

# Neue Zürcher Zeitung

5. Juli 2013

Börsen & Märkte

Internationaler Kapitalmarkt

## Ein halbes Jahrhundert Eurobonds

*Die Entstehung des Eurobondmarktes vor 50 Jahren wurde durch Kapitalverkehrskontrollen der USA begünstigt und hat so eine auch heute gültige Botschaft.*

*Andreas Uhlig*

Zur 50-Jahr-Feier des internationalen Kapitalmarktes bzw. des Eurobondmarktes, wie er lange hiess, sind kürzlich rund 350 frühere und heutige Teilnehmer in einem Londoner Hotel zusammengetroffen. Anlass des von der International Capital Markets Association (ICMA) organisierten Galadiners war die Emission des ersten Eurobonds am 1. 7. 1963 in London. Die Merchantbank S. G. Warburg & Co. hatte zusammen mit der Banque de Bruxelles, der Deutschen Bank und der Rotterdamsche Bank eine Anleihe des italienischen Autobahn-Konzessionärs Autostrade über die damals stattliche Summe von 15 Mio. \$ mit einem Coupon von 5 % bis 1972/78 begeben. Was anfänglich nicht erkennbar war, wurde mit der Zeit immer klarer: Die Emission war der Startschuss für eine fortschreitende Evolution des globalen Finanzsystems. Wurden in den ersten fünf Jahren Bonds im Wert von 4,3 Mrd. \$ emittiert, liegt heute das jährliche Volumen bei rund 4 Bio. \$.

### Kontrollen als Geburtshelfer

Die Entstehung des Eurobondmarktes ist nicht nur ein geschichtliches Ereignis, sondern trägt auch eine heute und künftig gültige Botschaft: Eingriffe in das Marktgeschehen haben oft unerwartete Nebeneffekte mit weitreichenden Konsequenzen. Wesentliche Geburtshilfe für den Eurobondmarkt waren US-Kapitalverkehrskontrollen, die den Fluss von Geldern in das Land und aus ihm heraus beschränkten und gleichzeitig den New Yorker Kapitalmarkt für ausländische Emittenten («Yankee»-Markt) behinderten.

## Korrektur bei Unternehmensbonds

Morningstar Eurobond Corporate Index, in Punkten



Für den Wiederaufbau Europas nach dem Zweiten Weltkrieg war amerikanisches Kapital nach Europa geflossen, das dort oft aus steuerlichen Gründen auch blieb. Fast zeitgleich mit der Emission der Autostrade hatte Präsident John F. Kennedy die «Interest Equalization Tax» (IET) auf den Kauf von «Yankee»-Anleihen verhängt und somit US-Investoren einen Anreiz gegeben, Kapital im Ausland anzulegen. Etwas später verschärfte Lyndon B. Johnson die Kontrollen mit dem auf eine Reduzierung des Kapitalabflusses ausgerichteten «Foreign Direct Investment Programme», das amerikanische Konzerne zwang, ihre Auslandsaktivitäten auch in Übersee zu finanzieren.

Bis zum Entstehen des Eurobondmarktes hatten sich europäische Unternehmen auf ihre inländischen Kapitalmärkte beschränken müssen. Eine Alternative bot der «Yankee»-Markt, dank dem die Liquidität von US-Anlegern in Dollars angezapft werden konnte. Allerdings dominierten amerikanische Banken den Emissionsmarkt, neue Anleihen mussten bei der Securities and Exchange Commission (SEC) registriert werden. Und obwohl der Grossteil des Sekundärhandels mit «Yankee»-Bonds in Europa stattfand, lief die Abwicklung über New York.

Vor allem Londoner Banken, die unter der anhaltenden Nachkriegsdepression, strikten Kapitalverkehrskontrollen für das Pfund Sterling und verknöcherten Marktstrukturen litten, suchten nach Wegen, das in Europa brachliegende US-Kapital zu nutzen und den Kapitalbedarf von amerikanischen Schuldnern im Ausland zu befriedigen. Hilfreich war dabei ein Aspekt einer britischen Steuerverordnung aus dem 19. Jahrhundert, die Steuerfreiheit für Finanztransaktionen zwischen ausländischen Gegenparteien garantierte.

Der emigrierte deutsche Bankier Siegmund Warburg fand den Schlüssel für den Eurobondmarkt, als er mithilfe von Guido Carli, dem Gouverneur der Banca d'Italia, auf die Autostrade stiess, die Kapital ausserhalb Italiens suchte und Zinszahlungen ohne Quellensteuerabzug zahlen konnte. Der Bruttozins wurde Kennzeichen der als Inhaberpapiere international vertriebenen Eurobonds. Doppelbesteuerungen wurden vermieden, und Privatanleger waren ebenfalls nicht gewillt, Zinserträge zu versteuern, wie Peter Spira, der letzte Überlebende des Emissionsteams der S. G. Warburg, am jüngsten Gala-Essen in Erinnerung rief.

## **Eigenwillige Pioniere**

Der Eurobondmarkt war in den Anfangsjahren untrennbar mit einer Gruppe von Pionieren verknüpft, von denen sich einige noch an die Zwischenkriegszeit erinnerten, als sich Kapital freier bewegte als nach dem Zweiten Weltkrieg. Die frühen Marktteilnehmer waren unabhängig und innovativ, stets bereit, die Grenzen des Marktes auszuloten. So half George Bolton als Mitglied des Rates der Bank von England, bürokratische Einwände der Börse, Steuerbehörden und Notenbank gegen innovative Pläne zu überwinden. Stanley Ross führte mit Reuters Graumarktnotierungen von Emissionen ein und brach das Informationsmonopol der Banken. Stanislas Yassukovich zementierte die Beziehungen des Eurobondmarktes mit London; Walter Koller und Armin Mattle gehörten zu den Grossen des Sekundärmarktes. Wichtig war auch Eugene Rotberg, der 1981 als Treasurer der Weltbank den ersten Währungsswap – mit IBM – durchführte.

## **Unklare Zukunft**

London setzte sich gegen andere Standorte wie Luxemburg, Paris, Frankfurt und Genf durch und wurde das Zentrum des immer liquider werdenden Eurobondmarktes. Die Schweiz verlor den Sekundärmarkt, weil sie auf der Stempelsteuer beharrte. Ob Londons Dominanz im internationalen Kapitalmarkt anhält, ist umstritten. Für weiteres Wachstum spricht die Schwäche des Kreditmarktes. Rotberg ist zuversichtlich, der Markt habe seine wichtigsten Charakteristika nicht verloren.

Andere zeigen sich jedoch skeptisch. Yassukovich sieht das Monopol, das London dank Sprache, Dienstleistungen, wohlwollender Überwachung und mittlerer Zeitzone genossen hatte, als gebrochen. Der Trend zu offenen Märkten habe gedreht, der regulative Druck wachse. Hans-Jörg Rudloff, Chef des Investmentarms der Barclays Bank, befürchtet die Rückkehr von Kapitalverkehrskontrollen; die politische Klasse lerne nichts aus der Geschichte.

[http://www.nzz.ch/finanzen/uebersicht/boersen\\_und\\_maerkte/ein-halbes-jahrhundert-eurobonds-1.18111310](http://www.nzz.ch/finanzen/uebersicht/boersen_und_maerkte/ein-halbes-jahrhundert-eurobonds-1.18111310)