentfonds): OECD-Daten über Finanzaktiva dieser Gruppen (in Prozent des nominalen BIP) können als grobe Indikatoren für den Grad der Institutionalisierung des Kapitalmarkts verwendet werden.

6.	Schuldtitel öffentlicher Stellen
6.1	Beschreibung der wichtigsten Arten von marktfähigen öffentlichen Schuldtiteln
6.2	Statistiken über öffentliche Schuldtitel nach Art des Instruments mit Angaben über die Laufzeiten von festverzinslichen Papieren (Zeitreihen über die Wertpapiere mit den längsten Laufzeiten im Markt)
6.3	Statistiken über Brutto- und Netto-Emissionen öffentlicher Schuldtitel nach Art des Instruments
6.4	Mittlere Laufzeit marktfähiger öffentlicher Schuldtitel. Sofern keine Daten über die mittleren Laufzeiten vorliegen, können die folgenden Kennzahlen als Indikatoren für die Entwicklung dienen: Netto-Emissionen in Relation zu den Brutto-Emissionen marktfähiger Staatstitel, Anteil der Schatzwechsel an den marktfähigen Staatstiteln insgesamt
6.5	Die Rolle der variabel verzinslichen Instrumente kann ebenfalls als Indikator für die Entwicklung des Anleihemarktes dienen.

7.	Organisation und Funktionsweise des Marktes für Staatsanleihen
7.1	Jüngste Reformen
7.2	Einführung neuer Instrumente
7.3	Verwendung von Auktionstechniken
7.4	Einsatz von Spezialisten für Staatsanleihen (Primärhändler-System)
7.5	Funktionieren des Sekundärmarktes: Börse, automatisierter und Bildschirm-gestützter OTC-Markt (Freiverkehr)? (siehe auch Punkt 11)

8.	Markt für Unternehmensanleihen
8.1	Wichtigste Emittenten von Unternehmensanleihen: Banken, Unternehmen aus Nichtbankensektoren (welchen?)
8.2	Von Emittenten aus dem Unternehmensbereich eingesetzte Schuldtitel: Rolle von Commercial Paper

9.	Umfang und Wachstum des Sekundärmarktes
9.1	Statistiken über die Kapitalisierung des Anleihemarktes (oder über ausstehende Beträge der marktfähigen Staatstitel): absolute Beträge und relativer Umfang (in Relation zum nominalen BIP)
9.2	Die Kapitalisierung des Anleihemarktes in Relation zur Bilanzsumme des Bankensektors ist ein interessanter Indikator für die Entwicklung des Anleihemarktes. Elektronisches Marktdatensystem?

10.	Umsatz auf dem Sekundärmarkt
10.1.	Statistiken über die Umsätze am Anleihemarkt (Börse oder separates Marktsystem für Staatstitel).
10.2	Umsatz im Verhältnis zur Anleihemarktkapitalisierung: Eine Analyse des Umsatzes ist wichtig für die Beurteilung der Liquidität des Anleihemarktes und der Höhe der Marktkapitalisierung (eine hohe Marktkapitalisierung ist unter dem Gesichtspunkt der Marktentwicklung ohne Bedeutung, wenn der Umsatz niedrig ist)

11.	Funktionsweise des Sekundärmarkts für Unternehmensanleihen und Anleihen Gebietsfremder
11.1	Beschreibung des Kursermittlungsverfahrens: Ermittlung eines Einheitskurses an der Börse oder kontinuierliches Bildschirm-gestütztes Notierungssystem nach dem Market-Maker-Prinzip (Auktion kontra Händlermarkt)

12.	Bisherige inländische Finanzierungen bzw. Schätzung der Investitionseffizienz
12.1	Traditionelle Art der Allokation von Haushaltsmitteln
12.2	Registrierung von Verzögerungen bei der Projektdurchführung

13.	Schätzungen für Personal- und Zeitbedarf. Budget für Marketing
------------	---

STATISTIKEN UND QUELLEN

Diese statistische Anlage soll erstens unterstützendes Material zu den im Hauptteil des Berichts enthaltenen Tabellen liefern. Außerdem werden ergänzend zu den Tabellen im Bericht, in denen Zeiträume angegeben sind, Daten auf Jahresbasis vorgelegt. Zweitens soll darin über die Quellen der verwendeten Statistiken informiert werden.

I. TABELLEN

Es werden zwei Arten von Tabellen vorgelegt:

1) Indikatoren für die Anleihemarktentwicklung und nachrichtlich einige gesamtwirtschaftliche Daten:

Tabelle A1.1: Spanien

Tabelle A1.2: Portugal

Tabelle A1.3: Griechenland

2) Emissionen Gebietsfremder nach Art des Emittenten

Tabelle A2.1: Spanien:ESP-Anleihen gebietsfremder Emittenten auf dem Inlandsmarkt (Matador-Anleihen)

Tabelle A2.2: Portugal: PTE-Anleihen gebietsfremder Emittenten auf dem Inlandsmarkt (Caravela-Anleihen)

Tabelle A2.3: Griechenland:GRD-Anleihen gebietsfremder Emittenten auf dem Inlandsmarkt (Marathon-Anleihen) und Euro-GRD-Anleihen

II. QUELLEN

1) Indikatoren für die Anleihemarktentwicklung

Daten zu Anleiheemissionen (Punkte 1.1 bis 1.4) und entsprechende Verhältniszahlen (2.1, 2.2, 3.1.1, 3.4) stammen aus nationalen Quellen (Bank von Spanien, Bank von Portugal und Bank von Griechenland); im Falle Griechenlands wurde die Gesamtzahl der Anleiheemissionen aus der Summe der Staatsanleihen und der von gebietsfremden Emittenten auf dem Inlandsmarkt begebenen GRD-Anleihen geschätzt. Die Daten zu Anleihen ausländischer Emittenten (1.5, 1.5.1, 1.5.2, 3.1.2) sind in den Tabellen A.2.1, A.2.2 und A.2.3 enthalten (siehe unten).

Daten zur Kapitalisierung des Anleihemarktes (1.6, 2.3, 3.3) stammen für Griechenland von der Börse Athen (ASE) und für Portugal von der Börse Lissabon (LSE). Für Spanien wurden Zahlen der Bank von Spanien über ausstehende Anleihebeträge aus den Finanzierungsrechnungen (Finanzierungsrechnung der spanischen Wirtschaft) verwendet. Die Verhältniszahl unter Punkt 3.3 (Kapitalisierung des Anleihemarktes in % der Bilanzsumme des Bankensektors) basiert auf dem Banking Yearbook der OECD.

Daten zu den längsten Laufzeiten (4.1) stammen aus nationalen Quellen.

Daten zum Grad der Institutionalisierung (5.1 und 5.1.1) sind dem Institutional Investors Yearbook der OECD entnommen.

Daten zum Anleihemarktumsatz (1.7 und 3.2): Daten zu Griechenland stammen von der Börse Athen (ASE). Für Spanien und Portugal wurden keine entsprechenden Börsenstatistiken verwendet, da der Umsatz in Staatsanleihen überwiegend außerhalb der Börse erfolgt.

Die nachrichtlich erwähnten Daten (6.1 bis 6.7) sind alle (außer in Punkt 6.6.1) OECD-Daten und wurden dem OECD Economic Outlook (jüngste Ausgabe Nr. 65, Juni 1999) entnommen. Die Daten unter Punkt 6.6.1 (Rendite 10-jähriger Staatsanleihen, die als Maastricht-Konvergenzindikator gilt) stammen von den jeweiligen Zentralbanken.

2) Daten zu Anleihen gebietsfremder Emittenten (Tabellen A2.1, A2.2, A2.3) wurden aus Informationen verschiedener Quellen zu einzelnen Emissionen zusammengestellt: Europäische Investitionsbank, International Financial Research (IFR), Capital DATA Bondware und nationale Quellen (Portugal: Banco Português de Investimento). Diese Daten wurden auch für die Tabellen A1.1, A1.2 und A1.3 verwendet. Im Falle Griechenlands beruht die Unterscheidung zwischen Marathon-Anleihen (GRD-Anleihen gebietsfremder Emittenten, die auf dem Inlandsmarkt begeben werden) und Euro-GRD-

Anleihen auf Informationen über die als Konsortialführer tätigen Banken. Im allgemeinen werden GRD-Anleihen, die von London aus begeben werden, zu den Euro-GRD-Anleihen gerechnet.

ANLAGE 3
Tabelle A1.1

SPANIEN

INDIKATOREN FÜR DIE ANLEIHEMARKT-ENTWICKLUNG	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
1 In Mrd. ESP												
1.1 Brutto-Emissionen		2661	2905	2782	4888	4184	10177	5383	7057	7799	10493	10678
1.2 Netto-Emissionen		1054	133	542	2519	1313	7604	2073	4296	3942	5578	3197
1.3 Brutto-Emissionen von Staatsanleihen		1220	1771	1509	3183	2656	7844	3212	5069	5748	7735	8545
1.4 Netto-Emissionen von Staatsanleihen		990	277	587	2038	1119	6298	1437	3764	3144	4064	2978
1.5 Brutto-Emissionen Gebietsfremder in ESP	38	88	245	171	268	168	390	210	294	896	1023	321
davon:												
1.5.1 ESP-Emissionen Gebietsfremder am Inlandsmarkt	38	88	245	171	268	168	390	210	294	896	1023	321
1.5.2 Euro-ESP-Emissionen												
1.6 Kapitalisierung des Anleihemarktes (Daten der Bank von Spanien)		9087	9522	10382	13390	15787	25099	27362	31639	35947	43148	
1.7 Umsatz am Anleihemarkt												
2 In % des nominalen BIP												
2.1 Brutto-Emissionen		6,6	6,4	5,5	8,9	7,1	16,7	8,3	10,1	10,6	13,5	12,9
2.2 Netto-Emissionen		2,6	0,3	1,1	4,6	2,2	12,5	3,2	6,2	5,3	7,2	3,9
2.3 Kapitalisierung des Anleihemarktes		22,6	21,1	20,7	24,4	26,7	41,2	42,2	45,3	48,7	55,4	
3 Sonstige Verhältniszahlen zum Anleihemarkt												
3.1 In % der Brutto-Emissionen												
3.1.1 Brutto-Emissionen von Staatsanleihen		45,8	61,0	54,2	65,1	63,5	77,1	59,7	71,8	73,7	73,7	80,0
3.1.2 Brutto-Emissionen Gebietsfremder in ESP		3,3	8,4	6,1	5,5	4,0	3,8	3,9	4,2	11,5	9,7	3,0
3.2 Umsatzkennzahl (Umsatz am Anleihemarkt in % der Anleihemarktkapitalisierung)												
3.3 Kapitalisierung des Anleihemarktes in % der Bilanzsumme des Bankensektors insgesamt		16,5	15,0	14,8	17,0	18,2	24,3	24,7	26,3	28,5	32,0	
Brutto-Emissionen als Vielfaches der Netto-Emissionen		2,5	21,8	5,1	1,9	3,2	1,3	2,6	1,6	2,0	1,9	
4 Sonstige Anleihemarkt-Indikatoren												
4.1 Längste Laufzeit von Festsatzanleihen öffentlicher Emittenten (Jahre)		3	10	10	10	10	15	15	15	15	15	30
5 Grad der Institutionalisierung (OECD-Daten über Finanzanlagen institutioneller Anleger in % des nominalen BIP)												
5.1 Institutionelle Anleger insgesamt				16,0	22,9	22,8	29,9	36,4	38,1	45,4	56,1	
davon:												
5.1.1 Investmentfonds				3,2	8,5	10,0	15,6	18,3	18,4	24,8	33,7	
6 Nachrichtlich:												
6.1 BIP, nominal (in Mrd. ESP)	36144	40159	45044	50145	54927	59105	60953	64812	69780	73743	77897	82651
6.2 Jährliche reale Wachstumsrate des BIP (OECD-Daten)	5,6	5,2	4,7	3,7	2,3	0,7	-1,2	2,3	2,7	2,4	3,5	3,6
6.3 Preissteigerungsrate (Verbraucherpreise) (OECD-Daten)	5,2	4,9	6,8	6,7	5,9	5,9	4,6	4,7	4,7	3,6	2,0	1,8
6.4 Kurzfristige Zinssätze (OECD)	15,8	11,7	15,0	15,2	13,2	13,3	11,7	8,0	9,4	7,5	5,4	4,2
6.5 Langfristige Zinssätze (OECD)	12,8	11,7	13,8	14,6	12,8	11,7	10,2	10,0	11,3	8,7	6,4	4,8
6.5.1 Rendite 10jähriger Staatsanleihen (Bk.v. Sp.)								10,00	11,27	8,74	6,40	4,80
6.6 ESP/EURO-Kurs (OECD, tägl. Durchschnitt)	142,3	137,7	130,4	129,3	128,4	132,5	148,9	159,0	163,0	160,8	166,0	166,0

Tabelle A1.2

PORTUGAL

INDIKATOREN FÜR DIE ANLEIHEMARKT-ENTWICKLUNG	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
1 In Mrd. PTE												
1.1 Brutto-Emissionen			762	1176	1799	1198	1549	1242	2527	2774	2966	2871
1.2 Netto-Emissionen			539	763	707	750	882	394	1352	1237	1056	1592
1.3 Brutto-Emissionen von Staatsanleihen			578	834	1500	815	1097	771	1500	1413	1482	1451
1.4 Netto-Emissionen von Staatsanleihen			383	470	470	543	700	143	609	236	-64	708
1.5 Brutto- Emissionen Gebietsfremder in PTE davon:		5	22	43	100	42	104	127	453	503	537	384
1.5.1 PTE-Emissionen Gebietsfremder am Inlandsmarkt		5	22	43	100	42	104	127	453	503	537	384
1.5.2 Euro-PTE-Emissionen												
1.6 Kapitalisierung des Anleihemarktes (LSE)	491	567	1044	1416	2702	3355	4421	4851	5953	6712	7112	8525
1.7 Umsatz am Anleihemarkt												
2 In % des nominalen BIP												
2.1 Brutto-Emissionen			9,1	11,9	15,9	9,4	11,5	8,5	16,0	16,5	16,6	14,9
2.2 Netto-Emissionen			6,4	7,7	6,2	5,9	6,6	2,7	8,5	7,4	5,9	8,3
2.3 Kapitalisierung des Anleihemarktes	8,3	8,0	12,5	14,4	23,9	26,3	32,8	33,2	37,6	40,0	39,8	44,3
3 Sonstige Verhältniszahlen zum Anleihemarkt												
3.1 In % der Brutto-Emissionen												
3.1.1 Brutto-Emissionen von Staatsanleihen			75,9	70,9	83,4	68,0	70,8	62,1	59,4	50,9	50,0	50,5
3.1.2 Brutto- Emissionen Gebietsfremder in PTE			2,9	3,7	5,6	3,5	6,7	10,2	17,9	18,1	18,1	13,4
3.2 Umsatzkennzahl (Umsatz am Anleihemarkt in % der Anleihemarktkapitalisierung)												
3.3 Kapitalisierung des Anleihemarktes in % der Bilanzsumme des Bankensektors insgesamt	6,7	6,5	10,1	12,0	18,1	17,5	17,9	17,3	19,2	18,9	17,2	
3.4 Brutto-Emissionen als Vielfaches der Netto-Emissionen			1,4	1,5	2,5	1,6	1,8	3,2	1,9	2,2	2,8	1,8
4 Sonstige Anleihemarkt-Indikatoren												
4.1 Längste Laufzeit von Festsatzanleihen öffentlicher Emittenten (Jahre)		2	2	FRN	5	5	10	10	10	10	10	15
5 Grad der Institutionalisierung (OECD-Daten über Finanzanlagen institu- tioneller Anleger in % des nominalen BIP)												
5.1 Institutionelle Anleger insgesamt				9,0	14,9	17,3	25,7	31,9	31,9	34,4	42,0	
davon:												
5.1.1 Investmentfonds				4,3	8,6	8,8	12,0	18,8	15,6	15,6	21,2	
Nachrichtlich:												
6.1 BIP, nominal (in Mrd. PTE)	5928	7084	8372	9855	11315	12759	13463	14629	15818	16785	17859	19246
6.2 Jährliche reale Wachstumsrate des BIP (OECD-Daten)	6,4	4,9	5,1	4,4	2,3	2,5	-1,1	2,2	2,9	3,2	3,7	3,9
6.3 Preissteigerungsrate (Verbraucherpreise) (OECD-Daten)	9,4	9,7	12,6	13,4	10,2	9,4	6,7	5,4	4,2	3,1	2,3	2,8
6.4 Kurzfristige Zinssätze (OECD)	13,9	13,0	14,9	16,9	17,7	16,1	12,5	11,1	9,8	7,4	5,7	4,5
6.5 Langfristige Zinssätze (OECD)								10,4	11,5	8,6	6,4	4,9
6.5.1 Rendite 10jähriger Staatsanleihen (Bk.v.P.)							9,77	10,48	11,47	8,56	6,36	4,88
6.6 PTE/EURO-Kurs (OECD, tägl. Durchschnitt)	162,2	170,1	173,0	180,6	178,5	174,4	188,2	196,9	195,9	195,7	198,6	200,3

Tabelle A1.3

GRIECHENLAND

INDIKATOREN FÜR DIE ANLEIHEMARKT-ENTWICKLUNG	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
1 In Mrd. GRD												
1.1 Brutto-Emissionen								2659	4810	4881	6358	4932
1.2 Netto-Emissionen								996	2889	2075	4759	3433
1.3 Brutto-Emissionen von Staatsanleihen								2614	4625	4764	6330	4912
1.4 Netto-Emissionen von Staatsanleihen								951	2704	1958	4731	3413
1.5 Brutto- Emissionen Gebietsfremder in GRD								65	185	117	307	1002
davon:												
1.5.1 GRD-Emissionen Gebietsfremder am Inlandsmarkt								45	185	117	28	20
1.5.2 Euro-GRD-Emissionen								20	0	0	280	982
1.6 Kapitalisierung des Anleihemarktes (ASE)		1786	2763	3895	5331	7123	9088	11841	17082	17524	13734	22801
1.7 Umsatz am Anleihemarkt (ASE)		4,6	5,5	58,8	62,1	25,4	8,8	4,0	2,3	3,1	18,5	128,4
2 In % des nominalen BIP												
2.1 Brutto-Emissionen								11,1	17,9	16,4	19,4	13,8
2.2 Netto-Emissionen								4,2	10,7	7,0	14,5	9,6
2.3 Kapitalisierung des Anleihemarktes		19,5	25,4	29,6	32,8	38	43	49,4	63,5	59	41,9	63,9
3 Sonstige Verhältniszahlen zum Anleihemarkt												
3.1 In % der Brutto-Emissionen												
3.1.1 Brutto-Emissionen von Staatsanleihen								98,3	96,2	97,6	99,6	99,6
3.1.2 Brutto- Emissionen Gebietsfremder in GRD								2,4	3,8	2,4	4,8	20,3
3.2 Umsatzkennzahl (Umsatz am Anleihemarkt in % der Anleihemarktkapitalisierung)		0,26	0,20	1,51	1,16	0,36	0,10	0,03	0,01	0,02	0,13	0,56
3.3 Kapitalisierung des Anleihemarktes in % der Bilanzsumme des Bankensektors insgesamt			37,6	45,8	52,8	58,8	64,3	77,2	100,1	88,2		
3.4 Brutto-Emissionen als Vielfaches der Netto-Emissionen								2,7	1,7	2,4	1,3	1,4
4.0 Sonstige Anleihemarkt-Indikatoren												
4.1 Längste Laufzeit von Festsatzanleihen öffentlicher Emittenten (Jahre)								FRN	FRN	FRN	10	15
5 Grad der Institutionalisierung (OECD-Daten über Finanzanlagen institutioneller Anleger in % des nominalen BIP)												
5.1 Institutionelle Anleger insgesamt				6,5	8,8	8,5	14,3	18,8	23,4	28,5		
davon:												
5.1.1 Investmentfonds							4,4	6,2	9,5	13,1		
Nachrichtlich:												
6.1 BIP, nominal (in Mrd. GRD)	7595	9169	10895	13143	16231	18766	21136	23984	26884	29698	32752	35677
6.2 Jährliche reale Wachstumsrate des BIP (OECD-Daten)	-0,5	4,5	3,8	0,0	3,1	0,7	-1,6	2,0	2,1	2,4	3,2	3,5
6.3 Preissteigerungssrate (Verbraucherpreise) (OECD-Daten)	16,4	13,5	13,7	20,4	19,5	15,9	14,4	10,9	8,9	8,2	5,5	4,8
6.4 Kurzfristige Zinssätze (OECD)	19,0	19,2	19,0	23,0	23,3	21,7	21,3	19,3	15,5	12,8	10,4	11,5
6.5 Langfristige Zinssätze (OECD)												
6.5.1 Rendite 10jähriger Staatsanleihen (Bk v G)											9,08	7,79
6.6 GRD/EURO-Kurs (OECD, tägl. Durchschnitt)	155,8	167,5	178,5	200,8	225,1	246,4	268,3	287,3	302,7	305,5	309,4	329,0

ANLAGE 3
Tabelle A2.1

SPANIEN													
ESP-Anleihen gebietsfremder Emittenten am Inlandsmarkt (Matador-Anleihen) (in Mrd ESP)													
Emittenten	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1987-98
I. Multilaterale Entwicklungsbanken													
Europäische Investitionsbank		33	75	80	105	60	145	125	135	299	256	60	1373
Sonstige Multilaterale Entwicklungsbanken	18	35	60	36	58	20	40	0	13	95	236	15	626
davon:													
Weltbank	10	25	30	26	30	0	30	0	0	35	31	15	232
Internationale Finanz-Corporation (IFC)	8	10	20	10	8	10	10	0	13	38	150	0	277
Interamerikanische Entwicklungsbank (IADB)	0	0	0	0	20	10	0	0	0	10	0	0	40
Asiatische Entwicklungsbank (AsDB)	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10
EBWE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	12	0	0	12
Multilaterale Entwicklungsbanken insgesamt	18	68	135	116	163	80	185	125	148	394	492	75	1998
II. Sonstige Emittenten insgesamt	20	20	110	55	105	88	205	85	146	503	532	246	2114
ESP-Anleihen gebietsfremder Emittenten am Inlandsmarkt insgesamt	38	88	245	171	268	168	390	210	294	896	1024	321	4112

Tabelle A2.2

PORTUGAL													
PTE-Anleihen gebietsfremder Emittenten am Inlandsmarkt (Caravela-Anleihen) (in Mrd. PTE)													
Emittenten		1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1988-98
I. Multilaterale Entwicklungsbanken													
Europäische Investitionsbank		5	15	23	45	15	45	60	150	70	69	15	512
Sonstige Multilaterale Entwicklungsbanken		0	0	10	38	17	12	0	5	10	10	7	109
davon:													
Weltbank		0	0	0	15	17	12	0	0	10	0	7	61
Internationale Finanz-Corporation (IFC)		0	0	10	11	0	0	0	0	0	0	0	21
Interamerikanische Entwicklungsbank (IADB)		0	0	0	12	0	0	0	0	0	10	0	22
Asiatische Entwicklungsbank (AsDB)		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBWE		0	0	0	0	0	0	0	5	0	0	0	5
Multilaterale Entwicklungsbanken insgesamt		5	15	33	83	32	57	60	155	80	79	22	621
II. Sonstige Emittenten insgesamt		0	7	10	17	10	47	67	298	423	458	362	1699
PTE-Anleihen gebietsfremder Emittenten am Inlandsmarkt insgesamt		5	22	43	100	42	104	127	453	503	537	384	2320

Table A2.3

GRIECHENLAND															
GRD-Anleihen gebietsfremder Emittenten am Inlandsmarkt (Marathon-Anleihen) und Euro-GRD-Emissionen (in Mrd. GRD)															
Emittenten									1994	1995	1996	1997	1998	1999*	1994-99*
a) GRD-Anleihen gebietsfremder Emittenten am Inlandsmarkt (Marathon-Anleihen)															
I. Multilaterale Entwicklungsbanken															
Europäische Investitionsbank									10	45	30	0	0	30	115
Sonstige Multilaterale Entwicklungsbanken									35	140	87	28	20	45	354
davon:															
Weltbank									15	0	20	0	20	45	100
Internationale Finanz-Corporation (IFC)									10	140	27	28	0	0	204
Interamerikanische Entwicklungsbank (IADB)									0	0	0	0	0	0	0
Asiatische Entwicklungsbank (AsDB)									0	0	0	0	0	0	0
EBWE									10	0	40	0	0		50
Multilaterale Entwicklungsbanken insgesamt									45	185	117	28	20	75	469
II. Sonstige Emittenten insgesamt									0	0	0	0	0	0	0
GRD-Anleihen gebietsfremder Emittenten am Inlandsmarkt insgesamt									45	185	117	28	20	75	469
b) Euro-GRD-Emissionen															
I. Multilaterale Entwicklungsbanken															
Europäische Investitionsbank									0	0	0	50	85	40	175
Sonstige Multilaterale Entwicklungsbanken									0	0	0	30	253	130	413
davon:															
Weltbank									0	0	0	30	138	60	228
Internationale Finanz-Corporation (IFC)									0	0	0	0	55	35	90

Interamerikanische Entwicklungsbank (IADB)							0	0	0	0	30	20	50
Asiatische Entwicklungsbank (AsDB)							0	0	0	0	0	0	0
EBWE							0	0	0	0	30	15	45
Multilaterale Entwicklungsbanken insgesamt							0	0	0	80	338	170	588
II. Sonstige Emittenten insgesamt							20	0	0	200	644	348	1212
Euro-GRD-Anleihen insgesamt							20	0	0	280	982	518	1799
GRD-Emissionen Gebietsfremder insgesamt							65	185	117	307	1002	593	2269

* Januar bis April

Quellen: Europäischen Investitionsbank, International Financial Research (IFR), Capital DATA Bondware, und nationale Quellen

DIE EUROPÄISCHE INVESTITIONSBANK

Kapitaleigner der Europäischen Investitionsbank (EIB) sind die fünfzehn Mitgliedstaaten der Europäischen Union (EU). Die EIB hat ihren Sitz in Luxemburg und unterstützt als finanziell autonome Institution die gemeinschaftspolitischen Ziele der EU. Zu diesem Zweck nimmt sie Mittel auf den internationalen Kapitalmärkten auf und verwendet diese zur Finanzierung von Investitionsvorhaben, die zu einer ausgewogenen Entwicklung der Europäischen Union beitragen.

Die EIB wurde 1958 durch den Vertrag von Rom errichtet und verfügt über eine eigene Verwaltungsstruktur und eigene Entscheidungs- und Kontrollorgane. Hierzu zählen der Rat der Gouverneure (in der Regel die Finanzminister der Mitgliedstaaten), der Verwaltungsrat, das Direktorium und der Prüfungsausschuß.

Die Europäische Investitionsbank ist einer der größten Emittenten auf den internationalen Anleihemärkten. Ihre Anleihen werden von den führenden Rating-Agenturen stets mit „AAA“ eingestuft, und dank dieses erstklassigen Kreditstandings kann die EIB umfangreiche Mittel zu ausgezeichneten Konditionen aufnehmen. Die Bank leitet die Anleihemittel ohne Verfolgung eines Erwerbszwecks zur Finanzierung von Vorhaben weiter.

Das Finanzierungsvolumen der EIB ist stetig gestiegen, und heute zählt sie zu den größten multilateralen Finanzierungsinstitutionen der Welt. Die Bank konzentriert sich in ihrer Tätigkeit im wesentlichen zwar auf die Europäische Union, an sie werden jedoch auch Aufgaben in den Bereichen der Entwicklungshilfepolitik und der wirtschaftlichen Zusammenarbeit der EU herangetragen. Die diesbezüglichen Finanzierungen zugunsten von rund 120 Drittländern dienen folgenden Zielen :

- Förderung des Wirtschaftswachstums in den 71 AKP-Staaten und den überseeischen Ländern und Gebieten (ÜLG);
- Stärkung der Partnerschaft Europa-Mittelmeer;
- Vorbereitung für den Beitritt der mittel- und osteuropäischen Länder und Zyperns;
- Industrielle Zusammenarbeit mit Asien und Lateinamerika, einschließlich des Transfers von technischem Know-how.

Die EIB realisiert seit 1988 Ex-post-Evaluierungen, und zwar vorwiegend für ihre Operationen in Drittländern. 1995 richtete die Bank eine Evaluierungseinheit ein, die sowohl Operationen in EU-Ländern also auch in Drittländern untersucht, wobei die durchgeführten Ex-post-Evaluierungen einen themenbezogenen Ansatz verfolgen. Die folgenden daraus hervorgehenden Berichte sind veröffentlicht worden:

1. Performance von Kläranlagen in Mitgliedsländern der Europäischen Union (1996 – erhältlich auf Deutsch, Englisch und Französisch)
2. Evaluierung von 10 Operationen im Telekommunikationssektor in Mitgliedsländern der EU (1998 – erhältlich auf Deutsch, Englisch und Französisch)
3. Beitrag großer Infrastrukturvorhaben in den Bereichen Straßen und Eisenbahnen zur Regionalentwicklung (1998 – erhältlich auf Deutsch, Englisch und Französisch)
4. Evaluierung von Industrieprojekten, die von der Europäischen Investitionsbank im Rahmen der Förderung der Regionalentwicklung finanziert wurden (1998 – erhältlich auf Deutsch, Englisch und Französisch)
5. Evaluierung von 17 Projekten, die von der Europäischen Investitionsbank im Wasserwirtschaftssektor im Mittelmeerraum finanziert wurden (1999 – erhältlich auf Deutsch, Englisch, Französisch, Italienisch und Spanisch).
6. Auswirkungen der Mittelbeschaffung der EIB auf die Integration neuer Kapitalmärkte (1999 – erhältlich auf Deutsch, Englisch und Französisch)
7. Beitrag der EIB zur Regionalentwicklung Zusammenfassender Bericht über die Auswirkungen der EIB-Finanzierungen für 17 Projekte in Portugal und Italien auf die Regionalentwicklung (2001 – erhältlich auf Deutsch, Englisch, Französisch, Italienisch und Portugiesisch).

Um diese Berichte zu erhalten, wenden Sie sich bitte an:
Frau Barbara Simonelli, Information Desk,
Fax: (+352) 4379-3188 - e-mail: B.Simonelli@eib.org