

### 3. Der internationale Markt für Schuldtitel

Die Mittelaufnahme von Finanzinstituten des Euro-Raums am internationalen Markt verzeichnete im ersten Quartal 2003 einen kräftigen Anstieg.

Hauptmerkmale des Nettoabsatzes am Markt für internationale Schuldtitel								
Mrd. US-Dollar								
	2001	2002	2002				2003	Stand Ende März 2003
	Jahr	Jahr	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
Nettoabsatz insgesamt	1 347,6	1 016,0	308,4	342,3	181,6	183,7	351,8	9 698,7
Geldmarktinstrumente <sup>1</sup>	-78,9	2,3	-7,8	8,3	11,8	-10,0	54,7	500,5
<i>Commercial Paper</i>	26,9	23,7	5,5	1,8	19,3	-3,0	46,7	344,2
Anleihen und Notes <sup>1</sup>	1 426,5	1 013,7	316,2	334,0	169,8	193,7	297,1	9 198,1
<i>Zinsvariable Emissionen</i>	391,4	201,1	59,7	74,1	27,5	39,8	-41,9	2 191,5
<i>Festverzinsliche Emissionen</i>	996,0	801,0	253,3	246,4	145,4	155,9	338,7	6 690,2
<i>Eigenkapitalbezogene Emissionen</i>	39,1	11,6	3,2	13,5	-3,1	-2,0	0,3	316,4
Entwickelte Länder	1 260,6	950,4	284,4	325,9	166,7	173,3	327,1	8 571,7
<i>USA</i>	597,0	337,2	137,3	115,7	35,7	48,5	59,7	2 813,8
<i>Euro-Raum</i>	551,0	473,0	128,4	153,6	91,4	99,6	212,2	3 904,4
<i>Japan</i>	-10,1	-21,4	-10,2	3,2	-4,2	-10,2	-4,0	255,8
Offshore-Finanzplätze	28,2	8,3	4,4	0,3	-1,1	4,7	2,3	113,8
Entwicklungsländer	42,6	36,5	11,6	9,3	6,8	8,7	13,2	561,6
Finanzinstitute	1 038,3	837,8	236,0	278,9	153,9	169,0	269,8	6 991,3
<i>Privat</i>	956,6	717,4	215,8	242,3	118,1	141,3	199,7	5 956,6
<i>Öffentlich</i>	81,7	120,5	20,2	36,6	35,8	27,8	70,1	1 034,7
Unternehmen	207,6	58,1	13,0	40,9	1,0	3,2	16,3	1 301,3
<i>Privat</i>	171,2	56,2	19,2	40,7	-1,5	-2,2	10,6	1 074,1
<i>Öffentlich</i>	36,4	2,0	-6,2	0,3	2,5	5,4	5,7	227,2
Staaten	85,5	99,2	51,4	15,7	17,6	14,5	56,5	954,5
Internationale Organisationen	16,3	20,9	8,0	6,8	9,1	-3,0	9,2	451,6
<i>Nachrichtlich: CP Inland<sup>2</sup></i>	-142,5	-105,6	-69,6	-69,6	6,8	26,8	-23,8	1 880,3
<i>darunter: USA</i>	-161,2	-98,0	-63,3	-57,0	0,2	22,1	-16,6	1 326,3

<sup>1</sup> Ohne von Gebietsfremden am Inlandsmarkt begebene Notes. <sup>2</sup> Daten für 1. Quartal 2003 teilweise geschätzt.

Quellen: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; nationale Stellen; BIZ. Tabelle 3.1

Infolgedessen erreichte der Gesamtnettoabsatz von internationalen Schuldtiteln den Betrag von \$ 352 Mrd. (Tabelle 3.1), beinahe doppelt so viel wie im Vorquartal. Der Bruttoabsatz stieg um 58% auf einen Höchststand von \$ 774 Mrd., wodurch der Nettoabsatz trotz Tilgungen in Rekordhöhe Auftrieb erhielt (Tabelle 3.2). Die Unternehmensemissionen ausserhalb der USA erholten sich etwas von ihrem vorher sehr niedrigen Niveau.

Die Erholung des Nettoabsatzes im ersten Quartal 2003 war im Januar und Februar von einem Rückgang der Renditen langfristiger Staatsschuldtitel begleitet. Wie im Überblick erörtert, wuchs infolge des Rückgangs der Zinsen auf Titel ohne Ausfallrisiko das Interesse der globalen Anleger an höher rentierenden Anlagen, wodurch die Zinsaufschläge für Kredite und Staatspapiere nach unten gedrückt wurden. Die gestiegene Nachfrage nach Kreditprodukten erzeugte ein grösseres Angebot. Der Nettoabsatz von festverzinslichen Anleihen und Notes stieg kräftig an, da Finanzinstitute und Unternehmen sich beeilten, die niedrigen Finanzierungskosten festzuschreiben – zum Teil

Nachfrage erzeugt  
Angebot

Bruttoabsatz am Markt für internationale Anleihen und Notes							
Mrd. US-Dollar							
	2001	2002	2002				2003
	Jahr	Jahr	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Angekündigte Emissionen insgesamt	2 306,1	2 104,6	606,2	570,2	437,4	490,8	774,3
Anleiheemissionen	1 349,5	1 169,2	375,1	314,9	212,6	266,6	452,9
Emissionen von Notes	956,5	935,4	231,1	255,3	224,8	224,3	321,4
Zinsvariable Emissionen	643,4	605,4	142,0	160,2	146,3	157,0	130,1
Festverzinsliche Emissionen	1 590,4	1 455,4	454,8	389,0	286,1	325,6	627,2
Eigenkapitalbezogene Emissionen <sup>1</sup>	72,2	43,8	9,5	21,0	5,0	8,2	17,0
US-Dollar	1 131,6	987,1	310,2	257,5	200,6	218,9	335,0
Euro	841,6	807,1	228,8	229,3	164,1	185,0	342,5
Yen	125,3	90,4	16,3	25,9	23,7	24,6	23,6
Sonstige Währungen	207,5	219,9	50,9	57,5	49,1	62,4	73,2
Finanzinstitute	1 708,9	1 635,3	447,9	430,3	355,1	401,9	592,6
<i>Privat</i>	1 472,8	1 378,7	390,9	362,9	295,7	329,1	469,8
<i>Öffentlich</i>	236,1	256,6	57,0	67,4	59,4	72,8	122,8
Unternehmen	348,2	212,1	63,7	74,5	34,0	39,9	55,0
<i>darunter: Telekom-Branche</i>	135,6	45,8	12,0	16,1	7,8	10,0	23,0
<i>Privat</i>	287,1	187,5	57,1	70,9	28,4	31,1	39,6
<i>Öffentlich</i>	61,1	24,6	6,6	3,6	5,6	8,7	15,4
Staaten	174,2	173,0	68,6	44,9	28,3	31,2	87,0
Internationale Organisationen	74,8	84,3	26,0	20,5	20,0	17,9	39,8
Bruttoabsatz	2 305,8	2 105,5	587,9	577,8	443,8	496,0	713,4
<i>Nachrichtlich: Tilgungen</i>	879,3	1 091,8	271,7	243,8	274,0	302,3	416,3

<sup>1</sup> Wandel- und Optionsanleihen.

Quellen: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ.

Tabelle 3.2

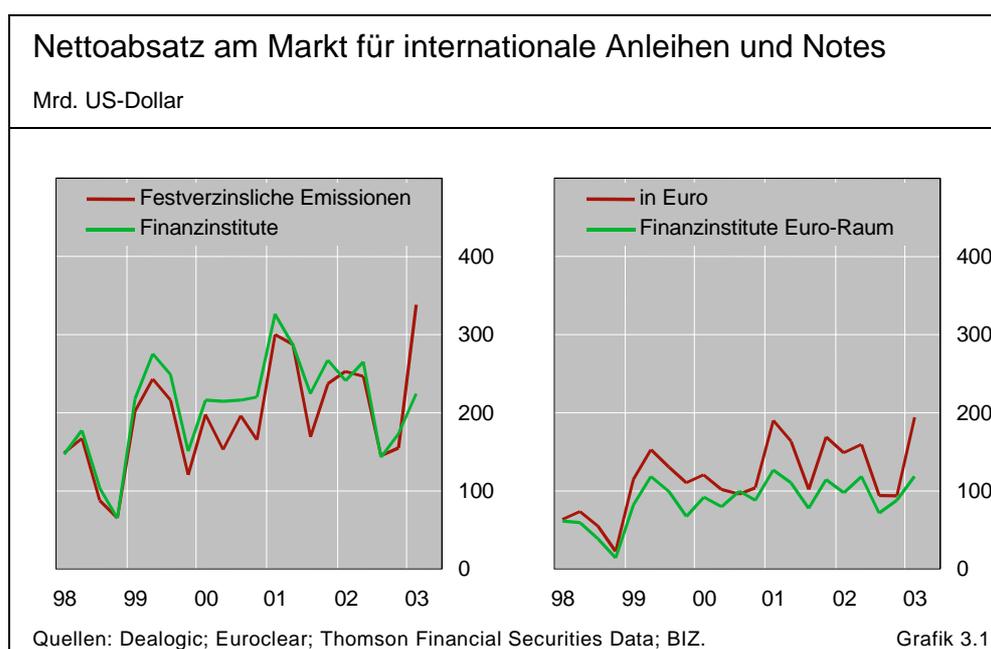
aufgrund von Befürchtungen, die Kosten würden nach Kriegsausbruch im Irak steigen. Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften nutzten ebenfalls die niedrigeren Finanzierungskosten, die zum Teil aus der gestiegenen Nachfrage der Anleger nach höher verzinslichen Titeln resultierten, und erhöhten ihren Nettoabsatz das zweite Quartal in Folge.

### Schub beim Absatz festverzinslicher Papiere durch Mittelaufnahme von Finanzinstituten

Der im ersten Quartal 2003 gegenüber dem vierten Quartal 2002 verzeichnete starke Zuwachs beim Nettoabsatz am internationalen Markt für Schuldtitel lässt sich hauptsächlich auf die Aktivitäten von Finanzinstituten zurückführen: Ihr Nettoabsatz nahm um 60% auf \$ 270 Mrd. zu. Besonders steil stieg die Mittelaufnahme von Finanzinstituten des Euro-Raums an, sodass der Nettoabsatz von Euro-Titeln einen Allzeitrekord erreichte.

Anstieg beim Absatz festverzinslicher Papiere ...

Die erhöhte Mittelaufnahme von Finanzinstituten war auch mit einem Anstieg des Nettoabsatzes von festverzinslichen Anleihen und Notes verbunden. Da ein hoher Anteil des Nettoabsatzes der Finanzinstitute auf solche Instrumente entfällt, ist dieser Anstieg wohl kaum überraschend. Sein Umfang ist allerdings unerwartet gross (Grafik 3.1). Der Absatz erreichte im ersten Quartal 2003 den Rekordbetrag von \$ 339 Mrd., mehr als doppelt so viel wie im Vorquartal, während aufgrund der geschätzten Elastizität von 0,88 mit einem Anstieg von lediglich 25% zu rechnen war. Die Finanzinstitute versuchten offensichtlich, niedrige Finanzierungskosten festzuschreiben, indem sie im Verhältnis mehr festverzinsliche Wertpapiere begaben, als aufgrund ihres früheren Verhaltens zu erwarten war. Der Anstieg des Nettoabsatzes festverzinslicher Wertpapiere von Wirtschaftsunternehmen spielte ebenfalls eine Rolle (s. unten). Vorzeitige Tilgungen durch die Finanzinstitute erhöhten sich im ersten Quartal 2003 auf \$ 17 Mrd. gegenüber \$ 7 Mrd. im vierten



Quartal 2002, was nahe legt, dass zumindest ein Teil der neu aufgenommenen Mittel zur Tilgung bestehender (und vermutlich teurerer) Schulden verwendet wurde. Die gesamten Tilgungen von Finanzinstituten nahmen stark – von \$ 232 Mrd. auf \$ 323 Mrd. – zu, was dazu beitrug, dass die Tilgungen von Anleihen und Notes insgesamt das Rekordniveau von \$ 416 Mrd. erreichten.

Der Nettoabsatz der Finanzinstitute im Euro-Raum war besonders kräftig. Er erhöhte sich im ersten Quartal 2003 gegenüber dem Vorquartal um 66% auf \$ 145 Mrd., während die nordamerikanischen Finanzinstitute einen Zuwachs von lediglich 27% auf \$ 60 Mrd. verzeichneten. Für den Euro-Raum als Ganzes war die Expansion auf eine erhöhte Nettomittelaufnahme sowohl öffentlicher als auch privater Finanzinstitute zurückzuführen. Der Nettoabsatz der letzteren nahm um 63% zu und erreichte \$ 109 Mrd. Am meisten steigerten die privaten Finanzinstitute in Deutschland ihre Nettomittelaufnahme, nämlich um rund \$ 20 Mrd. Zu den grössten Emissionen von Finanzinstituten des Euro-Raums im ersten Quartal 2003 zählte eine Anleihe der deutschen DEPFA ACS Bank über € 4 Mrd. Auch das Wachstum des Nettoabsatzes von Finanzinstituten des öffentlichen Sektors konzentrierte sich auf Deutschland. Sowohl die Landesbanken als auch die Kreditanstalt für Wiederaufbau nahmen am internationalen Schuldtitelmarkt Mittel in Rekordhöhe auf. Ein Teil dieses Zuwachses ergab sich aus der Absatzsteigerung bei den Pfandbriefen, die am internationalen Markt platziert wurden. Im ersten Quartal 2003 wurden die Zinsaufschläge bei diesen Produkten kleiner, was dazu führte, dass sich der Absatz von € 10 Mrd. im vierten Quartal 2002 auf € 27 Mrd. im ersten Quartal 2003 erhöhte. Eurohypo AG und Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA zählten mit einem Absatz von je € 3 Mrd. zu den grössten Emittenten.

... und beim Nettoabsatz durch Finanzinstitute des Euro-Raums

Die Absatzsteigerung der Finanzinstitute im Euro-Raum trug dazu bei, dass der Nettoabsatz von Euro-Schuldtiteln die Rekordhöhe von \$ 226 Mrd. erreichte, mehr als doppelt so viel wie im Vorquartal (Tabelle 3.3). Darin kommt zum Teil die Tendenz der Finanzinstitute im Euro-Raum zum Ausdruck, in der Landeswährung zu emittieren (Grafik 3.1). Der Zuwachs ist jedoch grösser, als man aufgrund des Emissionsverhaltens in der Vergangenheit erwarten würde. Der Nettoabsatz von auf Euro lautenden Anleihen und Notes konnte sich mehr als verdoppeln und erreichte \$ 194 Mrd., während die geschätzte Elastizität von 1,18 zwischen dem Nettoabsatz von Euro-Papieren und dem der Finanzinstitute im Euro-Raum einen Anstieg von nur 43% erwarten liess. Eine Rolle spielte auch die Zunahme des Euro-Absatzes nordamerikanischer Emittenten: Nach -\$ 0,4 Mrd. im vierten Quartal 2002 lag er im ersten Quartal 2003 bei \$ 15,9 Mrd. Führend in dieser Kategorie waren „Freddie Mac“ mit einer Note-Emission über € 4 Mrd. und die General Electric Capital Corporation mit einer Note-Emission über € 1,75 Mrd.

Nettoabsatz in Euro mehr als verdoppelt

Der gestiegene Absatz von im Euro-Raum ansässigen Finanzinstituten trug auch zu einem erhöhten Nettoabsatz von Commercial Paper (CP) am internationalen Schuldtitelmarkt bei; er erreichte im ersten Quartal 2003 das Rekordniveau von \$ 47 Mrd. Diese Zunahme der kurzfristigen Mittelaufnahme am internationalen Markt übertrug sich jedoch nicht auf den sehr viel grösseren

## Nettoabsatz internationaler Schultitel nach Währung und Region<sup>1</sup>

Mrd. US-Dollar

Region/Währung		2001	2002	2002				2003
		Jahr	Jahr	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Nordamerika	US-Dollar	524,9	304,0	125,6	93,5	35,7	49,3	39,7
	Euro	65,1	40,0	18,3	14,7	7,3	-0,4	15,9
	Yen	19,1	-7,2	-4,1	1,0	-1,5	-2,5	0,0
	Sonstige Währungen	7,2	12,5	3,5	6,0	-0,8	3,8	2,5
Europa	US-Dollar	56,3	73,7	6,6	43,6	4,8	18,8	39,1
	Euro	520,1	468,9	137,4	134,1	101,5	96,0	206,2
	Yen	-2,9	-26,1	-12,6	-4,0	-7,0	-2,5	-3,9
	Sonstige Währungen	72,4	89,0	17,0	31,3	23,9	16,8	26,5
Sonstige	US-Dollar	70,6	44,0	23,0	11,5	4,6	5,0	16,8
	Euro	12,0	14,4	3,1	7,1	5,5	-1,2	4,3
	Yen	0,5	-8,3	-12,5	6,0	2,1	-3,9	-2,2
	Sonstige Währungen	2,2	11,0	3,2	-2,3	5,5	4,6	6,9
Insgesamt	US-Dollar	651,9	421,8	155,1	148,5	45,1	73,0	95,6
	Euro	597,3	523,4	158,8	155,9	114,3	94,4	226,3
	Yen	16,7	-41,6	-29,3	3,0	-6,4	-8,9	-6,0
	Sonstige Währungen	81,8	112,5	23,7	35,0	28,6	25,2	35,9

<sup>1</sup> Basis: Nationalität des Schuldners.

Quellen: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ.

Tabelle 3.3

inländischen CP-Markt. Der Bestand inländischen CPs schrumpfte um \$ 24 Mrd., was allerdings sehr viel langsamer war als in den ersten beiden Quartalen von 2002.

### Vermehrte Mittelaufnahme durch Unternehmen mit erhohem Absatz von eigenkapitalbezogenen Papieren

Die Mittelaufnahme der Wirtschaftsunternehmen am internationalen Markt für Schultitel nahm im ersten Quartal 2003 nach sehr gedrückten Niveaus wieder etwas zu. Nachdem der Nettoabsatz dieser Unternehmen zwei Quartale lang beinahe null gewesen war, erhöhte er sich auf \$ 16 Mrd. Dieser Anstieg entfiel fast ausschliesslich auf den erhöhten Nettoabsatz von Schuldern des privaten Sektors, der sich mit \$ 11 Mrd. nach zwei Quartalen mit negativen Werten wieder im positiven Bereich befand. Auch der Bruttoabsatz der Wirtschaftsunternehmen nahm im ersten Quartal 2003 von \$ 40 Mrd. im Vorquartal auf \$ 55 Mrd. zu. Er stammte vorwiegend von europäischen Unternehmen; der Absatz von US-Unternehmen stagnierte mehr oder weniger. Es gibt Hinweise darauf, dass die emittierenden Unternehmen die niedrigeren Finanzierungskosten ausnutzten. Ein Teil der neu aufgenommenen Mittel wurde für die Tilgung bestehender variabel verzinslicher Verbindlichkeiten verwendet; der Nettoabsatz solcher Papiere durch Wirtschaftsunternehmen blieb das sechste Quartal in Folge negativ. Hingegen stieg der Nettoabsatz festverzinslicher Anleihen und Notes von Wirtschaftsunternehmen von \$ 10 Mrd. auf \$ 20 Mrd.

Europäische Unternehmen schreiben niedrige Renditen fest ...

Niedrige Finanzierungskosten veranlassten die Wirtschaftsunternehmen offenbar auch, die Fälligkeit ihrer Schulden zu strecken. Die durchschnittliche Laufzeit der von Wirtschaftsunternehmen aufgelegten Anleihen verlängerte sich von 9,9 Jahren auf 11,3 Jahre. Dies ist die längste Durchschnittslaufzeit seit dem ersten Quartal 1999. So wurden für einige der grössten Neuemissionen sehr lange Laufzeiten festgelegt. France Telecom z.B. legte zwei Anleihen über insgesamt € 1,5 Mrd. mit einer Laufzeit von 30 Jahren auf, und Électricité de France nahm mit einer ähnlichen Laufzeit € 850 Mio. auf.

... und strecken die Fälligkeiten

Der Bruttoabsatz eigenkapitalbezogener Titel erhöhte sich vom relativ niedrigen Stand im zweiten Halbjahr 2002 auf \$ 17 Mrd. im ersten Quartal 2003. Fast alle dieser neuen Emissionen waren Wandelanleihen. Im ersten Quartal 2003 überstieg der Bruttoabsatz von Wandelanleihen zum ersten Mal seit dem dritten Quartal 1999 den Bruttoabsatz von internationalen Aktien. Der Absatz von internationalen Aktien war jedoch sehr gering. Darüber hinaus war der Zuwachs bei den eigenkapitalbezogenen Emissionen nicht hoch genug, um den Gesamtabsatz von eigenkapitalbezogenen Anleihen und von Aktien wieder auf die Niveaus der Jahre 2000 und 2001 zu heben.

Beträchtliche Absatzsteigerung bei Wandelanleihen ...

Der Substanzwert einer Wandelanleihe wird vom Kredit-, vom Zinsänderungs- und vom Aktienrisiko mitbestimmt, da die Anleger die Möglichkeit haben, die Anleihe in eine bestimmte Anzahl von Aktien umzuwandeln. Dieser Optionsfaktor dürfte Wandelanleihen unter den gegenwärtigen Marktbedingungen für einige Anleger attraktiv machen. Die zunehmende Volatilität der Aktienmärkte im ersten Quartal erhöhte den Wert der eingebauten Option. Zudem können Anleger, die aus den gedrückten Aktienmärkten abwandern, einen Vermögenswert mit dem Kreditrisiko eines festverzinslichen Instruments und dem Aufwärtspotenzial von Aktien erwerben. Für die Emittenten sind die niedrigeren Renditen auf Wandelanleihen im Vergleich zu normalen festverzinslichen Titeln – ein Ausgleich für die eingebaute Option – attraktiv. Schliesslich führte die hohe Nachfrage nach Wandelanleihen, insbesondere von Hedge-Fonds, zu einer Verkleinerung der Zinsaufschläge, was wiederum den Absatz steigen liess. In diesem Quartal erreichten die Gesamtanlagen von Hedge-Fonds, die Arbitragestrategien mit Wandelanleihen verfolgen, einen Höchststand.

Ein verhältnismässig grosser Anteil der Wandelanleihen wird gegenwärtig als Zwangswandelanleihen ausgegeben. Eine Zwangswandelanleihe wird an einem bestimmten Fälligkeitsdatum automatisch in Aktien umgewandelt; der Käufer der Wandelanleihe hat somit kein Wahlrecht. Die Übertragung des Risikos auf den Käufer wird üblicherweise durch eine höhere Rendite kompensiert. Unternehmen sind an der Ausgabe von Zwangswandelanleihen interessiert, um zu vermeiden, was 1999 und 2000 zahlreiche Telekommunikationsfirmen erleben mussten: Sie gaben Wandelanleihen aus in der Erwartung, dass diese zum Tilgungszeitpunkt in Aktien umgewandelt würden. In den meisten Fällen kam es jedoch nicht zur Umwandlung, da die Aktienkurse stark gefallen waren, sodass die Firmen einen viel höheren Verschuldungsgrad aufwiesen, als sie erwartet hatten. Eine weitere für die Emittenten attraktive Eigenschaft von Zwangswandelanleihen ist, dass sie von den Rating-Agenturen im Allgemeinen nicht als reine Schulden behandelt werden. Zu den grössten

... vor allem infolge Zunahme von Zwangswandelanleihen

Emissionen im ersten Quartal 2003 zählten eine Zwangswandelanleihe der Deutschen Telekom über € 2,3 Mrd. und eine der Sumitomo Mitsui Financial Group über ¥ 345 Mrd. (\$ 2,9 Mrd.).

## Weitere Erholung beim Absatz der Entwicklungsländer

Bei weiter rückläufigen Zinsaufschlägen auf Staatspapiere nahmen Schuldner in Entwicklungsländern den internationalen Markt für Schuldtitel im ersten Quartal 2003 für umfangreichere Mittelaufnahmen in Anspruch (s. Überblick). Nach einem Wachstum von 28% vom dritten zum vierten Quartal 2002 stieg der Nettoabsatz von Emittenten aus Entwicklungsländern im ersten Quartal 2003 um weitere 52% auf \$ 13,2 Mrd. (Tabelle 3.1). Der Absatz liegt jedoch nach wie vor unter dem Quartalsdurchschnitt von netto \$ 17 Mrd. in den drei Jahren vor der Asien-Finanzkrise von 1997. Die grösste Emission eines Entwicklungslandes am internationalen Markt für Schuldtitel im ersten Quartal 2003 war eine festverzinsliche Staatsanleihe Mexikos über \$ 2 Mrd. mit einer Laufzeit von 10 Jahren; der Aufschlag auf den Zinssatz von 10-jährigen US-Schatzanleihen betrug 246 Basispunkte.

Verbesserter  
Zugang zu den  
Kapitalmärkten für  
Entwicklungsländer

Die Zunahme des Nettoabsatzes von Entwicklungsländern war stark konzentriert. Nahezu zwei Drittel davon entfielen nämlich auf die erhöhte Mittelaufnahme Brasiliens. Brasilianische Emittenten nutzten die geringere Risikoaversion der globalen Anleger und das Nachlassen der politischen Unsicherheit in ihrem Land im ersten Quartal 2003 und nahmen in grossem Umfang Mittel auf. Ihr Nettoabsatz betrug \$ 1,5 Mrd., verglichen mit -\$ 1,3 Mrd. im Vorquartal. Im Allgemeinen erfolgte die Kreditaufnahme am kurzen Ende der Renditenstrukturkurve. Der Nettoabsatz von Geldmarktinstrumenten stieg von \$ 0,6 Mrd. im Vorquartal auf \$ 2,3 Mrd. im ersten Quartal 2003, während der Nettoabsatz von Anleihen und Notes mit -\$ 0,9 Mrd. das zweite Quartal in Folge negativ blieb.

Obgleich die türkischen Spreads Mitte März kräftig in die Höhe schnellten, als bekannt wurde, dass ein US-Finanzpaket von mehreren Milliarden Dollar drastisch gekürzt würde, war es türkischen Emittenten aufgrund des allgemeinen Nachlassens der politischen Unsicherheit möglich, den internationalen Markt für Schuldtitel wieder in Anspruch zu nehmen. Nach drei Quartalen mit einem negativen Nettoabsatz nahmen sie im ersten Quartal 2003 netto neue Mittel in Höhe von \$ 0,2 Mrd. auf.

Mehrheitsklauseln  
in Anleiheverträgen

Eine wichtige Entwicklung für die Mittelbeschaffung in aufstrebenden Volkswirtschaften war die Ausstattung von vier Staatsanleihen mit einer Mehrheitsklausel („collective action clause“). Mehrheitsklauseln gestatten die Umschuldung einer Anleihe mit Zustimmung einer qualifizierten Mehrheit der Anleiheinhaber, anstatt nur mit einstimmiger Zustimmung. Solche Bestimmungen gelten als Alternative zu einem internationalen Konkursverfahren im Falle der Zahlungsunfähigkeit eines Staates. Der Ausgabe der Anleihen mit diesen Klauseln war eine lange Debatte über eine Verbesserung des Umschuldungsverfahrens bei Staatsschulden vorangegangen. Die Emittenten hatten zunächst geglaubt, der Einschluss von Mehrheitsklauseln werde ihre Zins-

aufschläge vergrössern.<sup>1</sup> Gleichzeitig hatten einige Anleger befürchtet, die Klausel sei ein Hinweis darauf, wie hoch der Emittent die Ausfallwahrscheinlichkeit einschätze.

Im ersten Quartal 2003 wurde eine mexikanische Anleihe, zu Beginn des zweiten Quartals wurden eine brasilianische und zwei mexikanische Anleihen mit Mehrheitsklauseln ausgegeben. In einigen Rechtsordnungen, z.B. im englischen Recht, sind Mehrheitsklauseln allgemein Bestandteil von Anleiheverträgen. Die mexikanischen Anleihen waren die ersten Anleihen von aufstrebenden Volkswirtschaften mit Mehrheitsklauseln, die von einem bedeutenden Schuldner am internationalen Kapitalmarkt nach dem Recht des US-Gliedstaats New York ausgegeben wurden. Die brasilianische Anleihe war die erste Non-Investment-Grade-Anleihe eines grösseren Emittenten mit Mehrheitsklausel. In diesen vier Fällen schien die Einschliessung der Mehrheitsklauseln keinen zusätzlichen Aufschlag zu erfordern.

Durch die Ausgabe von Anleihen mit Mehrheitsklauseln versuchte Mexiko, einen neuen Standard zu setzen. In der juristischen Dokumentation bestehen jedoch zwischen den Anleihen von Mexiko und Brasilien und der jüngst angekündigten Emission von Uruguay einige Unterschiede. Beispielsweise war die für eine Änderung der Zahlungen erforderliche Mehrheit Gegenstand ausgiebiger Diskussionen. Mexiko legte den Prozentsatz der Anleiheinhaber, deren Zustimmung erforderlich ist, auf 75% fest, einige Anleger schlugen einen höheren Prozentsatz vor. Uruguay kündigte an, dass für die neuen Anleihen, die das Land infolge einer Umschuldung auflegt, die gleiche Schwelle verwendet würde. Für die brasilianische Anleihe hingegen wurde mit 85% eine höhere Schwelle festgelegt.

Mexiko und Brasilien übernehmen die Führung

Bisher keine Harmonisierung der Mehrheitsklauseln

---

<sup>1</sup> Tsatsaronis (1999) findet Hinweise auf einen solchen Effekt, der jedoch nicht systematisch auftritt (s. K. Tsatsaronis, „Die Auswirkungen der Collective Action Clauses auf die Spreads von Staatsanleihen“, *BIZ-Quartalsbericht*, November 1999, S. 23-25).